

**T.C.
GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI**

**ANONİM ORTAKLIK PAYI BAĞLAMINDA OPSİYON
KAVRAMI VE PAY DEVRİNDE ÖZELLİK ARZ EDEN
HAKLAR**

DOKTORA TEZİ

Umut ÖZDOĞAN

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Tolga AYOĞLU

KASIM 2024

**T.C.
GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI**

**ANONİM ORTAKLIK PAYI BAĞLAMINDA OPSİYON
KAVRAMI VE PAY DEVRİNDE ÖZELLİK ARZ EDEN
HAKLAR**

DOKTORA TEZİ

Umut ÖZDOĞAN

Tez savunma jürisi:

**Prof. Dr. S. Anlam ALTAY
Prof. Dr. Tolga AYOĞLU (Tez Danışmanı)
Prof. Dr. Mehmet HELVACI
Dr. Öğr. Üyesi H. Ali DURAL
Dr. Öğr. Üyesi Cem VEZİROĞLU**

KASIM 2024

ÖNSÖZ

“Anonim Ortaklık Payı Bağlamında Opsiyon Kavramı ve Pay Devrinde Özellik Arz Eden Haklar” başlıklı bu çalışma, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı Doktora Programı kapsamında, Prof. Dr. Tolga Ayoğlu danışmanlığında hazırlanmıştır. Teze ilişkin yürütülen çalışmalarda temel amaç, anonim ortaklık uygulamasında yaygın biçimde kullanılan öncelik, önalım, alım, satım, birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarının kavramsal temellerinin ortaya konulması ve söz konusu hakların uygulama esaslarının belirlenmesidir.

Tez konusunun belirlenmesinden itibaren tezin tüm hazırlık sürecinde desteklerini esirgemeyen değerli hocam ve danışmanım Prof. Dr. Tolga AYOĞLU’ya, aynı zamanda tez izleme komitesi üyeleri olan değerli hocalarım Prof. Dr. S. Anlam ALTAY ve Dr. Öğr. Üyesi Cem VEZİROĞLU’ya, ayrıca tez jürimde yer almayı kabul ederek beni onurlandıran hocalarım Prof. Dr. Mehmet HELVACI’ya ve Dr. Öğr. Üyesi H. Ali DURAL’a şükranlarımı sunarım. Son olarak doktora sürecinin en başından beri her adımda desteğini yanımda hissettiren değerli hocam Dr. Öğr. Üyesi Rifat CANKAT’a da müteşekkirim olduğumu belirtmek isterim.

İSTANBUL, 2024

Umut ÖZDOĞAN

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	ii
KISALTMALAR	x
RÉSUMÉ.....	xii
ABSTRACT	xvi
ÖZET.....	xx
GİRİŞ	1
I) ARAŞTIRMA KONUSU VE ÇÖZÜM ARANAN HUSUSLAR	1
II) KONUNUN SINIRLANDIRILMASI VE YÖNTEM	4
BİRİNCİ BÖLÜM.....	1
OPSİYON HAKLARININ VE OPSİYON SÖZLEŞMESİNİN KONUSU OLARAK ANONİM ORTAKLIK PAYI	1
I) ANONİM ORTAKLIK PAYININ OPSİYON KAVRAMI İLE İLİŞKİLİ TEMEL NİTELİKLERİ.....	1
A) Giriş	1
B) Hukuki Mahiyet	3
1) Esas Sermayenin Bir Parçası Olarak Pay	4
2) Pay Sahipliği Mevkii	5
3) Hak ve Borç Kaynağı Olarak Pay	7
4) Pay Senedi ile Özdeş Kullanım	9
C) Özellikler	11
1) Payın Tescil ile Meydana Gelmesi	11
2) Payın Bölünmezliği.....	12
3) Payın Devredilebilirliği.....	13
D) Payların Senede Bağlanması	14
1) Pay Senedinin Hukuki Niteliği	14
2) Hamiline Yazılı Pay Senetleri.....	15
3) Nama Yazılı Pay Senetleri	18
4) Kaydi Sisteme Tabi Paylar	27
E) Payın Çeşitli Görünümleri	35
1) Nakit Karşılığı Çıkarılan Pay / Ayın Karşılığı Çıkarılan Pay.....	35
2) Oydan Yoksun Pay Kavramı	36
3) İtibari Değer ve İtibari Değerden Yoksun Pay Kavramı	37
4) Adi Pay / İmtiyazlı Pay	40
5) Bedelli Pay / Bedelsiz Pay	45

II) ANONİM ORTAKLIK BAKIMINDAN OPSİYON KAVRAMI VE OPSİYON SÖZLEŞMESİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ, GÖRÜNÜMÜ VE EKONOMİK İŞLEVİ	46
A) Opsiyon Kavramı	46
1) Kavramın Tanımı ve Tanıtılması.....	46
2) Kavramın Tarihsel Gelişimi.....	52
a. Modern Dönem Öncesi Kökenler	52
b. Hollanda ve Anglo-Amerikan Hukuk Sisteminde	54
i. Hollanda	54
ii. İngiltere	56
iii. ABD.....	57
c. İsviçre ve Alman Hukuk Sistemlerinde	62
d. Türk Hukuk Sisteminde	65
3) Opsiyon Türleri.....	74
a. Haklar Bakımından Ayrım.....	74
i. Alım Opsiyonu	74
ii. Satım Opsiyonu	76
iii. Karmaşık ya da Bileşik Opsiyonlar	77
b. Vadeleri Bakımından Ayrım.....	77
i. Avrupa Tipi Opsiyonlar.....	78
ii. Amerikan Tipi Opsiyonlar.....	78
iii. Kavramların Ortaya Çıkışı ve Genel Değerlendirme	78
c. Konu Bakımından Ayrım.....	80
i. Pay Opsiyonları	81
ii. Endeks Opsiyonları	81
iii. Döviz Opsiyonları.....	82
iv. Faiz Opsiyonları.....	82
v. Emtia Opsiyonları.....	83
vi. Vadeli İşlem Opsiyonları	84
vii. Egzotik Opsiyonlar	87
B) Opsiyon Sözleşmesi	88
1) Genel Olarak	88
2) Görünüm Biçimleri.....	94
a. Borsa Opsiyon Sözleşmesi.....	94
i. Tanımı	94
ii. Unsurlar	95

i. Taraflar.....	95
ii. Konu.....	97
iii. Opsiyon Primi.....	99
iii. Hukuki Nitelik	105
iv. Opsiyon İşlemlerinin Kumar ve Bahis Niteliğine İlişkin Argümanlar ve Değerlendirme	106
b. Anonim Ortaklık Pay Opsiyon Sözleşmeleri	116
i. Kavram	117
ii. Unsur ve Özellikler	120
c. Anonim Ortaklık Pay Opsiyon Sözleşmeleri ile Borsa Opsiyon Sözleşmeleri Arasındaki Fark ve Benzerliklerin Değerlendirilmesi	124
i. Sözleşme Konusu ve Amacı Bakımından	125
ii. Hukuki İlişkinin Mahiyeti ve Tarafları Bakımından	129
iii. Sözleşmeden Doğan Hakların Kullanımı ve Edimlerin İfası Bakımından	131
C) Opsiyon Kavramı ile Pay Devirlerine İlişkin Özellik Arz Eden Hakların Etkileşimi.....	134
1) Çalışma Kapsamında Opsiyon Hakkı ile Pay Devrinde Özellik Arz Eden Haklar Arasında Yapılan Ayırımın Açıklanması	134
2) Pay Devrinde Özellik Arz Eden Hakların Kaynağı ve Tarihsel Bağlamı	137
İKİNCİ BÖLÜM.....	140
ANONİM ORTAKLIK PAYININ OPSİYON HAKLARI İLE PAY DEVRİNDE ÖZELLİK ARZ EDEN HAKLARA KONU OLMASI	140
I) HAKLARIN TANITILMASI VE MEDENİ HUKUK KAVRAMLARI BAĞLAMINDA DEĞERLENDİRİLMESİ	140
A) Giriş	140
B) İlgili Medeni Hukuk Kavramları.....	140
1) Nispi Hak	140
2) Yenilik Doğuran Hak.....	142
3) Şart (Koşul) Teorisi	145
4) İcap Teorisi	147
5) Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme	148
6) Üçüncü Kişinin Fiilini Üstlenme	151
7) Ön Sözleşme	153
8) Müzakere Sözleşmesi	154
C) Hakların Tipolojik Olarak Sınıflandırılması ve Medeni Hukuk Kavramları Işığında Mahiyetlerinin Değerlendirilmesi	155

1) Giriş ve Terminoloji.....	155
2) Öncelik Hakları.....	157
a. Kavram.....	157
b. Üçüncü Kişinin İnisiyatifiyle Tetiklenen Öncelik Hakları	158
c. Pay Sahibinin İnisiyatifiyle Tetiklenen Öncelik Hakları	161
d. Öncelik Haklarının Hukuki Mahiyetine İlişkin Değerlendirmeler	164
3) Opsiyon Hakları.....	170
a. Önalım Hakkı	170
i. Kavram	170
ii. Önalım Hakkının Hukuki Mahiyetine ve Anonim Ortaklık Payına Uygulanabilirliğine İlişkin Değerlendirmeler.....	173
b. Geri Alım, Alım ve Satma Hakları	175
i. Kavramların Tanıtılması.....	175
ii. Hukuki Nitelik Üzerine Değerlendirmeler	179
4) Birlikte Satma Hakkı ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkı.....	181
a. Birlikte Satma Hakkı.....	181
b. Birlikte Satışa Zorlama Hakkı.....	184
c. Birlikte Satma Hakkı ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkına İlişkin Usuli Şartlar	187
d. Birlikte Satma Hakkı ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkına İlişkin Hukuki Mahiyet Değerlendirmesi	188
II) HAKLARIN PRATİK BAĞLAMDA VE EKONOMİK RASYONEL BAĞLAMINDA DEĞERLENDİRİLMESİ.....	192
A) Hakların Kullanılmasının Pratik Rasyoneli	192
1) Hakların Ortaklık Kontrolüne İlişkin Etkisi	192
2) Ortaklıkta Yabancılaşmanın Engellenmesi ve Ortaklık İlişkilerinde Belirliliğin Sağlanması.....	195
3) Ortaklar Arası Uyuşmazlıkların Çözümü	197
B) Hakların Kullanılmasının Ekonomik Rasyoneli	198
1) Pay Satışlarında Elde Edilen Avantajlar	198
a. Kontrol Priminden Yararlanma.....	198
b. Yatırım Gelirinin Öngörülebilirliği.....	200
c. <i>Ex Ante</i> Pazarlık Gücü	201
2) Fırsatçılık Probleminin Önlenmesi	202
a. Genel Olarak Fırsatçılık Problemi	202
b. Muayyen Yatırımlarda Fırsatçılık Probleminin Önlenmesi.....	203
C) Hakların Kullanılması ile Ortaklık Menfaati Arasındaki İlişki	205

III) HAKLARIN ANONİM ORTAKLIK ESAS SÖZLEŞMESİNDE VE/VEYA ANONİM ORTAKLIK PAY SAHİPLERİ SÖZLEŞMESİ ALTINDA DÜZENLENMESİ	207
A) Giriş	207
B) Esas Sözleşme.....	208
1) Kavramın Tanıtılması ve İşlevi.....	208
2) Hukuki Nitelik Meselesi	210
C) Pay Sahipleri Sözleşmesi.....	212
1) Kavram ve Pay Devrinde Özellik Arz Eden Haklar ile Bağlantısı.....	212
2) Pay Sahipleri Sözleşmesinin Unsurları.....	214
a. Hukuki Nitelik.....	214
b. Sözleşmenin Şekli	219
c. Sözleşmenin Tarafları	222
i. Genel Olarak.....	222
ii. Ortaklığın Pay Sahipleri Sözleşmesine Taraf Olması Meselesi ve Hakimiyet Sözleşmesi Bakımından Değerlendirme	222
d. Sözleşmenin Geçerliliği	226
3) Pay Sahipleri Sözleşmesinin İşlevi Bağlamında Kapsamı	230
a. Anonim Ortaklığı Biçimlendirme Aracı Olarak Pay Sahipleri Sözleşmesi	230
b. <i>Affectio Societatis</i> Unsurunun Güçlendirilmesi	231
c. Pay Sahiplerinin Sadakat Yükümü Sorunsalı ve Sadakat Yükümlülüğüne Sözleşmesel Bir Alternatif.....	232
D) Pay Sahipleri Sözleşmesi Hükümleri ve Esas Sözleşme Hükümleri Ayırımının Anonim Ortaklıkta Yarattığı Düalite Sorunu	234
1) İki Boyutlu Ortaklık Düzeni Kavramı	234
2) Esas Sözleşmede İçerik Serbestisi Bağlamında İlkeler ve Ortaklık Düzeni Üzerinde Etkileri	236
a. Emredici Hükümler İlkesi	236
i. İlkenin Tanıtılması ve Genel Değerlendirme	236
ii. Emredici Hükümler İlkesi Çerçevesinde Esas Sözleşme Hükümlerinin Tasnifi ve Değerlendirilmesi	241
i. İçerik Unsurları Bakımından	241
ii. Hukuki Etki Bakımından	245
(1) Korporatif Esas Sözleşme Hükümleri	245
(2) Şekli Esas Sözleşme Hükümleri.....	247
(3) Korporatif – Şekli Esas Sözleşme Hükümleri Ayırımının Değerlendirilmesi	249

b. Tek Borç İlkesi	252
i. Kavram	252
ii. İlkenin Değerlendirilmesi	257
c. Eşit İşlem İlkesi	263
d. Payın Devredilebilirliği İlkesi	265
3) Emredici Hükümler, Tek Borç, Eşit İşlem ve Payın Devredilebilirliği İlkelere Çerçevesinde Opsiyon Hakları ve Pay Devrinde Özellik Arz Eden Hakların Esas Sözleşmede Düzenlenme Sorunu	267
a. Öncelik Hakları Bakımından Değerlendirme	267
b. Opsiyon Hakları Bakımından Değerlendirme	271
c. Birlikte Satma ve Birlikte Satışa Zorlama Hakları Bakımından Değerlendirme	275
d. Eşit İşlem İlkesi Bakımından Değerlendirme	278
E) Hakların İleri Sürülebileceği Çevre ve Üçüncü Kişilere Karşı İleri Sürülebilmeleri Sorunu	281
1) Ticaret Sicilinin Aleniliği ve Etkisi Bağlamında Hakların Esas Sözleşmede Öngörülmesi	281
2) Haklara İlişkin Pay Senetleri Üzerinde Yer Verilen Kayıtların Etkisi ..	284
F) Opsiyon Hakları ile Pay Devrinde Özellik Arz Eden Hakların Bağlam Kuralları ile Etkileşimi	289
1) Giriş	289
2) Genel Olarak Bağlam Kavramı	291
3) Esas Sözleşmesel Bağlam	292
a. Önemli Sebep Kavramı	294
i. Ortaklığın İşletme Konusu	298
ii. İşletmenin Ekonomik Bağımsızlığı	302
b. Kaçış Klozu (<i>Escape Clause</i>)	305
4) Esas Sözleşmesel Bağlam Hükümleri ile Opsiyon Hakları ve Pay Devrinde Özellik Arz Eden Hakların Etkileşimi	312
a. Önemli Sebep Kavramı ile Hakların Etkileşimi	312
b. Kaçış Klozu ile Hakların Etkileşimi	315
c. Hakların Bağlam Hükümleriyle Etkileşiminin Payın Devredilebilirliği İlkesi ve TTK m. 493, f. 7 Hükümü Işığında Etkisi	318
d. Spesifik Hak Türlerinin Bağlam Hükümleri ile Etkileşimi	319
i. Öncelik Hakları	319
ii. Opsiyon Hakları (Önalım, Geri Alım, Alım ve Satma Hakları)	325
iii. Birlikte Satma ve Birlikte Satışa Zorlama Hakları	327
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	331

HAKLARA İLİŞKİN EDİMLERİN AYNEN İFASI VE İCRA EDİLEBİLİRLİK SORUNALI İLE ÇÖZÜME İLİŞKİN YAKLAŞIMLAR	331
I) GİRİŞ.....	331
II) ANONİM ORTAKLIKTA PAY DEVİR SÜRECİNİN HAKLAR İLE ETKİLEŞİMİ.....	332
A) Genel Olarak.....	332
B) Önalım ve Öncelik Hakları Bakımından Değerlendirme.....	333
C) Opsiyon Hakları ile Birlikte Satma ve Birlikte Satışa Zorlama Hakları Bakımından Değerlendirme	337
1) Senede Bağlanmamış Paylar.....	338
a. Alım Hakkı.....	339
b. Satma Hakkı	340
c. Birlikte Satma ve Birlikte Satışa Zorlama Hakları	341
2) Hamiline veya Nama Yazılı Senetle Temsil Edilen Paylar	345
a. Alım Hakkı.....	348
b. Satma Hakkı	350
c. Birlikte Satma ve Birlikte Satışa Zorlama Hakları	351
3) Kayden İzlenen Paylar	351
III) OPSİYON HAKLARI İLE PAY DEVRİNDE ÖZELLİK ARZ EDEN HAKLARDAN DOĞAN EDİMLERİN İFASINI SAĞLAMAK ÜZERE BAŞVURULABİLECEK YÖNTEMLER.....	357
A) Hakların Nispiliği Prensibinin Bir İstisnası Olarak BK m. 49/2 Bağlamında Ortaya Çıkabilecek Üçüncü Kişinin Sorumluluğu	357
B) Ekonomik Bir Caydırıcı Tedbir Olarak Cezai Şart.....	362
C) Pay Senetlerinin Üçüncü Kişiye Tevdii Yoluyla Haklardan Doğan Edimlerin Etkin Biçimde İfasını Sağlamaya Yönelik Tedbirler	366
1) Payların <i>Escrow</i> Sıfatıyla Üçüncü Kişiye Tevdii Yönteminin Genel Hatları ve Haklar Bakımından Uygulanması	366
2) Yöntemin Uygulanmasına İlişkin Zorluklar ve Genel Değerlendirme..	367
D) Anonim Ortaklıkta Opsiyon Hakları ile Pay Devrinde Özellik Arz Eden Hakların Etkin Kullanımı Konusunda Değerlendirme ve <i>De Lege Ferenda</i> Öneriler.....	372
1) Sorunun Ortaya Konulması	372
2) Değerlendirme ve Öneriler	375
SONUÇ.....	382
KAYNAKÇA	396

KISALTMALAR

7262 Sayılı Kanun

AB

ABD

AktG

al.

Alm.

Art.

Bkz.

Borsa İstanbul

C.

CBOE

Çev.

CFTC

dn.

DTB

E.

eTK

et al.

f.

Fr.

HD.

HGK.

HMK

İng.

K.

Karş.

K.N.

m.

MKK

M.Ö.

ör.

Para.

PCBDA

R.G.

s.

S.

7262 sayılı Kitle İmha Silahlarının
Yayılmasının Finansmanının
Önlenmesine İlişkin Kanun

Avrupa Birliği

Amerika Birleşik Devletleri

Aktiengesetz

aline

Almanca

Article (İng.-Fr. madde) / Artikel (Alm.)

Bakınız

Borsa İstanbul Anonim Şirketi

Cilt

Chicago Board Options Exchange

Çeviren

Commodities Futures Trading

Commission

Dipnot

Deutsche Terminbörse GmbH

Esas

6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu

ve diğerleri

Fıkra

Fransızca

Hukuk Dairesi

Hukuk Genel Kurulu

6100 sayılı Hukuk Muhakemeleri
Kanunu

İngilizce

Karar

Karşılaştırınız

Kenar Numarası

Madde

Merkezi Kayıt Kuruluşu Anonim Şirketi

Milattan önce

Örnek / örnek olarak

Paragraph (İng. paragraf) / Paragraphe
(Fr.)Put and Call Brokers and Dealers
Association

Resmî Gazete

Sayfa Sayısı

Sayı

SOFFEX	Swiss Options and Financial Futures Exchange
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SerPK	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
T.	Tarih
Takasbank	İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
TBK	6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu
TL	Türk lirası
TCK	5237 sayılı Türk Ceza Kanunu
TMK	4721 sayılı Türk Medeni Kanunu
TSY	Ticaret Sicili Yönetmeliği
TTK	6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
vb.	ve benzeri
vd.	ve devamı
Y.	Yıl
Yarg.	Yargıtay
YİBK	Yargıtay İçtihadı Birleştirme Kararı

RÉSUMÉ

Le sujet de l'étude comprend une recherche sur le concept d'option, de contrats d'option et de droits similaires qui présentent des caractéristiques spécifiques de transférabilité dans les sociétés par actions. La recherche est centrée sur la notion de part dans les sociétés par actions et est menée à partir de deux piliers terminologiques. En conséquence, les droits de préemption, de rachat, d'achat et de vente, qui ont des caractéristiques communes tant sur le plan conceptuel que fonctionnel, sont classés comme droits d'option, tandis que le droit de première offre/droit de premier refus, les droits de *tag-along* et de *drag-along* sont classés comme des droits ayant des caractéristiques spécifiques de transférabilité dans le cadre de l'étude. Ces droits sont couramment utilisés dans la pratique juridique liée aux sociétés par actions, en particulier dans le cadre des fusions et acquisitions. Cependant, malgré l'usage courant et la fonction importante remplie par ces droits, il n'existe aucune disposition spécifique concernant ces droits dans le Code de Commerce turc. Cela entraîne une certaine ambiguïté dans les principes normatifs fondamentaux de ces droits ainsi que certaines difficultés conceptuelles et fonctionnelles dans leur exécution et leur mise en œuvre.

La notion d'action, qui est au cœur même du droit des sociétés par actions, présente divers aspects quant à sa nature et ses caractéristiques juridiques. Il est impératif d'analyser l'essentiel et les fondamentaux de ces aspects afin de poser, de manière globale, la notion d'actions qui sous-tend les droits constituant l'objet de la recherche. Par exemple, la notion d'action peut représenter une unité économique qui forme le capital social ainsi que la capacité actionnariale qui porte intrinsèquement certains droits et obligations. De même, l'impact des droits d'option et autres droits présentant des caractéristiques spécifiques de transférabilité sur la société par actions et sur les actionnaires est directement influencé par le fait que ces actions soient au porteur ou nominatives ou qu'elles soient représentées par des certificats d'actions. À cet égard, il est très important de définir les caractéristiques fondamentales des actions de la société par actions, qui font l'objet des droits d'option ou d'autres droits présentant des caractéristiques spécifiques de transférabilité. Tandis que l'impact de tels concepts sur les sociétés par actions sera examiné, les caractéristiques de ces impacts éclaireront le sujet.

Les origines des droits d'option et des droits présentant des caractéristiques spécifiques de transférabilité sont étroitement liées à la notion d'option. Les origines historiques du concept remontent à l'Antiquité grâce à des documents attestant que des transactions similaires étaient réalisées dans la vie quotidienne. Le concept, dont l'émergence s'est produite bien avant l'aube de la pratique moderne du droit des sociétés, a ensuite gagné en popularité aux Pays-Bas, où les premiers signes du droit des sociétés moderne ont commencé à proliférer dans les années 1600. Des pratiques similaires ont également gagné en popularité en Angleterre et aux États-Unis d'Amérique. Étant donné que le capital a culminé et concentré dans ces pays et qu'ils ont accueilli l'infrastructure institutionnelle pour les activités économiques sur les marchés des capitaux, le concept d'option est devenu l'un des concepts importants du droit des sociétés dans ces pays.

Les origines des droits examinés dans le cadre de leur mise en œuvre dans des entreprises privées dans cette recherche s'appuient sur diverses modalités du concept d'option. Cela découle de l'application du même concept dans la pratique anglo-américaine. Le concept d'option a été incorporé dans les statuts, qui régissent les

relations entre actionnaires, et dans les pactes d'actionnaires, qui sont notamment utilisés dans la pratique des fusions et acquisitions dans le but de construire des régimes spécifiques de transfert d'actions. En conséquence, des droits d'option et d'autres droits présentant des caractéristiques spécifiques de transférabilité sont apparus. À cet égard, il est impératif de présenter les différents aspects du concept d'option ainsi que son contexte historique et ses origines, à la lumière des matières soumises aux options, afin de mieux comprendre son essence et ses implications.

Les droits d'option constituent l'un des éléments de la relation juridique dans les contrats d'option. Ils apparaissent également dans les contrats d'options négociés en bourse d'une manière similaire à leur forme originale. En effet, lorsque l'on utilise le terme droits d'option ou contrats d'options tant dans les milieux doctrinal que dans la pratique juridique, il n'est généralement pas très clair s'il s'agit du concept utilisé dans les fusions et acquisitions ou dans les transactions boursières basées sur certains contrats d'options. Il est donc nécessaire de préciser les différences entre les contrats d'options en bourse et ceux des sociétés par actions privées. Ces différences se concentrent sur l'objet et le but, la nature, les parties à la transaction et l'exécution des obligations.

La nature juridique de l'option et des droits similaires dans les sociétés privées utilisés dans les opérations de fusion et d'acquisition diffère selon l'objectif des parties réglementant ces droits et les modalités selon lesquelles ces droits sont mis en œuvre. Dans ce contexte, les transactions impliquant de tels droits sont étroitement liées aux notions de droit relatif, de droit formatif, de théorie des conditions, de théorie de l'offre, de contrat au profit d'un tiers, de promesse d'exécution par un tiers, d'avant-contrat et de contrat de négociation. Par conséquent, les principes généraux et les dispositions légales liés à ces concepts de droit civil seront applicables le cas échéant.

Il est plus courant – par rapport à d'autres types de droits – que les droits de préemption, de rachat, d'achat et de vente, qui sont classés terminologiquement comme droits d'option, soient considérés comme des droits formatifs. En effet, ces droits autorisent leur titulaire à conclure un accord de transfert d'actions basé sur une déclaration de volonté unilatérale, lorsque d'autres conditions sont également remplies. La plupart du temps, la même appréciation ne s'applique pas aux droits de premier refus/offre, aux droits de *tag-along* et de *drag-along*, car l'application ou le déclenchement de ces droits nécessite d'autres éléments qu'une déclaration unilatérale de volonté telle qu'une offre d'achat des actions par un tiers ou la nécessité de participer aux négociations par le débiteur du droit. Quoiqu'il en soit, il existe des circonstances très limitées dans lesquelles ces droits peuvent fonctionner comme des droits formatifs. À cet égard, pour déterminer à quels concepts de droit civil ces droits se rapportent, il est important d'adopter une approche qui prend en compte la modalité du droit concerné et le but recherché par le mode d'utilisation de ce droit. Ces objectifs sont également étroitement liés aux justifications économiques et pratiques qui sous-tendent l'utilisation des droits. Les justifications pratiques les plus courantes consistent à exercer un contrôle de gestion sur l'entreprise, à empêcher l'aliénation de la composition de l'actionnariat et à faciliter la résolution des litiges entre actionnaires. D'un point de vue économique, les principales raisons sont de bénéficier d'une prime de contrôle dans les transactions de transfert d'actions, de la prévisibilité des revenus, de l'utilisation du pouvoir de négociation *ex ante* et de la prévention des problèmes d'opportunisme qui pourraient survenir.

Les actionnaires cherchent à mettre en œuvre un régime de transfert d'actions plus complexe et plus complet en recourant aux options et droits similaires dans les

sociétés par actions. Les concepts clés dans la mise en œuvre d'un tel régime sont la liberté contractuelle dans le contexte des statuts et la capacité des actionnaires à façonner la société. À cet égard, les statuts et les pactes d'actionnaires sont les principaux instruments qui peuvent être utilisés pour réglementer les relations entre eux et avec les autres parties prenantes en incorporant des dispositions relatives à ces droits. Le contenu des pactes d'actionnaires, qualifiés de contrats atypiques, est soumis au principe de liberté contractuelle. En conséquence, le Code de Commerce turc dispose de moyens limités pour exercer une influence sur les pactes d'actionnaires et sur le contenu préféré par les actionnaires. Cependant, bien que les actionnaires disposent de certains moyens pour configurer et façonner la structure de la société en vertu des conventions d'actionnaires, l'ambiguïté autour de l'effet corporatif des dispositions des conventions d'actionnaires entraîne parfois une sous-performance de cet instrument. En bref, les dispositions qui réglementent les nouvelles structures de régimes de transfert d'actions dans le cadre des pactes d'actionnaires peuvent ne pas toujours être transposées dans le domaine des entreprises et la fonction attendue par les actionnaires peut ne pas toujours être remplie en raison de l'effet contractuel relatif de ces dispositions. En cas de violation des dispositions des pactes d'actionnaires, ces violations ne peuvent être réparées que sur la base des principes du droit contractuel d'une manière applicable uniquement aux parties contractantes et tout recours spécifique au droit des sociétés ne peut être utilisé efficacement.

Les statuts constituent le principal outil pour faire en sorte que les dispositions réglementées pour configurer la société portent l'effet social. Cependant, la structure normative rigoureuse du Code de Commerce turc concernant le contenu des statuts a limité la liberté contractuelle dans le contexte des statuts à un domaine restreint. Par conséquent, les dispositions relatives au régime de transfert d'actions, qui seraient autrement réglementées dans les statuts avec effet social, doivent être réglementées dans les pactes d'actionnaires. Parallèlement aux ambiguïtés qui ont donné lieu à l'application d'un tel régime, un problème de dualité est apparu dans les sociétés par actions en raison des contradictions entre les dispositions des statuts et celles des pactes d'actionnaires.

La principale raison pour laquelle la liberté contractuelle en matière de statuts s'est rétrécie et est devenue ambiguë provient du principe des dispositions impératives, codifié par le Code de Commerce turc et de son interaction avec l'obligation exclusive, la transférabilité des actions et, accessoirement, les principes d'égalité de traitement. Les incertitudes autour (i) de la capacité à réglementer des dispositions dérogeant à l'article 340 du Code de Commerce turc, dans lequel est inscrit le principe des dispositions impératives et (ii) des sanctions applicables aux dispositions non conformes à ce principe, ont un impact direct sur l'applicabilité des dispositions de droits d'option et autres droits présentant des caractéristiques spécifiques de transférabilité. En raison des approches affirmant que les droits seraient en contradiction avec les principes de l'obligation unique et de la transférabilité des actions – donc avec le principe des dispositions impératives – une tendance à réglementer ces droits en dehors du domaine des entreprises est apparue. Cette situation a contribué à la structure bidimensionnelle des sociétés et a aggravé le problème de la dualité dans les sociétés par actions.

Les droits faisant l'objet de cette étude sont étroitement liés au régime de transfert d'actions dans les sociétés par actions prévu par le Code de Commerce turc. Au centre de ce régime se trouvent le principe de la libre transférabilité des actions et les restrictions au transfert des actions. Tant les droits d'option que les droits présentant des caractéristiques spécifiques de transférabilité entraînent certaines dérogations aux

procédures légales établies par le Code de Commerce turc. À cet égard, l'interaction entre les droits et les restrictions au transfert d'actions et la possibilité d'intégrer les droits dans les dispositions liées aux restrictions au transfert d'actions sont d'une nature importante. Si l'attribution d'un effet social aux droits en les incorporant dans les statuts et en contrôlant l'application des droits en vertu de restrictions au transfert d'actions peut être obtenue, l'applicabilité effective des droits aux actionnaires actuels et futurs serait possible. Ainsi, les inconvénients conceptuels et pratiques causés par le recours aux droits en dehors de la dimension corporative seraient éliminés.

La notion de juste motif est un élément fondamental des restrictions statutaires au transfert d'actions. Il n'y a pas de cohérence entre les dispositions du texte de la loi et celles du préambule de la loi quant à savoir si le maintien de la composition du groupe d'actionnaires constituerait uniquement juste motif cause ou non. Toutefois, la composition du groupe d'actionnaires doit toujours être considérée en même temps que la sauvegarde de la poursuite de l'objet social ou de son indépendance économique. Il est évident que les droits d'option et les autres droits présentant des caractéristiques spécifiques de transférabilité sont liés à la composition du groupe d'actionnaires. Les dispositions et applications relatives à ces droits ont un impact direct sur la structure actionnariale de la société. Il est nécessaire d'examiner l'interaction entre la sauvegarde de la poursuite de l'objet social ou de son indépendance économique et les modalités des droits afin d'assurer l'interopérabilité et l'intégration des droits avec les restrictions légales en matière de transfert d'actions. Étant donné que la nature et la structure de chaque droit sont différentes des autres, cette évaluation doit être effectuée individuellement sur une base spécifique au droit et à la modalité concernés.

Il peut y avoir des obstacles importants à l'exécution et à l'exercice des droits d'option et d'autres droits présentant des caractéristiques spécifiques de transférabilité lorsque ces droits ne peuvent pas être incorporés dans les statuts et ne peuvent donc pas produire d'effet social. L'incapacité de faire valoir ses droits envers des tiers, l'impossibilité d'exécution qui en découle et l'ambiguïté des procédures d'exécution forcée sont à l'origine de ces obstacles. En outre, le fait que les actions soumises aux droits soient représentées ou non par des certificats d'actions a également une incidence considérable sur l'exercice effectif des droits. Cette dichotomie affecte directement les procédures de transfert des actions, et les obligations liées aux droits ont un lien direct avec ces procédures. À cet égard, l'évaluation devrait également prendre en compte différents types de droits et l'exécution des obligations découlant de ces droits. En effet, les modalités de transfert des actions non représentées par des certificats d'actions, des actions au porteur, des actions nominatives ou des actions dématérialisées sont différentes.

Il existe certaines méthodes développées dans la pratique juridique pour surmonter les difficultés liées au respect des obligations découlant des droits. Ces méthodes comprennent le recours (i) aux dispositions délictuelles énoncées à l'art. 49, al. 2 du Code des Obligations turc dans le but d'éliminer le caractère contractuellement relatif des droits, (ii) les dispositions pénales applicables en cas de violation des droits et (iii) les modalités de séquestre impliquant le dépôt des certificats d'actions à un tiers. Cependant, chaque méthode présente certains avantages et inconvénients inhérents à une mise en œuvre efficace des droits. Il est important d'exposer les principales caractéristiques de ces avantages et inconvénients pour déterminer les dispositions contractuelles auxquelles il faut recourir pour garantir une mise en œuvre efficace et pour vérifier l'opportunité de ces méthodes.

ABSTRACT

The subject of the study comprises a research on the concept of option, option contracts and similar rights that have specific transferability features in joint stock companies. The research is focused on the notion of *share* in joint stock companies and is conducted on the basis of two terminological pillars. Accordingly, pre-emption, repurchase, call and put rights, which have common features both conceptually and functionally are classified as option rights whereas right of first offer/right of first refusal, drag along and tag along rights are classified as rights that have specific transferability features within the scope of the study. Such rights are commonly utilized in legal practice related to joint stock companies, in particular in mergers and acquisitions. However, despite the common usage and important function fulfilled by such rights, there are no specific provisions with respect to such rights under the Turkish Commercial Code. This brings along a certain ambiguity in normative fundamentals of such rights as well as certain conceptual and functional difficulties in their execution and implementation.

The notion of share, which lies at the very core of the law of joint stock companies, has various aspects with respect to its legal nature and characteristics. It is imperative to analyze the essentials and fundamentals of such aspects in order to lay out, wholistically, the notion of shares which underlies the rights comprising the subject of the research. For instance, the notion of share may represent an economic unit which forms the share capital as well as the shareholder capacity which inherently bears certain rights and obligations. Similarly, the impact of the option rights and other rights with specific transferability features on the joint stock corporation and on the shareholders are directly affected by whether such shares are in bearer or registered form or whether they are represented by share certificates. In this regard, laying out the fundamental characteristics of the joint stock company shares, which comprise the subject of the option rights or other rights with specific transferability features poses a significant importance. While the impact of such concepts on the joint stock companies are examined, the features of such impacts will shed light on the subject.

The origins of the option rights and the rights with specific transferability features are closely related with the concept of option. The historical origins of the concept dates back to Antiquity pursuant to the records evidencing that similar transactions were conducted in daily life. The concept, the emergence of which was well before the dawn of the modern corporate law practice, afterwards gained significant popularity in the Netherlands where the early signs of the modern corporate law started to proliferate in 1600s. Similar practices also gained popularity in England and in the United States of America later on. Due to the facts that the capital has culminated and concentrated in those countries, and they have accommodated the institutional infrastructure for economic activities in capital markets, the concept of option has become one of the important concepts of the corporate law in those countries.

The origins of the rights which are examined within the context of implementation in privately owned companies in this research lean on various modalities of the option concept. This was derived from the application of the same concept in the Anglo-American practice. Option concept has been incorporated in articles of association, which regulate inter-shareholder relations and in shareholders agreements, which is in particular used in merger and acquisitions practice in an effort to construct specific share transfer regimes. Accordingly, option rights and other rights

with specific transferability features have emerged. In this regard, it is imperative to set out the different aspects of the option concept along with its historical context and origins, in light of the matters subject to options, in order to better understand its essence and implications.

Option rights comprise one of the elements of the legal relationship in option contracts. They also appear in option contracts traded in stock exchanges in a manner similar to its original form. Indeed, when one uses the term *option rights* or *option contracts* both in scholarly circles and in legal practice, it is usually not very clear whether the reference is to the concept used in mergers and acquisitions or in stock exchange transactions based on certain option contracts. Therefore, it is necessary to set out the differences between option contracts on stock exchanges and in privately held joint stock companies. Such differences concentrate around subject and purpose, nature, parties of the transaction and performance of the obligations.

The legal nature of the option and similar rights in privately held companies used in merger and acquisition transactions differs according to the purpose of the parties regulating such rights and the modality in which the rights are implemented. In this context, the transactions involving such rights are closely related to the concepts of relative right, formative right, condition theory, offer theory, contract for the benefit of a third party, promise of performance by a third party, pre-contract and negotiation contract. Therefore, general principles and statutory provisions related to such civil law concepts will be applicable where appropriate.

It is more common – compared to other types of rights – for preemption, repurchase, call and put rights, which are categorized terminologically as option rights, to be considered as formative rights. This is because such rights entitle the holder to conclude an agreement for share transfer based on unilateral declaration of will, when other conditions are also met. Mostly, the same assessment does not apply for rights of first refusal / offer, tag-along and drag-along rights as application or triggering of such rights requires other elements than a unilateral declaration of will such as an offer to buy the shares by a third party or the necessity to take part in the negotiations by the obligor of the right. In any event, there are very limited circumstances in which such rights can function as formative rights. In this regard, for the assessment to determine which civil law concepts those rights relate to, it is important to adopt an approach which considers the modality of the relevant right and the purpose sought by the mode of utilization of such right. Such purposes are also closely related to the economic and practical rationales which underlie the utilization of the rights. Most common practical rationales comprise exerting managerial control over the company, preventing alienation in the shareholding composition and facilitating resolution of disputes between shareholders. From an economic perspective, the main rationales are benefitting from control premium in share transfer transactions, predictability of revenues, utilizing *ex ante* bargaining power and preventing opportunism problem that may arise.

Shareholders seek to implement a share transfer regime that is more complex and comprehensive by resorting to options and similar rights in joint stock companies. The key concepts in implementing such a regime are freedom of contract in the context of articles of association and the ability to shape up the corporation by the shareholders. In this regard, articles of association and shareholders agreements are the main instruments which can be utilized for regulating the relationship between each other and other stakeholders by incorporating provisions related to such rights. The contents of shareholders agreements, which are classified as atypical contracts, are subject to

the principle of freedom of contract. Accordingly, there is limited means for the Turkish Commercial Code to exert influence over shareholders agreements and the contents preferred by shareholders. However, although shareholders have a certain means to configure and shape the corporation structure by virtue of shareholders agreements, the ambiguity around the corporate effect of the provisions in shareholders agreements sometimes results in underperformance of such instrument. In brief terms, provisions that regulates novel structures for share transfer regimes under shareholders agreements may not always transpose into the corporate domain and the function expected by shareholders may not be always achieved due the relative contractual effect of such provisions. In cases where the provisions set forth in shareholders agreements are breached, such breaches may only be remedied on the basis of contractual law principles in a manner only applicable to the contract parties and any remedy specific to the corporate law may not be effectively employed.

Articles of association comprise the main tool to procure that the provisions regulated to configure the company bears the corporate effect. However, the rigorous normative structure of the Turkish Commercial Code regarding the contents of articles of association has confined the freedom of contract in the context of articles of association within a narrow domain. Therefore, the provisions in relation to the share transfer regime, which would otherwise be regulated in the articles of association with corporate effect, need to be regulated in shareholders agreements. Along with the ambiguities that caused the application of such a regime, a duality problem in joint stock corporations has emerged because of the contradictions between the provisions in articles of association and shareholders agreements.

The main reason why the freedom of contract with respect to articles of association has narrowed and become ambiguous stems from the *mandatory provisions principle*, codified by the Turkish Commercial Code and its interaction with *sole obligation*, *transferability of shares* and secondarily *equal treatment principles*. The uncertainties around (i) the ability to regulate provisions deviating from Article 340 of the Turkish Commercial Code, under which the mandatory provisions principle is embodied and (ii) the sanctions applicable to provisions incompliant with this principle have a direct impact on the applicability of option rights and other rights with specific transferability features. Due to the approaches asserting that the rights would be in contradiction with the sole obligation and the transferability of shares principles – hence with the mandatory provisions principle, a tendency to regulate such rights outside the corporate domain has emerged. This circumstance has contributed to the two-dimensional corporation structure and aggravated the duality problem in joint stock corporations.

The rights subject to this study are closely related to the share transfer regime in joint stock companies set forth by the Turkish Commercial Code. In the center of this regime lay the free transferability of the share principle and the share transfer restrictions. Both option rights and the rights with specific transferability features bring along certain deviations to the statutory procedures set forth by the Turkish Commercial Code. In this regard, the interaction between the rights and the share transfer restrictions and the feasibility to integrate the rights into the provisions related to the share transfer restrictions are of important nature. If attributing corporate effect to the rights by incorporating those in the articles of association and supervision of the corporation on the application of the rights by virtue of share transfer restrictions can be achieved, the effective applicability of the rights on both current and future shareholders would be possible. Thus, the conceptual and practical inconveniences

caused by resorting to the rights outside of the corporate dimension would be eliminated.

The concept of good cause is a fundamental element of share transfer restrictions in articles of association. There is no consistency between the provisions in the text of the law and the preamble of the law as to whether the maintenance of the composition of the shareholder group would solely constitute a good cause or not. However, composition of the shareholder group should always be considered together with safeguarding the pursuit of the company's objects or its economic independence. It is obvious that the option rights and the other rights with specific transferability features are related to the composition of the shareholder group. Provisions and applications with respect to such rights have a direct impact on the shareholding structure of the corporation. It is necessary to examine the interaction between safeguarding the pursuit of the company's objects or its economic independence and the modalities of the rights in order to procure inter-workability and integration of the rights with statutory share transfer restrictions. Since the nature and structure of each right is different than another, this assessment must be made individually on a basis specific to the relevant right and modality.

There may be significant impediments to execution and enforcement of option rights and other rights with specific transferability features when such rights cannot be incorporated in the articles of association and hence cannot attain corporate effect. Inability to assert the rights toward third parties, related impossibility of performance and ambiguity in compulsory enforcement procedures underlie such impediments. Also, whether shares subject to the rights are represented by share certificates or not have also considerable impact on the effective enforcement of the rights. This dichotomy directly affects the transfer procedures of the shares, and the obligations related to the rights have a direct link to such procedures. In this regard, the assessment should also capture various types of rights and performance of obligations arising from such rights. Indeed, the procedures for transfer of the shares not represented by share certificates, bearer shares, registered shares or dematerialized shares are different.

There are certain methods developed in legal practice to overcome the difficulties in enforcing the obligations arising from the rights. These methods comprise resorting to (i) tort provisions set out in Art. 49, al. 2 of the Turkish Code of Obligations in an effort to eliminate the contractually relative nature of the rights, (ii) penalty provisions applicable in case of breach of the rights and (iii) escrow arrangements involving depositing the share certificates to a third party. However, each method has certain inherent advantages and disadvantages for effective implementation of the rights. It is important to lay out the main features of such advantages and disadvantages for determining the contractual provisions to be resorted to ensure efficient implementation and for ascertaining expediency of such methods.

ÖZET

Çalışmamızın konusunu, anonim ortaklık payını merkeze alan bir yaklaşım ışığında opsiyon kavramı ve bu bağlamda kurulan opsiyon sözleşmeleri ile pay devrinde özellik arz eden benzer hakların incelenmesi oluşturmaktadır. İnceleme kapsamında, terminolojik olarak temelde ikili bir ayrıma gidilmiştir. Buna göre hem kavramsal yapısı hem de işlevsel özellikleri bakımından benzeşen önalım, geri alım, alım ve satma hakları, opsiyon hakları başlığında incelenmiş; söz konusu unsurlar bakımından farklılık arz eden öncelik hakları ile birlikte satma ve birlikte satışa zorlama hakları ise, pay devrinde özellik arz eden diğer haklar olarak nitelendirilmiştir. Anonim ortaklıklar hukukunda, özellikle birleşme ve devralmalar uygulamasında bu haklar sıklıkla kullanılmaktadır. Fakat hakların uygulamadaki bu yaygın kullanımına ve yerine getirdikleri önemli işleve rağmen, TTK'da söz konusu haklara özgü olarak getirilmiş hükümler mevcut değildir. Bu durum, hakların kanuni olarak normatif temellerinin muğlak kalmasına ve uygulanmalarında hem kavramsal hem de işlevsel olarak çeşitli zorlukların ortaya çıkmasına yol açmaktadır.

Anonim ortaklıklar hukukunun merkezinde yer alan pay kavramı hem hukuki mahiyet hem de özellikler bakımından çeşitli görünümlere sahiptir. Bu görünümlerin ana hatlarının ve temel niteliklerinin ele alınması, çalışma konusu olan hakların konusu olarak pay kavramının bütüncül biçimde ortaya konulması bakımından elzemdir. Örneğin pay kavramı, esas sermayenin bir parçasını temsil eden ekonomik bir değeri ifade edebileceği gibi aynı zamanda çeşitli hak ve borçların mündemiç olduğu pay sahipliği mevkiini de işaret edebilir. Benzer biçimde, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların anonim ortaklık ve pay sahipleri üzerinde yarattığı etki, payların hamiline veya nama yazılı olması ve/veya senetle temsil edilip edilmemesi ile doğrudan ilişkilidir. Bu bakımdan, opsiyon hakları ve benzer düzenlemelerin konusu olarak anonim ortaklık payının temel niteliklerinin ortaya konulması önem arz eder. Kavramların anonim ortaklık bileşenleri üzerinde etkisi incelenirken, bu etkinin ortaya çıkardığı nitelikler, konuya ışık tutacaktır.

Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların kökeni, opsiyon kavramına dayanmaktadır. Kavramın tarihsel kökleri ise, opsiyona benzer işlemlere günlük yaşantıda başvurulduğuna ilişkin ilk kayıtlara göre Antik Çağ'a kadar uzanmaktadır. Bu yönüyle ortaya çıkışı modern şirketler hukuku uygulamasının çok daha öncesine dayanan kavram, 1600'lü yıllarda modern şirketler hukuku uygulamasının yerleşmeye başlamasıyla birlikte Hollanda'da, dönemin koşullarına göre oldukça popüler hale gelmiştir. Bu yönde uygulamalar, daha sonra İngiltere ve ABD uygulamasında yaygınlık kazanmaya başlamıştır. Söz konusu ülkelerin o dönemden günümüze kadar sermayenin temerküz ettiği yerler olması ve hem şirketler hukuku hem de sermaye piyasaları bakımından ekonomik faaliyetlerin merkezini oluşturan kurumsal yapıyı barındırmaları nedeniyle, opsiyon kavramı şirketler hukukunun önemli unsurlarından biri haline gelmiştir. Bu özellikleri itibarıyla, söz konusu hakların tarihi gelişiminin incelenmesi, hakların günümüzdeki kullanımı bakımından, hakların tarihi temelleri ile etkileşiminin anlaşılması için önem taşımaktadır.

Çalışma kapsamında, kapalı şirketlerdeki uygulaması bakımından incelenen hakların kökeni, Anglo-Amerikan uygulamasındaki *opsiyonun* çeşitli modalitelere göre kullanımına dayanmaktadır. Bu kavramın, şirkette ortaklar-arası ilişkileri düzenleyen esas sözleşme ile – özellikle birleşme ve devralmalar uygulamasında başvuru – pay sahipleri sözleşmesi hükümlerinde düzenlenmesi ve pay devirlerine

ilişkin özgün rejimler oluşturma çabası içinde bir araç olarak kullanılması, çalışmada incelenen opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların ortaya çıkmasına yol açmıştır. Bu çerçevede, tarihsel bağlamı ve kökenleri ile opsiyon kavramının, opsiyona konu olan unsurlar ışığında, çeşitli görünüm biçimlerinin ortaya konulması, günümüzdeki anlamıyla özünün ve etkilerinin daha iyi anlaşılabilmesi için önem arz etmektedir.

Opsiyon haklarının bir hukuki ilişkinin unsuru olarak ortaya çıktığı işlemlerin başında opsiyon sözleşmeleri gelmektedir. Bu kavramın, opsiyon mefhumunun özgün haline daha yakın olan görünüm biçimini borsa opsiyon sözleşmeleri oluşturmaktadır. Nitekim hem literatürde hem de uygulamada, *opsiyon hakları* veya *opsiyon sözleşmesi* ifadesi kullanıldığında, birleşme devralmalar bağlamında kullanılan çeşitli hakların mı yoksa sermaye piyasalarında, özellikle organize borsalarda gerçekleştirilen opsiyon temelli işlemlerin mi kastedildiği konusunda her zaman bir netlik bulunmamaktadır. Bu nedenle, borsa opsiyon sözleşmeleri ile kapalı anonim ortaklıklardaki opsiyon haklarına ilişkin düzenlemeler arasındaki farkların, unsur ve özellikler bakımından, ortaya konulması gerekmektedir. İki hukuki ilişki arasındaki farklar, konu ve amaç, ilişkinin mahiyeti ve tarafları ile hakların kullanımı ve edimlerin ifası ekseninde yoğunlaşmaktadır. Söz konusu farkların ortaya konulması için, haklara ilişkin mezkûr öğelerinin tümünün detaylı biçimde analiz edilmesi ve bu analizin sonucunda her bir öge bakımından ortaya çıkan farklılıkların tespit edilmesi gerekmektedir.

Kapalı anonim ortaklıklarda, birleşme ve devralma işlemlerinde uygulanan opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların hukuki mahiyeti, tarafların haklara başvurmakta amaçlarına ve bu doğrultuda hakların düzenlenme biçimine göre farklılık göstermektedir. Bu çerçevede, hakların konu olduğu hukuki işlemler, nispi hak, yenilik doğuran hak, şart teorisi, icap teorisi, üçüncü kişi yararına sözleşme, üçüncü kişinin fiilini üstlenme, ön sözleşme ve müzakere sözleşmesi kavramlarıyla yakından ilgidir. Dolayısıyla mezkûr medeni hukuk kavramlarına ilişkin genel prensipler ve kanuni hükümler, sözleşmelerde yer verilen haklara ilişkin düzenlemeler bakımından, yeri geldikince, uygulama alanı bulacaktır. Bu bağlamda, ilgili medeni hukuk kavramlarının işaret ettiği kurallar ve uygulama esaslarının incelenmesi, çalışma kapsamındaki opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer hakların özünün anlaşılması bakımından kritik önemi haizdir.

Terminolojik olarak opsiyon hakları olarak sınıflandırılan, önalım, geri alım, alım ve satma haklarının yenilik doğuran hak olarak nitelendirilebileceği durumların ortaya çıkması, diğer hak türlerine göre daha olasıdır. Zira bu haklar, gerekli koşullar oluştuğunda sahibine, tek taraflı bir irade beyanında bulunarak paylara ilişkin bir devir sözleşmesi kurma imkânı vermektedir. Bunlar dışında kalan öncelik hakları ile birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarında bu durum çoğunlukla mevcut değildir. Zira bu hakların kullanımına ilişkin öngörülen modalitelerde, hakların tetiklenmesi veya kullanılması için başka unsurların da varlığı gerekli olmaktadır. Bu unsurlar bazen üçüncü bir kişi tarafından yapılacak bir pay alım teklifi bazen de hak yükümlüsünün pay devrine ilişkin müzakerelere katılma gerekliliği olarak ortaya çıkabilir. Her halükârda, bu hakların bir yenilik doğuran işleme bağlı olarak kullanılabileceği durumlar oldukça sınırlıdır. Dolayısıyla, her bir hakkın hangi medeni hukuk kavramı ile örtüştüğüne ilişkin değerlendirmede, hakkın düzenlenme biçimi ve bu düzenleme ile amaçlanan hedeflerin göz önünde bulundurulduğu bir yaklaşım benimsemek gerekir. Bu amaçlar, haklara başvurulmasının altında yatan pratik ve ekonomik rasyonellerle de yakından bağlantılıdır. Ortaklık kontrolünün sağlanması saiki, ortaklıkta yabancılaşmanın engellenmesi ve ortaklar arası uyuşmazlıkların çözümü, haklara başvurulmasındaki temel pratik nedenleri teşkil etmektedir. Pay satış

işlemlerinde kontrol priminden yararlanabilme, gelirlerin öngörülebilir olması ve *ex ante* pazarlık gücü ile bunlara bağlı olarak ortaya çıkabilecek fırsatçılık probleminin engellenmesi, haklara başvurulmasındaki ekonomik rasyonelleri oluşturmaktadır. Uygulamada, söz konusu haklara başvurulmasının altında yatan pratik nedenler, neredeyse hakların kavramsal ve hukuki anlamları kadar önem taşımaktadır. Nitekim, anonim ortaklık hukuku özü itibarıyla yaşayan ve dinamik bir kavramdır. Bu bakımdan anonim ortaklık hukukunda önemli bir yer tutan opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden haklar, ekonomik hayatın gerekleri ve pratikleriyle yakın bir etkileşim içindedir.

Pay sahipleri, anonim ortaklıkta opsiyon hakları ile benzer haklara başvurarak pay devrine ilişkin daha kompleks ve kapsamlı kurallar içeren bir rejim getirmeyi amaçlamaktadır. Bu düzenin kurulabilmesinde anahtar kavramlar ise esas sözleşme özgürlüğü ve bu bağlamda pay sahiplerinin ortaklığı biçimlendirebilme kabiliyetidir. Bu çerçevede, pay sahiplerinin birbirleri ve tüm ortaklık *paydaşları* arasındaki ilişkiyi düzenlemekte kullanabilecekleri araçlar olan esas sözleşme ve pay sahipleri sözleşmeleri, haklara ilişkin düzenlemelere yer verilebilecek işlemleri teşkil etmektedir. Kanunda düzenlenen *tipik (isimli)* sözleşmelerden olmayan pay sahipleri sözleşmesinin hükümleri ve içeriği, genel olarak sözleşme serbestisi ilkesine tabidir. Sözleşme serbestisi ilkesinin doğrudan bir sonucu olarak, pay sahipleri sözleşmelerinin ilk planda borçlar hukuku ilkeleri ışığında yorumlanması ve değerlendirilmesi mutlak bir yaklaşımdır. Bu anlamda, TTK hükümlerinin pay sahipleri sözleşmesi üzerindeki etkisi ve pay sahiplerinin sözleşme hükümleri üzerindeki tercihlerine müdahale kapsamı sınırlıdır. Fakat pay sahiplerinin, anonim ortaklığı şekillendirme konusunda sahip oldukları bu imkân, sözleşme hükümlerinin korporatif düzleme etki edememesi nedeniyle her zaman beklenen faydayı sağlayamamaktadır. Bu bakımdan, pay sahipleri sözleşmesine taraf olan pay sahiplerinin murat ettiği sonuç olan, sözleşmenin anonim ortaklıktaki ilişkileri düzenlemekte etkin bir araç olarak kullanılması, her zaman mümkün olamamaktadır. Kısaca, pay sahipleri sözleşmesi altında düzenlenen ve pay devir rejimine ilişkin özgün düzenlemeler getiren hükümler, haiz oldukları nispi etki nedeniyle ortaklığın işleyişine tam manasıyla nüfuz edememekte ve pay sahiplerinin söz konusu düzenlemelerden bekledikleri işlev etkin biçimde ortaya çıkamamaktadır. Pay sahipleri sözleşmesi hükümlerine uygun hareket edilmemesi durumunda, bu ihlalin sonuçları ancak sözleşmenin tarafları açısından etkili olabilmekte, ihlale karşı ortaklıklar hukukuna özgü yaptırımlar etkin olarak kullanılamamaktadır.

Ortaklığın şekillendirilmesine ilişkin düzenlemelerin korporatif etki kazanabilmesi için temel araç, esas sözleşmedir. Ancak TTK'da esas sözleşmenin içeriğine ilişkin benimsenen katı normatif yapı, esas sözleşme özgürlüğünün dar bir çerçeve içinde konumlanmasına neden olmuştur. Bu durum, aslında esas sözleşmede düzenlenerek ortaklık düzleminde sonuç doğurması gereken pay devir rejimine ilişkin hükümlerin, haricen pay sahipleri sözleşmesi altında düzenlenmesine yol açmaktadır. Esas sözleşmede yer alabilme imkânı çeşitli nedenlerle muğlak hale gelen bu tür konuların, pay sahipleri sözleşmesi altında düzenlenmesi ise, pay sahiplerinin kendi aralarında anlaştıkları ilkelerle esas sözleşme hükümleri arasında bir çelişkiye yol açmakta ve bu durum anonim ortaklıkta bir düalite sorununun ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu düalite sorunu, hem pay sahiplerinin kendi aralarındaki ilişkiler, hem de anonim ortaklıkla olan ilişkileri bakımından çeşitli belirsizlikler ortaya çıkarmaktadır.

Anonim ortaklıklar hukukunda, esas sözleşme özgürlüğünün daraltılmasına ve bir bakıma muğlak hale gelmesine yol açan temel neden, TTK ile birlikte kodifiye

edilmiş olan *emredici hükümler ilkesi* ile bu ilkenin anonim ortaklıkta etkili olan *tek borç, payın devredilebilirliği* ve nispeten ikincil olarak *eşit işlem* ilkeleriyle etkileşimidir. Emredici hükümler ilkesinin somutlaştığı TTK m. 340 tahtında, hangi konularda kanun hükümlerinden ayrılan düzenlemelerin yapılabileceği ve buna aykırı olarak getirilen düzenlemelerin akıbeti konusundaki belirsizlikler, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların anonim ortaklık düzenindeki konumunu doğrudan etkilemektedir. Hakların özellikle tek borç ve payın devredilebilirliği ilkelerinin düzenlendiği TTK hükümlerine aykırılık teşkil edeceği ve bu minvalde emredici hükümler ilkesine aykırılıktan dolayı esas sözleşmede öngörülemeyeceği yönündeki yaklaşımlar, hakların ortaklık düzeni dışına taşınmasına yol açmıştır. Bu durum, anonim ortaklıkta oluşan iki boyutlu ortaklık düzenini ve bunun yarattığı düallite sorununu besleyen bir hal almıştır.

Çalışma kapsamında incelenen haklar, TTK'nın anonim ortaklık bakımından getirdiği pay devir rejimi ile doğrudan ilgilidir. Bu rejimin odak noktasında ise payın serbestçe devredilebilmesi kuralı ile bağlam kuralları bulunmaktadır. Hem opsiyon hakları hem de pay devrinde özellik arz eden diğer haklar, payın devrine ilişkin kanunda öngörülen prosedürlerde çeşitli değişiklikler yaratmaktadır. Bu bakımdan, hakların bağlam hükümleriyle etkileşimi ve mümkün olduğu ölçüde bağlam kurallarına entegre edilebilmesi önem taşımaktadır. Hakların esas sözleşmeye taşınarak korporatif etki kazanması ve bağlam hükümleri marifetiyle hakların uygulanmasının ortaklık gözetimine tabi tutulması, hakların etkin biçimde hem mevcut hem de müstakbel pay sahipleri arasında sonuç doğurmasını sağlayacaktır. Böylelikle haklara ilişkin düzenlemelere, ortaklık düzeni dışında başvurulmasının yarattığı kavramsal ve pratik sakıncalar engellenmiş olacaktır.

Esas sözleşmesel bağlam hükümlerinin temelinde önemli sebep kavramı bulunmaktadır. Pay sahipleri çevresinin korunmasının başlı başına bir önemli sebep olarak kabul edilip edilemeyeceğine ilişkin kanun metni ve gerekçesi arasında tam bir tutarlılık mevcut değildir. Yine de bu husus ile ortaklığın işletme konusu ve işletmenin ekonomik bağımsızlığına ilişkin gerekçelerin her halükârda birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir. Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların pay sahipleri çevresinin korunması mefhumu ile bağlantısı açıktır. Bu haklara ilişkin düzenlemeler ve uygulamalar, ortaklık pay sahipliği yapısı üzerinde doğrudan bir etkiyi haizdir. Haklar ile bağlam hükümleri arasında bir etkileşim ve entegrasyon sağlanabilmesi için, haklara ilişkin düzenlemelerin içeriği ile ortaklığın işletme konusu ve/veya işletmenin ekonomik bağımsızlığı arasındaki bağlantının araştırılması gerekmektedir. Her bir hakkın mahiyeti ve yapısı birbirinden farklı olduğu için, bu değerlendirme hakka ve düzenlemeye özgü olarak tikel biçimde yapılmalıdır.

Opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden hakların çeşitli nedenlerle esas sözleşmeye taşınmadığı ve korporatif etkiyi haiz olmadığı durumlarda, haklara ilişkin edimlerin ifası ve icra edilebilirliği konusunda önemli engeller ortaya çıkmaktadır. Bu engellerin temelinde hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülememesi, bundan dolayı ortaya çıkan ifa imkansızlığı ve haklara ilişkin edimlerin cebri icrası prosedüründeki muğlaklık bulunmaktadır. Haklara konu olan payların türü ve senetle temsil edilip edilmemeleri, hakların etkin biçimde ifasını etkileyen faktörlerdendir. Bu ayrımlar, payların devir prosedürünü belirlemektedir ve haklara ilişkin edimlerin bu prosedürler ile doğrudan bir ilişkisi vardır. Bu kapsamda yapılacak değerlendirmelerin, çeşitli hak türlerine ve edimlerin ifasına teşmil edilmesi ve bu minvalde bir sonuca ulaşılması gereklidir. Zira senede bağlanmamış paylar bakımından öngörülen devir süreci, hakların icrasına ilişkin belli bir yöntemin izlenmesini gerektirirken, bu durum nama

veya hamiline yazılı senetler ile temsil edilen paylar ile kayden izlenen paylar bakımından farklılık arz etmektedir.

Haklara ilişkin edimlerin ifasında karşılaşılan zorlukların bertaraf edilmesi için uygulamada çeşitli yöntemlere başvurulmaktadır. Bunlar, hakların nispiliği prensibini ortadan kaldırmaya yönelik olarak TBK m. 49, f. 2 hükmünde öngörülen haksız fiil düzenlemelerine başvurulması, hakların ihlali durumunda uygulanacak sözleşmesel cezai şart hükümleri öngörülmesi ve pay senetlerinin zilyetliğinin bir üçüncü kişiye tevdi edilmesidir. Fakat her bir yöntem, haklardan doğan edimlerin etkin biçimde ifasının sağlanmasına yönelik hem elverişli hem de elverişsiz özellikler taşımaktadır. Bu özelliklerin ana hatlarıyla ortaya konulması, sözleşmesel olarak düzenlenebilecek yöntemlerin esaslarının belirlenmesinde ve hakların ihlali durumunda bu yöntemlere başvurulmasına ilişkin yerindelik değerlendirmesinde önem taşımaktadır.



GİRİŞ

I) ARAŞTIRMA KONUSU VE ÇÖZÜM ARANAN HUSUSLAR

Opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden haklar, ortaklıklar hukukunda ve özellikle birleşme ve devralmalar pratiğinde sıklıkla başvurulmuş bir kavramı ifade etmektedir. Bu kavram hem birden fazla haktan oluşan çeşitli unsurları kapsamaması hem de kavramı oluşturan hakların birbirinden farklı biçimlerde ortaya çıkması nedeniyle çok katmanlı ve kompleks bir yapıdadır.

Çalışmamızda opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar olarak nitelendirdiğimiz kavramlara bağlı unsurlar, kaynağını esasen Anglo-Amerikan hukukundan almış ve bu hukuk sisteminin yaygın olduğu ülkelerde gelişmiştir. Sonraki dönemde ise diğer hukuk sistemlerine yayılmış ve buralardaki uygulamalardan beslenmiştir. Hakların ortaklık ve pay sahipleri üzerinde doğuracağı etkiler konusunda, bu etkiye ilişkin sözleşme serbestisinden ziyade normatif bir yaklaşımın egemen olduğu Kıta Avrupası hukuk sistemini benimseyen ülkelerde, söz konusu sözleşmelerin ve buna bağlı hakların uygulaması, yürürlüğü ve etkinliği, kıyas yoluyla yapılan değerlendirmelere konu olmaktadır. Kaynağını ve karakteristik özelliklerini Cumhuriyet döneminin ilk yıllarından itibaren İsviçre ve Alman mehzat kanunlarından iktisap eden Türk ortaklıklar hukuku açısından da aynı durum geçerlidir. Bu vakıanın en temel sebebi, Türk pozitif hukukunda, pay sahipleri sözleşmesi benzeri akdi ilişkileri açıkça düzenleyen hükümlerin bulunmamasıdır. Türkiye’de 1990’lı yıllarda başlayan süreçte, söz konusu akdi ilişkiler yaygınlaşmış ve ortaklık ilişkilerine temel teşkil eden sözleşmeler, içerdikleri hükümler bakımından Anglo-Amerikan sistemindeki örneklerine giderek daha benzer hale gelmiştir.

Sözü edilen gelişme ile paralel biçimde opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden haklar, son yirmi-otuz yıllık süreçte birleşme ve devralmalar uygulamasında sıklıkla kullanılan kavramlar haline gelmiştir. Buna karşın, bu kavramların hangi esaslara göre değerlendirileceği hususu üzerinde Türk ortaklıklar hukuku öğretisi ve uygulamasında henüz fikir birliğine varılmamıştır.

Opsiyon hakları ve benzeri kavramların sözleşme serbestisi ilkesi çerçevesinde borçlar hukukuna tabi akdi ilişkiler mahiyetinde düzenlenebileceği konusunda tereddüt bulunmamaktadır. Bununla birlikte bu kavramların hem pay sahipleri

arasında hem de ortaklık üzerinde yarattığı etki, benzer farklı konularda yapılan çalışmalarda arızı olarak ele alınmış olsa bile, henüz öğretilde bütüncül olarak üzerinde çalışılmış bir konu değildir. İşte bu durum, konuyu inceleyen yerleşik bir argümanlar bütünü oluşturma gereği olarak söz konusu çalışmanın varlık sebebini (*raison d'être*) ortaya koymaktadır.

Ortaklıklar hukuku alanında opsiyon ve benzeri haklara dair uygulama, TTK'nın dogmatik temelleri ile birleşme ve devralmalar pratiğinin dinamik yapısının kesişim noktasında, önemli bir akademik inceleme ve tartışma alanı yaratmaktadır. Nitekim, çalışma konusu kavramların doğduğu Anglo-Amerikan hukuk sisteminde, kavramların pay sahipleri ve ortaklık düzeni üzerinde yarattığı etki, Kıta Avrupası sisteminin benimsendiği ülkelere göre daha belirli ve açıktır. Söz konusu kavramların Türk hukuku bakımından değerlendirildiği bir akademik çalışmada, kavramların birleşme ve devralmalar perspektifinden yarattığı izdüşümün, hukuk normları üzerindeki etkilerinin göz önünde bulundurulması elzemdir. Dolayısıyla eserin entelektüel ve bilimsel çerçevesinin çizilmesinde bu kavramlar arasındaki etkileşim ve bu etkileşimden doğan çatışmanın bağdaştırılması çabası önemli bir yer teşkil etmektedir.

Konunun hukuk teori ve uygulamasında haiz olduğu öneme karşın, söz konusu kavramlar üzerine Türk hukuk öğretisinde ortaya konan eserler ile yapılan çalışmaların sayısı ve kapsamı sınırlıdır. Bu durumun nedenlerine ilişkin ortaya birkaç varsayım koymak mümkündür.

Bunlardan birincisi, konuyu pozitif hukukta düzenleyen açık hükümlerin yer almamasıdır. Kavramlara ilişkin Türk ortaklıklar hukuku mevzuatında doğrudan hüküm tesis edilmemiş olması, kanaatimizce, konunun bütüncül olarak hukuk literatüründe ele alınması ihtimalini azaltmıştır. Bu yüzden söz konusu kavramlar, bağlantılı konuları inceleyen bazı eserlerde arızı konular olarak ele alınmış; fakat tez ya da monografi türü eserlere fazla konu olmamıştır.

İkinci olarak, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar konusunda nispeten az sayıda içtihat bulunmaktadır. Kavramların Türk birleşme ve devralmalar uygulamasında haiz olduğu önem ve etki alanı göz önüne alındığında, bu durum çelişkili görünmektedir. Bu tezat, konuya ilişkin ortaya çıkan uyumsuzluklarda benimsenen yaklaşımla ilgilidir. Özü itibariyle hukuki ve ekonomik olarak kompleks

konular içeren birleşme ve devralma işlemlerinde, taraflar uyuşmazlık çözüm yolu olarak ekseriyetle tahkim yargılaması gibi alternatif yolları tercih etmektedir. Bu doğrultuda, ortaya çıkan uyuşmazlıklar ise çoğunlukla süreç daha tenfiz/tanıma ya da icra edilebilirlik aşamasına gelmeden çözülmekte ve taraflar öncelikle sulh olma imkanlarını değerlendirmektedir. Zira, taraflarca nihai ekonomik getiri beklentisiyle girişilen işlemlerde ortaya çıkan uyuşmazlıklar, söz konusu beklentiyi ortadan kaldırmakta, uyuşmazlığın uzaması durumunda ise yüksek işlem maliyetleri ortaya çıkabilmektedir. Ayrıca hakların icra edilmesi bakımından yaşanan pratik zorluklar, tarafları yargı yoluna gitmeden mümkün olduğunca hızlı biçimde uyuşmazlıkları çözmeye sevk etmektedir. Böyle bir durumda tarafların ekonomik menfaati, meşakkatli ve uzun sürecek bir yargı yolu ya da tahkim sürecine kaynak harcamak yerine, zararları minimize etme saikiyle uyuşmazlıkları mümkün olduğunca çabuk sonlandırmakta yatmaktadır.

Pay sahipleri sözleşmeleri ve bu bağlamda esas sözleşme dışında düzenlenen hükümler, ortaklığın örgütsel yapısını ve iç işleyişini şekillendirmek amacıyla getirilirler. Söz konusu düzenlemeler, emredici hükümler ilkesinin esas sözleşme özgürlüğünü kısıtlayıcı etkisine istinaden öğretide *ayın karanlık yüzü* olarak nitelendirilmektedir¹. Bu bağlamda çalışmamızda ana saikimiz, birleşme ve devralmalar uygulamasında sıklıkla kullanılan opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakları, pozitif hukuktaki anonim ortaklık hükümleri bağlamında değerlendirmek; borçlar hukukuna tabi ortaklar arası ilişkilerin, korporatif düzleme teşmili bakımından bu karanlık yüze ışık tutarak sınırların belirlenmesine yardımcı olmaktır. Bu amaç doğrultusunda yapılacak değerlendirme, kavramın dogmatik hukuktaki çeşitli normatif hükümlerle etkileşimi ışığında yapılacak ve ulaştığımız kişisel sonuçları içerecektir. Ancak kanunda açık hükümlere tabi olmayan ve oldukça yaygın bir uygulaması olan bir konuda, genelgeçer tek bir *doğrunun* tespit edilmesi kanaatimizce mümkün değildir. Bu kapsamda amacımız, haklar bakımından uygulanması gerektiğini düşündüğümüz genel prensipleri tespit etmek ve anonim ortaklıklar hukuku ile birleşme ve devralmalar uygulamasında, hakların mahiyeti ve etkisi bakımından bütüncül bir perspektiften yeni bir kavrayış ve uygulama esası

¹ FORSTMOSER, Peter, “Der Aktionärbindungsvertrag an der Schnittstelle zwischen Vertragsrecht und Körperschaftsrecht”, Aktuelle Aspekte des Schuld- und Sachenrechts: Festschrift für Heinz Rey zum 60. Geburtstag, Ed. Heinrich Honsell et. al., Zürich, Schulthess Verlag, 2003, s. 386; LACHAT Anne Héritier, “Le contrat dans tous ses états”, Cycle des conférences 2003-2004 – Contributions / Les conventions d'actionnaires ou la face cachée de la lune, Stämpfli Verlag, s. 102.

önermektir. Bu doğrultuda ilerlerken *Serozan*’ın ifade ettiği görüşü şiar edindiğimizi belirtmek gerekir: “*Hukuki bir problemin tartışılmaz tek bir çözümü olmaz; tümü de tartışmalı birden çok çözümü olur. Bu çözümlerin bilimsel kanıtı da olmaz; olsa olsa, ‘gerekçesi’ olur. Bu gerekçe de yasaya, adalete ve maslahata uygunluk gibi takdire ve tartışmaya olabildiğince açık değer yargılarından oluşur*”².

II) KONUNUN SINIRLANDIRILMASI VE YÖNTEM

Yukarıda açıklanan esaslar çerçevesinde incelenecek olan opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar, terminolojik olarak ikili bir ayrıma tabi tutulmuştur. Buna göre, opsiyon kavramının ifade ettiği, sahibine tek taraflı bir irade beyanı ile sözleşme kurma veya sözleşmesel ilişkide değişiklik yapma yetkisi veren hak kavramı ile, mahiyet olarak daha çok örtüşen önalım hakkı (*pre-emptive/pre-emption right*), geri alım hakkı (*repurchase right*), alım hakkı (*call option*) ve satma hakkı (*put option*), çalışmada *opsiyon hakları* olarak belirtilen hakların karşılığı olarak kullanılmıştır. Bununla birlikte mahiyet olarak opsiyon kavramının tanımına daha uzak kalan öncelik hakları (*right of first refusal / right of first offer*), birlikte satma hakkı (*tag along right*) ve birlikte satışa zorlama hakkının (*drag-along right*) karşılığı olarak çalışmada pay devrinde özellik arz eden haklar ifadesi kullanılmıştır.

Çalışma kapsamında yapılan inceleme, söz konusu hakların kapalı anonim ortaklıklar bakımından kullanımına ve uygulamasına hasredilmiştir. Anonim ortaklık tercihi iki gerekçeye dayanmaktadır. Bunlardan ilki, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların konu olduğu birleşme ve devralma işlemlerinin ekseriyetle anonim ortaklıklar çerçevesinde gerçekleşmesidir. Son yıllarda yapılan bu tür işlemler incelendiğinde, bunlara konu olan hedef şirketlerin büyük çoğunluğunun anonim şirket olarak faaliyet gösterdiği görülmektedir³. İkinci olarak, TTK’da limited şirketler bakımından söz konusu hakların esas sözleşmede öngörülmesi ve korporatif etki taşımaya cevaz verildiği konusunda ihtilaf bulunmamaktadır. Hakların limited ortaklık üzerindeki etkisine ilişkin halihazırda öngörülmüş – çok kapsamlı olmasa da – bir kanuni bir çerçeveden bahsetmek mümkündür. Hakların hukuki mahiyetleri ile

² SEROZAN Rona “**Hukukta Yöntem**”, Prof. Dr. Aydın Zevkliler’e Armağan, E-Journal of Yasar University, C. 8, Özel Sayı, 2013, s. 2428-2429.

³ Bkz. Deloitte Annual Turkish M&A Review 2021 (<https://www2.deloitte.com/tr/tr/pages/mergers-and-acquisitions/articles/annual-turkish-ma-review-2021.html>, erişim tarihi 12 Aralık 2023) ve Deloitte Annual Turkish M&A Review 2022 (<https://www2.deloitte.com/tr/tr/pages/mergers-and-acquisitions/articles/annual-turkish-ma-review-2022.html>, erişim tarihi 12 Aralık 2023).

uygulamada rastlanan çeşitli modaliteleri konusunda çalışmada anonim ortaklıklara özgü olarak yapılan açıklamalar ise, genel mahiyettedir ve hakların uygulandığı ortaklık türünden bağımsız olarak, limited şirketlere de uyarlanabilir.

İncelemenin esas olarak kapalı ortaklıklar ile sınırlandırılması ise, hakların kullanımı ve mahiyeti ile ilişkilidir. Zira halka açık ortaklıkların borsada işlem gören payları üzerinde, payın devrini zorlaştırıcı ya da pay devir sürecinde değişiklik yaratacak işlemlerin yapılması mümkün ve mutad değildir. Bu payların mümkün olan en basit usullere göre el değiştirmesi, Borsa İstanbul bünyesindeki pay piyasasının düzgün ve etkin biçimde işleyişi için gerekli koşullardan biridir. Yine de kavramsal ayrımı ortaya koymak ve metodolojik bütünlüğü sağlamak amacıyla, çalışmada bu tür payların konu olduğu borsada gerçekleştirilen pay opsiyon sözleşmelerine ilişkin genel açıklamalara da yer verilmiştir.

Üç ana bölüm altında yapılandırılan çalışmanın birinci bölümünde, öncelikle söz konusu hakların konusunu oluşturan pay kavramının çeşitli görünüm biçimleri ile özellikleri ele alınacak; bu kavramın, opsiyon kavramı ile ilişkili nitelikleri ortaya konularak meselenin kavramsal altyapısı oluşturulacaktır. Bu altyapının oluşturulmasında ikinci adım olarak, opsiyon kavramı ile opsiyon sözleşmesinin tarihsel gelişimi üzerinde durulacak; kavramın ortaya çıkışından sonra Modern Dönem’de kurumsallaşmasından itibaren günümüze kadarki evrimi, çeşitli hukuk sistemleri altında incelenecektir. Günümüzde yaygın biçimde kullanılan söz konusu hakların tarihi dayanaklarının ve süreç içinde geçirdiği değişimin açıklanması, konunun kavramsal temelini daha iyi anlaşılması bakımından önemlidir.

Kavramsal ve tarihsel temele ilişkin açıklamaları takiben, opsiyon haklarının neveleri, vadeleri ve konuları bakımından ayrıma değinilecek ve buradan hareketle, hakların konu olduğu hukuki işlemi ifade eden opsiyon sözleşmeleri üzerinde durulacaktır. Bu açıklamalar, borsa opsiyon sözleşmeleri ile anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmeleri biçiminde ikili bir ayrım altında yapılacak ve kavramların kullanımına ilişkin öğreti ve uygulamadaki fiili muğlaklığın giderilmesi sağlanacaktır. Bu çerçevede, çalışmanın ilk bölümünün amacı, opsiyon kavramı ile pay kavramı arasındaki bağlantıyı kurmak ve opsiyon kavramının tarihsel gelişimi ışığında opsiyon işlemlerinin ana unsurlarını ortaya koymaktır.

Çalışmanın ikinci bölümünde öncelikle, söz konusu hakların somut kanuni hükümlere dayanmamasından ve borçlar hukuku ilişkisi olarak ortaya çıkmasından hareketle, haklar ile çeşitli medeni hukuk kavramları arasındaki bağlantı üzerinde durulmuştur. Bu bağlantının oluşturduğu temel üzerinden ise, hakların mahiyeti, özellikleri ve uygulanma biçimleri tipolojik olarak incelenmiştir.

Hakların mahiyet ve özelliklerinin anlaşılmasında, hakların nasıl kullanıldığı kadar hangi amaçla kullanıldıkları ve işlevleri de önem arz etmektedir. Bu çerçevede, haklara ilişkin bu unsurlar, pratik ve ekonomik rasyoneller olarak ikili bir ayrıma tabi tutularak incelenmiş; bu rasyonellerin anonim ortaklık üzerindeki etkisi ve hakların pragmatik işlevleri ortaya konulmuştur.

Anonim ortaklıkta kanuni pay devir prosedürüne alternatif bir yaklaşım belirlenmesi, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların yöneldiği amaçlardan biridir. Bu amaç, anonim ortaklığın pay sahipleri tarafından biçimlendirilmesiyle yakından ilgilidir. Anonim ortaklığın biçimlendirilmesi için başvurulabilecek temel araçlar ise esas sözleşme ile pay sahipleri sözleşmesidir. Bu çerçevede, esas sözleşme ile pay sahipleri sözleşmelerinin temel unsurları ve nitelikleri söz konusu haklar bağlamında ortaya konulacaktır. Devamında ise, hakların etkin biçimde uygulanmasının önündeki engellerden olan, hakların esas sözleşmede düzenlenebilmesi konusundaki muğlaklık, korporatif / şekli esas sözleşme hükümleri ayrımı ışığında incelenecektir.

Bu ayrımın ortaya çıkardığı iki boyutlu ortaklık düzeni kavramı, emredici hükümler, tek borç, payın devredilebilirliği ve eşit işlem ilkelerinin birbiriyle etkileşimi ile doğrudan ilgilidir. Dolayısıyla, söz konusu ilkelerin kavramsal çerçevesi ve bu bağlamda çalışma konusu hakların esas sözleşmede düzenlenebilme imkanının değerlendirilmesi, ikinci bölümde yer verilen temel konulardan birisi olacaktır. Son olarak, anonim ortaklık pay devir süreçlerinde farklılık yaratan bağlam hükümleri ile yine payların devri usulleriyle yakından ilişkili olan opsiyon hakları ve benzer hakların etkileşimi ortaya konulacaktır. Böylece, hakların bağlam hükümleriyle entegre edilmesi ve anonim ortaklık düzeninin esas unsurlarından birisi haline getirilmesi imkânı değerlendirilecektir.

Çalışmanın üçüncü bölümü, opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden hakların ihlali durumunda, haklara ilişkin edimlerin ifasının temin edilmesindeki

zorluklar ve bu zorlukların nasıl aşılabileceği meselesine odaklanmaktadır. Özellikle hakların esas sözleşmeye aktarılamadığı ve bu yüzden korporatif etki taşıyamadığı durumlarda, haklar hilafına gerçekleştirilen işlemlere karşı, hak sahibinin etkin bir telafi imkanına kavuşması genellikle mümkün olmamaktadır. Bu durumun altında yatan temel nedenler, (i) hakların üçüncü kişilere karşı genellikle ileri sürülememesi; (ii) haklara ilişkin edimlerin ifa edilmemesi durumunda, hak yükümlüsünün aynen ifaya zorlanmasında karşılaşılan engeller ile (iii) ihlale ilişkin tazminat imkanlarının, ihlalden doğan zarar miktarının hesaplanmasındaki zorluklardan ötürü etkin biçimde kullanılamamasıdır.

Bu çerçevede hakların nispiyet özelliğinden doğan sakıncaların giderilmesi için başvurulacak yollardan birisi, haklar hilafına yapılan işlemlere karşı TBK m. 49, f. 2 hükmünde öngörülen haksız fiil sorumluluğuna başvurmaktır. İhlal durumunda tazminata konu olan zararın hesaplanmasındaki zorlukların bertaraf edilmesi amacıyla başvurulacak yöntem, sözleşmesel cezai şart hükümleri öngörülmesidir. Son olarak, haklar hilafına paylar üzerinde gerçekleştirilecek tasarruf işlemlerinin engellenmesi ve edimlerin cebri icra yoluyla ifasının sağlanmasını kolaylaştırmak amacıyla, pay senetlerinin üçüncü kişiye tevdi yoluna başvurulabilmektedir. Fakat, bu yöntemlerin her birinin, uygulamada ortaya çıkan sorunları çözmekte çeşitli eksik yanları bulunmaktadır. Bu durum esasen hakların ortaklık düzeni dışında konumlanmasından kaynaklanmaktadır. Getirilen bu çözümlerin palyatif nitelikte kalmasının engellenmesi için, hakların ortaklık düzenine entegre edilmesi ve tabi oldukları esasların açık ve net bir biçimde belirlenmesi gereklidir.

Çalışmanın üçüncü bölümünün son kısmında, hakların belirtilen biçimde ortaklık düzenine entegre edilmesi ve uygulama esaslarının belirli hale getirilmesi için *de lege lata* uygulama önerileri getirilecek; bu öneriler, haklara ilişkin uygulamanın TTK sistematğinde kurumsal bir temel oturması için *de lege ferenda* önerilerle desteklenecektir.

Son olarak, çalışmaya yön veren yaklaşım bakımından belirtilmesi gereken bir başka husus ise, çalışmanın kaleme alınmasında benimsenen yöntemdir. Yönteme ilişkin açıklamalar içeren bu bölümde, bu hususlara çalışmanın hazırlanmasında izlenen usul ve metodun bütüncül bir bakış açısıyla ortaya konulması amacıyla yer verilmiştir. Geçtiğimiz birkaç yılda yapay zekâ temelli dil uygulamalarının işlev ve yaygınlık açısından büyük bir sıçrama yaptığı bir olgudur. Bu gelişmelerin diğer tüm

alanlarda sebep olduğu ve olacağı değişiklikler bir yana, sosyal bilimler alanında ortaya çıkacak eserlerde hem içerik hem de çalışma metotları bakımından bir paradigma değişikliği yaratacağını öngörmek mümkündür. Muhtemelen, önümüzdeki yıllarda hukuk disiplini altında üretilecek monografik eserler, hem bu eserlerin hazırlanmasında izlenen yöntem hem de eserlerin içeriği bakımından önemli farklıklar içerecektir. Bu anlamda çalışmamızın, hukuk alanında yapay zekaya dayalı dil modellerine başvurulmadan, hukuk disiplinindeki akademik çalışmalara ilişkin mevcut paradigma içinde, hazırlanmış son tezlerden biri olduğunu belirtmek gerekir. Bu tespit, önümüzdeki dönemde ortaya çıkacak eserlerin daha niteliksiz veya değersiz olacağı iddiasıyla ortaya konulmuş değildir. Bilakis, bu teknolojinin evrimi ile birlikte, jenerik biçimde otomatik olarak üretilmiş içeriklerin tespiti ve ayıklanması konusunda ortaya çıkacak araçlar yoluyla, monografik eserlerin sayısı belki nicelik olarak azalacak; fakat bu eserlerin ihtiva ettiği özgün fikir ve argümanların niteliği muhtemelen artacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

OPSİYON HAKLARININ VE OPSİYON SÖZLEŞMESİNİN KONUSU OLARAK ANONİM ORTAKLIK PAYI

I) ANONİM ORTAKLIK PAYININ OPSİYON KAVRAMI İLE İLİŞKİLİ TEMEL NİTELİKLERİ

A) Giriş

6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu⁴, anonim ortaklığı “*sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirket*” olarak tanımlamaktadır (TTK m. 329). Dogmatik hukukta ifade edilen bu basit fakat çok katmanlı tanım, anonim ortaklığın temel niteliklerini ortaya koyan bir referans noktası teşkil etmektedir. Tanım, bu haliyle pay kavramını, anonim ortaklık hukukunun merkezine koymaktadır⁵. Anonim ortaklık, ortakların kişisel özelliklerinden bağımsız⁶ ve bu minvalde ortaklarının subjektif özelliklerinin toplamını aşan bir kurumu işaret eder. Anonim ortaklıklarda, ortakların kişisel özelliklerinin etkisi oldukça sınırlıdır. Bu durum ise anonim ortaklığın katı bir sermaye şirketi⁷ olarak nitelendirilmesinde temel gerekçeyi oluşturur.

Çalışmanın konusunu oluşturan, anonim ortaklık payının opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklara konu olması sorunsalının incelenmesinde, öncelikle pay mefhumunun kavramsal temellerinin ortaya konulması ve ana hatlarıyla açıklanması, kanaatimizce elzemdir. Bu gereklilik, esas olarak iki nedenden ileri gelmektedir. Bunlardan birincisi, pay kavramının anonim ortaklık bağlamında ve TTK sistematigi içinde karşılık geldiği anlamın, incelenecek sözleşme tipi ve haklar bakımından haiz olduğu önemdir. Meselenin temelinin oluşturan kavram ile üst kavramlar arasındaki rasyonel bağlantının yeterli derecede kurulması, mezkûr kavramlar üzerine yapılacak açıklamaların, bilimsel ve entelektüel açıdan yeterli düzeye ulaşması için elzemdir. İkinci neden ise, bir bakıma ilk nedenin bir alt kümesini oluşturmaktadır: Ana sorunsal çerçevesinde incelenecek kavramlar pay ve payın çeşitli

⁴ R.G. T. 14.02.2011, S. 27846.

⁵ POROY Reha / TEKİNALP Ünal / ÇAMOĞLU Ersin, **Ortaklıklar Hukuku I**, Güncellenmiş, Yeniden Yazılmış 14. Bası, İstanbul: Vedat, 2019, K.N. 757.

⁶ GUYON Yves, **Droit des Affaires, Droit commercial général et Sociétés**, Paris: Economica, 2001, s. 272; LEMEUNIER F., **Société anonyme**, Paris: Delmas, 2001, s. 74.

⁷ TEOMAN Ömer, “**Bağlı Nama Yazılı Pay (Senedi) ve Halka Açık Anonim Ortaklık Kavramları Üzerine Düşünceler**”, Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim, C. I, İstanbul: Vedat, 2000, s. 46.

görünümleri ile doğrudan bağlantılıdır. Söz gelimi, anonim ortaklık payının konu olduğu opsiyon veya öncelik hakları ile payın devredilebilirliği, payların senetle temsil edilmesi ve payın çeşitli görünümleri gibi konular arasında yakın bir ilişki vardır. Kaldı ki, pay kavramının çeşitli görünümüleriyle ele alınmaması, çalışma konusunu teşkil eden hakların salt taşınır üzerinde kurulan haklar bağlamına indirgenmesi sonucunu doğurabilir. Fakat çalışmanın genelinde açıklanacağı üzere, esasında anonim ortaklık payı üzerinde etki doğuran opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden diğer haklar, anonim ortaklığın merkezinde yer alan pay kavramının tüm boyutları üzerinde etki doğurmaktadır. Dolayısıyla bu bakımdan çalışmanın başlangıcını, pay kavramının görünüm biçimlerini açıklayarak ve çalışma konusu haklarla etkileşimine ilişkin temeli ortaya koyarak yapmak önem arz etmektedir.

Gerçekten de teknik bir kavram olan *pay*⁸ terimini, anonim ortaklıklar hukuku bağlamında bütüncül bir bakış açısıyla değerlendirip tanımlamak çeşitli zorluklar içermektedir.⁹ Bu zorlukları doğuran temel neden, kavramın kendi içinde birkaç farklı tanıma ve buna bağlı olarak anonim ortaklıklara ilişkin birkaç farklı kavramı işaret etmesidir.

Kavram, semantik olarak, eTK’da^{10 11} genellikle *pay* terimi ile ifade ediliyor olsa da kanun yeknesak bir yaklaşım belirlemek yerine, kavramı *hisse* terimi ile

⁸ *Pay* kavramının tarihsel kökenleri açısından, kavramın dogmatik hukukta mevcut olan *kurucular* kavramı ile tarihsel bağlamdaki ilişkisi oldukça açıklayıcıdır. Buna göre, işletmecilik faaliyetleri yürütmek üzere ortaklık kurmak için, o dönemdeki iktidar erkinden izin ya da imtiyaz (*octroi* ya da *concession*) kişiler (*promoter*), ticaret kumpanyaları kurmuşlar ve bu kumpanyalara sermaye toplamak için, halkın spekülatif hedeflere tevaccühünden de yararlanarak, küçük yatırımcılara ortaklık payları satmışlardır. İlk olarak Anglo-Amerikan hukuk sisteminin hâkim olduğu ülkelerde ortaya çıkan bu olgu, sonraki dönemde *promoter*lara da kurdukları şirkete sermaye koyma zorunluluğu bulunan bir sisteme evrilmiştir. Bunun temel nedeni ise, *promoter*ların aynı zamanda pay sahibi de oldukları bir düzende, sermaye üzerindeki tasarruf yetkisini daha dikkatli kullanacakları düşüncesinin yerleşmesidir. Dogmatik hukuktaki kurucu kavramı ve kurucuların tabi olduğu nispeten farklı sorumluluk sisteminin kaynağının bu durum olduğu söylenebilir. Aynı yönde, *pay* kavramının ifade ettiği “kolayca alınıp satılabilme” özelliğinin başlangıçta anonim ortaklığa karşı gelişen yoğun ilginin kaynağında yatan husus olduğu ifade edilmektedir (bkz. Tekinalp / (Poroy /Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 445; OKUTAN NILSSON Gül, **Anonim Ortaklıklarda Payscaleleri Sözleşmeleri**, İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı, 2004, s. 21-22).

⁹ KENDİGELEN Abuzer, **Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı**, İstanbul: Beta, 1994, s. 6.

¹⁰ R.G. T. 29.06.1956, S. 9353.

¹¹ Bütünlük açısından, çalışma boyunca kullanılan kısaltmalardaki “K” harfine ilişkin, baştan usulî bir açıklama yapmanın faydalı olacağını düşünüyoruz. Türkçe’de “K” harfinin doğru okunuşu “ke” şeklindedir (bkz. PÜSKÜLLÜOĞLU Ali, **Türkçe Sözlük**, İstanbul: Yapı Kredi, 1995, s. 845). Kısaltmalara gelen ekler ise, kısaltmadaki son harfin okunuşuna uyar (bkz. ÖZÖN Nijat, **Büyük Dil Kılavuzu**, 4. Bası, İstanbul: Yapı Kredi, 1995, s. 53). Ancak neredeyse istisnasız olarak, Türk hukuk öğretisi ve uygulamasında özellikle “kanun” sözcüğünün kısaltması için kullanılan “K” harfinin “ka” olarak telaffuz edildiği ve yazılı kaynaklarda da bu şekilde kullanıldığı bir vakıadır. Bu bakımdan biz de özellikle çalışmayı en baştan itibaren okumayıp farklı bölümlerinden yararlanan okuyucuda kafa karışıklığı yaratmamak için, çalışmada bu *galat-ı meşhuru* düzeltme yoluna gitmeyip kısaltmalara gelen ekleri “ka” telaffuzuna göre kullanacağız.

birlikte veya *pay* terimi ile değişmeli olarak ifade etmiştir. Bu yaklaşım özellikle, kanun metninin birçok yerinde payların *hisse senedi* olarak ifade edilmesinde görünür olmaktadır. eTK'daki eleştirilmeye açık olan bu yaklaşım TTK'nın yürürlüğe girmesiyle terkedilmiş ve kavram, bizce daha isabetli olarak, pay; payları temsil eden kıymetli evrak ise pay *senedi* terimleriyle ifade edilmeye başlanmıştır. Dolayısıyla TTK bakımından artık *hisse* sözcüğü, kanuni bir terim olmaktan çıkmış durumdadır.¹² Kanun metnindeki bu değişiklik isabetlidir; zira, eTK metnindeki hükümler detaylı olarak incelendiğinde, bazı bölümlerde pay ile payı temsil eden kıymetli evraka ilişkin senet kavramlarının, bir kanun metninde beklenen terimsel isabeti gözetmeksizin kullanıldığı tespit edilmektedir. Bu isabetsizlik, kavramların bazen eş anlamda kullanılmasına, bazen de hatalı olarak yanlış terimin yanlış kavramı ifade edecek şekilde kullanılmasına sebep olmuştur.¹³

Mehaz İsviçre ve Alman hukuklarında ise hem pay hem de pay senedi kavramlarını tarif etmek için genellikle *Aktie* terimi kullanılmaktadır.¹⁴ *Pulaşlı'nın* işaret ettiği üzere söz konusu ülkelerdeki bilimsel öğretide ve mahkeme kararlarında, terimin kullanımında açıklık sağlanması için *Aktie* kavramı yalnızca pay kavramına karşılık olarak kullanılırken, pay senedi kavramını ifade etmek için *Aktienurkunde*, *Aktientitel*, *Urkunde* terimleri kullanılmaktadır.¹⁵ Bu husus, bir sonraki blmde¹⁶ incelenecek olan Türk hukukunda pay / pay senedi ayrımı ile benzer yönde bir ayrımı işaret etmektedir.

B) Hukuki Mahiyet

Anonim ortaklıkta, sermayenin paylara bölünmüş olmasının teşkil ettiği önemli işlevin, *pay* kavramının anonim ortaklık hukukunun merkezine konulmasıyla tezahür ettiğini daha önce belirttik¹⁷. Bu işlevin bir başka göstergesi de TTK'nın mehaz hükümlerini içeren Alman ve İsviçre hukuk sistemlerinde anonim şirketin bir paylı şirket (*Aktiengesellschaft*) olarak adlandırılması olduğunu belirtmek yerinde

¹² Tekinalp (Poroy/amoğlu), *Ortaklıklar Hukuku I*, K.N. 757.

¹³ PULAşLI HASAN, *Bağlı Nama Yazılı Pay Senetleri*, Ankara: Dayınlarlı, 1992 ("*Bağlı Pay Senetleri*"), s. 3; AYTAÇ Zühtü, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1988, s. 69.

¹⁴ Aytaç, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri*, s. 69.

¹⁵ PULAşLI Hasan, *6102 Sayılı sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre şirketler Hukuku şerhi II*, Ankara: Adalet, 2018, s. 1698.

¹⁶ Bkz. Birinci Bölüm, I/B/4.

¹⁷ Bkz. Birinci Bölüm, I/A.

olacaktır¹⁸. Yukarıda kısaca değindiğimiz üzere, hukuk terminolojisi açısından oldukça teknik bir kavramı ifade eden anonim ortaklıkta *pay* teriminin hukuki mahiyetini ortaya koymak için belki de en uygun metot, kavramın farklı görünüş biçimlerine ilişkin tanım ve açıklamalardan hareketle, tümevarım yaklaşımıyla sonuca ulaşmaya çalışmak olacaktır¹⁹.

1) Esas Sermayenin Bir Parçası Olarak Pay

Pay kavramının nitelik olarak açıklanmasında, öğretide yapılan ilk sınıflandırma, payın esas sermayenin bir parçası olarak teşkil ettiği birim değeri esas almaktadır²⁰. Bu sınıflandırmaya göre paylar, anonim ortaklık esas sermayesinin belirli sayıda birim değere bölünmüş kesirlerini oluşturmaktadır²¹.

Anonim ortaklıkta sermayenin paylara bölünmüş olması fenomenini somutlaştırmak için şu örneğe başvurmak faydalı olacaktır: Anonim ortaklığın

¹⁸ KIRCA İsmail / ŞEHİRALİ ÇELİK Feyzan Hayal / MANAVGAT Çağlar, **Anonim Şirketler Hukuku**, C. I, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2013, s. 97; Dieter Schneider, “**The American Close Corporation and Its German Equivalent**”, The Business Lawyer, C. 14, S. 1, Kasım 1958, s. 228.

¹⁹ Pay kavramının incelenmesinde kullandığımız tümevarım yöntemine ilişkin olarak, kavramın farklı görünüşleri ışığında yapılan sınıflandırmaya ilişkin olarak bkz. bkz. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 757 vd. Ayrıca bkz. MEIER-HAYOZ Arthur / FORSTMOSER Peter, **Droit suisse des sociétés**, Edition français, Çev. Peter Jordanov, Bern: Stämpfli, 2015, s. 492 vd.

²⁰ Birçok farklı yazar yerine, bkz. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 758; Pulaşlı, **Bağlı Pay Senetleri**, s. 4; Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1699; ANSAY Tuğrul, **Anonim Şirketler Hukuku**, 6. Bası, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1982; Kendigelen, **İntifa Hakkı**, s. 7; KENDİGELEN Abuzer, **Yeni Türk Ticaret Kanunu, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler**, 3. Tıpkı Bası, İstanbul: On İki Levha, 2016, s. 381; TEKİNALP Ünal, **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, İstanbul: Vedat, 2015, s. 81; Fransız Hukuku’nda da Türk ve İsviçre Hukuku’ndaki yaklaşıma paralel anlayış için bkz. MERLE Philippe, **Droit commercial, Société commerciales**, 5. Bası, Paris: Dalloz, 1996, s. 276 vd.

²¹ Bu noktada çalışmanın ana konusu olan anonim ortaklıktan bir nebze saparak öğretideki TTK sistematigi içinde limited ortaklık payının anonim ortaklık payı ile esas sermaye arasındaki etkileşime yaklaştığı yönündeki tartışmaya değinmeyi yararlı buluyoruz. Tespit edebildiğimiz ölçüde ilk kez Kendigelen tarafından ileri sürülen görüşe göre, eTK’den farklı olarak, TTK metninde “*bir ortak - bir esas sermaye payı*” prensibinin terk edilmesiyle limited şirket esas sermaye payının da kavram olarak anonim şirket payına nitelik olarak benzer bir özellik kazandığı belirtilmektedir (bkz. Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 487; BAHTİYAR Mehmet, **Ortaklıklar Hukuku**, Güncellenmiş 14. Bası, İstanbul: Beta, 2020, s. 424-425. Buna karşın Tekinalp’e göre, anonim ortaklık ve limited ortaklık payları arasında yapısal bir fark mevcuttur ve bu fark da sermayenin paylara bölünmüş olup olmamasından ileri gelmektedir (bkz. Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 547). Şehirali Çelik de, temel olarak limited ortaklıkta payın itibari değere sahip olmasının sermayenin bölünmüşlüğü sonucunu da beraberinde getireceğini ve bu bakımdan limited ortaklıktaki itibari değer anonomim ortaklıktaki itibari değer kavramına yaklaşıp olacağını ifade etmekle birlikte bu durumun, anonim şirket bakımından sermayenin paylara bölünmüş olmasına bağlanan tüm sonuçları doğuracağı anlamına gelmeyeceğini belirtmiştir (bkz. Şehirali Çelik (Kırca/ Manavgat), **Anonim Şirketler Hukuku**, C. 1, s. 103-104). Çalışma konusunun ana ekseninden saptığımız bu tartışmaya ilişkin olarak biz de, ana eksenden çok uzaklaşmamak adına, TTK Gerekece metninde de belirtildiği gibi limited ortaklık bağlamında itibari değer, ortaklık haklarının kullanılmasında pratik bir işlevi yerine getiren fiktif bir kavramı işaret ettiğinin ve pay kavramı bakımından limited ortaklığı anonim ortaklığa ancak sınırlı bir ölçüde yaklaştırdığı görüşünde olduğumuzu belirtmekle yetinelim.

ortaklarına sağladığı her çeşit haklar, birlikte bir bütün olarak kabul edilirse, pay ile ifade edilen her bir birim, söz konusu haklardan yararlanabilme yetkisini ve ölçüsünü ifade eder. Dolayısıyla, pay ile ortaklığın sağladığı haklar arasında sıkı bir etkileşim vardır. Bu perspektiften bir değerlendirme yapılırsa, paylara bölünmüş olan unsurun aslında esas sermaye değil, esas sermayeyle birlikte anonim ortaklığın bünyesinde hasıl olmuş tüm hakların bütünü olduğu anlaşılmaktadır.²²

Anonim ortaklıklar hukukunun temel ilkelerinden olan “*sermayeye oranla hak sahibi olabilme ilkesi*”nin kaynağının da söz konusu vakıa olduğu söylenebilir. Nitekim, anonim ortaklıktaki hemen hemen tüm malvarlıksal haklar ve/veya yönetime katılma hakları (şirket tesislerinden yararlanma hakkı bir istisna olarak değerlendirilebilir), bölünmüş olan paylar doğrultusunda oransal olarak kullanılmaktadır.²³ Bu ilke doğrultusunda, bir bütün oluşturan sermayeden ve sermayeye katılmanın doğurduğu haklardan türetilcek bölümlenme ölçüsünde sermaye birimi olarak *pay* yaratılmakta ve her bir pay da diğerlerinden bağımsız olarak sahibine haklar (ortaklık hakları) bahşetmekte veya borç (sermaye koyma borcu) yüklemektedir.²⁴

2) Pay Sahipliği Mevkii

Anonim ortaklığın katı bir sermaye şirketi özellikleri taşımasının doğal bir sonucu, ortaklığın malvarlığının mülkiyetinin pay sahiplerine değil, ortaklığın tüzel kişiliğine ait olmasıdır.²⁵ Pay sahiplerinin kişilikleri, anonim ortaklık için kural olarak etkisiz ya da önemsizdir. Anonim ortaklıktaki pay sahipliği kurumunun şahıs şirketlerindeki şerik (ortak) kurumundan ayrı olarak değerlendirilmesinin temel nedeni de anonim ortaklığın yine kural olarak²⁶, pay sahiplerinin kişiliklerinden ve

²² Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 761.

²³ TEOMAN Ömer, “**Anonim Ortaklıklar Hukukunda Payın Birim (İtibari – Nominal) Değerinin Oy Hakkının Saptanılmasındaki İşlevi ve Türk Sistemi**”, Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim, C. I, İstanbul: Vedat, 2000, s. 83.

²⁴ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1700.

²⁵ PULAŞLI Hasan, **Şirketler Hukuku Genel Esaslar**, 5. Bası, Ankara: Adalet, 2017, s. 305; Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 225, Ansay, pay sahibinin, şirket malvarlığı üzerinde hak sahibi olmasına rağmen, pay sahibinin bu bağlamdaki haklarının mülkiyet hakkı kadar kapsamlı bir nitelik taşımadığını belirtmekte, ancak buna rağmen pay sahibinin Anayasa’daki mülkiyet hakkına ilişkin korumalardan istifade edebileceğini eklemektedir (anayasal olarak mülkiyet hakkının anonim şirket pay sahipleri açısından sağladığı korumalara ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 226 ve özellikle dn. 2 ve 2a’da atıf yapılan yazarlar).

²⁶ SerPK, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu (R.G. T. 01.11.2005, S. 25983 (Mükerrer)), 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun (R.G. T. 07.12.1994, S. 22140), Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu’na yetki veren ilgili mevzuat, 6112 sayılı Radyo ve Televizyonların Kuruluş ve Yayınları

niteliklerinden bağımsız olarak herkesin katılımına uygun olmasıdır²⁷. Anonim ortaklık payının bu niteliği itibarıyla pay kavramı, pay sahibinin kişiliğinden ayrı bir *mevki* olarak addedilir²⁸. Dolayısıyla bu mevkiide kim yer alırsa alsın, kişiliğinden bağımsız olarak mevkiin sağladığı tüm olanaklardan yararlanma hakkı kazanmakta ve fakat mevkiin getirdiği tüm borç ve külfetlere de katlanma yükümlülüğü üstlenmektedir. Yine benzer bir perspektiften değerlendirildiğinde, bu mevki objektiftir; dolayısıyla mevkiide geçici olarak kimse bulunmasa bile, mevkinin doğurduğu hak ve borçlar sona ermez, mevki sona erdirilmediği sürece (örn. ıskat) bu hak ve yükümlülükler olsa olsa donar.

Öğretide bazı yazarlar ise, pay kavramının açıklanmasında, pay sahipliği mevkiine ilişkin yapılacak ayrı bir atfa ihtiyaç bulunmadığını ifade etmektedirler. Bu yazarlara göre, pay kavramının esas sermayenin bir parçası olması veya ortaklık hak ve borçlarının kaynağı olması²⁹, pay sahipliği mevkiinin ifade ettiği anlamı zaten taşımaktadır. Dolayısıyla bu konuda fazladan bir ayırım yapılmasına ihtiyaç bulunmamaktadır³⁰.

Bu yazarlar arasında *Teoman*³¹ ve *Uzel*³², mevcut üçlü nitelendirmenin, pay sahipliği mevkiine ilişkin karakteri açıklamak için yeterli olduğunu; dördüncü bir ayırma gidilmesinin gerekli olmadığını belirtmekle yetinmişlerdir. Konuya ilişkin daha detaylı bir gerekçelendirme yapan *Domanıç* ise, “hisse mevkileri” ifadesinin

Hakkındaki Kanun (R.G. T. 03.03.2011, S. 27863) vb. mevzuat uyarınca ilgili düzenleyici kurumların iznine tabi olan durumların bu ilkenin istisnasını teşkil ettiğini belirtmek gerekir.

²⁷ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1700-1701. *Pulaşlı'nın* da belirttiği gibi *şerik* sözcüğü orijinal anlamıyla bir şirket kurmak için bir araya gelen kişileri ifade ederken, anonim ortaklık pay sahipleri arasında her zaman bu saik bulunmamakta, bir kişi sadece yıl sonu karından faydalanmak veya borsadaki hisse senetlerindeki fiyat dalgalanmalarından kazanç elde etmek (*spekülatif pay sahibi*) için anonim ortaklıkta pay sahibi olabileceği gibi, oy gücüne dayanarak işletmeyi yönetme (*işletmeciy pay sahibi*) saikiyle de bu mevkiye gelmek isteyebilir.

²⁸ İMREGÜN Oğuz, **Anonim Ortaklıklar**, İstanbul: Yasa, 1989, s. 273; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 760; Şehirali Çelik (Kırca/ Manavgat), **Anonim Şirketler Hukuku**, C. 1, s. 100; SEVİ Ali Murat, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, İstanbul: Seçkin, 2018, s. 33; Kendigelen, **İntifa Hakkı**, s. 7 (Belirtmek gerekir ki *Yazar* pay kavramını esas sermayenin bir bölümü olarak nitelerken, pay sahipliği mevkiini payın farklı bir görünümü olarak değerlendirmemekte, bu mevkiyi esas sermayenin bir bölümü olarak yaptığı nitelendirmenin bir alt kümesi olarak değerlendirmektedir). Benzer şekilde Fransız Hukuku'nda da anonim ortaklık direkt bir demokrasi kurumu değilse de yönetim erkinin sermayeden doğmasından dolayı plütokratik bir kurum olarak tanımlanmaktadır (bkz. Guyon, **Droit des Affaires, Droit commercial général et Sociétés**, s. 278).

²⁹ bkz. Birinci Bölüm, I/B/3.

³⁰ Domanıç, **Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması**, s.1056-1057; Teoman, **Payın Birim Değeri**, s. 74, dn. 4; UZEL Necdet, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, İstanbul: On İki Levha, 2013, s. 28, dn.12.

³¹ Teoman, **Payın Birim Değeri**, s. 74, dn. 4.

³² Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 28, dn.12.

aslında yalnızca tedrici kuruluş halinde henüz pay haline gelmemiş “*hesabi ve nazari*” sermaye parçalarını ifade etmesi gerektiği yönünde görüş belirtmiş, pay mevkiini tüzel kişiliği tekâmül etmemiş bir ortaklıkta henüz kuruluş şartları gerçekleşmiş olmadan önceki duruma, yani payların adeta *arafa*ta bulunma haline, indirgemıştır.

Kanaatimizce, *Domaniç*’in işaret ettiği anlamıyla “hisse mevki” kavramı³³, pay sahipliği mevki kavramı ile farklı bir vakıayı işaret etmektedir. Bu vakıa, bir ortaklığın kurulmuş sayılması için gerekli tüm şartlar henüz tamamlanmadan, ortaklık paylarının ifade ettiği potansiyel değeri, başka bir deyişle *hisse mevkiini* ifade etmektedir. Ancak pay sahipliği mevkiinin ifade ettiği anlam bu anlamı içinde barındırsa da bundan fazlasıdır. Bu bakımdan biz, *pay* kavramının, pay sahipliği mevkiini ifade eden bir mefhumu da kapsadığı görüşündeyiz. Diğer yandan, payın esas sermayenin bir parçası olması ile hak ve borç kaynağı olması niteliklerinin, pay sahipliği mevki niteliği ile örtüştüğü temelde doğru bir önermedir. Fakat zaten bu niteliklerin tümü birbiri ile ilişki içindedir ve yer yer birbiriyle kesişmektedir. Dolayısıyla bu örtüşme nedeniyle dördüncü bir ayrıma gidilmesi gereğinin ortadan kalkmasından ziyade bu ayrımın, soyut ve çok katmanlı bir kavram olan *pay*ın mümkün olduğunca doğru ve kapsamlı bir tarifinin yapılabilmesi için faydalı olduğunu düşünüyoruz.

3) Hak ve Borç Kaynağı Olarak Pay

Pay, bir başka boyutuyla, pay sahibinin ortaklık ile olan tüm hukuki ilişkilerinin bütününe ifade eder. Bu hukuki ilişkinin tezahürü, pay sahibinin esas sermayeye katılımından dolayı ortaya çıkan hak ve borçlar şeklinde gerçekleşmektedir³⁴.

Esas olarak anonim ortaklıkta pay sahibinin hakları çeşitli iken borç ve yükümlülükleri az sayıdadır. Hakların neveleri çok çeşitlidir ve başlıcaları olarak, *inter alia*, kâr payı hakkı (TTK m. 507), tasfiye payı hakkı (TTK m. 507), rüçhan hakkı (TTK m. 461), tesislerden yararlanma hakkı, oy hakkı (TTK m. 434), bilgi alma, inceleme ve denetleme hakkı (TTK m. 437) gösterilebilir. Öğretide bu haklar çeşitli sınıflandırmalara tabi tutulmuş olsa da bu ayrım kanuni olmayıp temel olarak kavramların incelenmesinde ve açıklanmasında kolaylık sağlanması amacına hizmet

³³ Domaniç, *Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması*, s.1056-1057.

³⁴ TEKİL Fahiman, *Anonim Şirketler Hukuku*, İstanbul: Tekil, 1993, s. 274; Kendigelen, *İntifa Hakkı*, s.8; İmregün, *Anonim Ortaklıklar*, s. 274; Ansay, *Anonim Şirketler Hukuku*, s. 226.

etmektedir³⁵. Dolayısıyla çalışmamız kapsamında bu ayrımın detaylarına girmeme yolunu tercih ediyoruz³⁶.

Belirtmek gerekir ki, payın mezkûr bağlamda ifade ettiği hak ve borç yaratma özelliği, salt pay sahipliği sıfatının doğurduğu hak ve borçlar ile sınırlıdır³⁷. Dolayısıyla bu hak ve borçların ortaklığa özgü nitelikte, başka bir deyişle *korporatif* hak ve borçları ifade ettiğini belirtmek mümkündür. Pay sahiplerinin şirkete karşı elde ettikleri veya üstlendikleri diğer hak veya borçlar, pay kavramının doğurduğu hak ve borç mefhumunun dışında kalır³⁸. Kapsam dışında kalan bu alacak ve borçların kaynağı anonim ortaklık esas sözleşmesi ve anonim ortaklığın tabi olduğu temel ilkelerden ziyade sözleşme, haksız fiil veya başka bir hukuki sebep olabilir³⁹. Dolayısıyla bu nevi hak ve borçları pay sahibinin herhangi bir üçüncü kişi gibi şirketle kurduğu hukuki ilişki kapsamında düşünmek ve buna göre bir değerlendirme yapmak gerekir.

Paydan doğan hakların pay sahibi tarafından kullanılmasında, esas olarak oransallık ilkesi, diğer bir deyişle “sermayeye oranla hak sahibi olabilme ilkesi” etkilidir⁴⁰. Bunun anlamı ise şudur: Özellikle yönetime ilişkin haklar ile malvarlığına ilişkin hakların doğurduğu etki alanının belirlenmesinde, ilgili pay sahibinin paylarının, toplam esas sermaye içindeki oranı temel alınır. Bunun yanında dogmatik hukuk perspektifinden, bilgi alma, inceleme ve denetleme haklarına ilişkin daha katılımcı ve ortaklığın tabanına yayılan bir yaklaşımın belirlendiği söylenebilir. Bu haklar söz konusu olduğunda, tüm pay sahiplerinin haklardan yararlanma kabiliyeti genel olarak esas sermayeye katılım oranından bağımsız ve birbiriyle eşittir. TTK

³⁵ Kendigelen, **İntifa Hakkı**, s.8

³⁶ Örn. kullanılma usullerine göre haklar – koruma derecelerine göre haklar ayrımı için bkz. Domaniç, **Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması**, s.926 vd.; Konuları itibariyle haklar – kullanılma biçimlerine göre haklar ayrımı için bkz. Tekil, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 288 vd.; Nevileri açısından haklar – kullanılma biçimleri açısından haklar ayrımı için bkz. İmregün, **Anonim Ortaklıklar**, s. 290 vd.; Mali haklar – idari haklar ayrımı için bkz. Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 231 vd.; Malvarlıksal haklar – katılma hakları – aydınlatıcı haklar – koruyucu haklar ayrımı için bkz. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 873 vd.; Malvarlığı hakları – katılma hakları ayrımı için bkz. Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1883 vd.; İsviçre Hukuku’ndaki ayrım için bkz. RUEDIN Roland, **Droit des sociétés**, Bern: Stämpfli, 1999, s. 259 vd.

³⁷ Kendigelen, **İntifa Hakkı**, s. 9; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 864; GÖKSOY Yaşar Can, **Anonim Ortaklıkta Payın Rehni**, Ankara: Seçkin, 2001, s. 39

³⁸ MEIER-HAYOZ / FORSTMOSER, **Droit suisse des sociétés**, s. 534.

³⁹ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 864 vd, Göksoy, **Anonim Ortaklıkta Payın Rehni**, s. 39.

⁴⁰ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 878; Pulaşlı, **Şirketler Hukuku**, s. 276; Teoman, **Payın Birim Değeri**, s. 83; Ayrıca bkz. Birinci Bölüm, I/B/1.

sistematığı içindeki bu yaklaşımın amacı, ortaklıkta şeffaflığı, hesap verilebilirliği ve özdenetimi artırmaktır.⁴¹.

Anonim ortaklıklar hukukunda paydan doğan haklar sayıca fazla ve nevi olarak çeşitli olmasına karşın, borç ve yükümlülükler için aksi bir durum mevcuttur. Bu husus ise anonim ortaklığın temel ilkelerinden biri olan “tek borç ilkesi”nde kendisini göstermektedir. İlkenin işaret ettiği husus, pay sahibinin tek ve münhasır borcunun taahhüt ettiği sermayeyi ödeme borcu olduğudur.⁴² Bu özelliği nedeniyle anonim ortaklık “*tek borç ortaklığı*” diye anılmaktadır.⁴³ İlkenin tek istisnası, payların itibari değerlerinden yüksek bir bedelle çıkarılması durumunda söz konusu bedelin (yani *agio*’nun) ödenme yükümlülüğü ile *ikincil yükümlülük* diye ifade edilen çeşitli yan borç veya yükümlülükler oluşturur.⁴⁴.

Pay sahibinin ortaklığa karşı bir sadakat yükümlülüğü bulunup bulunmadığı konusunda öğretide tam bir fikir birliğinden söz etmek mümkün olmasa da genel olarak kabul edilen anlayış, pay sahibinin sadakat borcunun dürüstlük kuralının gerektirdiği asgari ölçüde bir yükümlülükle sınırlı olduğu yönündedir.⁴⁵ ⁴⁶.

4) Pay Senedi ile Özdeş Kullanım

Önceki bölümde⁴⁷ açıklandığı üzere, TTK metninde, eTK döneminde mevcut olan pay ve pay (hisse) senedi ifadelerinin (zaman zaman da hatalı bir biçimde)

⁴¹ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1831; Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 250 vd.

⁴² TEKİNALP Ünal, **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, İstanbul: Vedat, 2015, s. 223; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 15; İmregün, **Anonim Ortaklıklar**, s. 281 vd.; Tekil, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 302; Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 527-528.

⁴³ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku II**, K.N. 1019.

⁴⁴ Ruedin, **Droit des sociétés**, s. 255 vd. Tek borç ilkesi ve ikincil yükümlülükler konusu, çalışmanın konusunu oluşturan opsiyon ve benzeri hakların esas sözleşmeye taşınması bağlamında ileride detaylı olarak inceleneceği için, bu bölümde pay kavramının ifade ettiği hak ve borç kaynağı niteliği bakımından tek borç ilkesine ilişkin açıklamaların kapsamını sınırlı tutmayı tercih ediyoruz. Konuya ilişkin ayrıntılı açıklama ve değerlendirmeler için bkz. İkinci Bölüm, III/D/b.

⁴⁵ Birçok farklı yazar yerine bkz. Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 227; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 36; Domaniç, **Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması**, s. 1115-1116; MOROĞLU Erdoğan, **Oy Sözleşmeleri**, 4. Bası, İstanbul: Vedat, 2007, s. 25, dn. 54; Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 528; Ruedin, **Droit des sociétés**, s. 246. Tekil, **Anonim Şirketler Hukuku (Yazar sadakat borcunu dürüstlük kuralı ve hakkın kötüye kullanılması yasağı unsurlarının bir bileşeni olarak yorumlamaktadır)**, s. 303, dn. 46; Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1992; Aksi görüşler için bkz. NOMER N. Fusun, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Sadakat Yükümlülüğü**, İstanbul: Beta, 1999, s. 46-47; AKIN Murat Yusuf, **Şirketler Hukukunda ve Özellikle Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Sadakat Borcu**, İstanbul, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2002, s. 149-150.

⁴⁶ Konunun pay sahipleri sözleşmesi bağlamında değerlendirilmesi için bkz. İkinci Bölüm, III/C/3/c.

⁴⁷ bkz. Birinci Bölüm, I/A.

birbirinin yerine kullanılması durumu son bulmuş ve çeşitli anlamları ifade eden pay kavramı ile payı temsil eden bir kıymetli evrakı⁴⁸ işaret eden pay senedi⁴⁹ ayrı terimler olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Pay ve pay senedi arasındaki ilişki, payın, kendisine mündemiç olan haklar ile birlikte devredilebilmesine ilişkin bir kıymetli evrak⁵⁰ olma özelliğiyle ve buradan hareketle anonim ortaklığın *anonim* yapısıyla yakından ilgilidir⁵¹. Pay senetleri nevi itibariyle hamiline veya nama yazılı olabilecekleri gibi kayden izlenen pay (*varakasız kıymetli evrak*) olarak da düzenlenebilirler⁵². Ayrıca belirtmek gerekir ki pay sahipliğinden doğan hakların ileri sürülebilmesi için pay senedinin çıkarılmış olması gerekli değildir⁵³. *Pay* teriminin hak ve borçların kaynağını ifade eden bir kavram olarak kullanılması ile pay senedini ifade eden bir kavram olarak kullanılmasındaki ayırım bu perspektiften daha net anlaşılabilir.

⁴⁸ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1702.

⁴⁹ Kavramın tarihsel gelişim içinde ortaya çıkışına ilişkin olarak, Orta Çağ'da İtalyan Şehir Devletleri döneminde, özellikle bankacılık ile deniz ticareti alanında faaliyet gösteren şirketlerin çıkarttığı pay senedine benzeyen belgeler işaret edilmektedir. Söz konusu belgeler çağdaş dönemdeki pay ve pay senedi kavramlarının ifade ettiği kavramdan farklıdır. Bu farklılığın başlıca nedenleri şunlardır: Hem söz konusu şirketler ile modern şirket kavramı arasındaki benzerlik ancak tarihsel (muhtemelen zorlama) bir analogi yoluyla kurulabilir, hem de söz konusu senetlerin şirketteki menfaati gösteren kıymetli evrak niteliğini haiz senetlerden çok, *ortakların* şirket ile bağlarını işaret eden ispat belgeleri olduğu ifade edilmektedir. Yine de bu belgelerin, ortaklık kavramı ile buna bağlı unsurlardan olan pay kavramının gelişimi bakımından kavramın arkaik temelini oluşturduğu söylenebilir.

Kavramın Modern Dönem'deki yansımalarının ise Fransa'da Richelieu zamanında ortaya çıkan *Hisseli Şirketler (compagnies par actions)* vesilesi ile günümüzdeki pay kavramının bir öncülü olarak ortaya çıktığı söylenmektedir. (Konu ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. DOMANİÇ Hayri, **Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması**, İstanbul: Temel, 1988, s. 1057-1058 ve dn. 2'de atıf yapılan yazarlar).

⁵⁰ Nitekim İsviçre öğretisinde, kıymetli evrak niteliğini haiz olmayan ve fakat yalnızca pay sahipliği sıfatının ispatına yarayan nitelikte belgelerin de çıkarılabileceği belirtilmekle birlikte uygulamada bu yola başvurulmadığı ifade edilmiştir. Söz konusu yaklaşımın dn. 95'te değinilen pay defteri kavramının tarihi kökenlerinin işaret ettiği anlam ile tutarlı olduğu söylenebilir. Nitekim günümüzde de tek pay sahipli ortaklıklar ile az sayıda pay sahibini barındıran ortaklıkların uygulamada pay senedi çıkartmayı tercih etmedikleri durumlar mevcuttur. Konuya ilişkin detaylı bilgi için bkz. Göksoy, **Anonim Ortaklıkta Payın Rehni**, s. 39, dn. 36 ve orada atıf yapılan yazarlar. *Tekinalp*'in belirttiği üzere anonim ortaklığın ilk türü sayılan 1407 yılında Cenova'da kurulan *San Giorgio* ortaklığı ile Milano'da kurulmuş olan *San Ambrosio* ortaklıklarında paylar birtakım senetlere bağlanmış olmasına rağmen bu senetler günümüzde pay senedi kavramının işaret ettiği anlamı taşımıyorlardı Tekinalp / Poroy (/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 442.

⁵¹ Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 516.

⁵² Söz konusu kavramlara ilişkin detaylı açıklamalar için bkz. Birinci Bölüm, I/D vd.

⁵³ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1702; Göksoy, **Anonim Ortaklıkta Payın Rehni**, s. 39.

C) Özellikler

1) Payın Tescil ile Meydana Gelmesi

Anonim ortaklık payının hukuki olarak doğumu ve etki kazanması, kuruluşta esas sözleşmenin, sermaye artırımı durumunda ise artırılan sermayeye ilişkin esas sözleşme hükmünün ticaret sicili nezdinde tescil edilmesiyle gerçekleşir⁵⁴. Dolayısıyla kuruluş ve sermaye artırımında tescil, payın ortaya çıkmasında kurucu etkiyi doğuran işlemdir⁵⁵.

⁵⁴ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1697; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 764; Kendigelen, **İntifa Hakkı**, s. 60.

⁵⁵ 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu m. 7, f. 4 ([...] *Kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklarda hisse senetlerinin satış esnasında alıcıya tesliminden itibaren pay sahipliği hakkı kazanılır ve bu halde Türk Ticaret Kanununun 395 inci maddesinin 3 üncü cümlesi ile 412 nci maddesi hükümleri uygulanmaz* [...]) hükmü nedeniyle, SPK'nın yürürlük tarihinden önceki döneme ilişkin öğretide, söz konusu hükmün, payın tescil ile oluşması ilkesine istisna kabul ettiği belirtilmekteydi (bkz. TEKİNALP Ünal, “**İki Güncel Sorunun Çözümüne Teorik Yaklaşım Denemesi**”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 17, S. 2, 1984, s. 34 vd.; Aytaç, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri**, s. 151-152; Hükmün bu şekilde yorumlanmasının sakıncaları ve eleştiriler için bkz. MOROĞLU Erdoğan, “**Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu**”, Sermaye Piyasası Kurulu 15. Yıl Sempozyumu, Ankara, 1988, s. 18. Ayrıca 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu döneminde, kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklarda, pay senetlerinin satış esnasında çıkartılması gerekliliğini öngören ilgili kanun m. 7, f. 4 hükmü ile eTK yer alan tescilden önce pay senedi çıkartılmasını yasaklayan hükümlerin uyumsuzluğuna ilişkin değerlendirmeler için bkz. HELVACI Mehmet, “**Kayıtlı Sermaye Sisteminde Sermaye Artırımı Usulü ve Bu Sisteme Tâbi Anonim Ortaklıklarda Hisse Senetlerinin Çıkarılma Zamanı**”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 18, S. 1-2, 1995 s. 162 vd. *Yazara* göre bu düzenleme eTK'da pay senetlerinin şekline ilişkin eTK m. 413, f. 1, sermaye artırımına ilişkin eTK m. 392 ve esas sözleşme değişikliği ile tescile ilişkin eTK m. 302 ile m. 390 hükümlerine aykırılık içermekte; çeşitli nedenlerle pratik bir fayda da sağlamamaktadır. *Yazar* bu nedenlerle eserin yazıldığı dönemde 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu m. 7, f. 4 hükmünün kaldırılması gerektiğini savunmuştur. Söz konusu hükmün karşılığı olarak yorumlanan ve sermaye piyasası araçlarının satışı sırasında alıcıya teslimi koşulu getiren SerPK m. 12, f. 3 hükmü göz önünde bulundurulduğunda da söz konusu istisnanın dogmatik hukukta da devam ettiği bazı yazarlarca belirtilmektedir (bkz. BAHTİYAR Mehmet, **Ortaklıklar Hukuku**, 8. Bası, İstanbul: Beta, 2014, s. 251, dn. 382; UÇAR Sercan, **Anonim Şirket Paylarının Devrinde Önalım ve Öncelik Hakları**, 2. Baskı, İstanbul: Seçkin, 2020, s. 32). Buna karşın bizim de katıldığımız aksi görüş uyarınca, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun aksine, SerPK'da payın tescilden önce, payların alıcıya teslimi ile doğacağına ilişkin istisna hükmüne yer verilmediği için, ilkeye istisna getirildiği biçimindeki değerlendirme doğru bir yorum olmayacaktır (bkz. MANAVGAT Çağlar, “**Kayıtlı Sermaye Sistemindeki Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Payın Doğumu ve Satış Sürecine Etkileri**”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 31, S. 3, 2015, s. 11; Karş. Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1703. *Yazar*, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu döneminde, halka açık anonim ortaklıklarda pay senetlerinin tescilden önce sahiplerine teslim edilmesi hükmü getirildiğini belirtmiştir. Bununla birlikte SerPK kapsamında söz konusu ortaklıkların payları kaydı esaslara göre izlendiğinden TTK 486 hükmünün bu ortaklıkların payları için uygulanmayacağını ifade etmiştir. Payın doğum anı mefhumu ile SerPK m. 12, f. 3 hükmü ilişkisine özgü bir açıklama bulunmamakla birlikte, *Pulaşlı*'nın söz konusu ifadelerinden, halka açık ortaklıklarda payın tescil ile oluştuğu ilkesine bir istisna mevcut olduğu görüşünde olduğu anlaşılmaktadır). Gerçekten de SerPK m. 12, f. 3 hükmü, payların oluşma zamanına ilişkin açık bir düzenleme getirmediği gibi hüküm pay da dâhil olmak üzere diğer sermaye piyasası araçlarının satış prosedürüne ilişkin genel bir kural getirmektedir. Dolayısıyla hükmü, teleolojik olarak sermaye piyasası aracının bedelini ödeyen yatırımcının, mülkiyeti kazanmasını geciktirecek uygulamalardan kaçınılmasını sağlayacak bir kural olarak yorumlamak daha uygun olacaktır (bkz. Manavgat, **Kayıtlı Sermaye Sistemi**, s. 14). Bu bakımdan “satış esnasında” ifadesinin, satış sözleşmesinin kurulmasından sonra objektif olarak mümkün olan en erken zaman olarak yorumlanmasının daha doğru bir yaklaşım olacağını düşünüyoruz.

Bir önceki bölümde de değinildiği gibi, paya mündemiç olan hakların kullanılmasında, payın senetle temsil edilmesi ya da edilmemesi esas olarak bir fark yaratmaz⁵⁶. Dolayısıyla, senet ile temsil edilmeyen paylar da aynı senede bağlanmış paylar gibi, devir, rehin tesisi, alım, önalım, geri alım gibi hukuki işlemlere konu olabilirler. Senetle temsil edilip edilmeme hususu, söz konusu işlemlere konu olma kabiliyeti bakımından herhangi bir fark yaratmaz^{57 58}.

2) Payın Bölünmezliği

Payın bölünmezliği ilkesi, iki farklı fakat bağlantılı temel üzerinde bulunmaktadır: Bunlardan birincisi, pay kavramından doğan hakların bir bütün oluşturduğu ve bu hakların bölünerek birden fazla kişi tarafından kullanılmasının ve *ortaklığa* karşı ileri sürülmesinin mümkün olmamasıdır⁵⁹; ikinci temel ise, esas sözleşme ile belirlenmiş olan payın itibari değerinin, pay sahibinin, genel kurul kararı olmaksızın, kendi tasarrufu ile bölünerek azaltılmasını önleme işlevidir.

İlkenin birinci temelini ifade ettiği ve TTK m. 477 hükmünde görünür olan sonuç, payın, ortak mülkiyet veya elbirliği mülkiyeti görünümünde birden fazla maliki bulunması durumunda, paydan doğan hakların ancak ortak bir temsilci aracılığıyla kullanılabilecek olmasıdır. Dolayısıyla, bir paya malik olan birden fazla kişi, paydan kaynaklanan ortaklık işlem ve ilişkilerinde, ortaklığa karşı farklı irade beyanlarında bulunamazlar; paydan doğan hakkın ileri sürülmesinde asıl olan pay sahiplerinin kimliği değil payın kendisidir⁶⁰. Bu durumun, anonim ortaklığın *anonimlik* özelliğinin *à priori* bir sonucu olduğu söylenebilir⁶¹.

Payın bölünmezliği ilkesine ilişkin altı çizilmesi gereken bir başka husus ise, söz konusu mefhumun temel olarak hakların *ortaklığa* karşı ileri sürülmesinde sonuç doğurmasıdır. Diğer bir deyişle, pay sahibinin özellikle malvarlıksal hakları üçüncü

⁵⁶ Birçok farklı yazar yerine bkz. Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 516; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 766; Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s. 322.

⁵⁷ Aytaç, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri**, s. 68; Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 258; Tekil, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 309; İmregün, **Anonim Ortaklıklar**, s. 274.

⁵⁸ Belirtmek gerekir ki payların senet ile temsil edilip edilmemesi, payın konu olduğu işlemler açısından usuli birtakım farklılıklar yaratır. Özellikle payın devri durumunda konuya ilişkin değerlendirme için bkz. Üçüncü Bölüm, II/C/2.

⁵⁹ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 771; Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 226.

⁶⁰ Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s. 322; Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 226; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 771

⁶¹ Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 520

kişiyi devir ve/veya temlik etmesi mümkündür. Böyle bir durumda, hakların kullanımı sürecinde ortaklığın muhatabı değişmemekte; ancak söz konusu hak, pay sahibi tarafından münferit olarak bir işleme konu edilmektedir⁶². Genel kurula katılma, bilgi alma ve inceleme hakları gibi yönetsel haklar bakımından ise hakların pay sahibi dışında bir üçüncü kişi tarafından kullanılması söz konusu olmaz. Bu hakların kullanımında, temsil ilişkisi yoluyla irade beyanının üçüncü kişi tarafından ortaklığa iletilmesi söz konusu olsa da temsil ilişkisinin hukuki mahiyeti gereği, işlemin tüm hukuki sonuçları, temsil olunanın hukuk alanında meydana gelir^{63 64}.

İlkenin ikinci temeli ise, payın tescil ile meydana gelmesinden sonra, itibari değerinin daha küçük parçalara bölünmesinin (örn. tedavül kabiliyetinin artması için), birleştirilmesinin (örn. sermayenin korunması ilkesi çerçevesinde yapılan sermaye azaltımı) veya kaldırılmasının (yani itfa) ancak istisnai hallerde esas sözleşme değişikliği ile mümkün olabilmesidir⁶⁵. Dolayısıyla, pay sahibinin bunlar gibi işlemler için bireysel tasarruf yetkisi bulunmamakta, genel kurul kararı vasıtasıyla ortaklığın işlem tesis etmesi gerekmektedir.

3) Payın Devredilebilirliği

Anonim ortaklıkta belli istisnalar haricinde kural olarak pay sahiplerinin, ödedikleri sermayeyi geri alarak⁶⁶ ortaklıktan çıkma veya çıkarılma hakları⁶⁷ bulunmaması, anonim ortaklık payının devredilebilirlik niteliği ile dengelenmektedir⁶⁸. Payın devredilebilir olmasının yerine getirdiği temel işlevler, pay sahibine anonim ortaklıktan ayrılabilme kabiliyeti kazandırması, pay kavramına bağlı pay sahipliği statüsüne tedavül kabiliyeti kazandırması⁶⁹ ve bu yolla ortaklığın öz (ya da içsel, mündemiç) niteliklerinden olan *anonimlik* özelliğinin temelini

⁶² Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 226; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s.34.

⁶³ OĞUZMAN M. Kemal / BARLAS Nami, **Medeni Hukuk, Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar**, İstanbul: On İki Levha, 2021, s. 199.

⁶⁴ Oy sözleşmeleri söz konusu olduğunda ise, hakkın devri değil oy hakkının belli bir yönde kullanılmasına ilişkin bir taahhüt söz konusu olduğu konusunda bkz. Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 28; Guyon, **Droit des Affaires, Droit commercial général et Sociétés**, s. 315.

⁶⁵ Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 226; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 772.

⁶⁶ Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 582; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 15.

⁶⁷ Ayrıntılı bilgi için bkz. ÇELİK Aytekin, **Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma**, Ankara: Seçkin, 2013.

⁶⁸ LEFEBVRE Francis, **Mémento Pratique, Droit Des Affaires, Sociétés Commercial**, Paris: Editions Francis Lefebvre, 2006, s. 437.

⁶⁹ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 772

oluşturmasıdır⁷⁰. Bu nitelik, bir mevki olarak pay sahipliğine, pay sahibinin kimliğinden ve özelliklerinden bağımsız olarak bir konum sağlar. Böylece, anonim ortaklığın unsurlarından biri olarak sermaye şirketi olma özelliği anlam ve bağlam kazanmış olur⁷¹. Payın devredilebilirlik özelliği, anonim ortaklığın temel ilkelerinden olan payın devredilebilirliği ilkesi ile sıkı sıkıya bağlıdır. Söz konusu ilke ileride çalışma konusu hakların esas sözleşmeye yansıtılması bağlamında da inceleneceği için bu bölümde, yalnızca payın devredilebilirlik özelliğinin ana hatlarını ortaya koymakla yetiniyoruz⁷².

D) Payların Senede Bağlanması

1) Pay Senedinin Hukuki Niteliği

Pay senedi en temel özelliği ile, anonim ortaklık pay sahipliğinden doğan hakların mündemiç olduğu ve payları temsil eden kıymetli evrak niteliğinde bir belge olarak tanımlanır⁷³. Bu özelliği dolayısıyla pay senetleri, pay sahipliği hakları bakımından kurucu değil açıklayıcı bir fonksiyonu ifade eder. Yani paya bağlı hakların doğması için pay senedi çıkartılması şart değildir; pay senedi mevcut olmasa bile payın hak ve borç kaynağı niteliği mahfuzdur⁷⁴. Pay senetlerinin çıkartılmasında temel amacın, pay sahipliğini tevsik eden bir belge olması dolayısıyla pay sahibi sıfatının ortaklık ile üçüncü kişilere karşı ileri sürülmesinin kolaylaştırmak ve bu yolla pay üzerinde tasarruf kabiliyetini arttırmak olduğu söylenebilir⁷⁵.

Pay senedi aynı zamanda illi bir kıymetli evrak olarak nitelendirilir⁷⁶. Zira pay senedinin temsil ettiği hakların kaynağı senedin kendisinden değil, anonim ortaklığın pay sahipliği mevkiinden ileri gelir. Bu mevkiye bağlı olan haklar da kaynağını ortaklık esas sözleşmesinden ve kanundan alır.

⁷⁰ Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 582; TOKCAN ERCAN Fahriye Pelin, **Anonim Şirketlerde Tek Borç İlkesi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2024, s. 22, dn. 46.

⁷¹ Tekinalp, ilkenin anonim ortaklık sermayesinin paylara bölünmüş olması durumundan ve ortaklığa ait borçların pay sahiplerine teşmil etmemesi (sınırlı sorumluluk) ilkeleri ile yakın ilişkide ve aynı değerde olduğunu belirtmektedir (bkz. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 772b).

⁷² Payın devredilebilirliği ilkesine ilişkin detaylı açıklamalar ve inceleme için bkz. İkinci Bölüm, III/D/2/d.

⁷³ Göksoy, **Anonim Ortaklıkta Payın Rehni**, s. 39; Aytaç, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri**, s. 66.

⁷⁴ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1702; Ayrıca bkz. Birinci Bölüm, I/B/4.

⁷⁵ Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku**, s.258.

⁷⁶ Pulaşlı, **Bağlı Pay Senetleri**, s. 13; Göksoy, **Anonim Ortaklıkta Payın Rehni**, s. 40.

Pay senedinin, pay sahipliği mevki ve bu mevkiden doğan hak ve borçları temsil fonksiyonundan başka ikinci fonksiyonu ise payın tedavülünü kolaylaştırmasında görünür olmaktadır⁷⁷. Gerçekten de paya mündemiç hakların kıymetli evrak niteliğini haiz bir belge ile temsil edilmesi, bu belgenin kıymetli evrak esaslarına göre devredilebilme kabiliyetini ortaya çıkarmaktadır. Söz konusu kabiliyet, payların alım satım işlemlerine konu olmasını kolaylaştırması ve bu minvalde piyasa yaratıcı ve geliştirici bir işlevi yerine getirmesi bakımından anonim ortaklığın bir sermaye şirketi olma niteliğiyle doğrudan bağdaşır⁷⁸. Bu tedavül kabiliyeti benzer biçimde pay sahibinin kişisel özelliklerinin ortaklık üzerinde etkisini azaltarak, ortaklığın *anonimlik* özelliğini destekleyen bir unsur teşkil eder.

Pay sahipliğinden doğan ve pay senediyle temsil edilen haklar, bir defaya mahsus ve kullanılmakla tükenen haklar değildir. Bu haklar belirli bir periyot içinde dönemsel olarak (tekrarlı biçimde) kullanıldıkları için belirli bir kıymetli evrak borçlusundan bahsedilmesi söz konusu değildir. Pay sahipliğine bağlı haklara ilişkin olarak salt bir alacak hakkından bahsetmek de mümkün değildir zira malvarlıksal hakların yanında anonim ortaklığın dogmatik yapısından ileri gelen ve malvarlıksal nitelikte olmayan haklar da mevcuttur⁷⁹. Bu özellikleriyle anonim ortaklık pay senedi, diğer kıymetli evrak türlerinden farklılık gösterir.

Pay senetlerinin farklı tiplerde düzenlenebilme imkânı mevcut olduğundan, hem bu farklı tiplerin şekil şartları hem de senetlere bağlı özellikler ve hukuki işlemlere konu olabilme koşulları farklılık göstermektedir. Söz konusu farklılıklar bir sonraki bölümde, farklı pay senedi tipleri açıklanırken detaylandırılacaktır⁸⁰.

2) Hamiline Yazılı Pay Senetleri

Hamiline yazılı pay senedinin tanımı, bir bakıma terimin içinde mevcuttur; senedin metni ya da biçimi, senedi elinde bulunduran, yani hamili, kim ise onun senede bağlı hakların sahibi olduğunu açıklıyorsa, söz konusu senet, hamiline yazılı senettir⁸¹. Senet zilyetliğinin hak sahipliği ve senetten doğan hakları kullanabilme kabiliyeti bakımından bir karine doğurduğu göz önünde bulundurulduğunda, hamiline yazılı pay

⁷⁷ Aytaç, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri*, s. 67.

⁷⁸ Aytaç, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri*, s. 67;

⁷⁹ Göksoy, *Anonim Ortaklıkta Payın Rehni*, s. 40.

⁸⁰ Bkz. Birinci Bölüm, I/D/2-3-4.

⁸¹ Tekinalp, *Yeni Hukuk*, s. 91; 265; ÜLGEN Hüseyin / HELVACI Mehmet / KAYA Arslan / NOMER ERTAN Fusun, *Kıymetli Evrak Hukuku*, 11. Bası, İstanbul: Vedat, 2019, s. 80.

senetlerinin sermaye piyasasında tedavül kabiliyeti açısından en elverişli menkul kıymet olduğunu ifade etmek yanlış olmayacaktır.⁸².

Belirtmek gerekir ki, bir payın hamiline ya da başka tipte olduğunun esas sözleşmede belirtilmesi, yalnızca pay senedinin türünü değil aynı zamanda payın da türünü belirlemek anlamına gelir. *Tekinalp* tarafından ifade edilen ve bizim de katıldığımız görüş uyarınca payın ve dolayısıyla payı temsil edecek pay senedinin türü, senedin çıkartılmasıyla değil, esas sözleşme hükmünün yürürlüğe girmesi ve etki doğurması ile belirlenmiş olmaktadır.⁸³.

Hamiline yazılı paylarda, senetlerin üzerinde pay sahibinin adı, soyadı veya unvanı yer almadığı gibi ortaklığın kural olarak pay sahibinin kimliğini bilme imkânı bulunmamaktadır.⁸⁴. Bu durumun ise, ortaklığın *anonimlik* karakterini yansıtan önemli bir gösterge olduğu söylenebilir. Hatta, İsviçre doktrinde hamiline yazılı payların sahibinin genel kurul toplantısında hakların kullanılması sırasında bile kimliğini açıklamak zorunda olmadığı belirtilmektedir.⁸⁵. Bu durumun doğal bir sonucu olarak, hamiline yazılı pay senetlerinin çıkarılabilmesi için, pay bedelinin tamamen ödenmiş olması gerekmektedir. Aksi takdirde, hamiline pay senetlerinin haiz olduğu, yalnızca zilyetliğin devri koşuluna bağlı olan tedavül kabiliyeti nedeniyle, ortaklığın sermaye borçlusu olan pay sahiplerine ulaşma imkânı kalmazdı.

Ancak, hamiline yazılı pay senetlerinin sağladığı anonimlik durumu, 7262 sayılı Kanun⁸⁶ ile getirilen çeşitli bildirim yükümlülükleri ile oldukça sınırlanmış durumdadır. Buna göre, 7262 Sayılı Kanun yoluyla TTK hükümlerinde yapılan değişiklikler⁸⁷ sonrası, hamiline yazılı pay senetlerinin sahipleri, pay senetlerini düzenleyen anonim ortaklık ve pay senetlerini devir yoluyla iktisap edenler için, MKK

⁸² Aytaç, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri*, s. 86.

⁸³ Tekinalp, *Yeni Hukuk*, s. 89.

⁸⁴ AKA Beyza, *Hamiline Yazılı Pay Kavramı ve Hamiline Yazılı Paylar Üzerindeki Hukuki İşlemler*, İstanbul: Aristo, 2021, s. 11.

⁸⁵ Meier-Hayoz / Forstmoser, *Droit suisse des sociétés*, s. 520; ROUILLER Nicolas / BAUEN Marc / BERNET Robert / LASSERE ROUILLER Colette, *La société anonyme suisse – Droit commercial, droit comptable, responsabilité, loi sur la fusion, droit boursier, droit fiscal*, Schulthess Editions romandes, 2022, s. 248.

⁸⁶ R.G. T. 27.12.2020, S. 31351 (5. Mükerrer).

⁸⁷ Söz konusu değişiklik, G7 ülkelerinin inisiyatifiyle devletlerarası ölçekte kara para aklanması ve terörizmin finansmanı ile mücadelede standartları ve ilkeleri belirleyip uygulanmasını sağlamak için kurulmuş bir kurum olan *The Financial Action Task Force* (FATF) tarafından 2012 yılında kabul edilen FATF Önerilerine (*The FATF Recommendations*) uyum amacıyla getirilmiştir. Daha ayrıntılı bilgi için bkz. Aka, *Hamiline Pay Kavramı ve Hamiline Yazılı Paylar Üzerindeki Hukuki İşlemler*, s. 53 vd. BAYTEMUR Deniz, “7262 Sayılı Kanunla Hamiline Yazılı Pay Senetlerine İlişkin Yapılan Değişiklikler”, *Terazi Hukuk Dergisi*, C. 16, S. 176, Nisan 2021; s. 711-720.

nezdinde bir bildirim yapma yükümlülüğü getirilmiştir. Buna göre, hamiline yazılı pay senetlerinin sahiplerine, kanunun yürürlüğe girmesinden itibaren 31 Aralık 2021 tarihine kadar, payları düzenleyen ortaklığa başvurup senetleri ibraz etme yükümlülüğü getirilmiştir. Bu geçiş dönemi hükmü niteliğindeki düzenlemeyle aynı doğrultuda, hamiline yazılı pay senetlerinin çıkarılmasında ve devrinde hem yönetim kuruluna hem de devralan pay sahibine MKK'ya bildirim yapma yükümlülüğü getirilmiştir. Yani hem ortaklık yönetim kuruluna, hamiline yazılı pay senedi düzenleyip hak sahiplerine teslim etmeden önce hak sahiplerine ilişkin kimlik bilgilerini MKK'ya bildirme yükümlülüğü, hem de hamiline pay senetlerinin devri durumunda, devralan pay sahibine bu durumu MKK'ya bildirme yükümlülüğü getirilmiştir. Bu düzenlemelerin sonucu olarak ise artık hem pay sahipliği durumunun tespitinde hem de paya bağlı hakların kullanılmasında hamiline yazılı pay senedinin zilyetliği değil, MKK kayıtları esas alınacaktır⁸⁸.

Söz konusu değişikliğin pay sahipliği ve pay sahipliğine bağlı ekonomik kaynakların kullanımında şeffaflık sağlanmasında ve dolayısıyla ekonomik suçlarla mücadelede fayda sağlayacak bir uygulama yaratacağı yadsınamaz. Fakat söz konusu değişiklik ile hamiline yazılı pay senetlerine ilişkin iki farklı bağlamda, temel özellikleri itibariyle, çelişkili bir durum ortaya çıkmaktadır. Çelişkinin meydana geldiği ilk bağlam, hamiline yazılı pay senedinin hamiline yazılı kıymetli evrak niteliği bakımından doğan çelişkidir. Kural olarak, hamiline yazılı pay senedinin temsil ettiği paylara mündemiç olan hakların, zilyetliğin geçirilmesi ile kendiliğinden

⁸⁸ Karşılaştırmalı Hukukta da FATF Önerileri ışığında benzer düzenlemeler getiren başka hukuk sistemleri de vardır. Örn. İsviçre'de 1 Ocak 2020 tarihinden itibaren hamiline pay senetlerinin çıkartılması yasaklanmış, mevcut hamiline yazılı pay senetlerinin de 2 yıllık bir süreç içerisinde nama yazılı pay senetlerine tahvil edilmesi zorunluluğu getirilmiştir (bkz. <https://www.sif.admin.ch/sif/en/home/documentation/specialist-information/archive/instructions-reccomandations-global-forum.html> (erişim tarihi 14 Şubat 2023)). Nitekim İsviçre ortaklıklar hukuku öğretisinde de, hamiline yazılı pay senetlerinin kara para aklama ve terörizmin finansmanı çerçevesinde oluşturduğu risklerden dolayı, 2005 yılındaki mevzuat değişikliği planı sırasında, hamiline yazılı pay senetleri çıkarma uygulamasının tamamen kaldırılması düşünülmüş, ancak plana ilişkin istişare sürecinde gelen eleştiriler üzerine söz konusu değişikliğin uygulanmasından vazgeçilmiştir (bkz. Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 520); Birleşik Krallık'ta 2015 yılında yapılan değişiklik ile hamiline yazılı pay senedi uygulaması kaldırılmıştır (bkz. <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2015/26/part/7/crossheading/abolition-of-share-warrants-to-bearer/enacted> (erişim tarihi 15 Şubat 2023)); Almanya uygulamasında ise hamiline yazılı pay senedi ihracı tamamen kaldırılmamakla birlikte bu kabiliyet yalnızca payları borsada işlem gören ortaklıklara özgülenmiş, bu niteliği taşımayan şirketler için ise hamiline yazılı payları da temsil eden bir *toplu senet* düzenlenmesi şartı getirilmiştir (bkz. Baytemur, “**7262 Sayılı Kanunla Hamiline Yazılı Pay Senetlerine İlişkin Yapılan Değişiklikler**”, s. 713; *Toplu Senet* kavramı hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. TURANBOY Asuman, **Varakasız Kıymetli Evrak**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1998, s. 34 vd.). Fransa'da ise 1 Ekim 1982 tarihinde yapılan yasal düzenleme ile pay senetlerinin nama yazılı olması zorunluluğu getirilmiştir (bkz. Lemeunier, **Société anonyme**, s. 77).

devredilebilmesi gerekir. Bu durum kıymetli evrakın temel nitelikleri olan hak ve senet birlikteliği ile tedavül kabiliyetinin doğal bir sonucudur.⁸⁹. Ancak getirilen değişiklik ile daha önceden yalnızca payın eski ve yeni zilyedi arasındaki ilişkiye, MKK da dâhil edilmiştir. Fakat MKK bu ilişkide ne kıymetli evrak alacaklısı ne de kıymetli evrak borçlusudur. Bu durumun, hamiline yazılı pay senetleri bakımından kıymetli evrakın tabi olduğu kanuni rejimde esaslı bir değişiklik getirdiği iddiası, kolaylıkla yadsınabilecek bir argüman değildir.

Çelişkinin meydana geldiği ikinci bağlam ise, yukarıda da değinildiği gibi ortaklığın *anonimlik* özelliğine ilişkindir. Hatta bu bağlamda oluşan durumun, kıymetli evrakın nitelikleri bağlamındaki değişiklikten daha esaslı ve köklü olduğu söylenebilir. Zira pay sahibinin kimliğinin, pay sahipliğine etkisini neredeyse tamamen ortadan kaldıran hamiline yazılı pay senedi uygulaması ve bu uygulamanın objektif anonimlik yapısı, pay sahibine ilişkin bilgilerin ortaklığa ve MKK'ya bildirilmesiyle önemli ölçüde etkilenmiş olmaktadır. Bu argümanın temelindeki önerme, anonim ortaklığın *anonimlik* özelliğinin yalnızca pay sahibinin kimliğinin bilinmemesinden ileri geldiği değildir; anonimlik, semantik karşılığını aşan bağlamda, pay sahibinin kişisel özelliklerinin ortaklığın işleyişinde minimum etkisi olması ve ortaklığın faaliyetlerini yürütülmesinde, pay sahipliği değişimlerinin doğrudan etkisi olmamasını ifade etmektedir. Fakat hamiline yazılı pay senetlerine ilişkin getirilen yükümlülükler bağlamında basit ve sade anlamıyla anonimlik niteliğinin etkilendiği de aşıkardır.

MKK'ya bildirim için getirilen koşullar ile birlikte hamiline yazılı pay senedi uygulamasının *de facto* olarak işlevsiz hale geldiği söylenebilir. Bu hususlar ışığında, karşılaştırmalı hukuktaki uygulamalardan feyz alarak, hamiline yazılı pay senetlerinin ihracı uygulamasının kaldırılması ve mevcut olanların da nama yazılı pay senetlerine çevrilmesine ilişkin yeni bir anonim ortaklık pay senedi rejiminin tartışılmasının öğreti ve uygulama açısından yararlı olacağı kanaatindeyiz.

3) Nama Yazılı Pay Senetleri

Kıymetli evrakın bir türü olan nama yazılı senet kavramı, kanuni tanım itibariyle iki unsurdan oluşmaktadır. Bunlardan birincisi, bir kişi adına düzenlenmiş olup emre

⁸⁹ Ülgen / Helvacı (Kaya / Nomer Ertan), *Kıymetli Evrak Hukuku*, s. 18.

kaydını içermeme ve kanuni olarak da emre yazılı sayılmamadır. İkinci unsur ise aslında ilk unsurun bir alt kümesini ifade eder: Kanunen emre yazılı olan senetlerde, senet üzerinde onun açıkça emre yazılı olmadığı belirtilen senetler nama yazılı senetlerdir⁹⁰. Nama yazılı pay senedi ise, anonim ortaklık tarafından ortaklık payını temsil etmek üzere çıkarılan, belli bir kişinin adına yazılı olan, belli şekil şartlarına tabi ve devir biçimi olarak özgün ve ayrık bir rejime tabi kıymetli evrakı ifade eder⁹¹. Nama yazılı pay senetlerinin işlevselliği, pay sahiplerinin sayısının ve kimliklerinin tespiti⁹², pay sahipliği çevresinin gözetilmesi, yan edimlerde ifanın takibi ve pay sahipliği haklarının senet zayi olsa bile icra edilebilmesi konularında ortaya çıkmasına rağmen, özellikle sermaye piyasası açısından payın devir prosedürünü zorlaştırması, halka açılmayı engellemesi, anonimliği/gizliliği sekteye uğratması bakımından sakıncaları olduğu ifade edilmektedir⁹³.

Hamiline yazılı pay senetlerinin aksine, nama yazılı pay senetleri, paydan doğan sermaye taahhüt borcu tamamen ödenmiş olmasa bile çıkarılabilir. Nama yazılı pay senedinin çıkarılabilmesi için tek şart, ortaklığın tüzel kişilik kazanmış olmasıdır⁹⁴. Zira pay bedeli borçlusu olan pay sahibi, pay defterinde⁹⁵ kayıtlı olduğu için ortaklık tarafından tespit edilebilecek durumdadır ve gerekirse alacak için hukuki takip yapma

⁹⁰ Ülgen / Helvacı (Kaya / Nomer Ertan), **Kıymetli Evrak Hukuku**, s. 62.

⁹¹ Aytaç, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri**, s. 77; *Tekinalp*, bu bakımdan nama yazılı pay senedinin anonim ortaklık payını bildirici (izhari) nitelikte olduğunu belirtmektedir (bkz. *Tekinalp* (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku II**, K.N. 1127).

⁹² Anonim ortaklık kural olarak pay senetlerinin türünü belirlemekte serbest olsa da pay devirleri ilgili mevzuat hükümleri dolayısıyla çeşitli düzenleyici kurumların iznine tabi olan ortaklıklarda (örn. SerPK uyarınca aracı kurumlar, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu uyarınca bankalar, 6112 sayılı Radyo ve Televizyonların Kuruluş ve Yayınları Hakkındaki Kanun uyarınca yayın lisansı verilen şirketler vb.) payların nama yazılı olması bir zorunluluktur. Bu durum, nama yazılı pay senetlerinin getirdiği, pay sahibinin kimliğini tespit ve pay sahipliği yapısını takip edebilme imkânının bir sonucudur.

⁹³ Aytaç, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri**, s. 77. Ancak belirtmek gerekir ki halka arz işlemlerinde artık kaydileştirme esaslarının uygulandığı göz önüne alındığında, nama yazılı payların halka arz işlemlerini zorlaştırdığı yorumunun güncel koşullarda kadük hale geldiği söylenebilir. Benzer şekilde, 7262 Sayılı Kanun ile getirilen hamiline yazılı paylar için getirilen MKK'ya bildirim yükümlülüğü kapsamında, mevcut anonim ortaklıklar hukuku uygulamasında pay sahibinin kimliğine ilişkin tam anlamıyla bir gizlilik sağlanabileceğinden söz edilmesi mümkün değildir.

⁹⁴ *Tekinalp* (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku II**, K.N. 1130.

⁹⁵ Ortaklıklar hukukunun tarihi gelişimi içinde pay defterinin kavram olarak ortaya çıkışının pay senedinden daha önce olduğu ifade edilmektedir. İlk anonim ortaklık örneği olarak kabul edilen Cenova'daki (Ceneviz Cumhuriyeti) St. Giorgio bankasının payları ilk başta her yıl yenilenen sicillere (*cartuleri*) kaydedilmeye başlanmıştır ve bu sicillerin günümüzdeki pay defteri kavramının arkaik kökenini oluşturduğu kabul edilmektedir. Bu köken daha sonra Milano'daki Ambrosius bankası döneminde biraz daha evrilmiş ve sonraki dönemde çağdaş anonim ortaklık kavramının atası sayılan Hollanda ve Fransa'daki ticaret kumpanyaları ile İngiliz – Batı Hindistan kumpanyaları dönemindeki uygulamalarla pay defterinin günümüzde bildiğimiz haline doğru evrilmesi süreci devam etmiştir. İsviçre'de ise pay defteri kavramı ilk kez 1881 yılında çıkarılan federal nitelikteki Borçlar Kanunu ile yasal bir kimlik kazanmıştır (ayrıntılı bilgi için bkz. Pulaşlı, **Bağlı Pay Senetleri**, s. 37 vd.).

imkânı mevcuttur⁹⁶. Pay defterine kaydın, pay bedeli borçlusunu teşhis kabiliyetine ilişkin yerine getirdiği fonksiyon ile aynı minvalde bir başka fonksiyonu da – TTK m. 499 hükmünde görünür olan – pay sahipliği haklarının ortaklığa karşı ileri sürülebilmesinin bir koşulu olmasıdır⁹⁷. Bu bakımdan ortaklık tarafından pay defterine kayıt, pay sahibinin nama yazılı paylar bakımından sahip olduğu hakların ortaklık nezdinde ortaya çıktığı mecradır^{98 99}.

Kıymetli evrak hukukunun genel ilkeleri çerçevesinde nama yazılı senetlerin devrinin yazılı devir beyanı ve zilyetliğin devri/geçirilmesiyle¹⁰⁰ gerçekleştirilmesi karşısında, anonim ortaklık tarafından çıkarılan nama yazılı pay senetlerinin ciro ve zilyetliğin geçirilmesiyle devredilebileceği hükmü¹⁰¹, nama yazılı pay senetlerinin hukuki niteliği konusunda eTK döneminden beri süregelen bir öğreti tartışmasına yol açmıştır. Zira ciro, yalnızca emre yazılı senetler için öngörölmüş bir devir yoludur ve nama yazılı kıymetli evrak statüsündeki anonim ortaklık pay senetlerinin devrinde, cironun işlemin bir unsuru olarak sayılması kavramsal bir karışıklığa yol açmıştır. Bu karışıklığın hukuk öğretisi tarafından giderilme çabası içinde üç temel yaklaşım ortaya çıkmıştır. Özellikle çalışma kapsamında incelenen haklardan doğan edimlerin etkin biçimde ifası bakımından taşıdığı öneme istinaden¹⁰², bu yaklaşımlara ilişkin değerlendirmeyi kısaca detaylandırmanın faydalı olacağı kanaatindeyiz.

TTK öncesi dönemdeki düzenlemelerin temel teşkil ettiği ve bu doğrultuda şekillenmiş olan yaklaşımlardan birincisine göre, ciro ile devre ilişkin hüküm, pay senetlerinin nama yazılı olma durumunu değiştirmemektedir. Bu görüşün taraftarı olan yazarlar, kanunda ciro ifadesine hatâen yer verildiğini, aslında ciro ifadesinden senet üzerine yazılan bir devir beyanını ifade ettiğini ve emre yazılı senetlere özgü bir devir

⁹⁶ Bedeli tamamen ödenmemiş paylarla ilgili ortaklığın sahip olduğu pay devrini kabul etmeme yetkisi için bkz. İkinci Bölüm, III/F/2.

⁹⁷ YAMAN Zehra, **Pay Defteri**, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Bölümü (yayımlanmamış doktora tezi), İstanbul, 2024, s. 228-229.

⁹⁸ Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 578.

⁹⁹ Pay defterinin temel olarak dört fonksiyonu olduğu ifade edilmektedir: (i) pay sahiplerinin, ortaklık tarafından teşhisi, (ii) pay sahiplerinin kimlikleri hakkında bilgi sahibi olmak, (iii) borç ve yükümlülük listesi olarak pay defteri, (iv) pay sahiplerine davet listesi olarak pay defteri (bkz. Pulaşlı, **Bağlı Pay Senetleri**, s. 43 vd.; Yaman, **Pay Defteri**, s. 40 vd.). Bu fonksiyonlardan üçünün (pay sahiplerinin teşhisi, pay sahiplerinin kimlikleri hakkında bilgi sahibi olmak ve pay defterinin pay sahiplerine bildirim için adres listesi olması) birbiriyle çok yakın ve çoğu durumda örtüşen fonksiyonlar olduğu söylenebilir. Borç ve yükümlülük listesi olarak pay defteri ise, pay bedeli borçlusu olarak pay sahiplerinin kaydını içeren bir ticari defter olma niteliğini ifade eder.

¹⁰⁰ Helvacı (Ülgen / Kaya / Nomer Ertan), **Kıymetli Evrak Hukuku**, s. 62.

¹⁰¹ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku II**, K.N. 1127.

¹⁰² Bkz. Üçüncü Bölüm, II/C/2.

yolu olan asıl ciro kavramının kastedilmediği belirtmektedir.¹⁰³ Buna göre ciro ifadesiyle, kavramın teknik anlamda emre yazılı senede, iyiniyetli iktisap ve defiler üzerindeki sınırlandırıcı etkisini de kapsayacak biçimde karakterini veren tasarruf işlemi¹⁰⁴ mahiyeti kastedilmemekte; senedin arka yüzünde veya alonjda yer verilen temlik beyanı kastedilmektedir.¹⁰⁵ Bu minvalde ileri sürülen görüş çerçevesinde *Poroy* tarafından getirilen yaklaşıma göre, nama yazılı pay senetlerinin emre yazılı senet olarak değerlendirilmeleri durumunda özellikle defiler ve kıymetli evrakın zayi olması halinde uygulanacak iptal hükümleri açısından sorunlar doğacaktır.¹⁰⁶ *Birkaş*¹⁰⁷ ve *Çevik*¹⁰⁸ ise nama yazılı pay senetlerinin devrinde cironun yanı sıra ister senet üzerine ister ayrı bir kâğıt üzerinde yazılacak bir devir beyannamesi tanzim edilmesi gerektiğini belirterek, kanundaki ciro ifadesine rağmen pay senetlerinin nama yazılı olma niteliklerinin devam edeceği yönünde görüş bildirmişlerdir.

Nama yazılı pay senetlerinin mahiyeti konusunda getirilen ikinci yaklaşım, kanunda geçen ciro ifadesi ile senetlerin nama yazılı olma vasıflarının değişmediği fakat senetlerin tedavül kabiliyetini artırabilmek amacıyla ciro yönteminin istisnai olarak öngörüldüğü yönündedir. Bu görüşün taraftarlarından *İmregün*, kanunun lafzı dikkate alındığında, kanun koyucu tarafından emre yazılı pay senedi düzenlenmesine cevaz verildiği şeklinde bir yorumun isabetli olmayacağını, ciro yönteminin devir

¹⁰³ HIRSCH Ernst, **Notlu Ticaret Kanunu: Birinci Kitap**, İstanbul: Akay, 1946, s. 470; ONSUN Kemal Şükrü, **Ticaret Şirketleri: Mahiyetleri-Kuruluş-İşleyiş-İnfisah ve Tasfiyeleri ve Organları**, Ankara: Yeni Matbaa, 1949, s. 134.

¹⁰⁴ GENCER Abdullah Revaha, **Kıymetli Evrakta Ciro Kavramı**, İstanbul: On İki Levha, 2020, s. 169-170.

¹⁰⁵ Ayrıca bkz. Yarg. TD, T. 27.02.1968, E. 66/2607, K. 68/1191: “(...) Buna rağmen Türk Ticaret Kanunu’nun 416’ncı maddesinde, nama yazılı senetlerin ciro ile devir olunabileceğine dair konulan kural ile 559’uncu maddedeki genel kaideden uzaklaşmış adeta nama yazılı hisse senetlerinin devri, ayrı hükümlere bağlanmış gibi görünmekte ise de, gerçekte bir ayrılık ve 559’uncu maddedeki prensipten başka bir kurala bağlanış söz konusu değildir. Zira 116’ncı madde de geçen “ciro” deyiminin, emre yazılı bir senetteki hakkın devir alana naklini sağlayan hukuki bir işlem ve geçerlilik şartı anlamında değil, nama yazılı hak sahibinin, emre yazılı senetlerin cirolarında olduğu üzere kanunun öngördüğü devre ilişkin yazılı irade beyanını devredilecek nama yazılı senet arkasına da yazılabileceği manasında kullanılmış yanlış bir kelime olduğunda şüphe yoktur. Hal böyle olunca yazılı devir beyanı temlik hükmündedir. Devredenle devralan arasındaki devirden doğan anlaşmazlığın çözülmesinde Türk Ticaret Kanunu’nun 1’inci maddesi yoluyla Borçlar Kanunu’nun alacağın temlikine ilişkin hükümleri uygulanmak lazım gelir (...).” (Gencer, **Kıymetli Evrakta Ciro Kavramı**, s.172, dn. 686).

¹⁰⁶ POROY Reha, “**Nama Yazılı Hisse Senetlerinin Devri**”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. 17, S. 7, 1970, s. 306. Fakat *Poroy*, söz konusu görüşü ileri sürdüğü makale yayımlandıktan sonraki bir tarihte, bu görüşünü, özellikle (o dönemdeki ismiyle) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda her gün çok yüksek sayıda pay senedinin beyaza ciro yoluyla el değiştirmesini göz önünde bulundurarak, *tedavülün korunması* ilkesi gereği, nama yazılı pay senetlerinin kanunen emre yazılı pay senedi olarak değerlendirilmesi gerektiği şeklinde değiştirmiştir (bkz. POROY Reha / TEKİNALP Ünal, **Kıymetli Evrak Hukuku Esasları**, İstanbul: Arıkan, 2007, s. 72-73).

¹⁰⁷ BİRKAŞ Hasan, **Ticaret Şirketleri ve Tatbikatı**, İstanbul: Ercivan, 1977, s. 133

¹⁰⁸ ÇEVİK Orhan Nuri, **Anonim Şirketler**, Ankara: Seçkin, 1988, s. 882

prosedürünü kolaylaştırmak için getirilmiş istisnai hüküm olduğunu ve bu anlamda cironun yalnızca temlik fonksiyonuna sahip olduğunu, teşhis ve teminat fonksiyonlarının bulunmadığını ifade etmektedir. Bu çerçevede, 865 sayılı Ticaret Kanunu'nda pay senetlerinin yalnızca hamiline veya nama yazılı olacağına ilişkin açık hükümler ihdas edilmesi, kanunda geçen ciro ifadesinin senede emre yazılı nitelik kazandırmayacağına ilişkin bir gerekçe olarak gösterilmiştir.¹⁰⁹ Aynı şekilde *Ansay* da ciroya ilişkin hükmün, nama yazılı kıymetli evraktan doğan yazılı devir beyanı koşuluna bir istisna teşkil ettiğini ve dolayısıyla yalnızca devrin tabi olduğu ilkeler bakımından emre yazılı senet hükümlerinin uygulama alanı bulacağını, bu hükümler haricinde nama yazılı pay senetleri için, nama yazılı kıymetli evraka ilişkin kuralların uygulanacağını ifade etmektedir.¹¹⁰ Bu yönde görüş ifade eden yazarlar arasında *Domaniç*¹¹¹, *Tekil*¹¹² ve *Eriş*¹¹³ de bulunmaktadır. Nama yazılı senetlerin kanunen emre yazılı senet olarak nitelendirilemeyeceğini ilişkin bir diğer argüman, kıymetli evraktaki defiler sistemi ile bağlantılıdır.¹¹⁴ Buna göre emre yazılı senetlere uygulanan defi kuralları nama yazılı pay senetlerine uygulanmaya müsait değildir.¹¹⁵ Söz gelimi, sermaye ödeme borcunun zamanında ifa edilmemesi nedeniyle itfa edilen anonim ortaklık paylarının konu olduğu bir işlemde ciro yoluyla yapılacak devir durumunda anonim ortaklığın bu itirazı iyiniyetli hamile karşı ileri sürmesinin mümkün olabileceği ifade edilmektedir.¹¹⁶ Konuya ilişkin aynı yönde bir başka argüman ise, emre yazılı senetlerin iptali usulüne ilişkin hükümler ile nama yazılı senetler arasındaki uyumsuzlukla bağlantılıdır.¹¹⁷

Meseleye ilişkin son ve öğretide en çok taraftar toplayan yaklaşım ise, nama yazılı pay senetlerinin, kanunen emre yazılı senet sayılması gerektiğine ilişkindir. Bu yaklaşım uyarınca, TTK'da nama yazılı pay senetlerinin devri için öngörülmüş olan ciro mekanizması, TTK m. 648 uyarınca emre yazılı kıymetli evrakın devri için öngörülen mekanizma ile birebir aynıdır; dolayısıyla bu tür senetlerin kanunen emre yazılı senet olarak değerlendirilmesi gerekmektedir.¹¹⁸ Nitekim TTK m. 490

¹⁰⁹ İmregün, *Anonim Ortaklıklar*, s. 364.

¹¹⁰ *Ansay*, *Anonim Şirketler Hukuku*, s. 262 vd.

¹¹¹ *Domaniç*, *Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması*, s.130.

¹¹² *Tekil*, *Anonim Şirketler Hukuku*, s. 319, dn. 23.

¹¹³ *Gönen Eriş*, *Anonim Şirketler Hukuku*, s. 664-665.

¹¹⁴ *Gencer*, *Kıymetli Evrakta Ciro Kavramı*, s.171.

¹¹⁵ *Poroy*, *Nama Yazılı Hisse Senetlerinin Devri*, s. 303.

¹¹⁶ *Gencer*, *Kıymetli Evrakta Ciro Kavramı*, s.171.

¹¹⁷ *Poroy*, *Nama Yazılı Hisse Senetlerinin Devri*, s. 306.

¹¹⁸ *Sevi*, *Anonim Ortaklıkta Payın Devri*, s. 235.

hükümünün kaynağı olan mehzaz İsviçre hukukunda da aynı yaklaşım geçerlidir ve devir için cironun öngörülmesi, senedi emre yazılı senet statüsüne getirmektedir.¹¹⁹ *Tekinalp* eTK ile aynı doğrultuda olmak üzere TTK hükümlerinde de nama yazılı pay senetlerin, *nama yazılı* kıymetli evrak olarak düzenlenmesinin hatâen yapılan bir uygulama olmadığını; aksine kanun koyucu tarafından kanunen emre yazılı bir senet oluşturmanın amaçlandığını belirtmektedir. *Yazara* göre bu tercih, bir yandan senedin güvenilir biçimde tedavül kabiliyetini sağlarken diğer yandan senetlerin anonim ortaklık esas sözleşmesi ve pay defteri ile ilişkisine, yani pay sahiplerinin kimliklerinin de nama yazılı pay senetleri açısından önemine fonksiyonel olarak dikkat çekmektedir.¹²⁰ Öğretide aynı yaklaşımı savunan yazarlardan olan *Moroğlu* ise, öncelikle 865 sayılı Ticaret Kanunu'nda.¹²¹ *ciro* ile devir ibaresinin geçmesinin hatâen değil bilinçli yapılan bir tercihin sonucu olduğunu, zira kanun tasarısında *ciro* kelimesinin geçmemesine ve “*senedin arkasına veya ayrı bir kağıda yazılacak bir beyan*” ifadesinin kullanılmış olmasına rağmen, yasalaşan metinde mehzaz İsviçre kanunundaki *ciro* ifadesinin alınmasının kanun koyucu tarafından ortaya konulan bir amacı gösterdiğini ifade etmektedir. *Yazara* göre, nama yazılı pay senedinin kanunen emre yazılı kıymetli evrak olarak nitelenmesi, anonim ortaklığın karakteristiği ve pay senedinin tedavül kabiliyeti ile uyumludur.¹²² *Yazar* aynı minvalde anonim ortaklığın küçük tasarrufları bünyesinde toplayarak sermaye piyasasının gelişmesi ve ekonomiye katkı sağlanması işlevinden hareketle, pay senetlerinin tedavül kabiliyetinin artabilmesi için *ciro* yoluyla devir imkanının bir gereklilik olduğunu ve nama yazılı pay senetlerinin kanunen emre yazılı kıymetli evrak olarak kabul edilmesi gerektiğini savunmaktadır.¹²³

Kanunen emre yazılı mahiyeti haiz kıymetli evrakın neden nama yazılı olarak isimlendirildiği konusunda ise *Tekinalp*, kavramın esas sözleşme ile bağlantısına işaret etmektedir. *Yazara* göre hem senedin üzerinde hem de pay defterinde pay sahibinin adının bulunması, müstakbel pay sahiplerini, payın getirdiği hak ve yükümlülükler konusunda esas sözleşme ve pay defteri ile ilişki kurmaya sevk etmektedir.¹²⁴ Nama

¹¹⁹ Meier-Hayoz / Forstmoser, *Droit suisse des sociétés*, s. 578.

¹²⁰ *Tekinalp* (Poroy/Çamoğlu), *Ortaklıklar Hukuku II*, K.N. 1128.

¹²¹ R.G. T. 28.06.1926, S. 406.

¹²² MOROĞLU Erdoğan, “*Nama Yazılı Pay Senetlerinin Borsada İşlem Görmesi ve Yargıtay Kararları*”, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu XIII: Bildiriler-Tartışmalar, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1996, s.54 vd.

¹²³ Moroğlu, *Nama Yazılı Pay Senetlerinin Borsada İşlem Görmesi ve Yargıtay Kararları*, s. 55.

¹²⁴ *Tekinalp* (Poroy/Çamoğlu), *Ortaklıklar Hukuku II*, K.N. 1128.

yazılı pay senetlerinin kanunen emre yazılı kıymetli evrak olduğuna ilişkin yaklaşım, gerekçelerde birtakım nüanslarla da olsa, *Tekinay*¹²⁵, *Bahtiyar*¹²⁶, *Pulaşlı*¹²⁷, *Göksoy*¹²⁸, *Sevi*¹²⁹ ve *Gencer*¹³⁰ tarafından da kabul edilmektedir.¹³¹

Konuya ilişkin Yargıtay uygulaması ise, başından beri tam bir tutarlılık içinde olmadığı gibi farklı yıllarda verilen kararlarda belli bir yöndeki kanaate doğru bir gelişim izlendiğini de söylemek güçtür. Yargıtay tarafından incelenen bir dosyaya ilişkin verilen 1968 tarihli bir kararda, ciro ifadesinin kanun metninde hatâen kullanıldığı ve nama yazılı pay senetlerinin tam anlamıyla bir nama yazılı kıymetli evrak teşkil ettiği ve devrin de senedin arkasına yapılacak devir beyanı ile gerçekleştirilmesi gerektiği ifade edilmiştir.¹³² Buna rağmen içtihatlardaki genel yaklaşımın, nama yazılı pay senetlerinin devrinde hem ciro ve zilyetliğin teslimi hem de alacağın temliki esaslarına dayandığını belirtmek mümkündür.¹³³ Yargıtay içtihatlarında, genellikle nama yazılı pay senetlerine uygulanacak devir koşullarına ilişkin değerlendirme yapılmasına karşın, mezkûr senetlerin kanunen emre yazılı senet mi olduğu yoksa cironun nama yazılı kıymetli evrak olarak kabul edilen nama yazılı pay senetlerinin devri için getirilen istisnai bir usul mü olduğu konusuna değinilmemiştir. Bu bakımdan öğretide farklı yaklaşımlarla incelenmiş meselenin

¹²⁵ TEKİNAY Selahattin Sulhi, “**Nama Yazılı Hisse Senetlerinin Devri**”, Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, Ankara ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 388.

¹²⁶ BAHTİYAR Mehmet, **Kıymetli Evrak Hukuku**, Güncellenmiş 17. Bası, İstanbul: Beta, 2019, s.22.

¹²⁷ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1812.

¹²⁸ Göksoy, **Anonim Ortaklıkta Payın Rehni**, s. 43.

¹²⁹ Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 235 vd. *Yazar*, eTK m. 411 hükümlerine göre hamiline yazılı ilmühaberlerin devir bakımında alacağın temliki hükümlerine tabi tutulmasına karşın nama yazılı pay senetleri yerine çıkarılan ilmühaberlerin devrinde ciro usulünün öngörülmesini, bu pay senetlerinin de kanunen emre yazılı pay senedi olarak kabul edilmesi gerektiğini destekleyen bir argüman olarak ele almaktadır.

¹³⁰ Gencer, **Kıymetli Evrakta Ciro Kavramı**, s.178.

¹³¹ TTK m. 654 hükmü gereğince kanunen emre yazılı senet sayılan bir kıymetli evrakın üzerine *ciro edilemez veya emre yazılı değildir* benzeri bir kayıt koyulması durumunda söz konusu senedin gerçek nama yazılı (rekta) pay senedi olduğu kabul edilir. Dolayısıyla, kanunen emre yazılı senet olduğu kabul edilen nama yazılı pay senedi de bu yolla gerçek bir nama yazılı kıymetli evrak haline dönüştürülebilir (bkz. Tekinalp (Poroy/Çamoglu), **Ortaklıklar Hukuku II**, K.N. 1103; Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 589-590). Ancak mezkûr senetler çoğunlukla öğreti düzeyinde tartışıldığı ve uygulaması çok nadir olduğu için çalışmanın ana ekseninden fazla sapmamak amacıyla bunlar hakkında detaylı açıklama yapmamayı tercih ediyoruz.

¹³² Yarg. Ticaret Dairesi, T. 27.2.1968, E. 1966/2607, K. 1968/1191 (bkz. Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 5, S. 1, s.104 vd.)

¹³³ Yarg. 11. HD., T. 25.11.1976, E. 4735, K. 5162; Yarg. 11. HD., T. 19.11.1990, E. 6584, K. 8039; Yarg. 21. HD., T. 16.3.1999, E. 1999/1120, K. 1999/1793; Yarg. 11. HD, T. 22.11.2016, E. 2016/870, K. 2016/9035; Yarg. HGK, T. 12.11.2014, E. 2014/801, K. 2014/891; Yarg. 11. HD., T. 22.02.2010, E. 2008/11015, K. 2010/2010.

teorik boyutunun Yargıtay içtihatları yoluyla çözüme kavuşturulabildiğini söylemek güçtür.

Kanaatimizce, dogmatik hukuktaki kanuni hükümler ve ortaklıklar hukuku uygulaması göz önünde bulundurulduğunda, konuya ilişkin yaklaşımlarda temel mesele, nama yazılı pay senedinin kanunen emre yazılı kıymetli evrak mı olduğu yoksa cironun istisnai bir devir usulü olarak mı öngörüldüğünden ibaret hale gelmiştir. Bu yaklaşımlardan ayrılan, *ciro* sözcüğünün kanunda hatâen yer verildiğini işaret eden, aslında kanun koyucunun tam anlamıyla bir nama yazılı senet oluşturmaya çalıştığı yönündeki yaklaşım büyük ölçüde geçerliliğini yitirmiştir. Bu yaklaşım 865 sayılı Ticaret Kanunu döneminden kalmadır ve söz konusu kanun metni iki defa esaslı biçimde değişerek ortaklıklar hukuku teori ve uygulaması bugünkü halini almıştır. TTK hükümleri uyarınca da aynı yaklaşım ve kanun metninin muhafaza edildiğinden hareketle, 2011 yılında kanunlaşan TTK'nın dogmatik yapısı dâhilinde artık hatâen yapılan bir sözcük seçiminden bahsetmek makul değildir.¹³⁴

Meseleye ilişkin ikinci yaklaşım olan, nama yazılı pay senetlerinin aslında tam anlamıyla nama yazılı kıymetli evrak teşkil ettiği fakat kanunda bunların devrine ilişkin kolaylaştırıcı bir istisna tesis edildiği yönündeki yaklaşıma ise kıymetli evrakın temel özelliklerine dayalı sebeplerden dolayı katılmıyoruz. Kıymetli evrakın ana sütunlarını oluşturan kavramsal özellikler, hak ve senet birlikteliği ile devredilebilirliktir.¹³⁵ Hak ve senet birlikteliği tüm kıymetli evrak türlerine özgü olmakla birlikte kıymetli evrak türlerinin meydana gelmesine neden olan ana etken farklı devir usulleridir. Dolayısıyla nama yazılı pay senetlerinin gerçek anlamda nama yazılı kıymetli evrak olduğu ama cironun devir usulünü kolaylaştırmak için getirilen bir kolaylık olduğu iddiası, bir bakıma bu senetlerin nevinin de emre yazılı kıymetli evraka dönüştürülmüş olduğunu ikrar etmek anlamına gelmektedir. Zira iki senet türü arasındaki temel fark devir usulüyle ilgilidir ve bu temel farkın bir istisna yoluyla

¹³⁴ Aksi görüşü savunan *Hirsch* tarafından 865 sayılı Ticaret Kanunu döneminde yazılan eserde (bkz. HIRSCH Ernst, **Pratik Hukukta Method**, Çev. Halil Arslanlı, İstanbul: Bürhaneddin, 1944, s. 67), yorum kuralları ile ilgili olarak, bir hükmün yorumlanmasında, maddenin lafzına ve ruhuna uygun bir yöntem izlenmesinin yanı sıra, bu yöntemin neden daha elverişli olduğunun belirtilmesi gerektiği ifade edilmiştir. Bu minvalde, hükmün tarihi olarak içinden geçtiği süreç ve mehz İsviçre hukukundaki güncel yorum biçimi de dikkate alındığında, *Hirsch*'in de görüşünü değiştireceğini spekülâtif bir iddia olarak öne sürmek, kanaatimizce, yerinde olacaktır.

¹³⁵ Ülgen / Helvacı (Kaya / Nomer Ertan), **Kıymetli Evrak Hukuku**, s. 18

etkisizleştirildiğine yönelik bir yorum, meseleyi makullükten uzak ve karmaşık bir düzleme taşımaktadır.¹³⁶

Nama yazılı pay senetlerinin mahiyeti açısından kanundaki sistematige ve ortaklıklar hukukunun temel unsurlarına en uygun yaklaşımın, mezkûr senetleri kanunen emre yazılı senet olarak niteleyen görüş olduğunu düşünüyoruz. Dogmatik hukuktaki sistematik ve anonim ortaklıklar hukukunun esasları bu sonuca ulaşmak için gerekli argümantasyonun yolunu ve araçlarını sağlamaktadır.

Öncelikle TTK'da nama yazılı senetlerin tanımının yer aldığı m. 654.¹³⁷ hükmünde kanunen emre yazılı sayılmama, nama yazılı senetler için bir koşul olarak ifade edilmiştir. Buradan hareketle kanunda emre yazılı senet sayılacağına ilişkin düzenleme olan kıymetli evrak türlerinin¹³⁸ temel ortak unsuru ise ciro ve zilyetliğin geçirilmesi yoluyla devredilebilmeleridir.¹³⁹ Nama yazılı pay senetlerinde de aynı durum, mezkûr senetler için belirlenen devir usulü bakımından görünür olmaktadır. Dolayısıyla nama yazılı pay senetlerinin, kanunen emre yazılı kıymetli evrak olma özelliği TTK'daki kıymetli evrak hükümleri sistematigi içinde tutarlı biçimde ortaya çıkmaktadır.

Yukarıda bahsedilen sonuca ulaşmak için kullanılan ikinci araç ise anonim ortaklık hukukunun temel ve içsel unsurlarından ileri gelmektedir. Daha önceki bölümde açıklandığı üzere anonim ortaklığın bir sermaye şirketi olma niteliği çerçevesinde, payların tedavül kabiliyeti oldukça önemli bir unsurdur.¹⁴⁰ Buna karşın nama yazılı senetler, alacağın temliki hükümlerine göre devredildiklerinden hem devir

¹³⁶ 14. yüzyılda yaşayan İngiliz filozof Occamlı (orijinal hali Ockham) William'a atfedilen ve *basitlik ilkesi* olarak tabir edilen bilim felsefesinde etkili olmuş fenomene göre en doğru çözüme ulaşmak için en az ve karmaşıklıktan uzak varsayım içeren yolu tercih etmek gereklidir ("Entia non sunt multiplicanda praeter necessitatem" yani varlıkların [bir meseleye ilişkin unsurların] gerekliliğin ötesinde çoğaltılmaması gerekir). Bu ilke, felsefe metodolojisi çerçevesinde *Occam'ın Usturası* olarak adlandırılmıştır (bkz. CEVİZCİ Ahmet, **Felsefe Sözlüğü**, İstanbul: Paradigma, 2002, s. 765). Kanaatimizce, Occam'ın Usturası, özellikle kanunların tarihsel bağlam içinde gelişimi ve yorumunda kullanılan yaklaşımlar bakımından oldukça işlevsel bir metottur. Zira hukukta birçok meselede tarihsel yorum yöntemi kullanılarak, kanun koyucunun hükmün getirildiği dönemdeki subjektif iradesi araştırılmaktadır. Bu subjektif araştırma sırasında ise, zaten doğası gereği karmaşık olan meseleler öğretilde iyiden iyiye girift bir karakter edinmekte ve meselenin çözümü birtakım spekülatif açıklamalarla yapılmaya çalışılmaktadır. Bu açıklamalar ışığında biz, nama yazılı pay senetlerinin hangi tür kıymetli evrak olarak nitelendirileceği konusunda öğretildeki yaklaşımlar değerlendirilirken de *Occam'ın Usturası*'ndan yararlanmak gerektiğini, meselenin kaynağına ilişkin yapılacak araştırmada, sonuca en sade biçimde ulaşılabilecek yöntemin tercih edilmesinin faydalı olacağını düşünüyoruz.

¹³⁷ "MADDE 654 - (1) Belli bir kişinin adına yazılı olup da onun emrine kaydını içermeyen ve kanunen de emre yazılı senetlerden sayılmayan kıymetli evrak nama yazılı senet sayılır."

¹³⁸ Örn. bkz. TTK m. 681, m. 788 ve m. 838

¹³⁹ Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 224.

¹⁴⁰ Bkz. Birinci Bölüm, I/D/1.

koşulları daha ağırdır hem de senet borçlusuna, alacaklıya karşı defa ileri sürme kabiliyetini çok daha geniş biçimde tanırlar¹⁴¹. Dolayısı ile nama yazılı senetlerin tedavül kabiliyeti, diğer kıymetli evraklara kıyasla oldukça düşüktür. Bu durum ise nama yazılı pay senetlerinin aslında kanunen emre yazılı senet olarak düzenlendikleri ve bu minvalde devir işlemlerine konu olmalarını gerekliliğini işaret eden bir göstergedir.

Nama yazılı pay senetlerinin neden doğrudan emre yazılı kıymetli evrak olarak düzenlenmediği ve *nama yazılı* olarak nitelendirildiği hususu ise, anonim ortaklık payının esas sözleşme ve pay defteri ile sıkı etkileşimi ile açıklanabilir. Zira böylelikle payların tedavül kabiliyetine hanel gelmeksizin pay sahiplerinin de ortaklık tarafından takip edilebilmesi ve ortaklık hak ve borçlarına ilişkin ortaklık ile pay sahipleri arasındaki ilişki sağlanabilmektedir¹⁴². Bu ilişki, pay devri durumunda ortaklık tarafından yerine getirilmesi gereken usuli işlemler bakımından önem arz ettiği gibi, özellikle bağlam hükümlerinin söz konusu olduğu hallerde daha da önem kazanmaktadır¹⁴³.

4) Kaydi Sisteme Tabi Paylar

Anonim ortaklığa ilişkin temel ilkelerden olan sermaye şirketi olma özelliği ve buna bağlı olarak payın tedavül kabiliyeti, anonim ortaklık paylarının sermaye piyasasına entegrasyonu olgusuyla bir araya geldiğinde, kıymetli evrak hukukunda, küçük çaplı da olsa, bir paradigma değişikliğine yol açmıştır. Bu, iddialı bir önerme olabilir; fakat 1870’li yıllarda ilk kez Avusturya’da Viyana Ciro İşlemleri ve Kasalar Birliği (*Wiener Giro und Kassenverein*) bünyesinde başlayan toplu saklama uygulaması¹⁴⁴ ile ortaya çıkan *varakasız kıymetli evrak* kavramı, 100 yılı aşkın bir süreyi kapsayan periyod içinde kapsamlı bir değişim sürecinden geçmiştir. Günümüzde takas ve saklama merkezleri bünyesinde, elektronik operasyon kabiliyetlerinin 100 yıl önce belki tahayyül dahi edilemeyecek düzeye ulaşması ile, *varakasız kıymetli evrak*, kıymetli evrak hukukunun merkez kavramlarından biri haline

¹⁴¹ Helvacı (Ülgen / Kaya / Nomer Ertan), **Kıymetli Evrak Hukuku**, s. 64.

¹⁴² Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku II**, K.N. 1128.

¹⁴³ Bkz. Üçüncü Bölüm, II/C/3.

¹⁴⁴ Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**, s. 2.

gelmeye adaydır. Özellikle bankacılık^{145, 146} ve sermaye piyasası sektörlerinde gerçekleşen dijitalleşme süreci göz önüne alındığında, önümüzdeki birkaç yılda değilse bile birkaç on yıl içinde bildiğimiz anlamda fiziksel senede bağlı kıymetli evrak kavramının ortadan kalkacağını ileri sürmek temkinli fakat aynı zamanda iddialı bir argüman teşkil eder.^{147, 148} Hal böyle iken, dogmatik hukukta kâğıda dayalı kıymetli evrakın ve aynı doğrultuda basılı pay senetlerinin mevcut ortaklıklar hukuku uygulamasında halen baskın eğilim¹⁴⁹ olduğunu göz önünde bulundurarak, çalışmanın ana ekseninden fazla sapmamak adına *varakasız kıymetli evrak* kavramı ile bu kavramın alt kümesinde bulunan *kaydi pay senedi* kavramlarını, pay senedinin farklı bir görünümü olarak, genel hatlarıyla ve ana kavramsal temelleri ışığında ele almakla yetiniyoruz.

Yukarıda bahsedildiği üzere, özellikle serbest piyasa ekonomisinin gelişmesi ve buna bağlı olarak sermaye piyasalarında işlem gören menkul kıymetlerin hem nitelik hem de niceliksel olarak gelişmesi ile, klasik anlamda kıymetli evrak kavramı, fonksiyonel olarak ihtiyaca tam olarak yanıt veremez duruma gelmiştir. Bu durumun başlıca sebepleri arasında dolaşımdaki fiziki kıymetli evrakların sayısı arttığında

¹⁴⁵ 29 Aralık 2021 tarihli ve 31704 sayılı R.G.’de yayımlanan “Dijital Bankaların Faaliyet Esasları ile Servis Modeli Bankacılığı Hakkında Yönetmelik” uyarınca yalnızca elektronik bankacılık hizmetleri dağıtım kanalları üzerinden hizmet veren şubesiz bankalara ve bankacılık hizmetlerinin finansal teknoloji araçları yoluyla verilmesine özgü bir düzenleme yapılmıştır.

¹⁴⁶ Benzer şekilde karekodlu çek uygulaması da kıymetli evraktaki dijitalleşme unsurlarının önemli bir örneği olarak gösterilebilir (konu hakkında detaylı bilgi için bkz. BOZKURT YAŞAR Sevgi, “**Karekodlu Çek**”, Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 15, S. 195-196, Kasım-Aralık 2020, s. 1573-1635).

¹⁴⁷ Nitekim İdare Hukuku bağlamında kamu hizmetlerinin sağlanmasında bile, gelişen uygulamalar neticesinde, dijital araçlar üzerinden yürüten, elektronik ortamda yargı işlerinin yürütülmesi, ihalelerin yapılması, birtakım belediye hizmetlerinin sürdürülmesi gibi uygulamalar git gide yaygınlık kazanmaktadır. Kamusal otorite ile vatandaş arasındaki ilişkileri düzenleyen İdare Hukuku gibi usul kurallarının oldukça katı olduğu ve önem arz ettiği bir disiplininin bile dijitalleşmeye ve dijital araçların daha sık kullanımına doğru evrildiği bir hukuk ortamında, ekonomik unsurların önemli bir yer tuttuğu Ticaret Hukuku alanında, fiziki araçlara olan ihtiyacın günden güne azalacağı tahmininin gerçekleşme olasılığı oldukça yüksektir (dijitalleşme ile kamu hizmetlerinin etkileşimi bağlamında bir çalışma için bkz. OĞURLU Yücel, **İdare Hukukunda “E-Devlet” Dönüşümü ve Dijitalleşen Kamu Hizmeti**, İstanbul: On İki Levha, 2010).

¹⁴⁸ Prof. Dr. Arthur Meier-Hayoz’un Zürih Üniversitesi’nden emekli olurken 1985 yılında verdiği son dersin başlığı da “Kıymetli Evraka Veda” olmuştur. Bahsedilen veda, cümlelerin basit anlamıyla emeklilik kararını işaret ederken aynı zamanda klasik kıymetli evrak kavramına ilişkin fiziki kıymetli evraka ilişkin potansiyel paradigma değişikliğine de gönderme yapmaktadır (TEKİNALP Ünal, “**Evraksız Kıymetli Evraka ve Kıymet Haklarına Doğru**”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C.XIV, S.3, 1988 s. 1).

¹⁴⁹ Türkiye’de 2022 yılı Eylül ayı sonu itibarıyla payları Borsa İstanbul’da işlem gören 437 anonim ortaklık bulunurken (bkz. Türkiye Yatırımcı İlişkileri Derneği Borsa Trendleri Raporu (Ekim 2022) https://www.tuyid.org/files/yayinlar/BorsaTrendleriRaporu_3C22.pdf (erişim tarihi 23 Şubat 2023)) yalnızca 2022 Aralık ayı sonu itibarıyla kurulmuş olan anonim ortaklık sayısı 2069’dur (bkz. Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği 2022 Aralık Ayına Ait Kurulan ve Kapanan Şirket İstatistikleri <https://www.tobb.org.tr/BilgiErisimMudurlugu/Documents/ResmiDosya/2022/2022-12.xls> (erişim tarihi 23 Şubat 2023)).

oluşan muhafaza ile devir ve benzeri tasarruf işlemlerinin gerçekleştirilmesinin oldukça zorlaşması hatta bazı durumlarda pratik olarak imkânsızlaşması gelmektedir.¹⁵⁰ Bu durum, kıymetli evrak niteliği taşıyan senetlere ilişkin iki temel unsurdan ileri gelmektedir: Birinci unsur evrak (kağıt) unsuru; ikinci unsur ise hak ve senet birlikteliği yani hakların kıymetli evraka mündemiç olmasıdır.¹⁵¹ Bu soruna pratik bir çözüm geliştirme sürecinde kıymetli evraka mündemiç hakların, fiziki senedin varlığından bağımsız olarak ileri sürülebilmesi için kademeli olarak birtakım *rasyonalizasyon*.¹⁵² safhaları ortaya çıkmış ve nihayetinde kıymetli evrak kavramındaki *evrak* unsurunu kadük hale getirecek ve *varakasız*.¹⁵³ veya *evraksız* kıymetli evrak diye tabir edilen *kıymet hakları* kavramı ortaya çıkmıştır.

Rasyonalizasyon amacıyla geçilen safhalardan ilki pay senetlerinin toplu saklanması diye tabir edilen, menkul kıymetlerin misli eşya olarak, hamilleri adına herhangi bir ayrıma tabi tutulmaksızın topluca saklanmasına dayanmaktadır. Buna göre senetler, maliklerinin isimlerine göre değil türlerine göre tasnif edilmekte ve bu şekilde misli eşya olarak saklanmaktadırlar.¹⁵⁴ Öğretide bu durumdaki senetlerin mülkiyetine ilişkin olarak *sui generis*.¹⁵⁵ bir paylı mülkiyet hakkından bahsedilmektedir.¹⁵⁶ Bu şekilde muhafaza edilen senetlerin devri ise, fiziki olarak teslim veya ayırık bir zilyetlik devri işlemine gerek kalmaksızın hesaplara dair kayıtlar üzerinde yapılan değişiklikler yoluyla fiktif olarak yapılmaktadır.¹⁵⁷

Rasyonalizasyon çabalarındaki bir sonraki safha ise, Türk hukuk pratiğinde *kupür* diye adlandırılan birden çok kıymetli evrakın bir tek senet üzerinde cisim bulmasını işaret eden yöntemden doğan toplu (global) senet kavramıdır. Temel olarak bir pay emisyonunun tümünün tek bir senede bağlanması toplu senet olarak tanımlanmaktadır. Kavramın ortaya çıkışında temel neden, toplu saklama usulünde senetlerin hala tek tek basılmaya devam etmesi, eşya hukuku kuralları bakımından uygulanacak hükümlerde karmaşa yaşanması gibi etkenlerden dolayı tam bir

¹⁵⁰ Göksoy, *Anonim Ortaklıkta Payın Rehni*, s. 189.

¹⁵¹ POROY Reha / TEKİNALP Ünal, *Kıymetli Evrak Hukuku Esasları*, 18. Bası, İstanbul: Arıkan, 2006, s. 23

¹⁵² Tekinalp, *Evraksız Kıymetli Evrak*, s. 5.

¹⁵³ Turanboy, *Varakasız Kıymetli Evrak*, s. 3.

¹⁵⁴ Tekinalp, *Evraksız Kıymetli Evrak*, s. 6; Turanboy, *Varakasız Kıymetli Evrak*, s. 14; Sevi, *Anonim Ortaklıkta Payın Devri*, s. 273.

¹⁵⁵ Tekinalp, *Evraksız Kıymetli Evrak*, s. 7; Turanboy, *Varakasız Kıymetli Evrak*, s. 26; Sevi, *Anonim Ortaklıkta Payın Devri*, s. 273.

¹⁵⁶ Göksoy, *Anonim Ortaklıkta Payın Rehni*, s. 192.

¹⁵⁷ Sevi, *Anonim Ortaklıkta Payın Devri*, s. 336 vd.

rasyonelleşme sağlanamamasıdır.¹⁵⁸ Kavramının mahiyetinde yine toplu saklamada olduğu gibi aynı hakları tesis eden senetlerin bir arada tutulması durumu olsa da farklılık tüm bu senetlerin tek bir kağıt üzerinde toplanmış olmasıdır. Bu minvalde, toplu senet birbirinden bağımsız sayıda ve içerdiği adette payı temsil etmektedir.¹⁵⁹ Kavram ilk olarak Amerika Birleşik Devletleri'nde ortaya çıkmış¹⁶⁰ sonrasında Almanya, Avusturya, Fransa, Hollanda ve Kanada'ya da yayılmıştır. Toplu senet, geçici toplu senet, teknik toplu senet ve sürekli toplu senet olmak üzere üç çeşit olarak değerlendirilmektedir.¹⁶¹

Toplu senet, toplu saklama yönteminin aksine eşya birliği teşkil etmemekte, üzerinde her bir pay sahibine ait paylı mülkiyet olduğu kabul edilmektedir.¹⁶² Hak sahibinin talebi üzerine toplu senedin saklama kuruluşu tarafından ayrı senetlere bölünüp hak sahiplerine teslimi mümkündür.¹⁶³ Toplu senedin devri ise, kural olarak toplu saklama sisteminin tabi olduğu devir usulüne tabidir. Buna göre her bir pay sahibinin hakkını temsil eden kısım, hesaplar arası devri gösteren bir kayıt değişikliği yapılması yoluyla devredilecektir.¹⁶⁴

Rasyonalizasyon çabalarındaki bir sonraki ve son aşama ise basılı bir senedin varlığı mefhumunun tamamen terk edilmesi ve menkul kıymete bağlı hakların yalnızca kaydi değer mahiyetindeki bir kıymet ile temsil edilmesidir.¹⁶⁵

Fransa'da çıkarılan 1981 tarihli kanun¹⁶⁶ ile menkul kıymetlerin senetten soyutlanarak merkezi bir sicile kaydedilmesi ve menkul kıymet üzerindeki tasarruf işlemlerinin bu sicildeki kayıtlar vasıtasıyla gerçekleştirilmeye başlanması, *kıymet hakları* ya da *kıymetli haklar* kavramının ortaya çıkmasına yol açmıştır.¹⁶⁷

¹⁵⁸ Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**, s. 34.

¹⁵⁹ Tekinalp, **Evraksız Kıymetli Evrak**, s. 12.

¹⁶⁰ Uygulamanın gelişmesi ve *jumbo certificate* kavramı için bkz. Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**, s. 35 dn. 154.

¹⁶¹ Toplu senet çeşitleri ve mahiyetleri hakkında detaylı bilgi için bkz. Göksoy, **Anonim Ortaklıkta Payın Rehni**, s. 195 ve özellikle dn. 500-506'da anılan yazarlar.

¹⁶² Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**, s. 34.; Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 326. Bu paylı mülkiyet, *sui generis* bir hukuki mahiyettedir ve TBK m. 573 bağlamındaki ardiyecinin saklama borcuna uygulanan hükümlerin, toplu senede tabi paylara da uygulanacağı öğretilde ifade edilmektedir (bkz. Tekinalp, **Evraksız Kıymetli Evrak**, s. 8).

¹⁶³ Tekinalp, **Evraksız Kıymetli Evrak**, s. 13.

¹⁶⁴ Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 326; Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**, s. 42.

¹⁶⁵ Tekinalp, **Evraksız Kıymetli Evrak**, s. 14; Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**, s. 43.

¹⁶⁶ Lemeunier, **Société anonyme**, s. 77; Merle, **Droit commercial, Société commerciales**, s. 263-264.

¹⁶⁷ Tekinalp, **Evraksız Kıymetli Evrak**, s. 14. Senetlerin *materyalsizleşmesi* (*dématisation*) kavramı Fransa'da çıkmış olsa da İkinci Dünya Savaşı sırasında özellikle Almanya'daki devlet

Kaydi sistem uyarınca hakların senette mündemiç olması ilkesi terk edilerek bir sicil ile entegre edilmesi ve hak sahipliği ile haklar üzerindeki işlemlerin bu sicildeki kayıtlar üzerinden yürütülmesi esas haline gelmiştir. Bu minvalde haklar üzerindeki işlemler, kayıtların tutulduğu kurumlar aracılığıyla kayıtlarda yapılan değişiklikler yoluyla gerçekleştirilmektedir¹⁶⁸. Bu kayıtların kurucu ya da açıklayıcı etkiyi haiz olduklarına ilişkin iki farklı yaklaşım mevcuttur.

Kayıtların kurucu etki taşıdığı yönündeki yaklaşıma göre, kaydi hakların doğumu da kayıt işlemi ile gerçekleşmekte ve böylelikle kayıtların tutulduğu sicile aleniyet ve güven işlevi kazandırılmış olmaktadır¹⁶⁹. Kayıtların açıklayıcı etki taşıdığı yönündeki yaklaşım uyarınca ise hakkın ortaya çıkması veya sona ermesi, kayıttan bağımsız olarak gerçekleşmekte, hak üzerinde herhangi bir tasarruf işlemi gerçekleştikten sonra kayıt sisteminde yapılan değişiklik açıklayıcı etkiyi haiz olmaktadır¹⁷⁰.

Türk Hukuku'nda ise sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi ile ilgili ilk yasal düzenleme 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa¹⁷¹ 4487 sayılı Kanun¹⁷² ile eklenen 10/A maddesi ile getirilmiştir¹⁷³. Bu hüküm SerPK¹⁷⁴ yürürlüğe girdikten sonra mülga edilmiş ve yerine gelen SerPK m. 13 hükmü ile sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesine ilişkin şu anda yürürlükte olan esaslar da belirlenmiştir.

borçlanma senetleri için getirilen düzenleme ile devlet borçları sicili tesis edilmesi daha önceki bir tarihe tekabül ettiğinden kavramın ilk ortaya çıkışının Almanya'da olduğu söylenebilir (ayrıntılı bilgi için bkz. Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**, s. 43-44).

¹⁶⁸ Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 336-337.

¹⁶⁹ MANAVGAT Çağlar, **“Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları”**, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2001, C.50, S.2, s.161; ÖZER Işık, **“Kaydi Değer ve Merkezi Kayıt Kuruluşu Açısından Kaydi Değerlerin İşleyişi”**, Prof. Dr. Turgut Akıntürk’e Armağan, Ankara, 2008, s. 799.

¹⁷⁰ Manavgat, **“Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları”**, s. 165 vd.

¹⁷¹ R.G. T. 30.07.1981, S. 17416.

¹⁷² R.G. T. 18.12.1999, S. 23910.

¹⁷³ Manavgat, **“Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları”**, s. 160. Esasında daha önce 3182 Sayılı Bankalar Kanunu (R.G. T. 02.05.1985, S. 18742) m. 33 tahtındaki, yedek akçelere karşılık gelen tutarın devlet tahvili hesabına yatırılması ilişkin hüküm ile daha sonra iptal edilen 558 sayılı Kanun Hükmünde Kararname (R.G. T. 27.06.1995, S. 22326) ile 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa getirilen m. 22 (n) bendi kaydi sistemin ilk uygulamalarını oluştursalar da bu hükümler kalıcı olmamıştır.

¹⁷⁴ R.G. T. 30.12.2012, S. 28513.

Bu esaslar uyarınca, kaydileştirilen sermaye piyasası araçları MKK¹⁷⁵ tarafından elektronik ortamda kayıt altına alınmakta ve izlenmektedir.¹⁷⁶ Kayıtların tutulmasında temel işlevlerin bir kısmını ise MKK üyesi kuruluşlar olan aracı kuruluşlar (aracı kurumlar ve bankalar), ihraççılar ve merkezi takas kuruluşları (İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.) yerine getirmektedir. Bu kuruluşlar, MKK ile sermaye piyasası araçlarının malikleri arasında etkileşimi ve iletişimi sağlayarak söz konusu araçların konu olduğu işlemlerin gerçekleştirilmesini sağlamaktadır.

MKK nezdinde tutulan kayıtların hukuki mahiyetine ilişkin olarak, öğretide kayıtların kurucu veya açıklayıcı etkiyi haiz olduğuna ilişkin görüşler mevcuttur. Kayıtların kurucu nitelikte olduğu yönünde görüş bildiren yazarlara göre 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu m. 13, f. 5 hükmü¹⁷⁷ uyarınca hakların doğumu ile MKK nezdindeki kayıtlar doğrudan ilintilidir.¹⁷⁸ Ancak öğretilde baskın görüş, pozitif hukukta kaydi sistemdeki kayıtların kurucu olduğuna ilişkin herhangi bir hüküm tesis edilmiş olmaması, kayıtların tutulduğu sicile herhangi bir güven ve aleniyet fonksiyonu atanmış olmaması, sermaye piyasası araçlarının kaydi sistem dışında da birtakım hukuki işlemlere konu olması açısından herhangi bir sınırlama bulunmaması nedenleriyle MKK nezdinde tutulan kayıtların açıklayıcı nitelikte olduğu yönündedir.¹⁷⁹ Biz de aynı doğrultuda, MKK nezdinde paylara bağlı hakların doğumu ve hukuki işlemlere konu olması bakımından kayıtların, kapalı anonim ortaklıklardaki pay defteri uygulamasına benzer şekilde yorumlanması gerektiğini ve bu kayıtların anonim ortaklık pay sahipliği özelinde, pay sahipliğinden doğan hakların ortaklık ve üçüncü kişilere karşı ileri sürülmesinde açıklayıcı bir etkiye sahip olduğu şeklinde yorumlanması gerektiğini düşünüyoruz.

¹⁷⁵ Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik (R.G. T. 07/08/2014, S. 29081); Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ (R.G. T. 07/08/2014, S. 29081).

¹⁷⁶ KARASU Rauf, “**Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Nama Yazılı Payların Devrinin Sınırlandırılması**”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XII, S. 1-2, 2008, s. 135.

¹⁷⁷ 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu m. 13, f. 5: “*Kayden izlenen sermaye piyasası araçları üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesinde MKK'ya karşı yapılan bildirim tarihi esas alınır*”. SerPK m. 13, f. 5: “*Kayden izlenen sermaye piyasası araçları üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesinde, MKK'ya yapılan bildirim tarihi esas alınır*”.

¹⁷⁸ TURANBOY Asuman, “**2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na 4487 Sayılı Kanunla Eklenen 10/A Maddesine Göre Kaydi Değer Düzenlemesi**”, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.48, S.1-4, 1999, s. 50 vd.

¹⁷⁹ TEKİNALP Ünal, “**Nama Yazılı Kaydi Payların Devrinde Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kayıtlarının Etkisi ve Niteliği**”, Prof. Dr. Tahir Çağa'nın Anısına Armağan, İstanbul, 2000, s. 543; Manavgat, “**Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları**”, s. 181; Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s. 328; Özer, “**Kaydi Değer ve Merkezi Kayıt Kuruluşu Açısından Kaydi Değerlerin İşleyişi**”, s. 799.

Ortaklıklar hukukunun tabi olduğu mevcut kanun hükümlerine ve hukuk uygulamasına göre, kaydileştirme uygulamasının kaynağını SerPK ve buna bağlı ikincil mevzuat oluşturmaktadır. Bu durumun doğrudan bir sonucu olarak ise kaydi sisteme tabi olan payların, SerPK hükümlerine tabi olan ortaklıkların ihraç ettiği paylar ile sınırlı olması durumu ortaya çıkmaktadır.¹⁸⁰

Sermaye piyasası mevzuatına göre, payları halka arz edilip borsada işlem gören ortaklıkların paylarının kaydi sisteme tabi olacağı açıktır. Peki aynı kanuni gereklilik, pay sahibi sayısı beş yüzü geçen ve bu nedenle SerPK m. 16 uyarınca halka açık ortaklık statüsünde sayılan şirketler için de geçerli olacak mıdır? Bu konuya ilişkin olarak öğretide hem olumlu hem de olumsuz olmak üzere iki yaklaşımı ileri süren görüşler mevcuttur. İlk yaklaşıma göre, pay sahipleri sayısına bağlı olarak halka açık olma statüsüne ilişkin getirilen kanuni varsayım istisnai bir düzenlemedir ve bu ortaklıkların ne payları fiilen halka açıktır ne de borsada işlem görmektedir. Bu bakımdan, söz konusu paylar için kaydi sistem ile amaçlanan fiziksel saklamadan doğan sakıncaların giderilmesi ihtiyacı bulunmadığı gibi bu payların yüksek bir tedavül hacmi de bulunmamaktadır.¹⁸¹ Diğer yaklaşıma göre ise, kanundaki kaydileştirme ilkeleri çerçevesinde pay sahibi sayısı nedeniyle de halka açık sayılan ortaklıklar için de kısıtlayıcı bir değerlendirme yapılmamalı bu ortaklıkların da paylarının kaydi sisteme tabi olacağı kabul edilmelidir.¹⁸²

Kanaatimizce, söz konusu iki farklı yaklaşım, pay sahiplerinin sayısı dolayısıyla halka açık sayılan ortaklıklara ilişkin olarak SerPK m. 16, f. 2 hükmü ile birlikte değerlendirilmelidir. Nitekim pay sahibi sayısı 500'ün üzerine çıkan ortaklıklar için en geç iki yıllık süre içinde payların borsada işlem görmesi için başvuru yapılması gerekmektedir. Aksi halde ise, SPK'nın re'sen alacağı karar ile ortaklığın halka açık

¹⁸⁰ Tekinalp, **Nama Yazılı Kaydi Payların Devrinde Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kayıtlarının Etkisi ve Niteliği**, s. 539; Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 334.

Ayrıca bkz. SerPK m. 3 (e) bendi uyarınca halka açık anonim ortaklık, kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar, halka açık ortaklık olarak tanımlanmıştır. Çalışmanın kapsamı bakımından kaydileştirme prensipleri konusundaki açıklamalar, yalnızca anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan payları bağlamıyla sınırlıdır ve ihraççılar tarafından çıkarılan diğer sermaye piyasası araçlarını kapsamamaktadır.

¹⁸¹ Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 335; Özer, **"Kaydi Değer ve Merkezi Kayıt Kuruluşu Açısından Kaydi Değerlerin İşleyişi"**, s. 805; Tekinalp, **Nama Yazılı Kaydi Payların Devrinde Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kayıtlarının Etkisi ve Niteliği**, s. 540.

¹⁸² ÜNAL Mücahit, **Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi**, Ankara: Adalet, 2011, s. 199-200; Manavgat, **"Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları"**, s. 178.

statüsü sona erdirilmektedir. Hal böyle iken, bu tür ortaklıkların ihtiyari ya da zaruri olarak kaydi sisteme tabi oldukları yönündeki bir yorum, sermaye piyasası hukukuna özgü sayılabilecek ve bu bağlamda öngörülen ve yerine getirilmesi gerekli olabilecek prosedürler bakımından uygulanacak bir *usul ekonomisi*.¹⁸³ perspektifinden yerinde ve verimli bir yaklaşım olmayacaktır. Zira SerPK m. 16 kapsamına giren bir ortaklığın nihai statüsü en fazla iki yıllık bir süre içinde belirlenmiş olacak ve bu doğrultuda payların kaydi sisteme tabi olup olmayacağı hususu da netleşecektir. Bu bakımdan kanaatimizce, pay sahibi sayısı nedeniyle halka açık sayılan ortaklıklarda, kaydi sistemin derhal uygulanmaması gerektiği ve şayet ortaklık gerekli süreçleri tamamladıktan sonra payları borsada işlem gören şirket statüsüne geçerse kaydi sistem esaslarının uygulanması gerektiği yönünde bir değerlendirme yapmak amaca daha uygun bir yorum olacaktır.¹⁸⁴ Kaldı ki, SerPK m. 16 ile Seri VII.128-1 numaralı Pay Tebliği m. 48 hükümleri birlikte yorumlandığında, söz konusu şirketlerin paylarının, bu paylar ancak borsada işlem gören nitelik kazandıktan sonra kaydi sisteme tabi olması gerekeceği yönünde bir sonuca ulaşmak mümkündür.

Son olarak, payları borsada işlem gören bir ortaklığın paylarının yalnızca işlem gören kısmının değil, tüm paylarının kaydi sisteme tabi olduğunu belirtmek gerekir. Öğretide *Manavgat*, 2944 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu m. 10/A bağlamında kaleme aldığı makalesinde bir ortaklığın paylarının iki farklı sisteme tabi olmasının yaratacağı sakıncalardan bahsederek kaydi sistemin payların tümüne uygulanması gerektiği yönünde görüş bildirmiştir.¹⁸⁵ SerPK ve ilgili ikincil mevzuatın yürürlüğe girmesiyle birlikte ise bu yaklaşımın kanuni bir temele de oturduğu söylenebilir. Nitekim SPK tarafından yayımlanan Seri VII.128-1 numaralı Pay Tebliği m. 48 uyarınca payları borsada işlem gören ortaklıklar tarafından ihraç edilen payların

¹⁸³ Esasen medeni usul hukukunun ilkelerinden birisi olan usul ekonomisi, yasalarda öngörülen düzenlemeler çerçevesinde yargılamanın kolaylaştırılması, gereksiz giderlerin ve kaynakların verimsiz biçimde harcanmasının engellenmesini ve bu kapsamda usuli işlemlerde “basitlik”, “hızlılık” ve “ucuzluk” sağlanmasını amaçlayan bir prensibi ifade eder (bkz. YILMAZ Ejder, “**Usul Ekonomisi**”, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 57, S. 1, 2008, s. 244-245). Ancak biz burada usul ekonomisi kavramını sermaye piyasası hukuku bağlamında kullanıyoruz. Zira medeni usul hukukuna özgü kavramlar olan dava ve takip işlemleri açısından usul kuralları ve bunların uygulanışı etkin bir yargılama sürecinin sağlanmasında oldukça önemlidir. Aynı şekilde sermaye piyasası hukukunda da halka arz, payların kaydileştirilmesi vb. işlemler çoğunlukla uzun ve maliyetli süreçleri gerektirmektedir. Bu bakımdan medeni usul hukukundaki usul ekonomisi kavramının bir izdüşümünün sermaye piyasası hukuku bağlamında da kullanılabileceğini düşünüyoruz.

¹⁸⁴ Benzer yönde bkz. Aka, **Hamiline Yazılı Pay Kavramı ve Hamiline Yazılı Paylar Üzerindeki Hukuki İşlemler**, s. 81

¹⁸⁵ *Manavgat*, “**Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları**”, s. 179

kayden izlenmesinin esas ve zorunlu olduğu düzenlemesi getirilmiştir. Bu kapsamda, halihazırda payları kayden izlenen bir ortaklığın paylarının yalnızca borsada işlem göre kısmının değil, tamamının kaydi sistem esaslarına tabi olduğu açıktır.

E) Payın Çeşitli Görünümleri

1) Nakit Karşılığı Çıkarılan Pay / Ayın Karşılığı Çıkarılan Pay

Anonim ortaklığın sermayesinin nakit ve ayından oluşabildiğinden hareketle, sermayeyi oluşturan paylar da nakit karşılığı pay veya ayın karşılığı pay olarak nitelendirilir.¹⁸⁶ Sermaye şirketlerinde, şirketin üstlendiği borçlar bakımından pay sahiplerinin sorumluluğu kural olarak taahhüt ettikleri ve/veya ödedikleri sermaye tutarı ile sınırlı olduğu için, sermayenin yapısı ve ne şekilde ödendiği konusu anonim ortaklığın temel işlevi açısından önem arz etmektedir.¹⁸⁷

Kuruluştaki veya sermaye artırımında, bir pay sahibinin kendi sermaye payı için taahhüt ettiği tutar, nakdi bir birim olarak belirlenmişse, bu sermayeye karşılık çıkarılan paylar nakit karşılığı pay olarak ifade edilir.¹⁸⁸ Bu şekilde çıkarılan payların karşılığında ortaklığa ödenmiş olan, objektif değeri herhangi bir tereddüde yol açmayacak nakit bir tutar vardır. Dolayısıyla nakit karşılığı çıkarılan payın, nesnel olarak ortaklığın malvarlığını etkili biçimde yansıtan bir araç olduğu ifade edilmektedir.¹⁸⁹ TTK m. 344 hükmü gereğince, kuruluş ya da sermaye artırımı sırasında nakit olarak taahhüt edilen sermayenin en az yüzde yirmi beşinin peşin olarak ödenmesi zorunludur. Geri kalan miktar ise en geç tescili takip eden 24 ay içinde ödenebilir.

Ortaklık sermayesi olarak pay sahibi tarafından nakit değer dışında bir varlık taahhüt edildiğinde ise ayın karşılığı sermaye söz konusu olur ve bu sermayeyi temsil etmesi için çıkarılan paylar ayın karşılığı pay olarak nitelendirilir.¹⁹⁰ Genel olarak aynı sermaye olarak taahhüt edilebilecek öğelerin ekonomik değere sahip olması, parasal bakımdan değerlendirilebilir olması ve devredilmesine ilişkin olarak hukuki ya da fiili bir

¹⁸⁶ Manavgat (Kırca/ Şehirali Çelik), **Anonim Şirketler Hukuku**, C. 1, s. 344; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s.35.

¹⁸⁷ Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 228; Manavgat (Kırca/ Şehirali Çelik), **Anonim Şirketler Hukuku**, C. 1, s. 344; Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s. 278.

¹⁸⁸ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 773; Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1703.

¹⁸⁹ Manavgat (Kırca/ Şehirali Çelik), **Anonim Şirketler Hukuku**, C. 1, s. 345.

¹⁹⁰ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1703-1704; Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 228.

engel bulunmaması gerekmektedir.¹⁹¹ (bkz. TTK m. 342). Ayni sermaye olarak taahhüt edilen ögelerin, ortaklık esas sermayesine yansıtılacak parasal karşılıklarının tespit edilmesi için, şirket merkezini bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesi eliyle bir bilirkişi atanması ve bu ögelerin değerinin¹⁹² belirlenmesi gerekmektedir.

TTK bağlamında payın nakit karşılığı veya ayın karşılığı olarak çıkartılmasına engel herhangi bir sınırlama olmamasına rağmen, SerPK'ya tabi olan ortaklıklar¹⁹³ ile kuruluş ve işleyişleri çeşitli düzenleyici kurumların iznine ve gözetimine tabi olan birtakım ortaklıklar¹⁹⁴ için payların nakit karşılığı çıkarılması zorunluluğu mevcuttur.

Son olarak, eTK döneminde, ayın karşılığı çıkarılan payların, tescilden itibaren iki yıl boyunca devredilemeyeceğine dair bir hüküm mevcuttu. TTK ile söz konusu hükme karşılık gelen herhangi bir kural ihdas edilmediği için, pozitif hukukta ayın karşılığı çıkarılan paylar için böyle bir kısıtlama bulunduğundan söz etmek mümkün değildir.

2) Oydan Yoksun Pay Kavramı

TTK m. 434, f. 2 hükmü gereğince, her pay sahibinin en az bir oy hakkına sahip olduğu hükmüne rağmen, dogmatik hukuk öğretisinde oy hakkı bulunan pay ve oy hakkı bulunmayan pay kavramlarının hala incelendiğine tanık olmak mümkündür.¹⁹⁵ Bunun sebebi 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu m. 14/A tahtında yer verilen oydan yoksun paylara ilişkin çerçeve hüküm ve bu minvalde çıkarılan ve fakat

¹⁹¹ Manavgat (Kırca/ Şehirali Çelik), **Anonim Şirketler Hukuku**, C. 1, s. 351. Bu kriterlere uyması kaydıyla, TTK m. 127'de tahdidi olmaksızın sayılan ögeler arasında alacaklar, kıymetli evrak, fikri mülkiyet hakları, taşınır ve taşınmaz mallar, kişisel emek, ticari itibar bulunmaktadır.

¹⁹² Bu prosedür ile belirlenmesi amaçlanan husus *fiyat* değil *değer*dir. Değer bir şeyin öze ilişkin olarak taşıdığı objektif özelliklerinin bir toplamı olarak yorumlanabilirken fiyat, bir üçüncü kişinin o şeyden yararlanmak için elden çıkarmayı göze aldığı para miktarı olarak tanımlanabilir. Konu ile ilgili detaylı açıklamalar için bkz. ERTUĞRUL Murat, “**Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış**”, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C. 3, S. 2, Ekim 2008, s. 146 vd.

¹⁹³ Örn. SerPK m. 12, f. 1 hükmüne göre ihraç edilen payların nakit karşılığı çıkarılması zorunludur. Aynı şekilde SerPK m. 49, f. 1/c hükmü gereği yatırım ortaklıkları, SerPK m. 60, f. 2 hükmü gereği ipotek finansmanı kuruluşları, SerPK m. 65, f. 2/c hükmü gereği borsalar ve piyasa işleticileri için aynı zorunluluk getirilmiştir.

¹⁹⁴ Örn. 5684 sayılı Sigortacılık Kanunu'na (R.G. T. 14.06.2007, S. 26552) tabi olarak kurulan sigorta şirketleri ile reasürans şirketleri, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'na tabi bankalar ile 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring, Finansman ve Tasarruf Finansman Şirketleri Kanunu'na ((R.G. T. 13.12.2012, S. 28496) tabi şirketler için payların nakit karşılığı çıkarılması zorunluluğu mevcuttur.

¹⁹⁵ Birçok farklı yazar yerine bkz. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 775 vd.; Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1704 vd.; Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s. 278; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s.37.

halihazırda mülga olan I/36 sayılı tebliğdir.¹⁹⁶ Ne TTK ne de SerPK tahtında bu tür bir etki doğuracak düzenleme bulunduğu için pozitif hukuk bağlamında oydan yoksun pay kavramının bulunmadığı ifade edilebilir. Peki TTK’da birkaç maddede¹⁹⁷ oydan yoksun paylardan bahsedilmesi bu değerlendirmeyi değiştirebilecek nitelikte midir? Kanaatimizce bu soruya verilecek yanıt olumsuzdur. Zira mezkûr maddelerin mahiyeti, ortaklıkların bölünmesi, birleşmesi ve tür değiştirmesiyle ilgilidir. Bu konular ise doğası itibariyle yeni kurulan şirketlerle değil, belli bir süredir varlığını devam ettiren şirketlerle ilgilidir. Dolayısıyla, kanun koyucunun bu hükümlerde 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu yürürlükteyken eTK’ya göre kurulmuş ortaklıkların birleşme, bölünme veya tür değiştirme işlemlerine tabi olmaları durumunda, önceki mevzuat hükümlerine göre çıkartmış olabilecekleri oydan yoksun paylar hakkında düzenleme yaptığı yorumu bağdaştırıcı bir çözüm olacaktır.¹⁹⁸

3) İtibari Değer ve İtibari Değerden Yoksun Pay Kavramı

Anonim ortaklıklar hukuku bağlamında itibari değer, payın esas sermayenin tümüne oranla temsil ettiği ve pay sahipliği haklarının kullanımında¹⁹⁹ ölçüt teşkil eden değeri ifade eder. Anonim ortaklık payının hak ve borç kaynağı olarak tezahür ettiği olgu²⁰⁰, payın itibari değeri aracılığıyla sermaye borcunun miktarını, malvarlıksal haklar ile yönetim katılım haklarının kullanılmasındaki yetki alanını ve ölçeği belirlemek gibi işlevleri yerine getirmektedir.²⁰¹

Dogmatik hukukta kural olarak payların itibari değeri haiz olması şarttır ve bu değer en az bir kuruluş ve katları olarak belirlenebilir.²⁰² Bu koşul TTK m. 476, f. 2

¹⁹⁶ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 775.

¹⁹⁷ Bkz. TTK m. 140, f. 3, TTK m. 146, f. 1/c, TTK m. 167, f. 1/c ve TTK m. 183, f. 1

¹⁹⁸ Bu yaklaşıma getirilebilecek bir eleştiri ise 6103 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanun ((R.G. T. 14.02.2011, S. 27846) m. 22 bağlamında, eTK döneminde ihdas edilmiş ve esas sözleşme hükümlerinin, TTK’nın yürürlüğe girmesinden itibaren 12 ay içinde uyumlu hale getirilmesi bağlamında olabilir. Zira TTK’nın yürürlükte olduğu pozitif hukuk anlamında oydan yoksun paylara ilişkin hükümlerin TTK’ya uyumlu hale getirilerek esas sözleşmelerden kaldırılmış olması gerekirdi. Ancak kanun koyucunun uygulamada yaşanacak aksaklıkları ve gecikmeleri göz önünde bulundurarak özellikle birleşme, bölünme ve tür değiştirme durumlarında payların dönüştürülmesine ilişkin muhtemel durumlarda çözüm oluşturmak için bu hükümleri tutmasının bilinçli bir tercih olduğu da düşünülebilir.

¹⁹⁹ Kendigelen, **İntifa Hakkı**, s. 7; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 38.

²⁰⁰ Birinci Bölüm, I/B/3.

²⁰¹ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 779.

²⁰² Payların itibari değerinin ülke parası ile gösterilmesi gereklidir bkz. Göksoy, **Anonim Ortaklıkta Payın Rehni**, s. 35; Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 33 dn. 17.

İsviçre hukukunda yapılan mevzuat değişikliği ile 1 Ocak 2023 itibariyle payın itibari değerini yabancı para ile belirlemek mümkün hale gelmiştir (bkz. İsviçre Borçlar Kanunu m. 621, f. 2 (Loi fédérale

hükmü ile, söz konusu ilkeye aykırı olarak çıkartılan payların geçersiz olacağı şeklinde yaptırıma bağlanmış ve bu şekilde çıkartılmış olabilecek paylardan dolayı zarar görenlere karşı, işlem tesis edenler için müteselsil sorumluluk öngörülmüştür. İlkenin getirilmesindeki temel amaç, sermayenin korunması ve dürüst resim ilkeleri ile doğrudan ilintidir. Bu şekilde, gerçekte karşılığı bulunmayan bir sermaye değerinin esas sözleşme altında sermaye tutarı olarak gösterilmesini engellemek ve böylelikle alacaklılar da dâhil olmak üzere finansal tabloların dürüst resim ilkesine göre ortaya çıkmasında menfaati olan tüm kişilerin korunması amaçlanmıştır²⁰³.

Kurala bazı durumlarda istisna tanınmıştır. Bu durumlardan ilki SerPK m. 50, f. 2 ve aynı doğrultuda SerPK m. 51 tahtında değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının paylarının itibari değerleri bulunmayacağı yönünde getirilen düzenlemedir. Değişken sermayeli yatırım ortaklığının mahiyeti ve tanımı²⁰⁴ gereği bu istisna, itibari değer altında pay çıkarılamayacağı ilkesi ve bu ilke ile korunması amaçlanan menfaatler ile çelişmez.

Kurala getirilen ikinci istisna ise SerPK m. 12, f. 2 hükmünün dayanak teşkil ettiği Seri VII.128-1 numaralı Pay Tebliği m. 18 vd. hükümleri ile SerPK m. 18, f. 5 hükmünde düzenlenen kayıtlı sermaye sistemi dâhilindeki pay ihraçlarına ilişkin olarak getirilmiştir. Buna göre, payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklara, payların itibari değeri ile piyasa veya defter değeri arasında, itibari değer

complétant le Code civil suisse art. 621 para. 2); YÜCE Aydın Alber, “İsviçre Anonim Şirketler Hukuku Revizyon Tasarısının Şirket Sermayesi ve Paylar Bakımından Getirdiği Bazı Yenilikler” Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 12, S. 2, Aralık 2017, s. 58 vd.). 2022 yılı sonu itibariyle Türkiye’de faaliyet gösteren yabancı ortak sermayeli şirketlerin sayısı 20.135 olarak rapor edilmiştir (bkz. <https://www.dunya.com/is-dunyasi/turkiyede-gecen-yil-kurulan-yabanci-ortak-sermayeli-sirket-sayisi-zirve-yapti-haberi-683520> (erişim tarihi 1 Mart 2023)). Türkiye’de de yabancı sermayeli ortaklıkların sayısı ve faaliyetlerin yoğunluğu göz önünde bulundurulduğunda, benzer bir yasal düzenlemenin ulusal ortaklıklar hukuku uygulamasına katkı sağlayacağı aşikardır.

²⁰³ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 777a.

²⁰⁴ Kavram SerPK m. 50’de “(...) sermayesi her zaman net aktif değerine eşit olan yatırım ortaklığı (...)” olarak tanımlanmaktadır. Bu durumda, ortaklığın paylarının herhangi bir itibari değeri bulunmaması ve varlıkların net aktif değerinin, şirket sermayesi ile etkileşimde temel parametre olarak belirlenmesi tutarlı bir yaklaşımdır. Aksi takdirde payların gerçek piyasa değeri ile esas sözleşme altında belirlenen itibari değerleri arasında bir uyumsuzluk olacaktır. Bu durum ise kurumun temel niteliği ile bağdaşmayan bir sonuç ortaya çıkartırdı. Ayrıntılı bilgi için bkz. MÜNYAS Turgay, “**Türk Sermaye Piyasasının Yeni Kolektif Yatırım Kuruluşu: Değişken Sermayeli Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı’nın Yapı, İşleyiş ve Faaliyet Esasları Üzerine Bir İnceleme**”, Maliye ve Finans Yazıları, C. 1, S. 107, 2017, s. 147-160.

lehine bir fark olması durumunda, itibari değerin altında fiyatla pay çıkarma imkânı tanınmıştır.²⁰⁵

Esas sözleşmede hüküm bulunması veya bu yönde bir genel kurul kararı alınması koşuluyla payın itibari değerinden fazla bir bedel karşılığı, yani primli veya *agiolu* pay çıkartılması da mümkündür.²⁰⁶ Örneğin 5 TL itibari değere sahip bir pay için bir esas sözleşme hükmü veya genel kurul kararıyla 8 TL ödenmesi gerektiği kararlaştırılırsa, ödenen 8 TL'nin 5 TL'si esas sermayeyi teşkil edecek, geri kalan 3 TL ise ihraç primi veya *agio* olarak kaydedilerek yedek akçelere eklenecektir.²⁰⁷

İtibari değer sistemi, ortaklık paylarının ve dolayısıyla ortaklığın gerçek malvarlığının detaylı bir analiz yapılmaksızın belirlenememesi sorununu beraberinde getirmektedir.²⁰⁸ Çünkü ortaklık paylarının piyasa değeri ve/veya gerçek değeri ne olursa olsun, esas sözleşmede sabit bir tutar bulunmaktadır. Bu tarz sorunlardan kaçınmak için İngiltere, İtalya, ABD, Belçika ve Lüksemburg gibi bazı ülkeler itibari değeri olmayan pay kavramına mevzuatlarında yer vermişlerdir. Bu yolla paylara

²⁰⁵ Getirilen bu istisnai düzenlemeler, sermayenin korunması ilkesine aykırılık teşkil ettiği gerekçesiyle *Tekinalp* tarafından sert şekilde eleştirilmiştir (bkz. *Tekinalp* (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 777b). *Tekinalp*, SPK'ya verilen izin yetkisini “*eller yakacak yetki*” olarak nitelendirmekte ve bu şekilde bir düzenlemenin getirilmesinin temel sebebinin muhtemelen ‘*ABD uygulaması etkisinde kalan SPK yöneticilerinin yarattığı etki*’den kaynaklandığını ifade etmektedir. Kanaatimizce, bu tarz dogmatik hukuk kaidelerinden ayrılan ve bunlara esaslı istisnalar getiren hükümlere genellikle sermaye piyasası hukukunda rastlanması tesadüf değildir. Zira çağdaş sermaye piyasası hukuku pratiklerinin birçoğu, Anglo-Amerikan hukuk sistemlerinde gelişmiş ve diğer hukuk sistemlerine yayılmış ya da buralardaki benzer pratikleri etkilemiştir. Hukuk felsefesi bağlamında, Kıta Avrupası Hukuk sistemine görece yabancı olan Hukuki Pragmatizm ve Hukukun Ekonomik Analizi gibi akımların bu pratikler üzerindeki yoğun etkileri yadsınmaz. Dolayısıyla, dogmatik hukuk ilkelerine getirilen istisnai nitelikteki unsurların özellikle sermaye piyasası hukukunda görülmesi bu eklektik anlayışın sonucu olabilir. Çalışma konusundan fazla sapmamak adına, çalışmanın genel akışında arızı bir açıklama içeren parantezi burada kapatmayı uygun buluyoruz. Kavramlar hakkında daha detaylı bilgi için bkz. DIAMOND Peter A., “*Posner’s Economic Analysis of Law*”, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, C. 5, S. 1, Bahar 1974, s. 294-300; LANDES William M. / POSNER Richard A., “*The Influence of Economics on Law: A Quantitative Study*”, *The Journal of Law & Economics*, C. 36, S. 1, Bölüm 2, John M. Olin Centennial Conference in Law and Economics at the University of Chicago, Nisan 1993, s. 385-424; KARARMAZ Furkan, **Hukuki Pragmatizmin Temel Unsurları**, Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Kamu Hukuku Bölümü (yayımlanmamış doktora tezi), Antalya, 2017; ÖZKAN Sezal Çınar, “**Pragmatizm Hukuka Ne Önerbilir**”, Hacettepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 7, S. 1, Haziran 2017, s.312-331; TÜRKBAĞ Ahmet Ulvi, “**Hukuk ve Ekonomi Anlayışı ya da Hukukun Ekonomik Analizi**”, *Hukuk Felsefesi ve Sosyolojisi Arkivi*, 8. Kitap, Ed. Hayrettin Ökçesiz, İstanbul, İstanbul Barosu Yayını, 2003, s. 58-68. Kavramın eleştirisi için bkz. DÜLGER Muzaffer, **Hukuka Ekonomik Yaklaşımın Toplumsal Dayanakları**, İstanbul: On İki Levha, 2020, s. 315 vd.

²⁰⁶ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1715; bu kavrama ilişkin “başabaş değerin üstünde bedelli paylar” ifadesi için bkz. *Tekinalp* (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 778.

²⁰⁷ Belirtmek gerekir ki payların itibari değerden yüksek bir fiyata üçüncü bir kişiye satılması durumunda primli paydan bahsetme imkânı yoktur; primli pay ancak ortaklık tarafından çıkarılırken bir esas sözleşme hükmüne veya genel kurul kararına dayanılarak yapılan itibari değeri aşan ödeme durumunda söz konusu olur.

²⁰⁸ Lefebvre, **Mémento Pratique, Droit Des Affaires, Sociétés Commercial**, s. 447

ilişkin olarak değer karışıklıklarının ve yanlışlarının önleendiği ve ortaklık alacaklarının güvenliğinin sağlandığı ifade edilmektedir.^{209, 210}.

4) Adi Pay / İmtiyazlı Pay

Payın, esas sermayenin bir parçası olma mahiyetinden²¹¹ doğan sonuçlardan birisi de ortaklıktaki pay sahipliği mevkiinden doğan hakların, payların esas sermaye içinde teşkil ettikleri nispi tutara göre oransal olarak kullanılmalarıdır. Oransallık ilkesi olarak nitelendirilen bu kavram, nispi eşitlik (eşit işlem) ilkesiyle doğrudan ilintilidir ve haklardan yararlanma ile sermayeye katılma arasındaki ilişkinin sınırlarını belirlemektedir.²¹² İşte bu nispi eşitliğin, *standart*tan ya da *normalden* farklılaşan bir esas sözleşme düzenlemesi yoluyla ortadan kaldırılması durumunda imtiyazlı pay kavramı ortaya çıkmaktadır. Bu minvalde, TTK m. 478 uyarınca imtiyazlı pay²¹³, bir esas sözleşme hükmü vasıtasıyla adi paya göre daha üstün haklar sağlayan pay türü olarak tanımlanmaktadır.²¹⁴.

²⁰⁹ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1716; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 780.

²¹⁰ İtibari değer kavramını yumuşatan bir kavram olarak *parça pay* kavramı hakkında açıklamalar için bkz. Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1717; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 780a.

²¹¹ Bkz. Birinci Bölüm, I/B/1.

²¹² KARAHAN Sami, **Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması**, İstanbul: Kazancı, 1991, s. 42; ERDEM H. Ercüment, “**Türk İsviçre Hukuklarında Eşit İşlem İlkesi**”, İsviçre Borçlar Kanunu’nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku’nun Türk Ticaret Hukuku’na Etkileri, İstanbul: Vedat, 2009, s. 396.

²¹³ İmtiyazlı pay kavramının tarihsel olarak ortaya çıkışında genellikle, Birinci Dünya Savaşı’ndan sonra ortaya çıkan aşırı enflasyonist dönem ve bu dönemin ekseninde meydana gelen gelişmelere yaygın olarak atıf yapılmaktadır. Buna göre, daha önceleri şirketlerin sermaye çekmesinde teşvik edici bir unsur işlevine sahip olan imtiyazlı paylar, sonraki dönemde yurtiçi pay sahiplerinin menfaatlerini ve haklarını yabancı sermaye sahiplerine karşı koruma aracına dönüşmeye başlamıştır. Bu dönüşümün temel sebebi ise savaş sonrası dönemdeki koşulların ortaya çıkarttığı hiper-enflasyon şartlarının, para birimleri değer kaybeden ülkelerin şirketlerine önemli miktarda yabancı sermaye akışının başlaması ve bu sermaye akışından yararlanmak isteyen yerli pay sahiplerinin, şirket üzerindeki hakimiyetlerini muhafaza edebilmek için özellikle oy hakkında imtiyazlı paylara başvurmalarıdır. Daha sonra bu uygulama bir istismar aracına dönüşmüş ve sonraki dönemde özellikle oy hakkında imtiyazın çeşitli kısıtlamalara tabi olması sonucunu getirmiştir (ayrıntılı bilgi için bkz. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 784; Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1718-1719). Bununla birlikte imtiyazlı pay kavramının ilk ortaya çıkışına ilişkin olarak 16. yüzyılın ikinci yarısında İngiltere’ye ve 1639 yılında Hollanda’ya işaret edilmektedir. Ancak imtiyazlı payların fiili anlamda kayda değer bir kavram olarak ortaya çıkması ve kullanılması, 1830’lu yıllarda, bir demiryolu şirketi olan “Baltimore and Ohio Railroad Company” esas sözleşmesindeki hükümler yoluyla gerçekleşmiş ve kavram hukuk tarihi gelişimi içerisinde kısa sayılabilecek 100 yıllık bir dönemde hemen hemen bugünkü anlamına yakın bir duruma gelmiştir. Kavramın Almanya ve İsviçre uygulama literatürüne girmesi de yine demiryolu faaliyetleriyle uğraşan ortaklıkların finansman ihtiyacı neticesinde gerçekleşmiş konuya ilişkin ilk uygulamalar Almanya’da 1857 yılında, İsviçre’de ise 1864 yılında tespit edilmiştir (detaylı bilgi için bkz. Karahan, **Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması**, s. 7 vd.).

²¹⁴ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 784; ARICI Fatih, “**İmtiyazlı Paylar**”, Yürürlüğünün 7. Yılında ve Yargıtay Kararları Işığında Türk Ticaret Kanunu Sempozyumu –III-

Söz konusu üstün hak kavramının barındırdığı üstünlük mefhumundan ne anlaşılması gerekir? Bu kavramın işaret ettiği niteliğin hiyerarşik bir üstünlüğü değil, adi paya göre niteliksel ve niceliksel olarak daha fazla haktan yararlanılma kabiliyetini ifade ettiği belirtilmektedir²¹⁵. İsviçre hukukunda da üstünlük kavramına benzer bir anlam (*konotasyon*) yüklenmiş ve imtiyazlı pay kavramı, özellikle malvarlığı haklarına ilişkin bağlamda adi paylara nazaran ayrıcalık yaratan pay olarak tanımlanmıştır²¹⁶.

İmtiyazlı payların çıkarılması için, kuruluşta veya sonradan yapılacak bir esas sözleşme tadili ile bu yönde bir esas sözleşme hükmü tesis edilmesi şarttır; ortaklık uygulaması içinde yerleşik bir uygulama veya bir genel kurul ya da yönetim kurulu kararı ile paylar arasında bir farklılık yaratmak mümkün değildir²¹⁷. Bu durum, imtiyazlı pay çıkarılması uygulamasının eşit işlem ilkesi ile ilişkisinin belirgin hale geldiği noktadır. Zira adi paylar ile imtiyazlı paylar arasındaki fark, imtiyazın esas sözleşme ile belirlenmesi yoluyla objektif bir nitelik kazanmakta ve farklı pay türlerini elinde bulunduran pay sahiplerine farklı koşul ve hükümlerin uygulanması mümkün olmaktadır²¹⁸. Aynı minvalde, söz konusu farkın sadece belirtilmesi yeterli değildir; imtiyazın hangi konuda ne gibi bir farklılık yarattığı, yani imtiyazın mahiyeti de tereddüde yer vermeyecek şekilde açıkça belirtilmelidir²¹⁹.

TTK sistematğinde imtiyaza konu olabilecek hakların nicelikleri konusunda bir ayrıma gidilmemiş olmasına rağmen²²⁰, imtiyaza konu olabilecek hakların pay

(Tebliğle ve Tartışmalar) 18 Ekim 2019, İstanbul: On İki Levha, 2020, s. 155. Kavramın, “*özel kategori pay*” olarak farklı biçimde adlandırılması için bkz. İmregün, **Anonim Ortaklıklar**, s. 331 vd.

²¹⁵ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1719; bkz. TTK Gerekçe m. 480 metninde de bu husus açıkça ifade edilmiştir: “(...) *Tasarının 478 inci maddesinin ikinci fıkrası hükmünde kullanılan “üstün” sözcüğüne hiyerarşik üstünlük anlamı verilmemelidir. Bu sözcük imtiyazlı payların adı paylara nazaran daha fazla paysahipliği hakları sağladığını ifade eder. (...)*”

²¹⁶ Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 574. Ayrıca işletmenin belirli bir kısmının (örneğin bölünmeye tabi olabilecek belirli bir işkolunun) mali performansına göre temettü veya tasfiye payı üzerinde daha fazla hak tanıyan “actions traçantes”, “tracking stocks” veya “targeted stocks” kavramı hakkında açıklamalar için bkz. Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 574-575.

²¹⁷ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 782; Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1721; KENDİGELEN Abuzer, “**İmtiyazlı Paylar**”, 40. Yılında Türk Ticaret Kanunu, İstanbul: Hukuk Fakültesi Yayınları, 1997, s. 195.

²¹⁸ Karahan, **Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması**, s. 44.

²¹⁹ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1721-1722. Örneğin kâr payına ilişkin bir imtiyaz yaratılması durumunda, imtiyazlı payın kâr payındaki üstünlüğü nasıl kullanacağı (dağıtılabilir kârın belli bir yüzdesinin öncelikle imtiyazlı pay sahiplerine dağıtılması gibi) objektif ve açık bir biçimde belirlenmelidir.

²²⁰ Bkz. TTK m. 478, f. 1 hükmü “kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı *gibi* haklar”dan ifadesini genişletici yoruma müsait biçimde kullanılmaktadır.

sahipliğine.²²¹ ilişkin olması gerektiğini işaret edilmiştir. Bu bakımdan imtiyaza konu olabilecek hakların, oy hakkı, kâr payı hakkı, tasfiye payı hakkı, yönetim kurulunda temsil edilme hakkı gibi özellikle yönetim ve malvarlığına ilişkin haklar olduğu söylenebilir.²²² Bu haller dışında imtiyaz yaratılmasına ilişkin kanuni sistematik içindeki temel esaslara uygun olmak kaydıyla farklı imtiyazlar oluşturulması da mümkündür. Bu tür imtiyazlar arasında, belirli bir grup için azınlık haklarının kullanılmasının koşulu olan pay yüzdesinin düşürülmesi²²³ veya belirli genel kurul kararlarının alınmasında veto hakkı getirilmesi²²⁴ (her ne kadar öğretide ağırlıklı olarak bu tür haklar imtiyaz olarak değil pay sahipleri arasında düzenlenmiş akdi yetersayı düzenlemeleri olarak değerlendirilse de) gösterilebilir. Bu çerçevede veto haklarının hukuki niteliğine ilişkin analizde, söz konusu haklar bakımında dolaylı veto hakkı tanıyan esas sözleşme hükümleri ile doğrudan veto hakkı tanıyan esas sözleşme hükümleri ekseninde ikili bir ayrıma gidilmektedir.²²⁵ Buna göre bir kararın alınması için belirli bir paya veya pay grubuna ilişkin olumlu oyun arandığı durumlar doğrudan veto hakkı olarak nitelendirilmektedir.²²⁶ Buna karşın bir karara ilişkin kanunda öngörülen yetersayılarının ağırlaştırılması yoluyla belirli pay sahiplerinin olumlu oyu olmaksızın karar alma imkanının kısıtlanması ise dolaylı veto hakkı olarak nitelendirilmektedir.²²⁷ Bu bağlamda hem dolaylı hem de doğrudan veto haklarının

²²¹ Bkz. TTK m. 478, f. 1 hükmündeki “veya kanunda öngörülmemiş yeni bir *paysahipliği* hakkıdır” ifadesi. Bu noktada, TTK Gerekeçe m. 478, f. 2 hükmünde yer verilen imtiyazın esasen malvarlığı haklarına tanınabileceğine ilişkin ifade ışığında idari haklar bakımından imtiyaz tanınmasına kural olarak cevaz verilmediği yönünde bir argüman akla gelebilir. Ancak belirtmek gerekir ki TTK m. 478, f. 2 ile m. 479 hükümlerinde öngörüldüğü üzere oy hakkı veya TTK m. 360, f. 1 hükmünde öngörüldüğü üzere yönetim kurulunda temsil edilme hakkı da dahil olmak üzere çeşitli durumlarda mali hak teşkil etmeyen hususlar için de imtiyaz tanınması imkânı mevcuttur. Her ne kadar gerekçe metni, kanun hükümlerinin yorumunda yararlanılan araçlardan birisi olsa da bu hükümlerin doğrudan bir parçası olmadığı için bağlayıcılık teşkil etmez. Dolayısıyla, gerekçe metnindeki bu ifadeye rağmen mali haklarla birlikte idari haklar bakımından da imtiyaz tanınabileceğini ifade etmek gerekir.

²²² Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1722.

²²³ İmregün, **Anonim Ortaklıklar**, s. 337.

²²⁴ Karahan, **Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması**, s. 53

²²⁵ DURAL H. Ali, **Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulunun Kilitlenmesi ve Hukuki Sonuçları**, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayımlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 2005, s. 107 vd.; BALTALI Candemir, **Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunda Temsil Edilme İmtiyazı**, İstanbul: On İki Levha, 2019, s. 101.

²²⁶ KENDİGELEN Abuzer, **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, İstanbul: Beta, 1999, s. 302; YÜKSEL Sinan, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Bölümü (yayımlanmamış yüksek lisans tezi), İstanbul, 2003, s. 101; ALTAY Anlam, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler**, İstanbul: Vedat, 2009, s. 495.

²²⁷ Dural, **Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulunun Kilitlenmesi ve Hukuki Sonuçları**, s. 109; Altay, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler**, s. 496.

imtiyaz düzenlemesi olarak kabul edilip edilmeyeceği konusunda öğretide bir fikir birliği bulunmamaktadır²²⁸.

Peki “*doğrudan paya bağlı olmayan*” haklara ilişkin getirilen ayrık düzenlemelerin imtiyaz olarak nitelendirilemeyeceğine ilişkin görüş²²⁹ karşısında, esas sözleşmeye yansıtılmış öncelik, önalım ve gerialım hakları gibi düzenlemeler, eğer bu haklar örneğin bir pay grubuna hasredilmiş ise, imtiyaz teşkil ederler mi? Öğretideki, esas olarak bu tarz hükümlerin paya bir üstünlük bahşetmekten ziyade devir şartları bakımından külfet getirdiği gerekçesiyle bu konuya olumsuz yanıt verilmektedir.²³⁰ Bu tür hakların hukuki mahiyeti ve anonim ortaklık düzeni içindeki yeri ilerleyen bölümlerde detaylı olarak inceleneceği için burada kapsamlı açıklama yapmaktan kaçınıyoruz; fakat bu tarz hükümlerin kategorik olarak bir pay grubuna üstünlük sağlayıp sağlamadığının tespitinin peşinen yapılmasının mümkün olmadığı kanaatindeyiz. Dolayısıyla, esas sözleşmede bu yönde hükümlerin tesis edildiği ve ilgili hükümlerin pay sahipliği hakkı olarak yorumlanabildiği durumlarda, bu hükümlerin söz konusu paylara daha yüksek bir değerlendirme sağlayabileceği kanaatinde olduğumuzu belirtmekle yetiniyoruz.^{231, 232}

*Pay kavramının görünüm biçimlerinden bir tanesinin de kavramın temsil ettiği pay sahipliği mevki olduğuna daha önce değinmiştik*²³³. İşte bu anlamın doğrudan bir

²²⁸ Veto haklarının imtiyaz hakkı olarak kabul edilmemesi gerektiği ancak bunların müktesap hak olarak kabul edilmesi gerektiği yönünde bkz. Dural, **Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulunun Kilitlenmesi ve Hukuki Sonuçları**, s. 116 ve s. 122; Genel kurulda belirli bir pay grubuna bağlanan veto hakkının imtiyaz kabul edileceği fakat yönetim kurulu nezdinde tanınan bir veto hakkının, imtiyazın kavramsal olarak ancak pay gruplarına bağlanabileceği gerekçesiyle imtiyaz olarak kabul edilmemesi gerektiği yönünde görüş için bkz. Altay, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler**, s. 497-498; Belirli pay ve pay gruplarına verilen veto hakkının imtiyaz olarak nitelendirilmesi gerektiği hakkında görüş için bkz. Baltalı, **Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunda Temsil Edilme İmtiyazı**, s. 103. Söz konusu hakların imtiyaz kabul edilip edilmemesine ilişkin değerlendirmenin sonuçları bu çalışmanın kapsamını aşacağından, bu konudaki farklı görüşlere değinmekle yetiniyoruz. Hakların imtiyaz olarak kabul edildiği varsayımında, ilgili esas sözleşme hükümlerinin tadiline ilişkin usul hakkında detaylı bilgi için bkz. HAMAMCIOĞLU Esra, **Anonim Ortaklıklarda Esas Sözleşme Değişikliği**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayımlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 2011, s. 252 vd.

²²⁹ Bkz. Kendigelen, **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, s. 32; Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1723-1724.

²³⁰ TEOMAN Ömer, **Yaşayan Ticaret Hukuku: Hukuki Mütalaalar**, C. 1, Kitap 4, İstanbul: Kazancı, 1995, s. 11-12; KARAYALÇIN Yaşar, **Özel Hukukta Meseleler ve Görüşler**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1983, s. 111, Kendigelen, **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, s. 33; Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1728; ARICI, “İmtiyazlı Paylar”, s. 157.

²³¹ Bkz. İkinci Bölüm, III/D/2/c.

²³² Aynı yönde bkz. ve karşı. Karahan, **Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması**, s. 53

²³³ Bkz. Birinci Bölüm, I/B/2.

sonucu olarak, pay sahibinin imtiyazlı haklardan yararlanabilmesi kural olarak sahip olduğu *paya* tanınmış olan imtiyazdan kaynaklanır. Başka bir deyişle, kural imtiyazın pay sahibinin kişiliğinde değil payın kendisinde hasıl olmasıdır.²³⁴ Kuralın istisnası ise, TTK m. 360'ta düzenlenen yönetim kurulunda temsile ilişkin imtiyazın payın niteliğine ilişkin değil, pay sahibinin haiz olduğu niteliklere bağlı olarak tanınması durumudur. Buna göre, “*özellik ve nitelikleriyle belli bir grup oluşturan pay sahiplerine*” yönetim kurulunda temsil için genel kurulu bağlayıcı aday gösterme hakkı verilebileceği düzenlenmiştir.²³⁵ Bu durumda, esas sözleşme ile yönetimde temsil konusunda üstün haklarla donatılmış farklı pay grupları bulunmasa bile, salt birtakım pay sahiplerinin taşıdığı nitelikler çerçevesinde, o pay sahiplerinin yönetimde temsil bakımından ayrıcalıklı bir statüsü söz konusu olabilmektedir.²³⁶ Böyle bir düzenlemenin haricinde, *paya* ve o payı elinde bulunduran kişilere değil de pay sahipliği sıfatını doğrudan takip etmeyecek biçimde belirli kişilere tanınan çeşitli haklar (örn. bir pay sahibine esas sözleşme değişikliklerini veto etme hakkı veya ömür boyu murahhas yönetim kurulu üyeliği ya da şirket tesislerinden yararlanma hakkı verilmesi) imtiyaz mahiyetinde değildir. Zira bu durumda üstün hak *paya* ya da pay sahipliğine değil, pay sahibinin kişiliğine bağlanmıştır ve bu tür düzenlemelerin sözleşmesel hak niteliğinde oldukları kabul edilmektedir.²³⁷

TTK'nın genel çerçevesi içinde imtiyazlı pay çıkarılmasına ilişkin herhangi bir kısıtlama olmamasına rağmen, kanuna sonradan 6335 sayılı Kanun²³⁸ ile eklenen bir madde ile, sermayesinin yarısından fazlası kamu tüzel kişileri ile kanunda tanımlandığı şekliyle kamu ile ilişkisi bulunan diğer kuruluşlara ait olan anonim ortaklıklarda ve

²³⁴ Karahan, **Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması**, s. 20; Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1701; Kendigelen, **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, s. 26. Ayrıca bkz. TTK Gereke m. 478, f. 1.

²³⁵ Nitelikleri itibarıyla bir grup oluşturan ve bu şekilde imtiyaz tanınan pay sahiplerine ait payların, bağlı nama yazılı pay olarak devir kısıtlamalarına tabi olması gerektiği, aksi halde payları devralan kişilerin imtiyaz grubuna ilişkin gerekli nitelikleri taşıyıp taşımadıklarının tespit edilemeyeceğinden imtiyazdan yararlanamayacakları konusunda bkz. Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1726.

²³⁶ ETK döneminde paydan bağımsız olarak belirli pay grupları için imtiyaz tesis edilebileceğine ilişkin açık hüküm bulunmamasıyla birlikte, öğretide bu minvalde bir uygulamanın mümkün olduğu eTK döneminde de kabul edilmekteydi (bkz. Karahan, **Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması**, s. 22 vd.; Kendigelen, **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, s. 214; Tekil, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 300; Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 101; İmregün, **Anonim Ortaklıklar**, s. 337). Bu yaklaşım aynı şekilde Yargıtay uygulamasında da kabul edilmekteydi (bkz. Yarg. 11. HD., T. 15.03.1982, E. 4735, K. 1061; Yarg. 11. HD., T. 08.10.1993, E. 1992/6626, K. 1993/6317).

²³⁷ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 789. Ayrıca söz konusu hakların *kişiyeye sıkı sıkıya bağlı hak* olma ve mirasla geçmemeleri gibi özelliklerine dair açıklamalar ve karşılaştırmalar için bkz. Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1725.

²³⁸ R.G. T. 30.06.2012, S. 28339

sermaye payına ilişkin aynı durumun mevcut olduğu iştiraklerinde, üçüncü kişilere ait olan diğer paylar üzerinde imtiyaz tesis edilmesi imkânı ortadan kaldırılmıştır.²³⁹

5) Bedelli Pay / Bedelsiz Pay

Payın çeşitli görünüm biçimlerine ilişkin bir diğer ayırım ise bedelli pay / bedelsiz pay ayırımıdır. Esasen, bu nitelendirme semantik olarak okuyucuyu yanlış bir sonuca yönlendirebilir. Zira bedelsiz pay diye bahsedilen pay türünün gerçek anlamda karşılığında bir değer ödenmeyen veya bulunmayan bir tür olarak nitelendirmek doğru bir yaklaşım olmayacaktır. Şöyle ki, tanım olarak bir anonim ortaklığın çıkarttığı payların özkaynaklarda halihazırda bulunan tutarı (örn. yedek akçeler veya yeniden değerlendirme fonu) temsil edecek şekilde oluşturulması durumunda *bedelsiz* ya da *gratis* diye tabir edilen paylar söz konusudur; bu payların taahhüt ve/veya ödeme yoluyla çıkarılması durumunda ise bedelli paylar oluşmaktadır.²⁴⁰ Ancak esasında bedelsiz diye nitelenen payların bir bedeli mevcuttur, tek fark bu bedelin payların çıkartılma anında taahhüt edilmesi veya ödenmesi değil, ortaklığın özkaynaklarına daha önceden sermaye yedekleri ve sair yollarla eklenmiş olmasıdır.²⁴¹ Dolayısıyla bedelli ve bedelsiz paylar arasında fiili olarak tek farklılık, payların bedellerinin ödeme zamanıyla ilgilidir. Bedelsiz paylar söz konusu olduğunda da aslında pay sahipleri daha önceden ortaklıkça kendilerine ödenmesi gereken tutardan bir anlamda feragat etmiş ve bu tutarları ortaklık bünyesinde bırakmışlardır. Sermaye artırımı sırasında yapılan işlem, bu tutarlar ile yeni çıkarılan pay bedelleri arasında bir tür mahsuplaşmadır.

²³⁹ Bkz. TTK m. 478, f. 4: “Sermayesinin yarısından fazlası tek başına veya birlikte; Devlet, il özel idaresi, belediye ve diğer kamu tüzel kişileri, sendikalar, dernekler, vakıflar, kooperatifler ve bunların üst kuruluşlarına ait anonim şirketlerde ve bu şirketlerin aynı oranda sermaye payına sahip oldukları iştiraklerinde; bunların sahip oldukları paylara tesis edilebilecek imtiyazlar hariç olmak üzere, diğer paylara, belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine, belirli pay gruplarına ve azlığa bu Kanunda düzenlenen herhangi bir imtiyaz tesis edilemez. Bu hüküm, payları borsada işlem gören anonim şirketlere, 5411 sayılı Kanunun 3 üncü maddesinde tanımlanan kredi kuruluşlarına ve finansal kuruluşlara uygulanmaz.”

²⁴⁰ Aytaç, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri*, s. 89; Guyon, *Droit des Affaires, Droit commercial général et Sociétés*, s. 470.

²⁴¹ Tekinalp (Poroy/Çamoglu), *Ortaklıklar Hukuku I*, K.N. 808.

II) ANONİM ORTAKLIK BAKIMINDAN OPSİYON KAVRAMI VE OPSİYON SÖZLEŞMESİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ, GÖRÜNÜMÜ VE EKONOMİK İŞLEVİ

A) Opsiyon Kavramı

1) Kavramın Tanımı ve Tanıtılması

Opsiyon kavramı, Latince *seçmek, dilemek, arzu etmek* anlamlarına gelen *opto*²⁴² veya *seçmek, ayırmak* anlamlarına gelen *optio, optare*²⁴³ kelimesinden Fransızca ve İngilizce dillerine *option* olarak geçmiş ve Türkçede bu dillerin etkisiyle *opsiyon* sözcüğünün ifade ettiği bir kavram olarak hasıl olmuştur²⁴⁴. Bu bakımdan opsiyon kavramı, içkin olarak çeşitli alternatifler²⁴⁵ arasından seçim yapma özgürlüğünü ya da kudretini işaret eder. Bu özgürlük ya da kudretin kullanılması ise, çoğu zaman sonradan vakıf olunacak bir bilgi ya da veriye bağlı olacağı için, geleceğe ilişkin bir belirsizlik içeren durumlarda opsiyon kavramı özellikle önem kazanır²⁴⁶.

Opsiyon kavramının çalışmamızda ilgili bağlamı oluşturduğu görünüm biçimi olan opsiyon hakkı ise, çok çeşitli hukuki ilişkilerde uygulama alanı bulan bir kavramdır. Söz konusu hukuki ilişkiler satış sözleşmesinden, kira sözleşmesine kadar oldukça geniş bir yelpazede başvurulmuş hukuki işlemleri kapsamaktadır²⁴⁷. Opsiyon hakkına ilişkin tarafların bir düzenlemeye gitmelerinin altında yatan temel sebep ise, opsiyon hakkına konu olan unsurun gelecekte daha pahalı veya daha ucuz olacağına ilişkin beklentidir. Salt pahalılık veya ucuzluk nitelendirmesi, kavramın ortaya çıkışındaki esas neden bakımından fazla basite indirgemeci bir yaklaşım gibi görünebilir. Fakat opsiyon hakkının kullanılmasına ilişkin oldukça kompleks

²⁴² MORWOOD James, *Pocket Oxford Latin Dictionary*, Oxford University Press, 2001, s. 95.

²⁴³ KABAAĞAÇ Sina / ALOVA Erdal, *Latince Türkçe Sözlük*, İstanbul: Sosyal, 1995, s. 411; BRACH Marion A., *Real Options in Practice*, New Jersey: John Wiley & Sons, 2002, s. 1.

²⁴⁴ KIRCA İsmail, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2000, s. 36.

²⁴⁵ CORBIN Arthur L., “*Option Contracts*”, *The Yale Law Journal*, C. 23, S. 8, Haziran 1914, s. 641.

²⁴⁶ AMRAM Martha / KULATILAKA Nalin, *Real Options: Managing Strategic Investment in an Uncertain World*, Boston: Harvard Business School, 1999, s. 5; Brach, *Real Options in Practice*, s. 1.

²⁴⁷ BAK Başak, “*Borsa Opsiyon Sözleşmesi*”, *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 2009, Sayı:64-4, s. 47. Bununla birlikte Anglo-Amerikan hukuk sistemlerinde, Kıta Avrupası sisteminden farklı olarak ölüme bağlı tasarruflar bakımından da opsiyon haklarının uygulama alanı bulmasına ilişkin olarak bkz. Bak, *Borsa Opsiyon Sözleşmesi*, s. 47, dn. 12 ve orada anılan yazarlar; ayrıca bkz. AKBULAK Yavuz, *Hissedar Koruma Sigortası ve Çapraz Opsiyon Sözleşmesi İngiltere Uygulaması*, (Çevrimiçi <https://legal.com.tr/blog/genel/hissedar-koruma-sigortasi-ve-capraz-opsiyon-sozlesmesi-ingiltere-uygulamasi>, erişim tarihi 18 Aralık 2022).

düzenlemelere başvurulsa bile, temelde yatan neden çoğunlukla tek boyutludur: söz konusu hukuki işlemin kurulmasına ilişkin karar ileri bir tarihe ertelendiğinde, elde edilecek avantaj veya uğranacak zarar bakımından belirsizlik azalmakta ve işlemin sonuçları daha açık biçimde öngörülelebilmektedir. Bu yönüyle opsiyon hakkının ortaya çıkışının temelinde belirsizliği ve dolayısıyla riski azaltma amacı vardır.²⁴⁸ Opsiyon hakkı sahibi, düşük bir prim bedeli karşılığında, gelecekteki fiyat dalgalanmalarına veya kişisel saiklerle işlemi yapıp yapmama iradesinde meydana gelebilecek değişikliklere karşı bir korunma elde etmekte ve bu düzenlemeden dolayı üstlenmesi gereken potansiyel maliyet, opsiyon primi miktarı ile sınırlı olmaktadır.²⁴⁹ Her ne kadar kavramın ortaya çıkışının temelinde riskten korunma saiki bulunsa da opsiyon hakkının, özellikle sermaye piyasaları alanında, riskten korunmanın yanı sıra kâr elde etme, kaldıraç etkisinden yararlanma ve arbitraj imkânından yararlanma işlevleri de mevcuttur.²⁵⁰

Kar elde etme işlevini bir örnek vasıtasıyla anlatmak gerekirse: borsada işlem gören bir anonim ortaklığın paylarına ilişkin satım opsiyonuna sahip bir kişiyi ele alalım. Opsiyon hakkı elde edildikten sonra, ilgili payın fiyatının yükselmesi durumunda, opsiyon hakkı sahibinin, vade tarihi geldiğinde, elindeki payları opsiyon fiyatı üzerinden satma hakkını kullanmayacağı varsayılabilir. Böylelikle satma opsiyonu sahibi, payları o tarihteki spot fiyat²⁵¹ üzerinden satarsa hem payın fiyatında meydana gelen artıştan kazanç sağlayacak, hem de kendisine ödenen opsiyon primi bedeli kadar fazladan kazanç elde etme imkânı elde edecektir.²⁵²

Kaldıraç etkisi ise, özellikle vadeli işlemler ve opsiyon piyasasında²⁵³ yapılan işlemlerde ortaya çıkmaktadır. Bu piyasada gerçekleştirilen türev işlemlerde, işlemlere

²⁴⁸ Amram / Kulatilaka, **Real Options: Managing Strategic Investment in an Uncertain World**, s. 7.

²⁴⁹ MARKHAM Jerry / GILBERG David, “**Stock and Commodity Options - Two Regulatory Approaches and Their Conflicts**”, Albany Law Review, C. 47, S. 3, 1983, s. 746.

²⁵⁰ YUMURTACI Gülçe, “**Opsiyon Sözleşmeleri**”, Sermaye Piyasasında Gündem, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, S. 121, Eylül 2012, s. 7; DURMUŞ Sezil, **Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Bölümü (yayımlanmamış yüksek lisans tezi), İstanbul, 2018, s. 35.

²⁵¹ Spot fiyat, bir varlığın tesliminin çok kısa süre içinde yapılacağı alım satımlarda ilgili varlığın piyasadaki o anki fiyatını ifade eder (bkz. ŞENOL Ömer Faruk, **Hukuki Açıdan Bankaların Tezgahüstü Piyasada Taraf Olduğu Türev İşlemler**, İstanbul: On İki Levha, 2017, s. 18, dn. 55 ve orada anılan yazarlar).

²⁵² Kar elde etme işlevi aynı zamanda spekülasyon işlevi olarak da nitelendirilebilir. Spekülasyon amacıyla işlem yapan taraflar dayanak varlığın ileride oluşacak fiyat farkından faydalanarak kâr elde etmeyi amaçlar (bkz. Şenol, **Hukuki Açıdan Bankaların Tezgahüstü Piyasada Taraf Olduğu Türev İşlemler**, s. 19).

²⁵³ Türkiye bağlamında Borsa İstanbul bünyesinde faaliyet gösteren Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası söz konusu işlemlerin gerçekleştiği piyasadır.

konu olan menkul kıymetlere ilişkin türev araçlar, bu araçlara bağlı varlıkların spot piyasadaki maliyetlerinden daha düşük fiyatlarda alınıp satılabilmektedir. Başka bir ifade ile daha düşük sermaye ile çok daha fazla sayıda menkul kıymetin konu olduğu işlem yapılabilmektedir. Dolayısıyla, türev araçların konu olduğu opsiyon işlemlerinde kaldıraç etkisi söz konusu olmaktadır.²⁵⁴

Arbitraj²⁵⁵ işlevi ise kaldıraç işlevi ile benzer şekilde spot piyasa ile türev araçlar piyasası arasında dayanak varlığın fiyatında oluşan farklılık durumunda söz konusu olabilir. Örneğin türev araçlar piyasasında bir varlığa ilişkin alım opsiyonunun, varlığın spot fiyatından daha düşük olması durumunda, söz konusu varlığın konu olduğu bir alım opsiyonunun satın alınması ve bu opsiyonun kullanılması suretiyle iktisap edilen varlığın spot piyasada daha yüksek bir bedel karşılığında satılması arbitraj fonksiyonunu açıklayan bir örnektir.

Ortaklıklar hukuku veya sermaye piyasaları alanındaki uygulamaların dışında günlük yaşamda da bu tür ilişkilerle sıklıkla karşılaşmaktadır. Örneğin bir havayolu şirketinden bilet alırken, o günkü fiyatın belli bir tarihe kadar sabitlenmesine ilişkin tüketiciye hak tanınması, aslında bir opsiyon hakkıdır. Havayolu taşımacılığında bilet fiyatları, talep ve arz unsurlarının temel parametreleri teşkil ettiği bir formüle göre değişken olarak belirlenmektedir.²⁵⁶ Başka bir ifade ile, uçuş tarihi yaklaştıkça genellikle bilet fiyatları yükselmektedir. Bu bakımdan belirli bir tarihte seyahat edip etmeyeceği belli olmayan bir yolcunun katlanması gereken maliyet, söz konusu belirsizlikten dolayı zaman geçtikçe artmaktadır. Fiyat sabitleme durumunda, havayolu şirketi, potansiyel müşteriye bileti belli bir tarihe kadar o günkü fiyattan satın alabilmesi için bir seçim hakkı tanımakta ve müşteri de bilet fiyatına oranla çok daha düşük bir ücret ödeyerek bu hakkı satın almaktadır.²⁵⁷ Biletin o fiyattan satın alınması için belirlenen gün geldiğinde, müşteri ya bu hakkı kullanarak bileti normalde o gün satın alsaydı ödeyeceği tutardan daha düşük bir tutara satın almakta ya da bu hakkı hiç kullanmayarak, seçim hakkı için ödediği maliyete katlanarak işlemi yapmaktan

²⁵⁴ AKALIN İlker Osman, **Hisse Senedi Üzerine Opsiyon Sözleşmeleri ve Türkiye Uygulaması**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasaları ve Borsa Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2006, s. 55

²⁵⁵ Arbitraj, farklı piyasalardaki fiyat farklarından yararlanarak bir dayanak varlığın ucuz olan mecradan alıp daha pahalı başka bir mecrada satılması suretiyle kâr elde edilmesi anlamına gelir (bkz. Şenol, **Hukuki Açıdan Bankaların Tezgahüstü Piyasada Taraf Olduğu Türev İşlemler**, s. 20).

²⁵⁶ Çam Ülker, **“Havayolu Taşımacılığı Piyasasının Teorik Analizi”**, Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C. 7, S. 14, 2016, s.718 vd.

²⁵⁷ SCOTT Robert E. / TRIANTIS George G., **“Embedded Options and the Case against Compensation in Contract Law”**, Columbia Law Review, C. 104, S. 6, Ekim 2004, s. 1431.

vazgeçmektedir. Bu örnekte, biletin belirli bir tarihe kadar sabit bir fiyattan satın alınması için tanınan seçim hakkı bir alım opsiyonu, bu seçim hakkı için ödenen tutar ise opsiyon primi niteliğindedir. Bu özelliği itibariyle opsiyon primi ile sigorta primi arasında bir paralellik kurulabilir; zira opsiyon primi karşılığında, opsiyon hakkı sahibi, hak konusu şeyin (uçak bileti) fiyatının gelecekte yükselmesi ihtimaline karşı bir koruma sağlamış olmaktadır.²⁵⁸ Benzer biçimde, örneğin bir televizyon satıcısının, her koşulda 30 gün içinde ücretsiz iade hakkı tanınmasında da satıcının alıcıya tanıdığı bir opsiyon hakkından bahsetmek mümkündür. Zira bu durumda, alıcı söz konusu ürüne ihtiyacı olup olmadığından veya ürünü beğenip beğenmeyeceğinden emin değildir. Satıcı ise, ürün iade edildiği takdirde, bu ürünü teslim alma, muayene etme ve muhtemelen daha ucuza geri satmaktan doğan maliyetlerden oluşan çeşitli borçlar altına girmektedir. Buna rağmen, alıcı elde ettiği iade hakkına karşılık olarak herhangi bir ek yükümlülük üstlenmemektedir. Bu durumda, bir *bedava opsiyon*dan bahsetmek mümkündür.²⁵⁹

Opsiyon hakkı birden fazla unsur içerdiği için, kavramın tanımı söz konusu unsurlardan hangilerinin vurgulanacağına göre farklılık arz edebilir. Bu bakımdan, öğretide opsiyon kavramını tanımlamak için çeşitli yazarlar birbirinden belirli noktalarda ayrılan nitelendirmeler yapmışlardır.

Kocayusufpaşaoğlu'na göre taraflar anlaşarak içlerinden birine, önceden aralarında kararlaştırdıkları şartlarla bir borç ilişkisini tek taraflı bir beyanla kurma hakkı vermişlerse opsiyon hakkından bahsedilebilir.²⁶⁰ *Kırca* ise opsiyon hakkını opsiyon sahibinin, prim olarak ifade edilen ve peşin ödenen bir bedel karşılığında belirli miktarda bir varlığı, belirli bir fiyat üzerinde ve yine belirli bir tarihte alma ya da satma hususunda serbesti tanıyan bir hak olarak tanımlamaktadır.²⁶¹ Öğretide konuyu inceleyen yazarlardan *Kırman* ise opsiyon hakkının doğrudan bir tanımını vermemekle birlikte opsiyon işlemini, belirli cinsten bir para, menkul kıymet, finansal araç veya emtianın satışı esasına dayalı olan ancak taraflardan birinin alım ya da satımı

²⁵⁸ Akalın, **Hisse Senedi Üzerine Opsiyon Sözleşmeleri ve Türkiye Uygulaması**, s. 4.

²⁵⁹ Scott / Triantis, **Embedded Options and the Case against Compensation in Contract Law**, s. 1431. Söz konusu örnekte, opsiyon hakkı olarak nitelenen hak ile Türk hukuku uygulamasında daha mutlak bir düzenleme olan sözleşmesel bir dönme hakkı tanınması durumları örtüşmektedir. Ancak kanaatimizce örtüşen bu iki durum bir çelişki yaratmamakta aksine birbirini destekleyen bir mahiyet arz etmektedir. Konunun dönme hakkı olarak yorumlandığı durumda, dönme hakkının bedava bir *cayma opsiyonu* olarak değerlendirilmesi mümkündür.

²⁶⁰ KOCAYUSUFPAŞAOĞLU Necip / HATEMİ Hüseyin / SEROZAN Rona / ARPACI Abdülkadir, **Borçlar Hukuku Genel Bölüm** – Birinci Cilt, 5. Tıpkı Bası, İstanbul: Filiz, 2010, s. 110

²⁶¹ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 36.

konu alan opsiyon hakkının kullanma konusunda ihtiyari bir yetki sahibi olduğu bir düzenleme olarak tanımlamaktadır²⁶². *Bak* tarafından kavrama getirilen bir başka tanıma göre opsiyon hakkı, hak sahibine tek taraflı bir irade beyanı ile, önceden belirlenmiş koşullara tabi olarak, bir edim talep etme, sözleşme kurma veya süresini uzatma yetkisi veren bir haktır²⁶³. *Yılmaz*'a göre ise opsiyon hakkı, tarafların bir sözleşme ile taraflardan birine önceden kararlaştırdıkları şartlarla ve tek taraflı bir beyanla kullanılmak üzere bir borç ilişkisi kurabilme yetkisi veren bir haktır²⁶⁴.

Kavramın çıkış noktası olan Anglo-Amerikan²⁶⁵ hukuk sistemindeki kurallar çerçevesinde konuyu inceleyen yazarlardan *Corbin*, opsiyonu tanımlarken, kavramın sözlük anlamı olan bir malın ya da ürünün, tümü belirli olan miktar, bedel ve zaman dilimi içinde teslimini talep etme ya da teslim etme hakkının belirli bir prim karşılığında tanındığı bir imtiyaz nitelendirmesine atıfta bulunmuştur²⁶⁶. Benzer şekilde *Markham ve Gilberg*, opsiyon hakkını, belli bir malın belirli bir zaman dilimi içinde belirli bir fiyattan satın alınmasına veya satılmasına ilişkin ihtiyari bir hak olarak nitelendirmiştir²⁶⁷.

Odaklandıkları unsurlar bakımından birtakım arızı farklılıklar içeren bütün bu tanımların aslında tek bir esaslı ortak noktayı işaret ettiği söylenebilir. Bu nokta, hak sahibinin bir hukuki işlemin meydana gelmesi üzerinde ihtiyari bir yetkiye sahip

²⁶² KIRMAN Ahmet, “Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu”, Prof. Dr. Ali Bozel’e Armağan, 1993, s. 716-717.

²⁶³ Bak, *Borsa Opsiyon Sözleşmesi*, s. 48.

²⁶⁴ YILMAZ Gülşah, “Opsiyon Sözleşmesi”, Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 14 S. 173-174, 2019, s. 308.

²⁶⁵ Anglo-Amerikan hukuk sistemi ile Fransa ve İtalya’da, Kıta Avrupası sistemine dahil diğer ülkelerden farklı olarak önerinin (icabın) bağlayıcılığı sözleşme hukukunun doğal ve varsayılan bir unsuru olmadığı ve karşı tarafa ulaştıktan sonra dahi icabın geri alınabilme imkânı bulunduğu için opsiyon hakkı kavramı önem kazanmıştır (bkz. BUZ Vedat, *Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar*, Ankara: Yetkin, 2005, s. 161; Bak, *Borsa Opsiyon Sözleşmesi*, s. 48; İtalyan hukukuna ilişkin olarak bkz. DE GIOIA-CARABELLESE Pierdomenico, “The Concepts of the Scottish (and Italian) Unilateral Promise and the English Unilateral Contract: Comparative Law Reflections on ‘Call Options’ and ‘Put Options’ in the light of the Jurisdictions of England, Scotland and Italy”, *European Business Law Review*, C. 22, S. 3, EULR2011018, s. 394). Bu durum belki de kavramın ilk olarak bu yaklaşımın egemen olduğu ülkelerde ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır. Bu bakımdan opsiyon hakkının birtakım mahkeme içtihatlarında “icabı geri almama taahhüdü” veya “mevcut bir sözleşmeye ek hak getiren ek bir sözleşme” ya da “tam olarak olgunlaşmış (somutlaşmış) olmayan tek taraflı bir icap” gibi tanımlamalar getirilmiştir (bkz. Corbin, *Option Contracts*, s. 644, dn. 14). Türk hukukunda ise önerinin bağlayıcılığı, önerinin hazırlar arasında yapılması, süreli olması vb. durumlara göre farklılık gösterse de kural olarak bir öneri karşı tarafta makul bir sürede kabul ya da reddedilene kadar geçerli sayılmaktadır (ayrıntılı bilgi için bkz. OĞUZMAN M. Kemal / ÖZ M. Turgut, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 21. Bası, C. 1, İstanbul: Vedat, 2023, s. 60 vd.).

²⁶⁶ Corbin, *Option Contracts*, s. 641, dn. 2.

²⁶⁷ Markham / Gilberg, “Stock and Commodity Options - Two Regulatory Approaches and Their Conflicts”, s. 742-743.

olmasıdır. Bu yetkinin tabi olduğu koşullar, hakkın mahiyeti ile hakkın tetikleyeceği hukuki işlemin mahiyetine göre farklılıklar (örn. hukuki işlemin kurulmasına ilişkin unsurlar, ödenecek karşılık, hakkın kullanılma zamanı vb.) gösterse de, opsiyon hakkı kavramını gerekli ve yeterli bir ölçüde nitelendiren tanımın temel unsurları, *bir hukuki ilişki üzerinde tasarruf yetkisinin, opsiyon hakkı sahibinin iradesine bağlı olması, bu iradenin kullanılma veya kullanılmama yetkisi üzerinde hak sahibinin tam yetkisinin bulunması ve bu yetkinin kullanılması yoluyla hukuki ilişkin üzerindeki etkinin doğrudan meydana gelmesi* olarak sıralanabilir. Opsiyon hakkı sahibi, kavramın mahiyeti itibarıyla hukuki ilişki üzerinde tasarruf yetkisine sahip aktif öznedir; dolayısıyla opsiyon hakkına konu olan hukuki ilişki üzerinde etki doğurmak için hukuki ilişkinin karşı tarafının irade beyanı dâhil herhangi bir eylemine ihtiyaç yoktur.²⁶⁸

Opsiyon hakkı sahibi, hakkın iktisap edildiği andan sonraki bir tarihte, ilgili hukuki işlem üzerinde tasarruf etmek için bir seçim hakkını elinde bulundurmaktadır ve bu seçim hakkını kullanıp kullanmama konusunda tamamen serbesttir.²⁶⁹ Bu durumun doğal bir sonucu olarak ise, opsiyon hakkına konu olan işlemin karşı tarafı, gelecekte ortaya çıkması muhtemel bir riski yüklenmekte, opsiyon hakkı sahibi ise bu riskin karşısındaki avantajı kullanma imkânını kazanmaktadır.²⁷⁰ Taraflar arasında gerçekleşen bu asimetrik risk ve avantaj pozisyonunu bağdaştırabilmek için ise, seçim hakkı karşılığında prim bedeli olarak – genellikle – bir miktar paranın ödenmesi öngörülmektedir.²⁷¹ Buna karşın, söz konusu karşılık tarafların arasındaki ilişkinin mahiyetine bağlı olarak somut bir değer olarak belirlenmiş olmayabilir. Genellikle taraflar arasında salt bir alım/satım gibi tekil bir işlemde ziyade daha kompleks bir ilişki söz konusu olduğunda, ilişkinin unsurlarının bütünü göz önünde

²⁶⁸ Kocayusufpaşaoğlu (Hatemi / Serozan / Arpacı), **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, s. 110. Ayrıca belirtmek gerekir ki, burada *hukuki işlem üzerinde etki* ifadesi ile kastedilen husus, opsiyon hakkının bahsettiği seçim hakkının kullanılması ile oluşan hukuki statükodaki değişim olup seçim hakkının kullanılması ile kurulması, yenilenmesi veya bozulması beklenen hukuki ilişkinin, karşı tarafça ifa edilmesi için gerekli eylemlere girilmesi veya girilmemesi değildir. *Corbin*'in de işaret ettiği gibi tüm hukuki ilişkiler bakımından karşı tarafın bir borcu ifa etme veya etmeme serbestisi vardır ancak bu serbestinin kullanılması sonucunda ortaya çıkan sonucun hukuka uygun veya aykırı olması başka bir meselenin konusudur (bkz. *Corbin, Option Contracts*, s. 641). Ancak bu seçimin sonucu ne olursa olsun opsiyon hakkının kullanılması veya kullanılmamasıyla birlikte hukuki ilişki bakımından bir değişiklik meydana gelmiş olur ve bu değişiklik karşı tarafın iradesinden bağımsızdır.

²⁶⁹ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 36.

²⁷⁰ Kırmızı, **Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu**, s. 717-718.

²⁷¹ De Gioia-Carabellese, “**The Concepts of the Scottish (and Italian) Unilateral Promise and the English Unilateral Contract: Comparative Law Reflections on ‘Call Options’ and ‘Put Options’ in the light of the Jurisdictions of England, Scotland and Italy**”, s. 382.

bulundurulduğunda, opsiyon hakkı karşılığının açıkça bir parasal değer ile belirlenmediği durumlar da söz konusu olabilmektedir.²⁷² Terminolojik olarak opsiyon hakkını tanıyan taraf “*opsiyon yazıcısı*” ya da “*opsiyon satıcısı*”, karşı taraftaki opsiyon hakkı sahibi ise “*opsiyon alıcısı*” terimleri ile anılmaktadır.²⁷³

2) Kavramın Tarihsel Gelişimi

a. Modern Dönem Öncesi Kökenler

Opsiyon teriminin, günümüzde teknik bir terimi ifade ettiği, bu bakımdan kullanım alanı geniş bir tabana yayılmayan bir kavram olduğu konusunda genel bir kanaatten söz etmek mümkündür. Fakat aslında kavramın kökenlerini, semavi dinlere ilişkin ilk kutsal kitap olduğu kabul edilen Eski Ahit’te dahi bulmak mümkündür. Bu örnek, kavramın en geç Antik Çağ’dan itibaren²⁷⁴, hatta paranın ticari işlemler için kullanılmasından daha önce, toplumsal yaşamda mevcut olan bir fenomen olduğunu göstermesi açısından dikkat çekicidir²⁷⁵. Eski Ahit’te geçen hikâyeye göre, M.Ö. 1728 yılında, o dönemki Mısır Firavununun rüyalarını yorumlayan Yusuf, yedi yıl sürecek tarımsal bir bolluk döneminden sonra yedi yıllık kuraklık ve kıtlık olacağını öngörerek, Mısır Firavununa sonraki yedi yıl boyunca hasat edilecek tarım ürünlerinin tümünü kıtlık zamanına hazırlık yapılması için depolamasını salık vermiştir. Opsiyon kavramının iptidai (*primitif*) bir kullanımını gösteren bu örnekte, opsiyon kavramına

²⁷² Bu duruma ilişkin en bariz örnekler, sermayeye katılmalı ortak girişim biçiminde kurgulanan şirket birleşme/devralma pratiğindeki pay devir sözleşmeleri ile pay sahipleri sözleşmeleri bağlamında ortaya çıkmaktadır. Bu tür işlemlerde genellikle yer verilen alım ve/veya satım opsiyonlarına ilişkin, opsiyon hakkı tanınan taraf, bu hakka karşılık belirli bir prim ödemesi yapmamakla birlikte, söz konusu opsiyonlar, işlemin genel yapısı içinde tarafların karşılıklı olarak üstlendikleri veya kazandıkları yükümlülükler ve alacak haklarını oluşturan unsurlar arasında yer almakta ve işlemin birçok unsurundan biri olarak işlem değerlemesinde yer almaktadır (Karş. ESİN İsmail G., **Birleşme ve Devralmalar**, 4. Bası, İstanbul: On İki Levha, 2021, s. 351).

²⁷³ Kırman, **Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu**, s. 718.

²⁷⁴ ROUILLER Nicolas, **International Business Law** - An introduction to the legal instruments and to legal environment of business from an international perspective, Schulthess Juristische Medien, 2015, s. 505, dn. 115.

²⁷⁵ Bu noktada çalışmanın metodolojisi bakımından bir hususa dikkat çekmekte fayda görüyoruz: Bu çalışmanın ana konusu, incelenen kavramların tarihi kökenleri ve arka planı olmamakla birlikte, kavramların açıklanmasında bütüncül bir yaklaşımı sağlamak için, söz konusu kavramların tarihi kökenlerine de – gerekli olduğu ölçüde – temas edilmektedir. Opsiyon kavramının antik kökenlerine ilişkin açıklama yapılan bu bölümde dinî bir metne yapılan atıf, bu metni salt tarihsel bir referans kaynağı olarak göstermek için değildir. Ancak, dinî metinlerde yer alan kaynaklardan elde edilen bilgilerin kültürel, tarihi ve toplumsal unsurların bir bileşeni olduğu kabul edilen bir olgudur (bkz. RUDOLPH Kurt / ALLES Gregory D., “**We Learn What Religion is from History: On the Relation between the Study of History and the Study of Religions**”, *Historical Reflections / Réflexions Historiques*, C. 20, S. 3, 1994, s. 360). Bu bakımdan söz konusu atfı, teolojik perspektiften tarihi bir kaynağa değil, o dönemdeki olaylar ve olgular bakımından toplumsal yaşamın emarelerinin sürülebileceği yazılı bir kaynağa yapılan atıf olarak değerlendirmek gerekir.

ilişkin karşısında önlem alınan risk kıtlık ve açlık tehlikesiyken, bu riske karşı alınan önlemin maliyeti (prim), tahılların saklanması için uygun depolama alanları yaratılması ve bunların muhafaza edilmesi için gereken masraflardır.²⁷⁶

Salt tarihi nitelikteki kaynaklarda opsiyon kavramının kullanımına ilişkin ilk örnekler M.Ö. 1800 ile 1500 yılları arasında tarihlenmektedir. Bu kayıtlara göre Fırat Nehri kıyısında, günümüzde Suriye'nin Irak sınırında yer alan bir antik kent olan Mari'de, tahıl ve metal gibi emtiaların alım-satımına ilişkin 20.000 civarında antik tablete rastlanmıştır.²⁷⁷

Antik Yunan'da Aristoteles, *Politika* adlı eserinde, Miletli filozof ve matematikçi Thales'in astronomi bilgisinden yararlanarak mevsimsel meteorolojik tahminlerde bulunabildiğini ve bu yolla sonraki hasat dönemindeki zeytin rekoltesi konusunda öngöründe bulunma kabiliyeti olduğundan bahsetmektedir. Bu kabiliyetten faydalanan Thales, bir sonraki hasat döneminde zeytin rekoltesinin ortalamanın çok üzerinde olacağını tahmin etmiş ve bu tahmini doğrultusunda hasat mevsiminden çok önce, ucuz bir fiyat karşılığında zeytinyağı üretimi için yüksek miktarda zeytin presi kiralamıştır. Hasat mevsiminde beklentisi doğru çıkan Thales, bu zeytin preslerini kiraladığı fiyatın üzerine bir kâr marjı koyarak başkalarına kiralamış ve bu süreç sonunda önemli bir miktarda bir kar elde etmiştir.²⁷⁸ Bu örneği çağdaş dönemdeki opsiyon kavramına ilişkin unsurlar ışığında değerlendirmek gerekirse, Thales'in üstlendiği risk bir sonraki hasat dönemindeki zeytin rekoltesinin belirsizliğine ilişkindir. Hasatın beklediği gibi olmaması durumunda, zeytin preslerini kiralamak için ödediği bedel (prim) boşa gidecek ve batık maliyet haline gelecektir.²⁷⁹ Ancak, rekolte Thales'in tahmin ettiği gibi çok verimli gerçekleşmiş ve çok ucuza mal ettiği zeytin preslerinden yararlanma hakkı konusundaki opsiyonunu kullanarak işlem den hatırı sayılır biçimde kar etmiştir.²⁸⁰

²⁷⁶ Brach, *Real Options in Practice*, s. 13.

²⁷⁷ Brach, *Real Options in Practice*, s. 13.

²⁷⁸ POITRAS Geoffrey, "The Early History of Option Contracts", Chapter 18 in W. Hafner and H. Zimmermann (eds.); Vincenz Bronzin's Option Pricing Models: Exposition and Appraisal, New York: Springer-Verlag, 2009, s. 4; Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 9; Akalın, *Hisse Senedi Üzerine Opsiyon Sözleşmeleri ve Türkiye Uygulaması*, s. 13; Bak, *Borsa Opsiyon Sözleşmesi*, s. 44; Durmuş, *Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 10.

²⁷⁹ Brach, *Real Options in Practice*, s. 13.

²⁸⁰ Aristoteles'in aktardığı anekdota göre, Thales'in bu işlemi gerçekleştirmesindeki temel motivasyonu zengin olmak ya da parasal kâr elde etmek değil, filozofların fakir bir hayat sürmek zorunda olmadıklarını kanıtlamaktır. Bu anekdot, ilgili varsayım doğru kabul edilirse, opsiyon hakkının riskten

17. yüzyıla gelmeden önce, Orta Çağ'da İtalya ve Almanya gibi dönemin finansal merkezlerinde opsiyon haklarına benzer unsurları içeren işlemlerin yapıldığına ilişkin kayıtlara rastlanılsa da²⁸¹, bu işlemler hakkında kapsamlı bilgi bulunmamaktadır²⁸².

b. Hollanda ve Anglo-Amerikan Hukuk Sisteminde

i. Hollanda

Avrupa'da gerçekleştirilen opsiyon işlemlerinin ilk örneği olarak 1600'lü yılların başında Amsterdam Borsası'nda Birleşik Doğu Hindistan Şirketi'nin²⁸³ pay senetlerini konu alan opsiyon ticareti gösterilmektedir²⁸⁴. Şirketin operasyon prensibi her bir sefer için hissedarlardan para toplanması ve sefer sonunda ithal edilen emtianın satılması ve kalan miktarın hissedarlara dağıtılmasına dayanıyordu ve başlarda oldukça karlıydı²⁸⁵. Zaman içinde şirketin operasyonlarının askeri ve ticari birçok faktörden etkilenmesiyle pay senedi fiyatlarında meydana gelen dalgalanmalardan dolayı, pay senetlerine bağlı opsiyonlar Amsterdam Borsası'nda oldukça popüler hale gelmişlerdir²⁸⁶.

Uygulaması nispeten sınırlı kalan Birleşik Doğu Hindistan Şirketi pay senedi opsiyonlarından sonra, Hollanda'da opsiyon işlemlerinin yaygınlık kazanması 1630'lu

korunma, kâr elde etme, kaldıraç etkisinden yararlanma ve arbitraj işlevlerinin dışında bir saikle kullanıldığı bir duruma ekonomi dışı bir örnek olarak gösterilebilir.

²⁸¹ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 9; GÜMÜŞELİ Saniye, **Döviz Kuru ve Faiz Oramı Risklerinden Korunma Teknikleri**, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği, 1994, s. 56.

²⁸² 1600'lü yılların başında Japonya'da tüccarların pirinç mahsullerine ilişkin alım hakkı içeren kuponları toprak sahiplerinden satın aldıklarına ilişkin kayıtlar mevcuttur. Buna göre, tüccarlar kuponlarda belirtilen miktarda ürünü merkezi bir Pazar yeri niteliğindeki *Shogunate* adı verilen mecrada alım hakkına sahip olmaktadır (bkz. Brach, **Real Options in Practice**, s. 13-14).

²⁸³ Flamanca aslı *Verenigde Oostindische Compagnie* olan adlandırmak *birleşik* olma özelliği, o dönem Hollanda'da önşirket (*voorcompagnie*) niteliğinde olan ve Asya'da gümüş, baharat gibi malların ticaretini yapan şirketlerin daha sonra Hollanda içinde artan rekabet ve İngiltere'nin de aynı pazarda faaliyet göstermeye başlaması karşısında birleşerek söz konusu şirketi teşkil etmesinden kaynaklanmaktadır (bkz. GELDERBLOM Oscar / DE JONG Abe / JONKER Joost, **"The Formative Years of the Modern Corporation: The Dutch East India Company VOC, 1602-1632"**, The Journal of Economic History, C. 73, S. 4, Aralık 2013, s. 1054)

²⁸⁴ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 10.

²⁸⁵ Gelderblom / De Jong / Jonker, **The Formative Years of the Modern Corporation: The Dutch East India Company VOC, 1602-1632**, s. 1053. Hatta hissedarların / yatırımcıların, bir sonraki seferden elde etmeyi bekledikleri kârı, belli bir bedel karşılığı satarak seferden önce gelir etme imkânı da mevcuttu.

²⁸⁶ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 10; PENEZOĞLU Yusuf Gökhan, **Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, Kazancı Yayınları, 1. Bası, 2004, s. 13. Pay senetlerine bağlı hem alım hem satım opsiyonları mevcut idi ve bunların vadeleri de genelde bir yıl ile sınırlıydı. Ayrıca bu opsiyonlar hamiline niteliği taşıyan senetlere bağlandıkları için opsiyon haklarının devri de mümkün olmaktadır.

yılların ortalarında başlayan *lale çılgınlığı* (*tulip-mania*) zamanında gerçekleşmiştir²⁸⁷. 17. yüzyılın başında Osmanlı topraklarından getirilen ve çeşitli üretim yöntemleri vasıtasıyla birçok farklı türü ortaya çıkan bu bitkiler, toplumdaki varlıklı kesim tarafından bir statü sembolü olarak büyük rağbet görmeye başlamış ve lalelere olan talep, lale arzının bir hayli üzerine çıkmıştır. Üretimi büyük ölçüde hava koşullarına ve mevsimsel iklime dayalı olan bu ürünlere bu kadar büyük talep olması, lale soğanlarının arzı üzerinde büyük bir belirsizlik yaratmış ve bu da lale soğanlarının alım ve satımına ilişkin opsiyon piyasasının doğmasına neden olmuştur²⁸⁸. Henüz toprak içinde olan ve sağlıklı biçimde hasat edilip edilemeyeceği belli olmayan lale soğanlarını, bir sonraki mevsim için alım ya da satma hakkı tanıyan opsiyonlar ortaya çıkmış, bu opsiyonlar üreticilerden halka kadar geniş bir kesim tarafından başvurulmuş bir ticari araca dönüşmüştür. Örneğin bir tüccar, belli bir miktarda lale soğanını, ilerideki bir tarihte belirli bir fiyat karşılığı alma hakkını satın almakta ve bu hak için bir prim ödemekte, günü geldiğinde de eğer lale soğanlarının spot fiyatı, kendi anlaştığı fiyattan daha yüksek ise, bu hakkını kullanıp lale soğanlarını spot piyasada satarak bu işleminden kar elde etmektedir²⁸⁹. O dönemde, lale soğanı fiyatlarındaki artış, Hollanda'daki *lale çılgınlığı*'nın (*tulip-mania*) ulaştığı noktayı göstermesi açısından önemli bir örnektir: 1637 yılının Ocak ayındaki lale soğanı fiyatı, üç yıl öncesine göre 20 kat artış göstermiştir²⁹⁰. Ancak fiyatların bu tepe noktasına ulaşmasından yalnızca bir ay sonra, oluşan bu yüksek fiyatların da etkisiyle, herkes elindeki lale soğanlarını satışa çıkarmaya başlamış ve lale soğanı fiyatlarında oluşan bu *spekülatif balon*²⁹¹ fiyatların yüzde doksanı aşan bir oranda²⁹² düşmesiyle sona ermiştir²⁹³. Bu olay, dünya tarihindeki ilk piyasa çöküşü vakalarından birisi olarak kayda geçmiştir²⁹⁴. Lale soğanı piyasasındaki bu olağandışı gelişmelerden yaklaşık 50 yıl sonra 1693'te opsiyon işlemleri 10 yıl kadar bir süre 1703 yılına kadar yasaklı kalmıştır. Amsterdam'ın opsiyon piyasasında tekrar önemli bir merkez haline gelmesi ise ancak

²⁸⁷ Poitras, *The Early History of Option Contracts*, s. 11.

²⁸⁸ Brach, *Real Options in Practice*, s. 13.

²⁸⁹ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 10.

²⁹⁰ Brach, *Real Options in Practice*, s. 13.

²⁹¹ *Spekülatif balon* ya da *ekonomik balon* terimleri, yüksek düzeyde spekülatif hareketle birlikte gerçekleşen ve sağlam bir temele oturmeyen ticari olay olarak tanımlanmaktadır (bkz. Peter M. Garber, "Famous First Bubbles", *The Journal of Economic Perspectives*, C. 4, S. 2, Bahar 1990, s. 36).

²⁹² Garber, *Famous First Bubbles*, s. 37.

²⁹³ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 10; Brach, *Real Options in Practice*, s. 14.

²⁹⁴ Brach, *Real Options in Practice*, s. 13;

1978 yılında European Options Exchange'in açılmasıyla birlikte gerçekleşebilmiştir²⁹⁵.

ii. İngiltere

Opsiyon işlemlerine ilişkin İngiltere'deki kayıtlar, bu tür işlemlerin ilk olarak 17. yüzyılın sonunda gerçekleştirilmeye başlandığını işaret etmektedir. 1692 ile 1703 yılları arasında yayımlanan haftalık bir dergi olan *Houhgton Ticaret Dergisi*'nin 1694 yılında yayımlanan üç sayısında Londra'daki menkul kıymet opsiyon işlemlerine ilişkin bilgilere yer verilmiştir²⁹⁶. İngiltere'deki opsiyon ticaretine ilişkin ilk kayıtlar ise 1700'li yılların başında South Sea Company paylarını konu edinen opsiyon işlemlerini işaret etmektedir²⁹⁷. South Sea Company paylarında oluşan spekülasyon hareket neticesinde şirketin payları ve bu paylara bağlı opsiyonların fiyatları üç aylık kısa bir sürede yaklaşık üç katına yükselmiş, sonrasında başlayan satış dalgası ve panik havası sonucunda birkaç ay içinde en yüksek fiyatının yaklaşık yüzde onuna kadar gerilemiştir²⁹⁸. Kaynaklara göre South Sea spekülasyon balonunun yarattığı etki, tam olarak ölçülmesi neredeyse imkânsız olsa da²⁹⁹ o kadar büyüktür ki, Britanya'daki finansal kurumların günümüzdeki yapılarına kavuşmasında, bu şokun yarattığı sonuçlar oldukça etkili olmuştur³⁰⁰. Daha sonraki dönemde opsiyon ticareti İngiltere'de uzun yıllar boyunca yasaklı kalmıştır. 1860 yılında bu yasağın kaldırılmasından sonra, 1931 mali krizi döneminde yaşanan kesinti ile, İkinci Dünya Savaşı ve sonrası dönemde 1939-1958 yılları arasındaki kesinti haricinde İngiltere'de opsiyon piyasası genel olarak faaliyetlerine sürdürebilmiştir³⁰¹. Ülkedeki opsiyon ticareti, çağdaş dönemdeki yapısını ise 1982 yılında *London International Financial Futures Exchange*'in (*LIFFE*) kurulması ile kazanmıştır³⁰². 2000 yılında Avrupa

²⁹⁵ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 12.

²⁹⁶ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 13.

²⁹⁷ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 13. Konuya ilişkin detaylı bir inceleme için bkz. SHEA Gary S., "Understanding Financial Derivatives during the South Sea Bubble: The Case of the South Sea Subscription Shares", *Oxford Economic Papers*, New Series, C. 59, Supplement: New Perspectives in Economic History, Ekim 2007, s. i73-i104.

²⁹⁸ <https://blog.nationalarchives.gov.uk/the-south-sea-bubble-of-1720/> (erişim tarihi: 28 Mart 2023); Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 13.

²⁹⁹ Poitras, *The Early History of Option Contracts*, s. 14.

³⁰⁰ Shea, *Understanding Financial Derivatives during the South Sea Bubble: The Case of the South Sea Subscription Shares*, s. i74. O dönemde South Sea Company hisselerinin kamuoyunda yarattığı heyecanın çok yüksek olduğu hatta dönemin monarkı Kral I. George'un bile şirket hisselerini satın aldığı belirtilmektedir (bkz. <https://blog.nationalarchives.gov.uk/the-south-sea-bubble-of-1720/> (erişim tarihi: 28 Mart 2023)).

³⁰¹ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 13.

³⁰² Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 15.

Birliği dâhilindeki mali piyasaların entegrasyonu çalışmaları kapsamında *LIFFE*, Amsterdam Menkul Kıymetler Borsası, Brüksel Menkul Kıymetler Borsası ve Paris Borsası birleştirilerek Euronext (*European New Exchange Technology*) olarak adlandırılan yapı kurulmuştur³⁰³.

iii. ABD

ABD’de opsiyon haklarının ticari işlemlerde kullanılması yaygınlaşması, 1861-1865 yılları arasında devam eden Amerikan İç Savaşı’nın öncesindeki yıllar, savaş sırası ve savaşın bitmesinden sonraki dönemde, özellikle emtia fiyatlarında meydana gelen dalgalanmalarla yakından ilgilidir³⁰⁴. Bu dönemde birçok mal ve ürünün fiyatlarında yüzde doksanı aşan oranda artışlar olmasına rağmen, alım gücü ve gelirlerdeki artış bu oranın çok altında kalmıştır³⁰⁵. 19. yüzyılın sonunda emtiaların konu olduğu opsiyon işlemlerinin yaygınlaşmasının ardından, 1900’lü yılların başında bu artış trendi pay senetlerinin konu olduğu opsiyon işlemlerine de sirayet etmeye başlamıştır. Özellikle 1920 ile Büyük Buhran’ın yaşandığı 1929 yılına kadar olan süreçte pay senedi piyasasındaki işlem hacminde kayda değer bir artış gerçekleşmiş ve bu artış pay senedi opsiyon işlemleri piyasasındaki hacmi de doğrudan etkilemiştir³⁰⁶. Ancak gerçekleşen bu artışa karşın, piyasayı ve söz konusu işlemleri denetleyecek ve/veya regüle edecek bir yapının bulunmaması, işlemlerin suistimallere ve manipölasyonlara açık duruma gelmesine sebep olmuştur. Bu suistimler için gösterilebilecek en tipik örneklerden biri “*wash sale*” diye ifade edilen bir teknik ile suni fiyat hareketleri yaratılması ve bu hareketlerden haksız kazanç elde edilmesidir³⁰⁷. Bu minvalde yapılan işlemlerde, oluşturulan sermaye havuzu vasıtasıyla bir pay senedi grubu üzerinde yüksek hacimli alım-satım işlemleri yapılmakta, bu işlemler neticesinde piyasada bu pay senetlerine olan ilgi artmakta ve

³⁰³ Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 44. Euronext halen Amsterdam’da faaliyet göstermektedir ve 2023 yılı sonu itibarıyla payları Euronext’te işlem gören şirketlerin toplam piyasa değeri yaklaşık 6,6 milyar Avroya ulaşmıştır.

³⁰⁴ Yumurtacı, **Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 6.

³⁰⁵ PERSONS Warren M. / TUTTLE Pierson M. / Edwin Frickey, “**Business and Financial Conditions Following the Civil War in the United States**”, The Review of Economics and Statistics, C. 2, 1920, s. 5. 1860 ila 1868 yılları arasındaki dönemde ABD’nin doğu eyaletlerinde un fiyatları %90, tuz fiyatları %100 ila %150, tereyağı fiyatları %100, şeker fiyatları %70 ila %80, sabun fiyatları %80 ila %90, çay fiyatları ise %140 ila %150 oranlarında artış göstermiştir. Temel gıda ve ihtiyaç malzemelerinde dahi bu kısa dönem içinde gerçekleşen artış, anekdot niteliğinde olsa da vadeli işlemlerin kullanımının yaygınlaşmasının gerekçesine ilişkin destekleyici bir veriyi işaret etmektedir.

³⁰⁶ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 13.

³⁰⁷ T. J. F., “**Stock Exchanges. Manipulation of Security Prices. ‘Wash Sales’**”, Virginia Law Review, C. 20, S. 6, 1934, s. 682.

havuz dışındaki yatırımcıların da bu pay senetlerini satın almaları sağlanmaktadır. Payların fiyatı artıp yeterince kâr edilebilecek düzeye geldiği zaman sermaye havuzunun mensupları payları toplu olarak satarak kârlarını realize etmekte ve pay fiyatlarının yüksek bir ivmeyle düşmesine sebep olmaktadır.³⁰⁸ Bu sürecin sonunda havuza dâhil olmayıp dışarıdan payları satın alan yatırımcılar büyük zararlara uğramaktadır. Yapılan manipülatif işlemlerde alım ve satım opsiyonları da kullanılmakta ve havuz dışından paylar üzerinde işlem yapmak isteyen yatırımcılar bu opsiyonların manipülatif şekilde kullanıldığı durumlara maruz kalarak mağdur olabilmektedir.³⁰⁹

ABD’de 1920’li yıllarda pay ve opsiyon piyasasında meydana gelen bu olumsuz gelişmeler, kamuoyunda piyasanın ve işlemlerin regüle edilip denetlemesine yönelik bir talep doğurmuştur. Bu talebin bir sonucu olarak 1933 yılında pay ve opsiyon piyasalarının işleyişini belirli kurallara bağlayan ve bir otoritenin gözetimi ile denetimini tesis eden *Securities Exchange Act* başlıklı bir yasanın çıkarılması için çalışmalara başlanmıştır.³¹⁰ Bu çalışmalar ile önceki 200 yıllık süreçte ABD’de fiilen yaygın olarak gerçekleştirilen türev işlemlerin kanuni bir çerçeve içine taşınması hedeflenmiştir.³¹¹

Securities Exchange Act ile birlikte sermaye piyasalarına getirilen katı düzenlemeler ve kısıtlamalar çerçevesinde, menkul kıymetleri konu alan opsiyon işlemlerine kısıtlama getirilmesi gündeme gelmiştir. Ancak, 1934 yılında, mal ve emtialara ilişkin opsiyon işlemlerinin brokerliği ile uğraşan bir grup firmanın inisiyatifiyle kurulan Put and Call Brokers and Dealers Association (*PCBDA*) adlı oluşumun çabalarıyla ABD’de sermaye piyasalarını denetlemek için kurulan *Securities Exchange Commission*’a verilen, işlemlerin katı kurallara bağlı biçimde ve

³⁰⁸ T. J. F., *Stock Exchanges. Manipulation of Security Prices. ‘Wash Sales’*, s. 682-683.

³⁰⁹ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 16.

³¹⁰ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 16.

³¹¹ Nitekim bu yaklaşım, *Securities Exchange Act* ile ilgili yasama organında yapılan görüşmeler sırasındaki görüşme kayıtlarından da anlaşılmaktadır: “[Possibly it would be in the interest of clarity if a brief historical summary of puts and calls were presented to the committee. These contracts have been developed and sanctioned by business practice over a period of two to three centuries. Undoubtedly, they had their origin in transactions involving the merchandising of commodities, and in this respect are closely akin to the futures contract system now in vogue and such an indispensable part of the marketing of all great staple commodities]”. Bu kayıt ile, kökeni malların ticari olarak değiş tokuşuna dayanan alım ve satım opsiyonlarına ilişkin işlemlerin iki yüz, üç yüz yıl boyunca ticari hayatta kullanıldığına ve bu işlemlerdeki yapının, mevzuatın hazırlandığı dönemdeki temel mallara ilişkin *future* işlemlerine çok benzer olduğuna dikkat çekilmiştir (bkz. Markham / Gilberg, “*Stock and Commodity Options - Two Regulatory Approaches and Their Conflicts*, s. 741).

sıkı bir gözetim altında sürdürülmesi yönündeki taahhütler sayesinde bu yasak engellenebilmiştir³¹². *PCBDA* üyeleri tarafından yürütülen işlemler vasıtasıyla kurulan opsiyon piyasasının, opsiyon hakkı içeren sözleşmeleri vadelerinden önce devir imkânı eksikliği ve bu bakımdan opsiyon piyasasında likiditenin sınırlı olması, opsiyon hakkı tarafları arasında işlem güvenliğini sağlayacak bir takas merkezi yapısı bulunmaması ve bunların bir sonucu olarak işlem maliyetinin yüksek olması nedeniyle *primitif bir piyasa* olarak nitelendirilmektedir³¹³. Bu prensipler çerçevesinde *PCBDA* eliyle yürütülen opsiyon ticareti 1973 yılına kadar devam etmiş ve bu süre zarfı içinde opsiyon işlemleri tezgah-üstü mahiyette ve fakat sıkı bir denetime tabi olarak sürdürülmüştür³¹⁴. Ancak bu piyasadaki faaliyet, genel olarak sayılan dezavantajlarından dolayı hacim olarak sınırlı kalmıştır.

19. yüzyılda yaygınlaşmaya başlayan ve 1929'daki Büyük Buhran dönemine kadar göreceli olarak piyasaların önemli bir unsuru olan opsiyon işlemleri, iki temel nedenden dolayı bu tarihten sonra 1970'lere kadar popülaritesini kaybetmeye başlamıştır. Bunlardan birincisi, Büyük Buhran'dan sonra opsiyon işlemleri gibi türev araçlara karşı kamuoyu algısının, bu araçların fiyat hareketlerine ilişkin spekülasyon bahisler olarak nitelendirilmesiyle, bozulması ve bu araçlara hem kamuoyunda hem de düzenleyici kuruluşlar nezdinde şüpheyile yaklaşılmasıdır³¹⁵. İkinci neden ise o yıllarda, opsiyon işlemlerinin temelde konusunu oluşturan tarımsal ve sınai emtialara ilişkin getirilen fiyat düzenlemeleri ve taban/tavan fiyat uygulamaları nedeniyle fiyat hareketlerinin sınırlı kalması ve dolayısıyla türev araçlara olan talebin azalmasıdır³¹⁶. Ancak 1960'lı yıllarda başlayan fiyatlardaki hareketlilik ve bu hareketlilikten doğan risklerin yönetilmesinden doğan ihtiyaç nedeniyle bu araçlara olan talep artmaya başlamıştır³¹⁷. Bu gelişme üzerine, kuruluşu 1848 yılına giden ve o tarihten beri opsiyon piyasasında faal olan bir kurum olan Chicago Board of Trade bünyesinde, opsiyon kontratlarının alım-satımının yapılacağı organize bir borsa kurulması için

³¹² Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 16.

³¹³ Yılmaz MUSTAFA Kemal, *Hisse Senedi Opsiyonları ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Uygulanabilirliği*, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1998, s. 6-7.

³¹⁴ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 17.

³¹⁵ MACKENZIE Donald / MILLO Yuval, "Constructing a Market, Performing Theory: The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange", *American Journal of Sociology*, C. 109, S. 1, Temmuz 2003, s. 113.

³¹⁶ MacKenzie / Millo, *Constructing a Market, Performing Theory: The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange*, s. 112.

³¹⁷ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 17.

çalışmalar başlatılmıştır.³¹⁸ 1973 yılına gelindiğinde, yapılan bu çalışmalar sonuç vermiş ve pay senetlerini konu alan opsiyonların alım ve satımına ilişkin işlemlerin gerçekleştirileceği, işleyiş prensipleri ve standartları belirlenmiş olan organize bir borsa olan Chicago Board Options Exchange (CBOE) kurulmuştur.³¹⁹

CBOE'nin kurulması ile birlikte, yatırımcıların pay senedi opsiyon işlemlerini gerçekleştirilebilecekleri organize ve merkezi bir mecra yaratılmıştır. Bu mecranın merkezi ve sistemli yapısı ise opsiyon işlemlerinin tabi olduğu koşulların ve kuralların standartlaşmasını sağlayarak işlem hacmi ve piyasadaki likiditenin artmasını sağlamıştır.³²⁰ CBOE'nin kurulmasını takip eden 10 yıllık süre içinde opsiyon işlemlerine konu olan kontrat sayısı 600 kattan fazla bir artış göstermiştir.³²¹ Bu artış yalnızca pay senedi opsiyonları ile sınırlı kalmamış, emtia opsiyonlarında da benzer bir artış gerçekleşmiş ve yıllık işlem hacmi yaklaşık bir milyar Amerikan doları seviyesine ulaşmıştır.³²²

CBOE'nin kuruluşunun opsiyon piyasası açısından getirdiği iki temel yenilik vardır. Bunlardan ilki, opsiyon haklarının, belirli bir mal ya da başka bir hak üzerinde, yalnızca ileriye yönelik bir seçim hakkı sağlayan ve bu hakkın vade tarihinde opsiyon sahibi tarafından kullanılması veya kullanılmaması ile sonuçlanan alışılmış piyasa yapısının değişmesidir. Organize bir opsiyon piyasasının kurulması ile opsiyon

³¹⁸ Yapılan bu çalışmalar ve hazırlıklar hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. MacKenzie / Millo, **Constructing a Market, Performing Theory: The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange**, s. 112 vd.

³¹⁹ Gülce Yumurtacı, **Opsiyon Piyasaları**, Sermaye Piyasasında Gündem, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, S. 125, Ocak 2013, s. 8.

The Chicago Board of Trade tarafından CBOE'nin kurulmasına ilişkin çalışmaların yürütüldüğü yıllarda, belirlenmiş olan pistler dışında at yarışları düzenleyen bir firma olan The Offtrack Betting Corporation, Wall Street Journal'de borsa yatırımları ile yarış bahislerini kıyaslayan bir reklam ilanı vermiş ("If you're in the stock market, you might find this a better bet") ve bu ilana ilişkin olarak New York Borsası bir açıklama yayımlayarak yapılan analojinin hatalı olduğunu ve borsa yatırımları ile bahislerin karşılaştırmaya kabil hususlar olmadığını belirtmiştir. Ancak o dönemde konu ile ilgili literatürde CBOE'nin kurulma çalışmalarına ilişkin, CBOE kurulduktan sonra gerçekleştirilebilecek işlemler makul bahis/kumar işlemleri mahiyetinde değerlendirildiği görülmektedir (bkz. ANDERSON Steven T., "**Chicago Options**", Business Lawyer, C. 27, S. 1, Kasım 1971, s. 7). Bu durum o dönemde türev işlemlere ilişkin genel kamuoyu algısını göstermesi ve bu tür işlemlere mesafeli yaklaşımın nedenlerine ilişkin perspektif sağlaması açısından açıklayıcı bir örnektir. Bu çerçevede, opsiyon işlemlerinin kumar ve bahis niteliğine ilişkin argümanlar ve bu konuda bir değerlendirme için bkz. Birinci Bölüm, II/B/2/a/iv.

³²⁰ Yılmaz, **Hisse Senedi Opsiyonları ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Uygulanabilirliği**, s. 7.

³²¹ Markham / Gilberg, "**Stock and Commodity Options - Two Regulatory Approaches and Their Conflicts**", s. 741. CBOE'de işlemlerin başladığı ilk gün olan 26 Nisan 1973 tarihinde, borsada işlem gören opsiyon kontratlarının sayısı 911 iken, 1982 yılına gelindiğinde günlük işlem hacmi 56 milyondan fazla payı temsil eden 567.644 adet opsiyon kontratına ulaşmıştır.

³²² Markham / Gilberg, "**Stock and Commodity Options - Two Regulatory Approaches and Their Conflicts**", s. 742.

hakkının kendisi, vadeye kadar alım satım işlemlerine konu olabilme imkânı kazanmıştır.³²³ Opsiyon işlemlerine ilişkin hüküm ve koşulların standartlaştırılmasıyla birlikte opsiyon haklarının eskiden olduğu gibi birincil olarak el değiştirdiği bir piyasanın yanında, opsiyon alıcılarının ve satıcılarının *ters işlemler*.³²⁴ vasıtasıyla pozisyon denkleştirmesi (*offset*) yapabilecekleri bir ikincil piyasa yaratma imkânı da oluşmuş ve bu durum yatırımcılara esneklik ve piyasaya da likidite sağlamıştır.³²⁵ Yenilik arz eden ikinci husus ise opsiyon ticaretinde, takas merkezi olarak işlevini yerine getirecek bir yapının oluşturulmasıdır. İlk başta *CBOE Clearing Corporation* adı altında kurulan ve daha sonra *Options Clearing Corporation* adıyla yeniden yapılandırılan takas merkezi, yatırımcıların opsiyon işlemlerini tek bir alıcı veya tek bir satıcı üzerinden gerçekleştirmesini sağlamıştır.³²⁶ Bu yapıda takas kurumu niteliğindeki *Options Clearing Corporation*, opsiyon alım veya satım işlemlerinde, işlemin karşı tarafı rolünü üstlenmekte, dolayısıyla yatırımcıların hukuki anlamda muhatabı takas merkezi olmakta, böylelikle alım ve satım işlemlerinin tek bir elden yürütülmesi yoluyla işlem güvenliği sağlanmış olmaktadır. Zira bu yapıda opsiyon işlemlerinden doğan tüm hak ve yükümlülükleri takas merkezi niteliğindeki *Options Clearing Corporation* üstlenmekte.³²⁷ bu bakımdan da yatırımcıların opsiyonu satan ya da alan kişilerin temerrüt riski, işlemin karşı tarafı yerine yalnızca takas merkezini etkilemektedir.³²⁸ Bu durum, piyasadaki likidite ve işlem hacmini olumlu yönde etkileyen önemli unsurlardan birisidir. Nitekim bu unsurların piyasada yarattığı olumlu etki, CBOE modelini kısa sürede ABD'deki opsiyon piyasaları açısından bir referans haline getirmiştir.³²⁹

³²³ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 17; Yılmaz, **Hisse Senedi Opsiyonları ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Uygulanabilirliği**, s. 7.

³²⁴ Ters işlem, sahip olunan bir opsiyon hakkı pozisyonun aksi yönde işlem yaparak (yani örneğin bir hak ya da mal üzerinde alım veya satım opsiyonu sahibi olan kişinin aynı nitelik ve nicelikte unsuru konu alan bir satım veya alım opsiyonu içeren aksi yönde bir işlem yaparak) sahip olduğu pozisyonu kapatması olarak tanımlanmaktadır (bkz. BİST- Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (<https://www.borsaistanbul.com/files/viop-hakkinda-sikca-sorulan-sorular.pdf>), son güncellenme tarihi Eylül 2017, erişim tarihi 31 Mart 2023).

³²⁵ Markham / Gilberg, “**Stock and Commodity Options - Two Regulatory Approaches and Their Conflicts**”, s. 744.

³²⁶ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 17; Yılmaz, **Hisse Senedi Opsiyonları ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Uygulanabilirliği**, s. 8.

³²⁷ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 17.

³²⁸ Yılmaz, **Hisse Senedi Opsiyonları ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Uygulanabilirliği**, s. 8.

³²⁹ CBOE modelinin işlevselliğinin görülmesiyle birlikte 1975 ile 1985 yılları arasında Amerikan Stock Exchange (AMEX), Philadelphia Stock Exchange (PHLX), Pacific Stock Exchange (PSE), Midwest Stock Exchange (MSE), New York Stock Exchange (NYSE) ve Boston Stock Exchange (BSE) opsiyonların işlem gördüğü borsalar arasında dâhil edilmiştir (bkz. Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 18.).

Pay senedine ilişkin opsiyon piyasasındaki bu gelişmelere paralel olarak emtia opsiyonu, döviz opsiyonu, vadeli işlem sözleşmelerine dayalı opsiyon, endeks opsiyonu ve faiz opsiyonu piyasalarındaki işlem hacmi ve yaygınlığındaki artış da 1970’li yıllardan itibaren ivme kazanmıştır. Farklı araçlara dayanan opsiyonlarının kullanılmasının ve alım-satımının yaygınlaşması ile Büyük Buhrandan sonra pay piyasasında yatırımcıları manipülasyondan korumak için piyasa üzerinde gözetim yetkisiyle kurulan *Securities Exchange Commission* ile 1974 yılında esas olarak emtiaya bağlı türev yatırım araçları piyasasını regüle etmek için kurulan *Commodities Futures Trading Commission (CFTC)*³³⁰ arasında bazı konularda yetki karmaşası oluşmuş ve belirli bir süre bütün opsiyon piyasalarındaki işlemler üzerinde iki kurumun da denetim ve gözetim yetkisi kullanması söz konusu olmuştur. Bu durum ise yetkilerin paylaşılması konusunda iki kurum arasında hukuki ihtilaflar meydana gelmesine neden olmuştur.³³¹ Mevcut durumda iki kurum arasındaki yetki karmaşası, çeşitli yargısal süreçlerden geçtikten sonra çözülmüş durumdadır ve genel hatlarıyla SEC’in gözetim ve denetim yetkisi pay piyasasına bağlı spot ve türev işlemleri kapsayan araçlara ilişkin iken, CFTC ise temel olarak emtia piyasasındaki spot ve türev işlemleri kapsayan araçlar üzerinde denetim ve gözetim yetkisini icra etmektedir.³³²

c. İsviçre ve Alman Hukuk Sistemlerinde

ABD ve Birleşik Krallık’taki vadeli işlem ve opsiyon borsalarıyla birlikte işlem hacmi ve sayısı bakımından dünyanın en önemli piyasalarından³³³ birisi olan EUREX, İsviçre’de SOFFEX (*Swiss Options and Financial Futures Exchange*) ile Almanya’da DTB (*Deutsche Terminbörse GmbH*) iş birliği ile başlayan süreçten sonra ortak bir borsa olarak kurulmuştur.³³⁴

1970’li yıllarda, dünyada başlayan opsiyon piyasalarının gelişimi ve yaygınlaşmasına yönelik eğilim de etkisiyle, 1980’li yılların başında Zürih, Basel ve

³³⁰ FINE Sanford A., “Back to the (Single Stock) Future: The New Regulatory Framework Governing Single-Stock Futures Trading”, *Administrative Law Review*, C. 54, S. 1, 2002, s. 520.

³³¹ Markham / Gilberg, “Stock and Commodity Options - Two Regulatory Approaches and Their Conflicts”, s. 763 vd.

³³² Bu iki kurumun denetim ve gözetim yetkisine iki farklı kanun dayanak olmaktadır: SEC,’in yetkisi Securities Exchange Act’e dayanırken CFTC’nin yetkileri Commodities Exchange Act tarafından düzenlenen ilke ve kurallara dayanmaktadır (bkz. A Joint Report of the SEC and CFTC on Harmonization of Regulation, 16 Ekim 2009 (<https://www.sec.gov/news/press/2009/cftcjointreport101609.pdf> - erişim tarihi 5 Nisan 2023)).

³³³ Yumurtacı, *Opsiyon Piyasaları*, s. 14.

³³⁴ Bak, *Borsa Opsiyon Sözleşmesi*, s. 45.

Cenevre Borsaları tarafından, vadeli işlem ve opsiyon işlemlerinin işlem göreceği organize bir piyasa yaratma konusunda hazırlık çalışmaları başlatılmış ve bu amaca yönelik kurulan bir komisyon tarafından, konunun çeşitli boyutlarını ele alan raporlar hazırlanmıştır.³³⁵ Bu raporlar ve hazırlık çalışmaları doğrultusunda atılan adımlarla birlikte, 1986 yılının sonunda SOFFEX, Zürih merkezli olarak kurulmuş; takip eden 20 aylık süreçte de teknik ve operasyonel altyapının hazırlanma çalışmaları tamamlanmış³³⁶ ve 1988 yılının Mayıs ayında 13 İsviçre şirketinin pay senetlerine ilişkin opsiyonlar burada işlem görmeye başlamıştır.³³⁷ SOFFEX bünyesinde kullanılan elektronik altyapı ve bu altyapıya ilişkin çerçeve oldukça başarılı olmuş ve bu başarı, teknik altyapının başka piyasa işleticileri tarafından satın alınarak kullanılması sonucunu doğurmuştur. Teknik olarak oldukça verimli olan bu altyapının başarılı olmasının temelinde yatan itici gücün, federal bir devlet olan İsviçre’de türev araçların işlem göreceği tek bir lokasyon yaratmanın oluşturduğu zorluk olduğu belirtilmektedir.³³⁸ Buna göre, farklı eyaletlerde bulunan yatırımcıların etkin ve pratik biçimde yatırım araçları üzerinde uzaktan işlem yapabilmesi için elektronik bir altyapı kurulması talebi yoğunlaşmış, bu talep de günümüze kadarki süreçte meydana gelen piyasa işleticilerinin birleşmesi, konsolidasyonu ve yatırım araçları üzerinde uzaktan elektronik olarak işlem yapılmasını sağlayan mevcut sistemin önemli bir yapıtaşını oluşturmuştur.³³⁹

Almanya’da da benzer şekilde 1970’li yıllara kadar vadeli işlem ve opsiyon işlemlerinin organize bir piyasada yürütülmesi söz konusu olmamıştır. 1970 yılına yaklaşırken, bu konuda ABD’de yaşanan gelişmeler örnek alınarak, Almanya’da da organize bir piyasada opsiyon işlemlerinin ticaretinin yapılmasına yönelik çalışmalar başlatılmış, 1970 yılının Haziran ayında 38 Alman şirketinin paylarına ilişkin opsiyon işlemlerinin gerçekleştirildiği bir opsiyon ve vadeli işlemler borsası teşkil edilmiştir.³⁴⁰ Ancak bu borsada gerçekleşen faaliyetler, esas olarak opsiyonlara ilişkin sözleşmelerin büyüklük, fiyat ve vade gibi unsurları bakımından belirli standartlara sahip olmaması ve dolayısıyla opsiyon haklarının ikincil piyasada el değiştirmesi

³³⁵ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 24.

³³⁶ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 25.

³³⁷ BENOS Alexandros / CROUHY Michel, “**Changes in the Structure and Dynamics of European Securities Markets**”, Financial Analysts Journal, C. 52, S. 3, Mayıs-Haziran 1996, s. 46.

³³⁸ Benos / Crouhy, **Changes in the Structure and Dynamics of European Securities Markets**, s. 46.

³³⁹ Benos / Crouhy, **Changes in the Structure and Dynamics of European Securities Markets**, s. 46.

³⁴⁰ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 25.

imkânının fiilen bulunmaması nedeniyle beklenen başarı düzeyine ulaşamamıştır.³⁴¹ Almanya'daki vadeli işlemler ve opsiyon piyasasındaki söz konusu bu durum, piyasada CBOE modeli örnek alınarak 1 Nisan 1983 tarihinde birtakım değişiklikler yapılmaya kadar devam etmiştir. 1983 yılında piyasa işleyişi bakımından getirilen yeni düzenlemeler ve değişiklikler ile opsiyon fiyatları standartlaştırılmış, opsiyon vadeleri konusunda da işlem hacmini ve işlemlere olan talebi destekleyecek nitelikte birtakım değişiklikler yapılmıştır.³⁴² Yapılan bu değişiklikler ve düzenlemeler sonucunda piyasadaki işlem sayısı ve hacminde artış yaşanmasına rağmen, mevzuattan kaynaklanan çeşitli engeller ve teknik sebeplerden dolayı, arzu edilen ölçekte bir artış kaydedilememiştir.

10 yılı aşkın bir süre boyunca etkin bir vadeli işlem ve opsiyon piyasasının kurulması çabalarını sonuçsuz kalması üzerine, İsviçre modeli örnek alınarak yeni ve başka bir vadeli işlem ve opsiyon piyasası kurulması için çalışmalar başlatılmış ve yapılan çalışmalar neticesinde 1990 yılında *Deutsche Terminbörse GmbH* (DTB) adıyla yeni bir organize borsa kurulmuş ve 14 şirketin paylarına dayalı opsiyon işlemleri DTB bünyesinde yürütülmeye başlanmıştır.³⁴³ DTB kurulduğu tarihte Almanya'da finansal işlemlerin yoğunlukla yürütüldüğü tek bir merkez olmamasından ötürü, işlemlerin DTB'de elektronik bir platform aracılığıyla yürütülmesi gerekliliği bir önşart olarak kabul görmüştür.³⁴⁴ Bu çerçevede, o dönemde elektronik olarak etkin biçimde işleyen bir piyasa olan SOFFEX'in altyapısı örnek alınmış ve Almanya'daki piyasa yapısına göre adapte edilerek DTB'nin elektronik altyapısı teşkil edilmiştir.³⁴⁵

1996 yılında DTB ve SOFFEX arasında yapılan anlaşma uyarınca, iki borsa arasında, ortak bir pazar oluşturmak amacıyla bir iş birliği başlatılmış³⁴⁶ ve bu iş birliği 1998 yılında EUREX adı altında ortak bir borsa kurulmasıyla sonuçlanmıştır.³⁴⁷ Kurulduktan sonra 2012 yılına kadar İsviçre ve Alman borsa/piyasa işleticilerinin ortak kontrolü altında bulunan EUREX, 2012 yılında Alman Deutsche Börse AG'nin

³⁴¹ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 26.

³⁴² Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 26.

³⁴³ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 27.

³⁴⁴ Benos / Crouhy, **Changes in the Structure and Dynamics of European Securities Markets**, s. 47.

³⁴⁵ Benos / Crouhy, **Changes in the Structure and Dynamics of European Securities Markets**, s. 47.

³⁴⁶ MONTEILS Jean-François, "La localisation des activités financières vue d'Allemagne", *Revue d'économie financière*, S. 57, *Quelles Places Financières Pour Demain?*, s.77; BAUEN Marc / ROUILLER Nicolas, "Relations bancaires en Suisse - Opérations bancaires et contrats - Financements - Gestion de patrimoine et conseil - Secret bancaire - Responsabilités", Schulthess Editions romandes, 2011, s. 404.

³⁴⁷ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 27.

diğer hissedarların paylarını satın alması ile tek ortaklı bir şirket haline gelmiştir ve bugün işlem hacmi bakımından Avrupa'nın en büyük iki opsiyon borsasından biri, dünyanın ise en büyük beş vadeli işlem ve opsiyon borsasından birisi konumundadır.³⁴⁸

d. Türk Hukuk Sisteminde

Türk hukuk sisteminde vadeli işlem sözleşmelerine ilişkin ilk uygulamalar, Osmanlı döneminde borsa faaliyetlerinin başladığı 19. yüzyılın ikinci yarısına tekabül etmektedir. Buna bağlamda, İstanbul Galata'da, sarraflık ve bankerlik faaliyetleri yürüten ve Galata bankerleri olarak adlandırılan tacirlerin, esas olarak devlet borçlanma araçlarının alım satım işlemlerinde aktif olarak yer aldıkları belirtilmektedir.³⁴⁹ Aynı şekilde Galata bankerlerinin aracılığıyla gayri resmi olarak başlayan borsacılık faaliyetleri kapsamında gerçekleştirilmeye başlayan vadeli işlem ve opsiyon işlemleri benzeri faaliyetler, tezgâh-üstü bir piyasa olarak, herhangi bir düzenleme ya da kurum denetimine tabi olmaksızın yürütülmekteydi.³⁵⁰ İlk olarak herhangi bir regülasyona tabi olmaksızın fiili olarak yürütülen bu işlemlerin resmi ve denetlenebilir bir çerçeveye oturtulması amacıyla, faaliyetlerin belirli ilke ve kurallara bağlanarak regüle edilmesine yönelik çalışma başlatılmış; bu kapsamda 1873.³⁵¹ yılında Dersaadet Tahvilat Borsası kurularak faaliyete geçmiştir.³⁵² Daha sonra Esham ve Tahvilat Borsası adını alan bu borsada yürütülen faaliyetler arasında vadeli işlemler

³⁴⁸ The Futures Industry Association 2016 Annual Volume Survey, <https://www.fia.org/marketvoice/articles/2016-annual-volume-survey> (erişim tarihi: 6 Nisan 2023).

³⁴⁹ PAMUK Şevket, **Osmanlı İmparatorluğu'nda Paranın Tarihi**, İstanbul: Tarih Vakfı Yurt, 2000, s. 221 vd; ÖKSÜZ Melek, **"Amerikan Belgelerine Göre Mondros Mütarekesi'nden 1929 Dünya Ekonomik Buhranı'na Kadar Türkiye'de Para Politikası"**, Ankara Üniversitesi Türk İnkılap Tarihi Enstitüsü Atatürk Yolu Dergisi, S. 58, Bahar 2016, s. 236, dn. 128. Söz konusu dönem, askeri modernleşme çalışmaları ile çeşitli savaşlar nedeniyle Osmanlı Devleti'nin borçlanma ihtiyacının yoğunlaştığı bir zaman dilimine denk gelmektedir.

³⁵⁰ TETİK Nevzat / KANAT Ersin, **"Osmanlı Devleti'nde Menkul Kıymet İşlemleri"**, Muhasebe ve Finans Araştırmaları Dergisi, S. 17, Temmuz 2019, s. 143. Spot işlemlerden ziyade daha çok türev araçların işlem gördüğü bir piyasa olarak değerlendirilen Galata borsasında, türev işlemler "hava oyunları" olarak adlandırılmakta ve *hava oyunlarına* konu olan ürünlerin gelecekteki fiyatları üzerine yapılan vadeli işlemler, alım ve satım kontratlarına konu olmaktadır. Ancak vadeli işlemlerin nitelendirilme biçiminden de anlaşılacağı gibi, bu araçlar daha çok kumar ve bahis faaliyeti şeklinde algılanmakta, işlemler üzerinde herhangi bir devlet denetimi olmaması da borsaya olan güvenin ve işlem hacminin düşük kalmasına yol açmıştır.

³⁵¹ Bazı kaynaklarda, borsanın kuruluş tarihine ilişkin olarak 1866 yılına atıf yapılmaktadır. Buna yaklaşıma göre, 1866 yılında kurulan 20 kişilik bir yönetim komitesi ve bir komiser ile birlikte işlemlere ilişkin asayiş ve güvenliğin sağlanması için zaptiye memurlarının görevlendirilmesi, organize bir borsa kurulduğunu gösteren emareler olarak yorumlanmaktadır (bkz. BEŞİRLİ Mehmet, **"Osmanlı'da Borsa: Dersaadet Tahvilat Borsası'ndan Esham ve Tahvilat Borsası'na Yeni Düzenleme Girişimleri"**, Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, C. 19, S. 1, s. 191).

³⁵² TANÖR Reha, **Türk Sermaye Piyasası Hukuku**, C. 1, İstanbul: Beta, 2000, s. 20.

ve opsiyon işlemlerinin yanı sıra, repo, kamu borçlanma senetleri ve çeşitli türev ürünlerle ilişkin işlemler de bulunmaktadır.³⁵³

Söz konusu araçlara ilişkin piyasanın regüle edilmesi ve yasal çerçevesinin belirlenmesi amacıyla, söz konusu borsanın işleyişine ilişkin kural ve ilkeleri belirleyen Dersaadet Tahvilat Borsası Tüzüğü'nde vadeli işlemlere ilişkin kapsamlı düzenlemeler getirilmiştir. Tüzük ile borsanın denetimi ve gözetimi maliye nezaretine verilmiş, işlem yapacak taraflara, borsanın idaresine, aykırılık durumunda öngörülecek yaptırımlara ilişkin kurallara yer verilmiştir.³⁵⁴

1904 yılı başlarında, Dersaadet Tahvilat Borsası'nın işleyiş kural ve prensiplerinin güçlendirilerek, borsanın daha güvenilir hale getirilmesi için yeni düzenlemeler üzerinde çalışmalar başlatılmıştır. Bu çalışmaların temel gayelerinden bir tanesi de İkinci Meşrutiyet ile birlikte, o döneme kadar borsada işlem gören yalnızca İstanbul, Beyrut ve Selanik'te kurulmuş olan yabancı şirketlere ait menkul kıymetlere ek olarak, yerli şirketlerin menkul kıymetlerinin de borsada işlem görmesinin sağlanmasıdır.³⁵⁵ Yapılan çalışmalar neticesinde 1906 yılında Esham ve Tahvilat Borsası Tüzüğü ortaya çıkmış ve bu tüzükte, borsa kaydına alınacak yabancı şirketlerin kurumsal ve sermaye yapısı ile ilgili birtakım koşullar getirilmiş; bunun yanında borsanın idari yapısı, işleyiş prensipleri ve yaptırımlara ilişkin getirilen kurallar vasıtasıyla işlem güvenliği ile piyasa işleyişini geliştirmeye yönelik kapsamlı düzenlemeler getirilmiştir.³⁵⁶ Osmanlı dönemindeki borsacılık faaliyetlerinin en kapsamlı haline ulaştığı Esham ve Tahvilat Borsası'ndaki faaliyetler Birinci Dünya Savaşı başlayana kadar yoğun olarak devam etmiş, ancak savaşın başlaması ile birlikte piyasanın sağlıklı biçimde işleyebilmesi mümkün olmadığından faaliyetlere uzun bir ara verilmek zorunluluğu hasıl olmuştur.³⁵⁷ Savaş döneminin sona ermesiyle ve Osmanlı Devleti'nden Türkiye Cumhuriyeti'ne kurumsal geçişin somutlaşmasını takiben, borsa tekrar faaliyet geçmiş olmasına ve spekülatif hareketleri engelleyebilmek için birtakım yeni düzenlemeler getirilmiş olmasına rağmen³⁵⁸, sonraki 50-60 yıllık dönemde, temel olarak ekonomik sistemin dışı kapalı olması ve

³⁵³ Tetik / Kanat, "Osmanlı Devleti'nde Menkul Kıymet İşlemleri, s. 144.

³⁵⁴ Tetik / Kanat, "Osmanlı Devleti'nde Menkul Kıymet İşlemleri, s. 146.

³⁵⁵ ANBAR Adem, "Osmanlı İmparatorluğu'nun Avrupa ile Finansal Entegrasyonu: 1800-1914", Maliye Finans Yazıları, S. 84, Temmuz 2009, s. 33

³⁵⁶ Tetik / Kanat, "Osmanlı Devleti'nde Menkul Kıymet İşlemleri, s. 148.

³⁵⁷ Tetik / Kanat, "Osmanlı Devleti'nde Menkul Kıymet İşlemleri, s. 149.

³⁵⁸ Öksüz, Amerikan Belgelerine Göre Mondros Mütarekesi'nden 1929 Dünya Ekonomik Buhranı'na Kadar Türkiye'de Para Politikası, s. 236.

ekonomik politikaların yürütülmesinde devletçilik ilkelerinin baskın olması nedenleriyle, borsa ve özellikle daha dar anlamda türev işlemler piyasalarında kayda değer bir gelişme veya işlem hacimlerinde niteliksel ya da niceliksel bir artış meydana gelmemiştir.³⁵⁹

1970'lerden sonra vadeli işlemler ve opsiyon piyasasının dünyadaki gelişimiyle paralel olarak, Türkiye'de de söz konusu işlemler, İstanbul Tahtakale ve Kapalıçarşı'da organize olmuş tezgâh-üstü piyasalarda, fiyatlardaki oynaklıktan doğan risklere karşı korunma araçları olarak yaygınlaşmaya başlamıştır.³⁶⁰ Ancak o dönemde uygulanan kapalı kambiyo rejimi ile birlikte, genel olarak fiyatların belirlenmesinde serbest piyasa dinamiklerinden çok *kumanda ekonomisi* çerçevesinde devletin müdahalesinin ana etken olması, bu araçların hem kullanım imkânlarını kısıtlamakta da hem de fiyatların serbest biçimde hareket etmemesinden dolayı fiyat oynaklığı risklerine karşı korunma ihtiyacını azaltmaktaydı.³⁶¹

1980'lerde uygulanmaya başlanan ekonomik reform süreci çerçevesinde, 1988 yılından itibaren reformların hedeflenen etki alanının reel üretim sektöründen finans sektörüne kaydığı görülmektedir.³⁶² Bu eğilimin en önemli göstergesi ve sonucu olarak değerlendirilen 1989 tarihli Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar³⁶³ ile sermaye hareketleri serbestleştirilmiş ve piyasadaki devlet etkisinin azalması ve ekonominin dışa açılması bakımından önemli bir gelişme yaşanmıştır.³⁶⁴ 32 Sayılı Karar ile yaşanan serbestleşme ve finansal araçların iktisabı, ticareti ve bu araçlar üzerinde tasarruf imkânlarının çoğalması ile kısa dönemli sermaye hareketleri artmış, bu durum da finansal hareketliliği artırarak özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülke niteliklerini taşıyan bir piyasa yapısı içinde finansal kırılganlığa ve fiyatlarda

³⁵⁹ Özellikle 11 Haziran 1930 yılında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın kurulmasının, para ve sermaye piyasalarının kontrolünde devlet etkisinin güçlenmesi bakımından önemli bir etken olduğu belirtilmektedir (bkz. Öksüz, *Amerikan Belgelerine Göre Mondros Mütarekesi'nden 1929 Dünya Ekonomik Buhranı'na Kadar Türkiye'de Para Politikası*, s. 239).

³⁶⁰ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 28.

³⁶¹ EROL Ümit, *Vadeli İşlem Piyasaları*, İstanbul: İMKB Yayınları, 1999, s. 427-428.

³⁶² KILINÇ SAVRUL Burcu / ÖZEKİCİOĞLU Halil / ÖZEL Hasan Alp, "*Türkiye'de Finansal Serbestleşmenin Tarihsel Gelişimi*", Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, S. 38, 2013, s. 233.

³⁶³ R.G. T. 11.08.1989, S. 20249.

³⁶⁴ 1967 yılında ABD perspektifinden Türkiye'de yabancı yatırımlar ile sermaye kontrolleri ve yatırımlardaki yabancılaşma unsurlarına ilişkin yasal mevzuatın değerlendirilmesi hakkında bkz. GOLBERT Albert S., "*Legal Incentives and Realities of Private Foreign Investment in Turkey*", The American Journal of Comparative Law, C. 15, S. 1 / 2, 1966-1967, s. 351-360.

kısa dönemde sert hareketlere neden olmuştur.³⁶⁵ Bu durumun sonucu olarak finans sektörü, kur rejiminin serbestleşmesi ve artan konvertibiliteye bağlı olarak mali istikrarı etkileme potansiyeli barındıran risklerle karşılaşmaya başlamış, bu durum da özellikle finans sektöründe faaliyet gösteren kurumları, riskleri yönetebilecekleri finansal araçları kullanmaya yöneltmiştir.³⁶⁶ Piyasa koşulları ve regülatif rejimde meydana gelen değişimin doğurduğu bu yönelim ve yaklaşım, opsiyonların da dâhil olduğu türev araçların özellikle bankalar tarafından daha yaygın biçimde kullanılmasına yol açmıştır. Ancak türev araçların düzenli ve organize piyasalarda işlem görebilmesi için mevzuat çalışmalarının başladığı yıl olan 1992'ye kadar söz konusu işlemler, ekseriyetle tezgâh-üstü piyasalarda gerçekleşmiş, ABD ve Avrupa'daki gelişmelerin aksine opsiyonların da dâhil olduğu türev işlemlerin organize piyasalarda işlem görmesi Türkiye'de çok daha geç başlamıştır.³⁶⁷ Bu durumun nedenleri arasında türev araçların işleyiş prensiplerinin karmaşık olması, bu araçların kamuoyunca bilinirlik düzeyinin az olması, bu araçlara ilişkin pratik anlamda bilgi birikiminin az olmasından dolayı danışmanlık ve aracılık yapacak kurumların ortaya çıkamaması, mevzuat ve altyapı eksikliği ile yüksek enflasyon ve mali oynaklık nedeniyle söz konusu araçların ihtiva ettiği risklerin zaman zaman çok büyümesi gibi hususlar belirtilmektedir. Kanaatimizce bütün bu argümanlar görünürde doğru olsa da temelde yatan kök nedeni tam olarak açıklamak için yeterli değildir. Daha önce de belirttiğimiz gibi³⁶⁸ çağdaş sermaye piyasası hukuku pratiklerinin birçoğu, Anglo-Amerikan hukuk sistemlerinde gelişmiş ve aralarında Türk hukukunun da bulunduğu diğer hukuk sistemleri üzerinde esaslı bir etki yaratmıştır. Hatta Türkiye'de sermaye piyasası hukuku mevzuatının tarihsel gelişiminde ABD ve AB mevzuatının etkisini (özellikle Türkiye'nin AB'ye aday ülke statüsünden doğan mevzuatın uyumlaştırılması çabaları çerçevesinde), Cumhuriyet'in ilk yıllarında borçlar kanunu, medeni kanun ve ticaret kanunu bağlamında Alman ve İsviçre mehzaz kanunlarının etkisi ile karşılaştırmak mümkündür.³⁶⁹ Bu vakıalar, ticaret hukuku ve daha spesifik olarak sermaye piyasası hukuku alanında neredeyse tamamen *ithal* bir mevzuat çerçevesinin varlığını işaret etmektedir. Bu durumun sebebini bir yandan Türk Kültür

³⁶⁵ BALKAN Erol / YELDAN Erinc, “Peripheral Development Under Financial Liberalization: The Turkish Experience”, The Ravages of Neo-Liberalism, Economy, Society and Gender in Turkey, Editörler: Neşecan Balkan and Sungur Savran, New York: Nova Science Publishers, 2002, s. 39.

³⁶⁶ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 28.

³⁶⁷ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 28.

³⁶⁸ Bkz. dn. 205.

³⁶⁹ KOÇ AYTEKİN Güner, “Türkiye’de Sermaye Piyasaları ve Borsaların Gelişim Süreci”, Uluslararası Beşeri Bilimler ve Eğitim Dergisi, C. 4, S. 9, 2018, s. 170.

Devrimi bağlamında, Batılı değerlerin benimsenmesi ve müesses nizamdaki yapıtaşlarının Batıdan iktisap edilen (ya da devşirilen) unsurlarla değiştirilmesi tercihiyle, Tanzimat'tan beri devam eden *batılılaşma* ve modernleşme çalışmaları ile aynı doğrultuda.³⁷⁰) açıklamak mümkün olabilir.³⁷¹

Ancak kanaatimizce bu durumun temelinde yatan asıl neden, Tanzimat döneminden beri devam eden ve Birinci Dünya Savaşı sonrası yeni bir kurumsal devlet yapısı tesis edilirken tutulan siyasi tercihten öte, Cumhuriyet dönemine kadar, Batı'da gerçekleşen sanayi ve burjuva devrimi hareketleri gerçekleşirken, yürürlükte olan İslam Hukuku esaslarının, modern çağdaki ekonomik gelişmelere ayak uydurmayı sağlayacak kurumsal nüveleri taşınamamasıdır. Bu kurumsal nüveler arasında belki de en başat olanı tüzel kişilik (*corporation*) mefhumunun İslam hukukunda mevcut olmamasıdır.³⁷² Tüzel kişilik ve şirket kavramlarının ancak 20. yüzyılda İslam hukukunun uygulandığı toplumlarda hukuki ve toplumsal jargona girebildiği göz önünde bulundurulduğunda, şirketler hukuku ve sermaye piyasası hukukunun esaslarının ve temel kavramlarının neden ekseriyetle Anglo-Amerikan ve Batı hukuku paradigması içinde geliştiği ve İslam hukukunun 19. ve 20. yüzyıllara kadar egemen olduğu toplumlarda, sonradan iktibas edilmesi sonucunun ortaya çıktığı daha iyi anlaşılmaktadır.

Osmanlı Devleti'nde hissedarlarının çoğunluğu Müslüman tebaaya mensup olan ilk şirket olan Şirket-i Hayriye, 1851 yılında Sultan Abdülmecid'in hamiliğinde kurulmuştur. Bu vakıa, Osmanlı elitlerinin, o dönemde gelişmeye başlayan bankacılık, taşımacılık ve üretim gibi sektörlerde faaliyet gösteren kurumların işleyişi için İslam hukukuna ait vakıf gibi kurumların uygun ve/veya yeterli olmayacağını fark etmelerinin bir emaresi sayılmaktadır.³⁷³ Nitekim o tarihe kadar İslam hukukunun yaygın olduğu toplumlarda hissedarlarından ayrı bir tüzel kişiliği haiz bir yapı (*corporation*) bulunmamaktadır. Bu yapının alternatifi olarak, devamlılığı ortaklarının yaşam süresiyle sınırlı adi ortaklık benzeri yapılar veya temel amacı sermaye

³⁷⁰ MARDİN Şerif A., “**Ideology and Religion in the Turkish Revolution**”, International Journal of Middle East Studies, C. 2, S. 3, Temmuz 1971, s. 201.

³⁷¹ YALMAN Nur, “**Some Observations on Secularism in Islam: The Cultural Revolution in Turkey**”, Deadalus, Post-Traditional Societies, C. 102, S. 1, Kış 1973, s. 157.

³⁷² KURAN Timur, “**The Absence of Corporation in Islamic Law: Origins and Perspective**”, The American Journal of Comparative Law, C. 53, Temmuz 2005, s. 788.

³⁷³ Kuran, **The Absence of Corporation in Islamic Law: Origins and Perspective**, s. 786.

birikiminden ziyade toplumsal yardım ve imaret odaklı olan vakıf kurumu kullanılmıştır.³⁷⁴

İnalcık ise aynı fenomeni, Osmanlı toplumunda, sermayeyi (ya da kapitali) oluşturan unsurlar bağlamında incelemiştir. Bu minvalde *Yazar*, vakıfların Osmanlı'da en önemli yatırım vasıtalarından biri olmasına rağmen, gerçek anlamda sermayenin temerküz edebileceği kapitalist bir kurum vasfı kazanamamalarını, sermayenin büyük çoğunluğunu vakıf faaliyetleri için harcanması ihtiyacı ile açıklamaktadır.³⁷⁵ Şeriat hukuku kurallarına göre vakıf malvarlığına müdahale edilemediği için, belli ailelerin menfaatlerini korumak amacıyla vakıfların kurulması yaygın bir pratik olmasına rağmen, bu durum vakfa, tüzel kişiliği haiz bir sermaye kurumu vasfı kazandırmamaktadır. Bu bakımdan, vakıflar üzerinde devlet etkisi ve kontrolünün fazla olması ile vakıf mallarından elde edilen gelirin fazla kısmının çeşitli usuller yoluyla hazineye aktarılabilmesi gibi imkânlar, vakıf kurumunun, şahıslardan bağımsız olarak sermayenin birikebileceği ve nesilden nesle kolaylıkla aktarılabilceği bir yapı olmasını engellemiştir.³⁷⁶

Kanaatimizce, yukarıda ortaya konulan nedenlerden ötürü, Cumhuriyet sonrası gelişen ticaret hukuku ve özellikle sermaye piyasası hukuku çerçevesi, Anglo-Amerikan ve Avrupa mevzuatının iç hukuka uyarlanması minvalinde biçimlenmiş, opsiyon işlemleri de dâhil olmak üzere ticaret hukuku ve özellikle sermaye piyasası hukukuna ilişkin kavram ve araçların fiili olarak kullanılması ve yaygınlaşması, kıyaslanan ülkelere göre daha geç gerçekleşmiştir. Bu durum bir yandan kavramların ve kurumların hukuk sisteminin unsurlarınca içselleştirilmesini geciktirmiş olsa da diğer yandan başka ülkelerdeki tecrübelerden yararlanılması yoluyla mevzuatın daha kısa sürede yerleşmesine zemin hazırlamıştır.

Türev araçların organize piyasalarda işlem görmeye başlamasına ilişkin olarak mevzuat çalışmalarının başladığı 1992 yılında, bu yöndeki ilk adım 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda 3794 Sayılı Kanun³⁷⁷ ile yapılan değişiklik vasıtasıyla “*sermaye piyasası araçları*” kavramının eklenmesi ile atılmıştır. Menkul kıymetler ile *diğer sermaye piyasası* araçlarını işaret ettiği belirtilen kavrama ilişkin, o dönemki

³⁷⁴ Kuran, *The Absence of Corporation in Islamic Law: Origins and Perspective*, s. 799.

³⁷⁵ İNALCIK Halil “*Capital Formation in the Ottoman Empire*”, *The Journal of Economic History*, C. 29, S. 1, Mart 1969, s. 136.

³⁷⁶ İnalçık, *Capital Formation in the Ottoman Empire*, s. 132.

³⁷⁷ R.G. T. 13.05.1992, S. 21227.

mevzuat bağlamında öğretide yapılan değerlendirmelerde, diğer sermaye piyasası araçlarının, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine yönelik olarak yer verilen bir ifade olduğu görüşü hakimdir.³⁷⁸ 1995 yılında, 558 sayılı KHK ile gerçekleştirilen değişiklikler ile birlikte opsiyon sözleşmeleri kavramı SPK'nın düzenleme yapma yetkisi bulunan hususlar arasında açıkça sayılarak mevzuata dâhil edilmiştir. Bu değişiklik ile getirilen hükümlere uygun olarak SPK tarafından aynı yıl içinde Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik³⁷⁹ ve İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği³⁸⁰, 1996 yılında İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği³⁸¹, 1997 yılında ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmelik³⁸² ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik³⁸³ çıkarılarak yayımlanmıştır. Her ne kadar 558 sayılı KHK ile getirilen ve bu düzenlemelere dayanak olan hükümler Anayasa Mahkemesi'nin 13.11.1995 tarihli E. 1995/45, K. 1995/58 sayılı kararı ile iptal edilmiş olsa da altyapı çalışması niteliğinde³⁸⁴ olan 558 sayılı KHK'daki ilgili hükümler, iptal kararına dayanak olan usul ve esaslara ilişkin hususların değiştirilerek 4487 sayılı Kanun³⁸⁵ ile tekrar mevzuata eklenmiştir³⁸⁶. Bu değişiklik ile getirilen hüküm gereğince borsalara ve diğer piyasa işleticilere ilişkin gözetim ve denetim yetkileri tamamen SPK'ya devredilerek, organize piyasaların yapılması ve işleyişi konularında SPK tek yetkili merci olarak tayin edilmiştir³⁸⁷.

³⁷⁸ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 201; ÖZTAN Fırat, **Kıymetli Evrak Hukuku**, Ankara: Yetkin, 1997, s. 196; POROY Reha / TEKİNALP Ünal, **Kıymetli Evrak Hukuku Esasları**, İstanbul: Beta, 1999, s. 11 vd. Mevzuatta yer verilen tanıma ilişkin olarak opsiyon sözleşmelerinin *menkul kıymet* ve ya *diğer sermaye piyasası araçlarından* hangi kategoriye dâhil edilmesi gerektiğine ilişkin olarak Kırca tarafından yapılan değerlendirmede, öncelikle unsurları itibarıyla opsiyon sözleşmelerinin menkul kıymet sayılıp sayılmayacağı incelenmiş; opsiyon sözleşmelerinin temel olarak belli bir itibari değer haiz olmamaları, dönemsel getiri sağlama fonksiyonlarının olmaması, toplu olarak ve seri halinde ihraç edilmemeleri ve kıymetli evrak niteliğinde sayılmamaları nedenleriyle menkul kıymet değil, diğer sermaye piyasası araçları kategorisine dâhil olmaları gerektiği belirtilmiştir (bkz. Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 199 vd.).

³⁷⁹ R.G. T. 23.07.1995, S. 22352.

³⁸⁰ R.G. T. 07.09.1995, S. 22397.

³⁸¹ R.G. T. 18.10.1996, S. 22791.

³⁸² R.G. T. 29.01.1997, S. 22892.

³⁸³ R.G. T. 29.01.1997, S. 22892.

³⁸⁴ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 30.

³⁸⁵ R.G. T. 18.12.1999, S. 23910.

³⁸⁶ Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 45.

³⁸⁷ 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu m. 40: "(...) Münhasıran, ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçlardan oluşan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği tüzel kişiliği haiz borsalar, Kurulun teklifi ve ilgili Bakanın önerisi üzerine Bakanlar Kurulunun onayı ile kurulur (...)"

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 40. maddesinin düzenlenerek tekrar mevzuata eklenmesi ile Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nın 4 Şubat 2005 tarihinde fiili olarak faaliyete başlaması arasındaki dört yılı aşkın süre içinde hazırlık çalışmaları yapılmaya devam edilmiş, 23 Şubat 2001 tarihinde Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik³⁸⁸ yayımlanarak 1995 ile 1997 yılları arasında çıkarılan³⁸⁹ vadeli işlem ve opsiyon piyasalarına ilişkin çeşitli yönetmeliklerdeki ilke ve kurallar derlenmiş ve tek bir yönetmelik altında yeniden düzenlenmiştir³⁹⁰. Akabinde 19 Ekim 2001 tarihli Bakanlar Kurulu kararı ile Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nın kurulmasına izin verilmiş ve yaklaşık dokuz ay sonra da Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası, bir anonim şirket yapısı altında³⁹¹ kurulmuştur. Ancak bu tarihten sonra, SPK'nın opsiyon borsası için faaliyet iznini düzenlemesi iki yıllık bir süreye yayılmış ve izin ancak 5 Mart 2004 tarihinde çıkartılabilmıştır³⁹². Faaliyet izninin ardından, aralarında piyasadaki işlem, üyelik, takas gibi faaliyetlere ilişkin esasların düzenlendiği Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği'nin³⁹³ çıkartılmasının da olduğu birtakım usuli işlemlerin tamamlanması ve ikincil mevzuatın detaylandırılmasına ilişkin çalışmaların ardından 4 Şubat 2005 tarihinde Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası İzmir'de faaliyete geçmiş ve işlemler başlamıştır³⁹⁴.

3 Ocak 1986 tarihinde faaliyete geçen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, SerPK'nın hazırlık çalışmaları ile paralel olarak organizasyonel bir yenilenme ve

³⁸⁸ R.G. T. 23.02.2001, S. 24327.

³⁸⁹ Bkz. dn. 379 ila 383.

³⁹⁰ Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 45.

³⁹¹ Söz konusu dönemde 6 milyon yeni Türk lirası sermaye ile kurulan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., başka ülkelerdeki muadil kurumlara benzer olarak anonim şirket olarak yapılandırılmış ve vadeli işlem ve opsiyon piyasasının işletilmesiyle iştigal edecek bir tüzel kişilik olarak 4 Temmuz 2002 tarihinde Ticaret Siciline tescil edilmiştir.

³⁹² Bu periyod nispeten uzun ve gecikmeli bir süreç olarak nitelendirilebilir. Bu gecikmenin nedeni ise temelde, literatürde 2001 Ekonomik Krizi olarak anılan süreç ve devamındaki gelişen krizin politik etkileri nedeniyle yaşanan hükümet değişikliğinden kaynaklanmaktadır. O dönemde krizin ekonomi ve finansal yapı üzerindeki etkilerini ortadan kaldırmak için alınan önlemler kapsamında, karar alıcıların ve SPK gibi düzenleyici kurumların odaklandıkları alanlardaki değişiklik, bu konudaki gelişmelere ve düzenlemelere de sekte vurmuştur. Nitekim, krizin etkilerinin yoğun olarak hissedildiği bir dönem olan 2001 ve sonrasındaki birkaç yılda, seçimlerde o dönem mevcut olan siyasi partilerin aldıkları oylarda dramatik değişimler olmuş, IMF ile yapılan finansman anlaşması çerçevesinde finans ve maliye politikalarında önemli reformlar yapılması söz konusu olmuştur (bkz. ÖNİŞ Ziya, “**Beyond the 2001 Financial Crisis: The Political Economy of the New Phase of Neo-Liberal Restructuring in Turkey**”, *Review of International Political Economy*, C. 16, S. 3, s. 416. Nitekim böyle bir ekonomik konjonktürde, oldukça riskli ve karmaşık bir yapıya sahip vadeli işlem ve opsiyon sözleşmesi gibi türev araçlara ilişkin organize piyasanın kurulmasına ilişkin çalışmaların sektöre uğraması ve nispeten yavaşlaması makul bir durum olarak nitelendirilebilir.

³⁹³ R.G. T. 27.03.2004, S. 25415.

³⁹⁴ Akalın, **Hisse Senedi Üzerine Opsiyon Sözleşmeleri ve Türkiye Uygulaması**, s. 16.

değişim sürecine tabi tutulmuştur. Bu çerçevede, SerPK'ya eklenen, bu konuya özgülenmiş SerPK m. 138 hükmü uyarınca, Borsa İstanbul Anonim Şirketi kurularak tescil ve ilan edilmiş ve öncelikle İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ile İstanbul Altın Borsası'nın tüzel kişilikleri ilga edilerek, bu kurumların tüm unsurları kanun hükmü marifetiyle Borsa İstanbul A.Ş.'ye devredilmiştir.

Ülkenin tüm piyasa işleticilerinin ve organize piyasalarının tek bir çatı altında toplanarak konsolide edilmesi amacıyla başlatılan bu çalışmalar kapsamında, vadeli işlemler ve opsiyon piyasasının da bu yapı altına taşınması hedeflendiğinden, bu konuda ilk somut adım 21 Aralık 2012 tarihinde İMKB Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nın (VİOP) faaliyete geçmesi ile atılmıştır. Borsa İstanbul'un SerPK'nın yürürlüğe girmesiyle birlikte kurulmasından sonra, 2005 yılından beri İzmir'de faaliyet gösteren Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. ile birleştirilerek entegre edilmesi sağlanmış ve 3 Mayıs 2013 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin %100 hissedarı durumuna gelmiştir. Akabinde Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin operasyonları İMKB Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'na aktararak Türkiye'deki tüm vadeli işlem ve opsiyon işlemlerinin Borsa İstanbul çatısı altında yürütüleceği yapının temelleri atılmıştır. Bu yapının kurulmasındaki temel amaçlar arasında, sermaye piyasalarındaki verimlilik ve etkinliğin artırılması, piyasa derinliğinin sağlanması, piyasa katılımcılarına daha düşük maliyetle, daha pratik biçimde ve daha geniş ölçekli bir pazarda işlem yapma olanaklarının bulunduğu belirtilmektedir³⁹⁵. Günümüzde Borsa İstanbul bünyesinde yer alan işlem pazarlarından biri olan Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası, Türkiye'deki vadeli işlem ve opsiyon mahiyetindeki türev araçların işlem gördüğü tek piyasa konumundadır. VİOP'ta işlem gören türev araçlara dayanak olan temel varlıklar,

³⁹⁵ BİST- Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (<https://www.borsaistanbul.com/files/viop-hakkinda-sikca-sorulan-sorular.pdf>), son güncellenme tarihi Eylül 2017, erişim tarihi 31 Mart 2023. Nitekim, bir ülkedeki türev araçların işlem gördüğü piyasaların gelişimi ile o ülkedeki genel ekonomik büyüme arasında doğrudan bir ilişki bulunduğu yönünde ekonomi literatüründe de çalışmalar mevcuttur (örn. bkz. ŞENDENİZ-YÜNCÜ İlkay / AKDENİZ Levent / AYDOĞAN Kürşat, “**Futures Market Development and Economic Growth**”, Working Paper Series, 2007, s. 2 vd.). Ayrıca bkz. LA PORTA Rafael / LOPEZ DE SILANES Florencio / SHLEIFER Andrei / VISHNY Robert W., “**Investor Protection and Corporate Governance**”, Journal of Financial Economics, S. 58, 2000, s. 3-27.

pay³⁹⁶, endeks³⁹⁷, döviz³⁹⁸, kıymetli madenler³⁹⁹, enerji⁴⁰⁰, yabancı endeks⁴⁰¹, faiz⁴⁰² ve devlet iç borçlanma senetlerine⁴⁰³ ilişkin varlık kalemlerinden oluşmaktadır⁴⁰⁴.

3) Opsiyon Türleri

a. Haklar Bakımından Ayrım

i. Alım Opsiyonu

Alım opsiyonu (*call option*), opsiyonun sahibi olan tarafa, belirli bir vade içinde, önceden belirlenmiş, fiyat, nitelik, nicelik vb. koşullara bağlı olarak, opsiyona tabi olan malvarlığı unsurunu veya malı satın alma hakkı verir⁴⁰⁵. Nitelik itibariyle alım opsiyonunda, opsiyon sahibinin, opsiyondan doğan hakkı kullanması için herhangi bir yükümlülüğü bulunmazken alım opsiyonunu satan taraf, opsiyon sahibinin vade içinde veya sonunda alım hakkını kullanması durumunda, opsiyona konu olan varlığı satma yükümlülüğü altındadır. Dolayısıyla opsiyon alıcısının üstlendiği risk, opsiyonu satın almak için ödediği prim miktarıyla sınırlıdır; ancak opsiyon satıcısı bakımından, opsiyona konu varlığın fiyatının vade içinde veya sonunda sınırsız olarak artabileceği varsayımından hareketle, risk teorik olarak sınırsızdır⁴⁰⁶.

Alım opsiyonunu satın alan taraf için temel varsayım, opsiyonun dayandığı varlığın fiyatının vade içinde veya sonunda artacağına; opsiyon satıcısı için temel

³⁹⁶ 45 adet pay üzerine vadeli işlem sözleşmesi ile 24 adet pay üzerine fiziki teslimatlı opsiyon sözleşmesi işlem görmektedir.

³⁹⁷ BİST 30, BİST Likit Banka, BİST Banka Dışı Likit 10, BİST Sürdürülebilirlik 25 endekslerine ilişkin vadeli işlem sözleşmeleri ile BİST 30 Endeksine ilişkin opsiyon sözleşmeleri işlem görmektedir. Ayrıca endeks opsiyonlarının fiktif varlık niteliğine ilişkin bkz. Birinci Bölüm, II/A/c/ii.

³⁹⁸ USD/TL, EUR/TL, EUR/USD, CNH/TL, RUB/TL, GBP/USD referanslı vadeli işlem sözleşmeleri ile USD/TL ile efektif USD/TL referanslı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri işlem görmektedir.

³⁹⁹ TL/Gram altın, TL/Ons altın, USD/Ons gümüş, USD/Ons paladyum ve USD/Ons platin vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmektedir.

⁴⁰⁰ Aylık, çeyreklik ve yıllık elektrik fiyatlarına bağlı vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmektedir.

⁴⁰¹ Saraybosna Borsası endeksine bağlı vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmektedir.

⁴⁰² Aylık TLREF oranına bağlı vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmektedir.

⁴⁰³ Üç adet fiziki teslimatlı devlet iç borçlanma senetlerinin fiyatlarına bağlı vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmektedir.

⁴⁰⁴ <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/48/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi> (erişim tarihi 13 Nisan 2023).

⁴⁰⁵ HULL John C., **Options, Futures and Other Derivatives**, Prentice Hall, 2003, s. 6; Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 37; Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 49.

⁴⁰⁶ Sermaye piyasaları jargonunda opsiyonu satın alan tarafa *uzun taraf*, opsiyonu satan tarafa ise *kısa taraf* adı verilmektedir. Bu nitelemeler kaynağını, Anglo-Amerikan pratiğindeki *long position* (uzun pozisyon) ve *short position* (kısa pozisyon) terimlerinin doğrudan tercümesinden almaktadır.

varsayım ise varlığın fiyatının düşeceğine ilişkin olan beklentidir⁴⁰⁷. Alım opsiyonunun işleyişini bir örnekle somutlaştırmak gerekirse, spot piyasadaki fiyatı 100 TL olan bir payı ele aldığımızda, bu paya dayalı olarak oluşturulan alım opsiyonunun koşullarına göre, opsiyon primi 15 TL, opsiyon kullanım fiyatı vade sonunda 110 TL olarak belirlenirse, alım opsiyonu sahibi olan taraf vade geldiğinde, eğer payın spot piyasadaki fiyatı 110 TL'den daha yüksek ise, opsiyon hakkını kullanmayı tercih edecektir. Eğer vade tarihinde payın spot piyasadaki fiyatı 110 TL'den daha düşük ise, bu durumda opsiyon sahibi, opsiyon hakkını kullanmayacak ve ödediği 15 TL'lik opsiyon primi maliyetini zarar olarak kabullenerek opsiyon ilişkisi tamamlanmış olacaktır. Bu örnekte alım opsiyonu satın alan tarafın, ödediği opsiyon primi ile birlikte opsiyon kullanım fiyatı 125 TL olarak gerçekleşmiş olmaktadır. Bu varsayım ışığında, alım opsiyonu sahibi olan tarafın gerçekleştirebileceği kâr, payın spot piyasadaki fiyatının opsiyon kullanım tarihinde kaydettiği artış ile, opsiyonu satın almak için ödediği 15 TL'lik maliyet arasındaki farka göre belirlenecektir. Dolayısıyla, eğer payın spot piyasadaki fiyat artışı, opsiyon maliyetinin altında kalırsa, opsiyon sahibi yine de opsiyonu kullanmayı tercih edecek, fakat bu durumda payın fiyatının artış miktarı ile opsiyon maliyeti arasındaki fark kadar zarar etmiş olacaktır. Örneğin vade günü geldiğinde payın spot fiyatı 112 TL ise, opsiyon sahibi yine de opsiyon hakkını kullanmayı tercih edecek ancak bu durumda pay başına 13 TL'lik bir zarara uğramış olacaktır. Ancak örneğin vade tarihinde pay fiyatı 109 TL'de kalsaydı, opsiyon sahibi opsiyonu kullanmamayı tercih edecek ve zararı opsiyon primi maliyeti olan pay başına 15 TL olacaktı. Bu tutar, opsiyon hakkı sahibinin uğrayabileceği maksimum zararı ifade etmektedir.

Alım opsiyonu hakkını satan tarafın potansiyel zararı ise, payın fiyatının vade tarihinde yükselebileceği fiyatla doğru orantılı olarak artacaktır; dolayısıyla opsiyonun kısa tarafının potansiyel zararı bu yönüyle sınırsız olabilir. Yukarıdaki örnekte payın vade tarihindeki spot fiyatı örneğin 130 TL olursa, opsiyonu yazan taraf, kararlaştırılan sayıda payı opsiyon sahibine satma yükümlülüğü altında olacağından, opsiyonu yazarken elde ettiği opsiyon primi geliri de göz önünde bulundurulduğunda, pay başına

⁴⁰⁷ Yılmaz, **Hisse Senedi Opsiyonları ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Uygulanabilirliği**, s. 31.

5 TL'lik zarara uğrayacaktır. Bu zararın tutarı, payın vadede yükselebileceği her ek miktar için artma potansiyeline sahiptir⁴⁰⁸.

ii. Satım Opsiyonu

Satım opsiyonunda ise, alım opsiyonunun aksine, satım opsiyonun satın alan taraf için temel varsayım, opsiyonun dayandığı varlığın fiyatının vade içinde veya sonunda düşeceğine; satım opsiyonu satıcısı için temel varsayım ise varlığın fiyatının yükseleceğine ilişkin olan beklentidir⁴⁰⁹. Bu çerçevede (*put option* olarak da tabir edilen) satım opsiyonu, opsiyonun sahibi olan tarafa, belirli bir vade içinde, önceden belirlenmiş, fiyat, nitelik, nicelik vb. koşullara bağlı olarak, opsiyona tabi olan ekonomik değeri satma hakkı veren opsiyon türünü belirten kavramdır⁴¹⁰. Temel olarak satım opsiyonu, tüm unsurları ile alım opsiyonunun tüm fonksiyonlarının tam bir simetriğini oluşturmaktadır. Satım opsiyonu söz konusu olduğunda da, aynı alım opsiyonunda olduğu gibi opsiyon sahibi vade sonunda opsiyon hakkını kullanıp kullanmamakta serbest olduğu gibi, üstlendiği maksimum risk, ödediği opsiyon primi ile sınırlıdır. Opsiyonu yazan ya da satan tarafın potansiyel zararı ise, opsiyona dayanak teşkil eden varlığın fiyatındaki değişim miktarı ile doğru orantılı biçimde, teorik olarak sınırsız değil ancak nispeten yüksektir. Zira, dayanak varlığın fiyatının sıfırın altına düşmesi mümkün değildir ve opsiyonu yazan tarafın potansiyel zararı, dayanak varlığın fiyatı sıfıra indiğinde tepe noktasına ulaşmış olacaktır⁴¹¹.

Satım opsiyonu kavramını da bir örnekle somutlaştırmak gerekirse, spot piyasadaki fiyatı yine 100 TL olan bir payı ele aldığımızda, payın vade sonundaki opsiyon kullanım fiyatının 105 TL, opsiyon priminin de pay başına 7 TL olarak belirlendiğini varsayalım. Vade sonunda payın spot piyasadaki fiyatı 105 TL'nin altında ise, opsiyon sahibi hakkını kullanarak payları spot piyasadan alarak opsiyon yazan tarafa satacak ve ödediği opsiyon primi hariç olmak üzere, spot piyasadaki fiyatla satma opsiyonu kullanım fiyatı arasındaki fark kadar kâr elde edebilecektir. Aynı minvalde, eğer vade tarihinde spot piyasadaki fiyat, opsiyon kullanım fiyatından

⁴⁰⁸ Benzer ve daha detaylı örnekler için bkz. Hull, **Options, Futures and Other Derivatives**, s. 7 vd.; Yılmaz, **Hisse Senedi Opsiyonları ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Uygulanabilirliği**, s. 29 vd.; Yumurtacı, **Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 10 vd.

⁴⁰⁹ Yılmaz, **Hisse Senedi Opsiyonları ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Uygulanabilirliği**, s. 32.

⁴¹⁰ Hull, **Options, Futures and Other Derivatives**, s. 7; Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 37; Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 49.

⁴¹¹ Yumurtacı, **Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 14.

yüksek ise, opsiyonu kullanmamayı tercih edecek ve ödemiş olduğu opsiyon primini zarar olarak kabullenmek durumunda kalacaktır. Satım opsiyonu satıcısı ise bu işlem kurgusu içinde yine edilgen durumdadır; yani payın spot piyasadaki fiyatının vade tarihindeki seviyesine göre ya payları kararlaştırılan fiyattan satın almak zorunda kalarak zararı üstlenmek durumunda kalacak, ya da satım opsiyonu sahibinin opsiyonu kullanmama kararı sonucunda, kendisine ödenmiş opsiyon primi kadar bir kazançla sahip olacaktır. Satma hakkı bakımından da aynı alım hakkında olduğu gibi, vade sonunda payın spot piyasadaki fiyatı düşmüş olsa bile, bu fiyat ile opsiyon kullanım fiyatı arasındaki fark, opsiyon primi tutarının altında kalırsa, satma opsiyonu sahibinin, ödediği opsiyon priminden daha az olmak üzere yine de zarar etme ihtimali mevcuttur.⁴¹².

iii. Karmaşık ya da Bileşik Opsiyonlar

Opsiyon çeşitleri bakımından temel unsurları oluşturan alım ve satım opsiyonlarının çeşitli biçimlerde bir araya getirilmesi ile oluşan ve pratik kullanım alanı bulunan opsiyon türlerinden de söz etmek mümkündür.⁴¹³. Farklı opsiyon türlerinin iç içe geçmiş biçimde ve birlikte kullanılması yoluyla yatırım stratejilerinin çeşitlendirilmelerine olanak sağlayan bu tür başlıca opsiyonların arasında, kullanım fiyatı ve vadesi aynı olan bir adet alım ve iki adet satım opsiyonu almayı ifade eden *strip*, kullanım fiyatı ve vadesi aynı olan iki adet alım ve bir adet satım opsiyonu almayı ifade eden *strap*, opsiyona dayanak teşkil eden aracın, miktarlarının, kullanım fiyatlarının aynı olduğu bir adet alım ve bir adet satım opsiyonlarının alındığı ya da satıldığı durumu ifade eden *straddle*, opsiyona dayanak teşkil eden aracın aynı olduğu ancak diğer parametrelerin farklı olduğu bir adet alım ve bir adet satım opsiyonunun alındığı ya da satıldığı durumu ifade eden *strangle* gibi türler mevcuttur.⁴¹⁴.

b. Vadeleri Bakımından Ayrım

Vadeleri bakımından opsiyonların ayrımını teşkil eden unsur, opsiyonun belli bir vade içinde herhangi bir zamanda veya yalnızca vade sonunda kullanılabilmesi

⁴¹² Benzer ve daha detaylı örnekler için bkz. Hull, **Options, Futures and Other Derivatives**, s. 7 vd.; Yılmaz, **Hisse Senedi Opsiyonları ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Uygulanabilirliği**, s. 31 vd.; Yumurtacı, **Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 12 vd.

⁴¹³ Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 49.

⁴¹⁴ MERTON Robert C., “**Theory of Rational Option Pricing**”, The Bell Journal of Economics and Management Science, C. 4, S. 1, Bahar 1973, s. 142; Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 38 vd.

hallerinde görünür olmaktadır. Bu bağlamda, literatürde, Avrupa tipi opsiyonlar ile Amerikan tipi opsiyonlar olmak üzere ikili bir ayırım söz konusudur.⁴¹⁵

i. Avrupa Tipi Opsiyonlar

Opsiyon hakkının, opsiyon sahibi tarafından yalnızca vade sonunda kullanılabilecek biçimde tanımlandığı işlem yapılarında opsiyon hakkı, Avrupa tipi opsiyon olarak tanımlanmaktadır.⁴¹⁶ Bu çerçevede, hakkın kullanımının ancak gelecekte belirli bir vadede gerçekleştirilebildiği Avrupa tipi opsiyon yapısında, vade gelmeden opsiyon üzerinde, opsiyon hakkını kullanmak suretiyle herhangi bir tasarrufta bulunmak mümkün değildir.⁴¹⁷

ii. Amerikan Tipi Opsiyonlar

Amerikan tipi opsiyon ise, bir opsiyon hakkının kullanılabileceği zaman olarak belirli bir tarih yerine, opsiyon hakkının kullanılabileceği bir terminin belirlenmesi durumunda söz konusu olmaktadır.⁴¹⁸ Bu bakımdan, Amerikan tipi opsiyonlarda, hakkın kullanılması belirlenen vadede gerçekleştirilebileceği gibi vadeden önce de hakkın kullanılması mümkündür.⁴¹⁹ Dolayısıyla Amerikan tipi opsiyonlarda, opsiyon sahibi, opsiyona dayanak varlığın fiyatındaki potansiyel değişimleri vade tarihine kadar değerlendirme ve opsiyonu kullanıp kullanmamaya ilişkin karar sürecinde çok daha geniş bir hareket alanına sahiptir. Bu geniş kabiliyetin doğal bir sonucu ise, Amerikan tipi opsiyonlara için ödenmesi gereken primin genellikle Avrupa tipi opsiyonlardan çok daha yüksek olmasıdır.⁴²⁰ Bu anlamda, Amerikan tipi opsiyonların değerlemesinde, opsiyon hakkı sahibine tanınan geniş yetkinin yarattığı değer artışının, genel opsiyon fiyatlamasında etkili faktörlerden birisi olduğunu belirtmek mümkündür.

iii. Kavramların Ortaya Çıkışı ve Genel Değerlendirme

Avrupa ve Amerikan tipi opsiyonlar, terim olarak farklı coğrafi bölgeleri işaret etse de aslında bu opsiyon tipleri arasında, işlem gördükleri ülkeler veya bölgeler

⁴¹⁵ Şenol, *Hukuki Açıdan Bankaların Tezgahüstü Piyasada Taraf Olduğu Türev İşlemler*, s. 42.

⁴¹⁶ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 40.

⁴¹⁷ Bak, *Borsa Opsiyon Sözleşmesi*, s. 50; Merton, *Theory of Rational Option Pricing*, s. 142.

⁴¹⁸ Kırman, *Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu*, s. 720.

⁴¹⁹ Merton, *Theory of Rational Option Pricing*, s. 142.

⁴²⁰ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 40; Kırman, *Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu*, s. 720.

bağlamında herhangi bir ayrım yoktur. Bilakis her iki tür opsiyon da hem Avrupa hem de ABD piyasalarında işlem görmektedir.⁴²¹

Opsiyon tipleri terim olarak bu biçimde ilk olarak *Samuelson* tarafından, *Yazarın* 1965 tarihli, opsiyon fiyatlamalarıyla ilgili makalesinde kullanılmıştır.⁴²² Terimlerin ortaya çıkışı konusunda, literatürde anekdot niteliğinde bir vakaya atıf yapılmaktadır. Buna göre, *Samuelson*, opsiyon fiyatlamaları konusunda çalışmalar yaparken, bazı konularda bilgi toplamak ve sektördeki profesyonellerle görüşmek için Wall Street Borsası'na bir ziyaret gerçekleştirmiş, bu ziyaret sırasında görüştüğü borsacılarından birisi temel olarak iki tip opsiyon olduğunu, bunlardan birisinin daha karmaşık olduğunu ve vade tarihinden önce herhangi bir zamanda kullanılabileceğini, diğerinin ise daha basit olduğunu ve yalnızca vade tarihinde kullanılabileceğini aktarmıştır. *Samuelson*, görüştüğü borsacının kompleks olan opsiyonu ancak *daha sofistike bir Avrupalı bakış açısının* anlayabileceği yorumuna tepki olarak, yazdığı makalede, söz konusu nitelendirmeleri tersine çevirmiş ve bugün kullanılan terimler ortaya çıkmıştır.⁴²³

Alternatif olarak, terimlerin ortaya çıkışı bakımından tarihsel bağlamda bir argüman sunan başka bir açıklamaya göre ise, terimlerin ortaya çıkışındaki temel neden, ABD'de 18. yüzyılda gelişmeye başlayan ticari ödeme ve mutabakat pratiklerinde Avrupa'daki muadillerine göre ortaya çıkan farklılaşmadır.⁴²⁴ Buna göre, ticari ilişkilerde ABD pratiğinde her gün bir önceki gün gerçekleştirilen işlemlerin mutabakatı yapılması mutat iken, Avrupa pratiğinde işlemlerin mutabakatının 15 günlük ya da aylık periyotların sonunda yapılması yaygın uygulamadır. Bu durumun bir yansıması olarak, opsiyonların ABD piyasası kurallarına göre işlem görenlerin değişken bir formülasyona göre belirlenecek opsiyon primi içerecek biçimde vadeye kadar herhangi bir gün kullanılabilmesi, Avrupa piyasası kurallarına göre işlem görenlerin ise, opsiyon oluşturulma tarihi ile kullanım

⁴²¹ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 40; Bak, *Borsa Opsiyon Sözleşmesi*, s. 50.

⁴²² SAMUELSON Paul A., “*Rational Theory of Warrant Pricing*”, *Industrial Management Review*, C. 6, S. 2, Bahar 1965, s. 13-31.

⁴²³ JARROW Robert / PROTTER Philip, “*A Short History of Stochastic Integration and Mathematical Finance: The Early Years, 1880-1970*”, *Institute of Mathematical Statistics Lecture Notes*, C. 45, 2004 s. 81, dn. 17. Bu anekdot ilk bakışta terimlerin kökenlerini açıklamak için yüzeysel bir yaklaşım gibi görünse de Nobel ödüllü ekonomist *Samuelson* daha ileri tarihteki bir röportajında, söz konusu anekdota benzer bir anısını anlatmaktadır (bkz. <https://youtu.be/RbIzwTGN3Yc?si=YjKzoGP5BVmgwq0q&t=660> (11.00-11.30 dakikaları arası, erişim tarihi 15 Nisan 2023)).

⁴²⁴ Poitras, *The Early History of Option Contracts*, s. 32.

tarihi arasındaki süreyi dikkate alan sabit bir prim çerçevesinde ancak vade tarihinde kullanılabilmesi söz konusu olmuştur. *Samuelson*’ın terimleri ilk kullandığı zaman bu ayrımı düşünerek mi hareket ettiği konusunda netlik olmamasına rağmen, tarihsel perspektiften getirilen bu açıklama, metodolojik bakımdan daha kapsamlı ve tatmin edici olarak değerlendirilebilir.

Avrupa tipi ve Amerikan tipi opsiyonların ihtiva ettiği farklı özellikler dolayısıyla, bu opsiyon türlerinin değerlendirilmesi bakımından farklı yaklaşımlar geliştirilmiştir. Bu bağlamda Avrupa tipi opsiyonların değerlemesinde Black-Scholes-Merton⁴²⁵ yaklaşımı benimsenirken, Amerikan tipi opsiyonların değerlemesinde Cox-Ross-Rubinstein⁴²⁶ yaklaşımı kullanılmaktadır⁴²⁷. Bu yaklaşımlara göre geliştirilen formüller, genel anlamda benzer bir sistematik takip etmelerine rağmen kullandıkları parametreler ve bu parametrelerdeki değişimin fiyatlama üzerinde yarattığı etki, yaklaşımlar arasındaki farkların temelini oluşturmaktadır.

c. Konu Bakımından Ayrım

Nitelikleri bakımından opsiyon türleri arasında yapılan sınıflandırmanın bir diğer unsuru ise, opsiyonun dayandığı temel varlığın türü bakımından yapılan ayrımdır. Bu tür bir nitelendirme, esas itibarıyla salt kategorik bir ayrımı işaret

⁴²⁵ Black-Scholes modeli olarak bilinen değerlendirme yaklaşımı ilk kez 1968 yılında her biri ekonomist olan Fischer Black ve Myron Scholes tarafından geliştirilen ve bir yatırım portföyünün dinamik biçimde sık sık revize edilmesinin, portföyün beklenen kârını azaltacağını öne süren *riske duyarlılık argümanı* (*risk neutral argument*) ve bu kurama bağlı oluşturulan formülasyona dayanmaktadır. Black ve Scholes tarafından geliştirilen bu yaklaşım, 1973 yılında “The Pricing of Options and Corporate Liabilities” başlığıyla yayımladıkları makalede ortaya konulmuştur (bkz. BLACK Fischer / SCHOLLES Myron, “**The Pricing of Options and Corporate Liabilities**”, Journal of Political Economy, C. 81, S. 3, Mayıs-Haziran 1973, s. 637-654). Daha sonra Robert C. Merton, opsiyon fiyatlamasına ilişkin bu yaklaşımı matematiksel olarak geliştirerek “Black-Scholes” yaklaşımını terim olarak literatüre kazandıran yazar olmuştur. Bu formül ile literatürde ve opsiyon piyasası pratiğinde yer bulan söz konusu yaklaşımın, kurumsal finansman ve opsiyon fiyatlaması bakımından bir paradigma değişikliğine yol açtığı ve CBOE ile birlikte diğer önde gelen opsiyon piyasalarındaki işlemlerin matematiksel altyapısını ve rasyonalizasyonunu sağladığı belirtilmektedir (bkz. MacKenzie / Millo, **Constructing a Market, Performing Theory: The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange**, s. 109). Nitekim, bu kuramın ekonomi biliminde ve finans pratiğinde yarattığı etkiye istinaden 1997 Nobel Ekonomi Ödülü, Scholes ve Merton’a verilmiştir (Black 1995 yılında hayata veda ettiği için ödülün resmi olarak sahibi olamamış ancak ismi İsveç Akademisi tarafından ödüle layık görülen teoriye katkılarından dolayı anılarak onore edilmiştir).

⁴²⁶ Avrupa tipi opsiyonlara göre, vadesi değişken olduğu için daha karmaşık değerlendirme parametrelerine ihtiyaç duyulan Amerikan tipi opsiyonların değerlendirilmesinde genel olarak kullanılan bu yaklaşım ilk olarak 1978 yılında William Sharpe tarafından önerilmiş, bir yıl sonra Cox, Ross ve Rubinstein tarafından kaleme alınan makale ile birlikte ise sistematik olarak formülasyon haline getirilmiştir (bkz. COX John C. / ROSS Stephen A. / RUBINSTEIN Mark, “**Option pricing: A simplified approach**”, Journal of Financial Economics, C. 7, S. 3, Eylül 1979, s. 229-263). Bu formülasyon *iki terimli (binomial) opsiyon değerlendirme modeli* olarak da adlandırılmaktadır.

⁴²⁷ Yumurtacı, **Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 9.

etmekten ziyade, opsiyonlara konu olan varlıkların temel özellikleri nedeniyle meydana gelen birtakım farklılıkları göstermesi nedeniyle işlevseldir.

i. Pay Opsiyonları

Pay opsiyonları, bir ortaklığın sermayesini temsil eden paylar üzerinde, belirli bir vade içinde veya vadenin sonunda, belirli adette payı, belirli bir fiyattan alma veya bu payları aynı unsurlara tabi olacak şekilde satma hakkı veren opsiyonlardır.^{428, 429}

ii. Endeks Opsiyonları

Endeks opsiyonları, mahiyeti itibariyle somut olarak mevcut olmayan fiktif bir varlık niteliğindeki borsa endeksindeki fiyat hareketlerine bağlanmış bir finansal aracı nitelendirmektedir.⁴³⁰ Endeks opsiyonları, pratik olarak kullanımı uzun zaman önce başlayan⁴³¹ somut varlıklara dayalı opsiyonların aksine, çok daha yakın zamanda, 11 Mart 1983 yılında ABD’de kullanılmaya başlanmıştır.⁴³² Ortaya çıkışından sonra kısa bir süre içinde ise oldukça sık kullanılan bir finansal araç haline gelmiştir.⁴³³ Endeks opsiyonlarının somut bir varlığa dayalı olmamasının doğal sonucu, opsiyon vadesi geldiğinde, opsiyona konu olan varlığın fiziki olarak teslimatının mümkün olmaması ve opsiyon işleminin ancak nakdi mutabakat yoluyla vade sonunda sona erdirilebilmesidir.⁴³⁴ Bu minvalde, opsiyon kullanım fiyatı ile opsiyon kullanım günündeki endeks fiyatı arasındaki farka göre, sanki somut bir varlığın alış ve satış fiyatı arasındaki fark, bir taraftan diğerine aktarılıyormuş gibi, nakdi olarak ödenmektedir. Bu özelliği itibariyle endeks opsiyonları, gerektiğinde fiziki teslimat yöntemiyle mutabakat sağlanabilen diğer opsiyon türlerinden ayrılırlar. Ancak, opsiyonun kullanılma amacı bakımından, diğerleri ile arasında önemli bir fark bulunmamaktadır: piyasadaki beklentilere göre pozisyon alıp kazanç elde etmek veya

⁴²⁸ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 41; Yumurtacı, **Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 14; Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 51.

⁴²⁹ Bu çalışmanın konusu ile doğrudan ilgili olan pay opsiyonları konusunda, çeşitli opsiyon türlerinin kategorik olarak sıralandığı bu başlık altında daha fazla detaya girmeden yalnızca pay opsiyonunun tanımına yer vermeyi tercih ediyoruz. Bu yaklaşımın temel amacı, çalışmanın esas konusunu teşkil eden bir hususun, bu kısa alt başlık altında detaylandırılmayacak olması ve konuya ilişkin detayların halihazırda çalışmanın tamamına mündemiç olmasıdır.

⁴³⁰ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 43.

⁴³¹ Bkz. Birinci Bölüm, II/A/2

⁴³² EVNIİNE Jeremy / RUDD Andrew, “**Index Options: The Early Evidence**”, The Journal of Finance, C. 40, S. 3, 1984, s. 743.

⁴³³ Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 53, dn. 16.

⁴³⁴ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 43.

potansiyel zararı azaltarak riskleri yönetme amacı, endeks opsiyonlarının da temelinde yatan nedendir.

iii. Döviz Opsiyonları

Opsiyon sahibine, belirli miktarda döviz, belirli bir vade içinde ve belirli bir fiyattan alma veya satma hakkı veren opsiyonlar, genel olarak döviz ya da yabancı para opsiyonları olarak nitelendirilmektedir.⁴³⁵ Her ne kadar bu tür opsiyonlar tezgah-üstü piyasalarda uzun bir süreden beri işlem görmekteyse de, bunların organize piyasalarda işlem görmeye başlaması, nispeten yenidir ve bu tür opsiyonlar ilk olarak 1982 yılında Philadelphia Borsası'nda işlem görmeye başlamıştır.⁴³⁶ Döviz opsiyonlarının organize piyasalarda ilk olarak işlem görmeye başlaması ABD'de gerçekleşmiştir. Bununla birlikte Avrupa'daki firmaların faaliyetlerinin farklı para birimleri kullanan daha fazla ülkede yoğunlaşması ve bu bakımdan kur dalgalanmalarının etkilerine daha açık olmaları nedeniyle bu araçların Avrupa'daki gelişiminin ABD'ye nazaran daha hızlı gerçekleştiği belirtilmektedir.⁴³⁷

Kur riskinin ticari piyasadaki unsurların karlılığı ve işletmelerin devamlılığı açısından arz ettiği pratik önem, döviz opsiyonlarına özellikle döviz kurundaki dalgalanmalardan doğan risklerin yönetiminde önemli bir işlev kazandırmaktadır.⁴³⁸ Bu bakımdan, operasyonları itibarıyla döviz riskine açık olan bankacılık, dış ticaret sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler ile operasyonları hammadde ithalatına bağlı üretim şirketler, yabancı paraya bağlı opsiyon araçlarına sıklıkla başvurmaktadır.⁴³⁹ Bu durum, Türkiye gibi, döviz piyasasındaki dalgalanmaların genel ekonomik görünüm üzerinde geniş bir ölçekte etki yarattığı⁴⁴⁰ ülkelerde faaliyet gösteren şirketler açısından özellikle önem arz etmektedir.

iv. Faiz Opsiyonları

Faiz opsiyonları, bir faiz oranına bağlı olarak ilgili tarafların ödeme yükümlülüklerinde ya da potansiyel getirilerinde değişiklik yaratan sermaye piyasası ya da para piyasası araçları temel almaktadır. Bu araçların unsurlarından olan faiz

⁴³⁵ Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 52.

⁴³⁶ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 41.

⁴³⁷ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 41.

⁴³⁸ Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 52.

⁴³⁹ Yumurtacı, **Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 15.

⁴⁴⁰ FERİDUN Mete, “**Determinants of Exchange Market Pressure in Turkey: An Econometric Investigation**”, *Emerging Markets Finance & Trade*, C. 45, S. 2, 2009, s. 79.

oranı, söz konusu opsiyonun temel konusunu oluşturmakta ve seçim hakkı değişik faiz oranları üzerinden kullanılmaktadır.⁴⁴¹

Bu tür opsiyonları kendi içinde, faiz oranına dayalı opsiyonlar ve faiz geliri getiren menkul kıymetlere dayalı opsiyonlar olarak ikili bir ayrıma tabi olarak incelemek mümkündür.⁴⁴² Ayrımın ilk unsuru olan faiz oranına dayalı opsiyonlarda, işlemin temel konusu belli bir vade içinde, kararlaştırılan bir faiz oranı üzerinden para borcu alma ya da verme hakkıdır. İkinci unsur olan faiz getirili menkul kıymetlere dayalı opsiyonlarda ise işlemin temel unsurunu doğrudan para borcu değil; piyasada tedavül eden devlet tahvili, hazine bonosu vb. faiz getirili borçlanma araçlarının yine belli bir vadeye tabi olarak kararlaştırılan fiyat üzerinden alımı veya satımı hakkı teşkil eder.⁴⁴³

Döviz kuruna benzer olarak faizlerdeki dalgalanmalar da farklı sektörlerde faaliyet gösteren birçok şirket için, operasyonların devamlılığı açısından önemli bir risk unsurudur. Zira faiz oranları ile enflasyon, döviz kuru, devlet iç borçlanma maliyeti ve cari açık gibi temel ekonomik göstergeler arasında yakın bir ilişki vardır.⁴⁴⁴ Bu yüzden, ekonomik parametrelerin kısa ve orta vadeli şoklara nispeten daha açık olduğu Türkiye gibi ülkelerde, faiz oranlarındaki öngörülebilirlik de piyasadaki bütün aktörler için son derece önemlidir. Faiz opsiyonlarının kullanılmasıyla, belli bir opsiyon primi riskini üstlenilerek, faiz oranları bakımından doğabilecek risklerin azaltılması ve yönetilmesi sağlanmaktadır.⁴⁴⁵

v. Emtia Opsiyonları

Opsiyonların sınıflandırılmasıyla ortaya çıkan kategorilerde, opsiyonlara dayanak olan varlıkların çoğunluğu, somut fiziki eşyadan ziyade ya para niteliğindeki ya da fiktif varlık niteliğindeki unsurlardan oluşmaktadır.⁴⁴⁶ Emtia opsiyonlarında ise, opsiyona dayanak olan varlık, değerli madenler, petrol, kömür, buğday, pamuk gibi

⁴⁴¹ Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 51; Yumurtacı, **Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 15.

⁴⁴² HACIALIOĞLU REVA Zeynep, “**Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**,” Prof. Dr. Özer Seliçi’ye Armağan, 2006, s. 535; Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 42.

⁴⁴³ Yumurtacı, **Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 15.

⁴⁴⁴ AKAT Asaf Savaş, “**The Political Economy of Turkish Inflation**”, Journal of International Affairs, C. 54, S. 1 Turkey: A Struggle between Nation and State, Güz 2000, s. 270.

⁴⁴⁵ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 42.

⁴⁴⁶ Ortaklıkların sermayelerini temsil eden pay senetleri için durum daha farklıdır. Her ne kadar pay terimi, bir anlamı ile ortaklık haklarının kullanılmasında pratik bir işlevi yerine getiren fiktif bir kavramı işaret etse de pay senedi opsiyonları bakımından sahip olduğu anlam, *fiziki* bir varlık olarak pay senetlerine ilişkindir.

doğal kaynak veya tarım ürünü niteliğinde olan mallardır⁴⁴⁷. Bu yönüyle emtia opsiyonlarının, çağdaş dönemde finansal piyasaların gelişmesinden önce de kullanılan opsiyon türüne daha yakın olduğu ifade edilebilir.

Literatürde emtia ve altın opsiyonlarının ayrı kavramlar olarak kullanıldığı görülmektedir⁴⁴⁸. Niteliği itibariyle bir emtia olan altının, opsiyon piyasası uygulamasında bir bakıma diğer emtiadan ayrı tutulmasının temelinde, altına, ekonomik tarihsel bağlamda diğer varlıklara göre atfedilen farklı değer⁴⁴⁹ etkisi olduğu söylenebilir. Nitekim Türkiye’de de altın borsası, diğer piyasalardan ayrı bir piyasa olarak kurularak faaliyetlerini sürdürmüş ve farklı borsa ve piyasa işleticilerin tek çatı altında birleştirilmesi çabalarının bir sonucu olarak nispeten yakın bir tarihte Borsa İstanbul bünyesine alınana kadar ayrı bir kuruluş olarak faaliyet göstermiştir⁴⁵⁰.

Emtia opsiyonları da diğer opsiyon türleri gibi, opsiyon sahibine belli bir vade içinde kararlaştırılan fiyattan ilgili dayanak varlıkları alım veya satma hakkı tanıyan finansal araçlardır⁴⁵¹.

vi. Vadeli İşlem Opsiyonları

Vadeli işlem terimi, sözleşme konusu bir malın, önceden belirlenip karara bağlanmış bir fiyat ve miktara tabi olmak üzere belirli bir vadede teslim edilmesine ilişkin yapılan anlaşmayı ifade eder⁴⁵². Vadeli işlem sözleşmelerinin dayanak varlıkları da opsiyonlara benzer biçimde çeşitli emtia, yabancı para, faiz gibi unsurlardır⁴⁵³. Vadeli işlem opsiyonları ise, bu vadeli işlem sözleşmelerinin alım veya satımına ilişkin hakların opsiyon alıcısı ile opsiyon satıcısı arasında el değiştirdiği araçlardır⁴⁵⁴.

⁴⁴⁷ Reva, **Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 535.

⁴⁴⁸ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 43; Reva, **Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 535; Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 51.

⁴⁴⁹ Bu duruma ilişkin temelde yatan iki nedenden söz edilebilir: Bunlardan birincisi altının fiziksel özellikleri olan nadir bulunurluk, estetik olarak cazip olması ve doğal yöntemlerle tahrip edilmesinin güçlüğüdür. İkinci neden ise, belki de fiziksel özellikleri ve nadirliğinin doğrudan bir sonucu olarak, altının ekonomik ilişkilerin inşasındaki rolü ve sosyal bakımdan gördüğü yüksek teveccühtür (ayrıntılı bir analiz için bkz. SCHOENBERGER Erica, “Why is gold valuable? Nature, social power and the value of things”, *Cultural Geographies*, C. 18, S. 1, Ocak 2011, s. 3-24).

⁴⁵⁰ Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 51.

⁴⁵¹ Reva, **Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 535.

⁴⁵² Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 52.

⁴⁵³ Yumurtacı, **Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 18; Şenol, **Hukuki Açıdan Bankaların Tezgahüstü Piyasada Taraf Olduğu Türev İşlemler**, s. 145 vd.

⁴⁵⁴ Reva, **Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 535.

Opsiyon ile vadeli işlem arasındaki temel fark, tarafların malın teslimine dair yükümlülüklerinin meydana geldiği ana ilişkindir. Opsiyon söz konusu olduğunda, bu kavram mahiyeti itibariyle opsiyon sahibine dayanak varlığın alımı veya satımı için bir hak tanıdığı için, opsiyon sahibinin teslim almayı veya teslim etmeyi talep etme hakkı mevcuttur, fakat böyle bir yükümlülüğü bulunmamaktadır. Vadeli işlem durumunda ise, taraflar, opsiyon sözleşmesine benzer biçimde, dayanak varlığa ilişkin aralarında tam iki tarafa borç yükleyen bir sözleşme akdetmektedirler. Fakat bu sözleşmede, taraflar eşanlı edim kararlaştırmayıp sözleşme konusu dayanak varlığın teslimi için ileri tarihte bir vadede mutabık kalmaktadır.

Uygulamada en sık kullanılan vadeli işlem türleri *forward*, *futures* ve *swap* işlemleridir. *Forward* ve *futures* işlemleri temel mahiyet itibariyle birbirlerine özdeş işlemlerdir. Aralarındaki temel fark, *futures* işlemlerinin organize piyasalarda, takas merkezi aracılığıyla ve önceden açık biçimde belirlenmiş koşullara göre gerçekleştirilen⁴⁵⁵; *forward* işlemlerinin ise tezgâh-üstü piyasada gerçekleştirilen ve koşulları taraflar arasında serbestçe belirlenen işlemler olmasıdır.⁴⁵⁶

Nitelik itibariyle organize piyasalarda gerçekleştirilen *futures* işlemlerinde⁴⁵⁷, işlemin karşı tarafı takas merkezi olduğu için, alıcı ya da satıcı tarafından borcun ifa edilmemesi riski takas merkezi üzerindedir; bu minvalde *futures* işlemlerinde, takas merkezi, borcun vade tarihinde ifasını taahhüt etmektedir.⁴⁵⁸ Bu taahhüt ile bağlantılı olarak, *futures* işleminin tarafları, işlemin yapıldığı piyasa ve/veya aracı kurum nezdinde bir başlangıç ve sürdürme teminatı bulundurmakla yükümlüdür.⁴⁵⁹

Alivre sözleşme olarak da ifade edilen *forward* işlemlerinde ise, taraflardan birinin yükümlülüklerini yerine getirememe ihtimali durumunda, herhangi bir garanti

⁴⁵⁵ SARUHAN Utku, **Vadeli İşlem Sözleşmelerinde İfa İhlalleri**, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı (doktora tezi), Ankara, 2022, s. 50.

⁴⁵⁶ Saruhan, **Vadeli İşlem Sözleşmelerinde İfa İhlalleri**, s. 39; Rouiller, **International Business Law**, s. 501-502.

⁴⁵⁷ Rouiller, **International Business Law**, s. 502.

⁴⁵⁸ Borsa İstanbul'da gerçekleştirilen *futures* işlemlerinde, Takasbank, Merkezi Karşı Taraf sıfatıyla, alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı ise alıcı konumunda işlem tarafı olarak, işlemlerin takasının tamamlanmasını teminat, garanti fonu ve tahsis edeceği sermayesi ile garanti etmektedir (bkz. BİST-Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası <https://www.borsaistanbul.com/files/viop-hakkinda-sikca-sorulan-sorular.pdf>, son güncellenme tarihi Eylül 2017, erişim tarihi 31 Mart 2023).

⁴⁵⁹ Teminat tutarları, her bir yatırımcı hesabı için, yapılacak işlemin niteliğine göre belirli parametreler kullanılarak Takasbank tarafından belirlenmekte ve her bir işlem öncesinde yeterli olup olmadığı aracı kurum tarafından kontrol edilmektedir. Bu teminatlar, nakdi uzlaşmalı işlemlerde, zarar eden tarafın hesabından alınıp kâr eden tarafın hesabına yatırılmaktadır bkz. BİST- Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası <https://www.borsaistanbul.com/files/viop-hakkinda-sikca-sorulan-sorular.pdf>, son güncellenme tarihi Eylül 2017, erişim tarihi 31 Mart 2023).

mekanizması mevcut değildir. Dolayısıyla, potansiyel “kredi riski”ne ilişkin öngörülebilirlik ancak tarafların karşılıklı güven ilişkisi yoluyla sağlanabilir. Ayrıca bu işlemler, çoğunlukla diğer piyasa aktörlerinin bilgisine açık olmadığı için hem tedavül kabiliyetleri sınırlıdır hem de geleceğe yönelik bir fiyat beklentisine dair referans oluşturmazlar⁴⁶⁰.

Türkçe karşılığı takas, değiştirme, değişim anlamlarına gelen *swap* ise, hukuki bir terim olarak trampa sözleşmesine⁴⁶¹ karşılık gelmektedir. Bu bağlamda *swap* ilişkisinde, sözleşme taraflarının üçüncü kişilere olan geri ödeme yükümlülüklerini, önceden belirlenmiş koşullara göre değiş-tokuş etmelerine dayalı iki tarafa borç yükleyen bir ilişki söz konusudur⁴⁶². *Swap* ilişkisinde önceden belirlenen temel koşullar arasında tarafların borçların/alacakların mübadelesine ilişkin formül ve vade unsurları bulunmaktadır⁴⁶³.

Swap ilişkisinin ikiden fazla tarafı içerdiği durumlarda ise *barter* sisteminden söz etmek mümkündür. Trampa ilişkisine göre biraz daha farklı bir işleyişe sahip olan *barter* ilişkisinde ikiden fazla olan sözleşme tarafları borç ve alacaklarının ifa etme yükümlülüğünden karşılıklı olarak kurtulmaktadır⁴⁶⁴.

Swap ilişkisinin ortaya çıkışının ve kullanımının temelinde, faiz oranları ve döviz kurlarındaki oynaklığa bağlı olarak ortaya çıkabilecek riskleri, faiz ve anapara ödemelerinin⁴⁶⁵ belirli koşullara tabi olarak değiş-tokuş edilmesi yoluyla yönetme ve en aza indirme saiki bulunmaktadır⁴⁶⁶. Örneğin iki bankanın taraf olduğu bir *swap* ilişkisinde bir tarafın belli bir anaparaya uygulanacak sabit faiz oranına göre yapılacak

⁴⁶⁰ BİST- Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası, son güncellenme tarihi Eylül 2017, erişim tarihi 31 Mart 2023).

⁴⁶¹ Sinallagmatik bir sözleşme olan trampa sözleşmesinde, sözleşme tarafları karşılıklı olarak bazı mallar veya haklar üzerinde karşılıklı olarak devir borcu altına girmektedir. Uygulamada zaman zaman trampa ve takas kavramları birbirlerinin yerine kullanılsa da bu durum hatalıdır (nitekim Borsa İstanbul’un vadeli işlem ve opsiyon piyasasına ilişkin yayımladığı belgelerde dahi *swap* terimi takas kavramı ile eşanlamlı olarak kullanılmaktadır bkz. BİST- Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası, <https://www.borsaistanbul.com/files/viop-hakkinda-sikca-sorulan-sorular.pdf>, son güncellenme tarihi Eylül 2017, erişim tarihi 31 Mart 2023). Zira trampanın aksine takas, kural olarak (yani taraflar takas sözleşmesi akdederek aksini öngörmedikleri sürece), tek taraflı bir hukuki işlemidir. Dolayısıyla trampa ilişkisinde, sözleşmenin kurulmasıyla taraflar için mülkiyetin nakli borcu ortaya çıkarken, takas işleminde, borcu sona erdiren bir tasarruf işlemi söz konusudur (bkz. H. Murat Develioğlu, **Takas**, 2. Bası, İstanbul: Vedat, 2012, s.29-30).

⁴⁶² Penezoğlu, **Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, s. 9.

⁴⁶³ Saruhan, **Vadeli İşlem Sözleşmelerinde İfa İhlalleri**, s. 34

⁴⁶⁴ Develioğlu, **Takas**, s. 30.

⁴⁶⁵ Uygulamada genellikle kullanımına başvuru olan *swap* sözleşmeleri, faiz *swap* sözleşmeleri ile para *swap* sözleşmeleridir.

⁴⁶⁶ Penezoğlu, **Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, s. 9.

ödeme yükümlülüklerini diğerine devretmesi, karşı tarafın ise aynı tutarda anaparaya uygulanacak değişken faiz oranına göre yapılacak ödemeleri diğerine devretmesi durumunda değişken faiz oranıyla sabit faiz oranının değiş-tokuş edilmesi işleminden bahsedilebilir. *Swap* işlemleri – mahiyeti gereği bu işlemlere dair standart koşulların belirlenmesindeki zorluklardan ötürü – genellikle tezgâh-üstü piyasalarda işlem görmekte olsa da geçtiğimiz 10-15 yıllık periyot içinde organize borsalarda işlem gören *swap* sözleşmelerine de rastlamak mümkün hale gelmiştir⁴⁶⁷.

vii. Egzotik Opsiyonlar

Egzotik opsiyonlar, standart alım ve satım opsiyonlarına göre daha kompleks bir nakit akışı ve kullanım mekaniğine sahip türev araçlar için kullanılan jenerik bir terimdir⁴⁶⁸. Bu tür opsiyonların kullanılmasındaki temel motivasyon, “basit (*plain vanilla*) opsiyonlar” olarak nitelendirilen standart opsiyonlara göre, gelecekteki fiyat hareketlerine göre çok daha spesifik ve detaylı pozisyon alma imkânı sağlamaktır. Nitelikleri itibariyle egzotik opsiyonlar, organize piyasalardan ziyade tezgâh-üstü olarak, çok daha nitelikli kurumsal yatırımcılar tarafından kullanılmaktadır⁴⁶⁹.

Rubinstein ve Reiner’ın çalışmasında, egzotik opsiyonlar için 11 farklı türden bahseden bir sınıflandırma yapılmıştır⁴⁷⁰. Bununla birlikte, egzotik opsiyonlar bakımından standart bir sözleşme, hüküm veya koşul bulunmadığı için, çeşitleri bakımından herhangi bir sınırlandırma da söz konusu değildir ve piyasada birçok farklı türün oluşturulması mümkündür⁴⁷¹. Egzotik opsiyonlar temelde alım ve satım opsiyonlarının çeşitli kombinasyonlarından ve farklı koşullara tabi olarak kullanılmalarıyla meydana geldiği için, standart opsiyonlar için geçerli olan temel özellikler ve kullanım prensipleri, egzotik opsiyonlar için de geçerlidir. Ancak bu tür opsiyonlar, söz konusu atipik özellikleri itibariyle belirli olmayan kullanım fiyatı,

⁴⁶⁷ BİST- Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası, son güncellenme tarihi Eylül 2017, erişim tarihi 31 Mart 2023.

⁴⁶⁸ MARTINKUTĖ-KAULIENĖ Raimonda, “**Exotic Options: A Chooser Option and Its Pricing**”, Business, Management and Education, C. 10, S. 2, 2012, s. 290.

⁴⁶⁹ *Egzotik opsiyon* terimi ilk olarak Mark Rubinstein tarafından 1990 yılında kaleme alınan bir makalede kullanılmıştır (bkz. RUBINSTEIN Mark / REINER Eric, “**Exotic Options**”, Working Paper, University of California at Berkley, 1990).

⁴⁷⁰ Bu sınıflandırmadaki unsurlar i) *packages*, ii) *forward-start options*, iii) *compound options*, iv) *chooser options*, v) *barrier options* vi) *binary options*, vii) *lookback options*, viii) *asian options* ix) *exchange options*, x) *currency translated options*, xi) *two-color “rainbow” options* biçiminde yapılmıştır (bkz. Rubinstein / Reiner, **Exotic Options**).

⁴⁷¹ Yumurtacı, **Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 16.

değişken vade, birden fazla türde dayanak varlık gibi unsurlar içerebilirler⁴⁷². Egzotik opsiyonlar çeşitlilik bakımından herhangi bir sınırlamaya tabi olmamalarına rağmen, pratikte en sık kullanılan çeşitler arasında tercihli opsiyonlar (*chooser option*), engelli opsiyonlar (*barrier option*), bileşik opsiyonlar (*compound options*), ortalama fiyat opsiyonları (*asian options*), ve gökkuşağı opsiyonları (*rainbow options*) vardır⁴⁷³.

B) Opsiyon Sözleşmesi

1) Genel Olarak

Mahiyeti itibariyle, *tarafılardan* birine belirli bir miktar para, emtia veya benzer finansal araçların alım ya da satımına ilişkin ihtiyari yetki veren opsiyon kavramı, işleyişi itibariyle birden fazla tarafın, hakkın kullanım koşulları üzerinde mutabık kalmasını gerektirdiği için, bir sözleşme ilişkisi çerçevesinde ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda opsiyon sözleşmesi, hak sahibine, belirli bir vadeye kadar herhangi bir yükümlülük altına girmeden, sözleşmeye konu olan malvarlığı unsurunu, önceden belirlenmiş koşullara tabi olarak devralma alma ya da devretme hakkı sağlayan bir sözleşme olarak tanımlanabilir⁴⁷⁴.

Opsiyon sözleşmesi kapsamında, opsiyon hakkı sahibinin, kendisine tanınan hakkı kullanması durumunda, taraflar arasında opsiyona konu olan varlığın devrine ilişkin yeni bir satış sözleşmesi kurulmaktadır. Dolayısıyla opsiyon hakkı, opsiyon sözleşmesinin asli unsurlarından biri olmasına rağmen opsiyon hakkı ve opsiyon sözleşmesi birbirinden farklı kavramlardır. Opsiyon hakkı temel olarak hak sahibine tanınan bir yetkiyi ifade ederken, opsiyon sözleşmesi bu yetkinin tanınmasına ilişkin taraflar arasındaki irade uyuşmasını ve bu yönde kurulan sözleşme ilişkisini ifade eder⁴⁷⁵.

Peki bu özellikleri itibariyle opsiyon sözleşmesini, borç altına giren taraflar bakımından yapılan ayırım bağlamında, hangi kapsama dâhil etmek gerekir? Bu ayırım kapsamında değerlendirilmesi gereken sözleşme türleri tek tarafa borç yükleyen sözleşme, iki tarafa borç yükleyen sözleşme ve bu kavramın alt ayrımları olan tam iki

⁴⁷² Martinkutė-Kaulienė, *Exotic Options: A Chooser Option and Its Pricing*, s. 291.

⁴⁷³ Kavramlara ilişkin açıklamalar için bkz. Yumurtacı, *Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 16-17.

⁴⁷⁴ Kırman, *Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu*, s. 717; Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 186; Bak, *Borsa Opsiyon Sözleşmesi*, s. 41.

⁴⁷⁵ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 186.

tarafa borç yükleyen sözleşme (sinallagmatik)⁴⁷⁶ ve eksik iki tarafa borç yükleyen sözleşmedir^{477, 478}.

Tanımı itibariyle opsiyon hakkı sahibinin, bu haktan doğan yetkiyi kullanma zorunluluğu bulunmamasından dolayı, opsiyon sözleşmesinin tek tarafa veya eksik iki tarafa borç yükleyen sözleşme olarak nitelendirilmesi gerektiği ilk tahlilde düşünülebilir. Ancak opsiyon sözleşmelerinde genellikle opsiyon hakkı sahibi, opsiyon primi ödemekle yükümlüdür. Başka bir ifade ile, opsiyon satıcısının belirli bir vadede sözleşme konusu malı alma ya da satma yükümlülüğüne karşılık olarak, opsiyon hakkı sahibi bir miktar ödeme yapmaktadır. Kanaatimizce, opsiyon sözleşmesi bu özelliği itibariyle tam iki tarafa borç yükleyen (sinallagmatik) sözleşme olarak nitelendirilmelidir⁴⁷⁹. Bir analogi ile örnek vermek gerekirse, opsiyon sözleşmesini, konusu opsiyon hakkı, semeni ise opsiyon primi olan bir satış sözleşmesine benzetmek mümkündür.

İstisnai olarak, opsiyon priminin sözleşmenin bir unsuru olmadığı durumlar da söz konusu olabilir. Böyle bir durumda opsiyon satıcısının, diğer tarafa karşılıksız olarak sağladığı bir haktan söz etmek mümkündür. Dolayısıyla opsiyon sözleşmesinin, tek tarafa borç yükleyen bir sözleşme niteliğinde ortaya çıkması da mümkün olabilir. Zira, bu olasılıkta, opsiyon satıcısı, vade zamanı sözleşmeye konu olan varlığı alma veya satma hakkını opsiyon sahibine tanımakta; fakat opsiyon sahibi bu hak karşılığında opsiyon satıcısına karşı herhangi bir edim borcu altına girmemektedir.

Bu bağlamda yapılan ayırım kapsamında, bir hususu gözden kaçırmamak gerekir: Opsiyon sahibi tarafından hakkın kullanılmasıyla, taraflar arasında bu kez opsiyon hakkına konu olan varlıkların konu olduğu bir satış sözleşmesi kurulur⁴⁸⁰. Söz konusu sözleşme, opsiyon hakkının kullanılmasıyla kurulmuş olur fakat, opsiyon sözleşmesinden farklı bir sözleşmedir. Dolayısıyla asıl sözleşme olarak da ifade

⁴⁷⁶ Bir edim değişiminin söz konusu olduğu, taraflardan birinin borcunun diğer tarafın borcunun karşılığını teşkil ettiği sözleşme türüdür.

⁴⁷⁷ Taraflardan birinin daima borç altına girdiği fakat diğer tarafın yalnızca belirli koşulların gerçekleşmesi durumunda borç altına girdiği sözleşme türüdür.

⁴⁷⁸ Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 1**, s. 47-48.

⁴⁷⁹ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 194. Anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmeleri bağlamında detaylı değerlendirme için bkz. Birinci Bölüm, II/B/2/c/ii.

⁴⁸⁰ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 186.

edilebilecek bu işlemin nitelendirilmesinde opsiyon sözleşmesinden ayrı bir değerlendirme yapmak gerekir.⁴⁸¹

Opsiyon sözleşmesi, opsiyon kavramının ortaya çıkışının kökenleri göz önünde bulundurulduğunda, günlük hayattaki ekonomik ve ticari ilişkilerde başvuru sıradan ve olağan bir hukuki işlemi ifade eder. Ancak, kavramın özellikle 20. yüzyıl ve sonrasında finansal piyasalardaki gelişimle paralel olarak, organize piyasalarda sıklıkla başvuru bir finansal araç haline gelmesi, opsiyon sözleşmesinin çağrışımsal (*konotatif*) olarak finans alanına özgü kompleks bir sözleşme ya da hukuki işlem olduğu algısının yerleşmesine yol açmıştır. Bu algı bir ölçüde doğrudur; zira özellikle borsa ve diğer organize piyasalarda işlem gören opsiyon sözleşmeleri, oldukça detaylı ve karmaşık kurallara tabidir ve bunların işleyişinin belli bir ölçüde finansal okuryazar olmayan kişiler tarafından anlaşılması zordur. Fakat alternatif bir perspektiften bakıldığında, opsiyon sözleşmesi ve işlemleri, günlük hayatta, harcıâlem ticari ilişkilerde yaygın olarak kullanılan bir işlem türünü de işaret eder. Bu yaygın kullanıma, hemen her gün gerçekleşen taşıt alım-satım işlemlerinde potansiyel alıcının satıcıya ödediği ve taşıtın birkaç gün içinde satışa ilişkin resmi işlemler gerçekleştirilinceye kadar satıştan kaldırılması⁴⁸² veya havayolu şirketlerinin bilet

⁴⁸¹ Anglo-Amerikan hukuk sisteminde bazı opsiyon sözleşmeleri bakımından çift taraflı bir opsiyon hakkı içeren bir yapının da mümkün olduğu belirtilmektedir (bkz. Corbin, **Option Contracts**, s. 641). Anglo-Amerikan hukukunda sözleşme kurulurken tarafların karşılıklı irade beyanlarının bir araya gelmesinde, iki tarafın da açık irade beyanı (*promise to promise*) söz konusu olabileceği gibi bir tarafın açık diğerinin zımni irade beyanı da (*promise to performance*) söz konusu olabilir (bkz. FREY Phyllis H. / FREY Martin A., **Essentials of Contract Law**, Delmar Cengage, 2000, s. 76). *Promise to promise* olarak ifade edilen her iki tarafın da açık irade beyanı bulunan durumlarda asıl sözleşme derhal kurulduğu için, önerinin (icabın) belli bir süre geçerli kalacağına ilişkin bir opsiyon sözleşmesi (yan sözleşme) yapılması gereği çoğunlukla ortaya çıkmamaktadır. Eğer önerinin belli bir süre zarfında geçerli kalması isteniyorsa, bu durumda açık opsiyon sözleşmesi (*explicit option contract*) kurulur ki bu yukarıda bahsedilen standart opsiyon sözleşmesini ifade eder. Ancak taraflardan birinin zımni irade beyanında bulunduğu *promise to performance* durumunda, taraflardan birisinin irade beyanı, karşı tarafın sözleşmeye konu olan borcu ifa etmesi anında verilmiş sayılmaktadır. Örneğin bir eser sözleşmesinde taraflar, bir miktar paranın işin tamamlanmasından sonra ödeneceği konusunda mutabık kalmışlarsa, kural olarak para borcunu ödemeyi taahhüt eden taraf, yapma borcunun ifası tamamlanana kadar icabından dönebilir (bkz. dn. 265). Bu bakımdan Anglo-Amerikan modern sözleşme hukukunda getirilen çözüme göre, taraflar arasında bir örtülü opsiyon sözleşmesi (*implied option contract*) kurulmakta ve bu sözleşme vasıtasıyla, zımni irade beyanında bulunan tarafın icabını eser sözleşmesine konu işin bitirilmesine kadar çekememesi temin edilmektedir (bkz. Frey / Frey, **Essentials of Contract Law**, s. 76; Yılmaz, **Opsiyon Sözleşmesi**, s. 308). Ayrıca bkz. De Gioia-Carabellese, **The Concepts of the Scottish (and Italian) Unilateral Promise and the English Unilateral Contract: Comparative Law Reflections on 'Call Options' and 'Put Options' in the light of the Jurisdictions of England, Scotland and Italy**, s. 384 vd.

⁴⁸² Opsiyon sözleşmelerinde opsiyon priminin pey akçesi ya da pişmanlık akçesi kavramları ile karşılaştırılması için bkz. Birinci Bölüm, II/B/2/a/ii/iii.

satışlarında, mevcut bilet fiyatının birkaç gün için sabitlenmesi gibi işlemler, örnek olarak gösterilebilir.

Yukarıdaki değerlendirme, opsiyon sözleşmesinin nitelik olarak kanunda düzenlenen *tipik (isimli)* sözleşme⁴⁸³ veya *isimsiz (sui generis)*.⁴⁸⁴ sözleşme olarak nitelendirilmesi bakımından önem arz etmektedir. Opsiyon sözleşmesi, TBK’da unsurları ve koşulları açıkça düzenlenen sözleşmelerden değildir. Her ne kadar, SerPK m. 67 hükmüne istinaden SPK tarafından çıkarılan Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği⁴⁸⁵ ile Borsa İstanbul tarafından çıkarılan Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Piyasası Yönergesi hükümleri altında opsiyon sözleşmesi kavramı kullanılmasına rağmen, opsiyon sözleşmesinin borçlar hukuku bağlamında unsurlarını ve tabi olduğu koşulları düzenleyen bir metin mevzuatta yer almamaktadır. Bu bakımdan kanaatimizce, sermaye piyasası mevzuatında kavramın birkaç hükümde ifade olarak yer alması, opsiyon sözleşmesini tipik (isimli) bir sözleşme olarak nitelendirmek için yeterli değildir.⁴⁸⁶ Zira, opsiyon sözleşmesi bakımından, TBK’da düzenlenen diğer özel borç ilişkilerinde olduğu gibi tanım ve özelliklerine ilişkin hükümler, tarafların borç ve yükümlülükleri, sona erme ve zamanaşımı gibi unsur ve koşulların düzenlendiği herhangi bir mevzuat hükmü mevcut değildir.⁴⁸⁷ Bu nedenle kanaatimizce opsiyon sözleşmelerini, *sui generis* özellikler içeren ve belli bir tipolojiye dâhil olmayan isimsiz sözleşme olarak nitelendirmek daha isabetli ve amaca uygun bir yorum olacaktır.⁴⁸⁸

⁴⁸³ Yürürlükteki kanunlarda atıf yapılan ve asgari koşulları düzenlenen sözleşmeler için yapılan nitelendirmedir (bkz. EREN Fikret, **6098 sayılı Türk Borçlar Kanununa Göre Hazırlanmış: Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, Ankara: Yetkin, 2015, (“*Borçlar Hukuku Genel Hükümler*”) s. 207).

⁴⁸⁴ Sözleşme serbestisi prensibine göre, unsurları taraflar arasında serbestçe belirlenen ve kanunda yer alan tipik sözleşme türlerinden birinin tüm unsurlarını aynı anda taşımayan sözleşmeleri ifade eden kavramdır (bkz. Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 1**, s. 49).

⁴⁸⁵ R.G. T. 19.10.2014, S. 29150

⁴⁸⁶ Kanunda salt bir sözleşme ismine atıf yapılmış olmasının, o sözleşmeyi tipik akit haline getirmeyeceği yönünde bkz. ARAL Fahrettin / AYRANCI Hasan, **6098 Sayılı Türk Borçlar Kanunu’na Göre Hazırlanmış Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri**, 10. Bası, Ankara: Yetkin, 2014, s. 54.

⁴⁸⁷ Nitekim Feyzioğlu’ya göre de sözleşmenin niteliğine bağlı olmak üzere, kanunda düzenlenen sözleşmeler de isimsiz sözleşme olarak nitelendirilebileceği gibi, bir sözleşmenin salt kanunda yer alması, o sözleşme türüne tipik sözleşme nitelendirmesi yapmak için yeterli değildir (bkz. FEYZİOĞLU Feyzi N., **Borçlar Hukuku Hususi Kısım: Akdin Muhtelif Nevileri: Özel Borç İlişkileri**, İstanbul: İstanbul Üniversitesi, 1980, s. 19).

⁴⁸⁸ Aynı yönde bkz. Durmuş, **Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 25. Buna karşın Kırcı, SPK tarafından yayımlanan yönetmeliklerde opsiyon hakkının ve dolayısıyla opsiyon sözleşmesinin tanımlanmış olmasından hareketle opsiyon sözleşmesinin isimli (tipik) sözleşmelerden olduğunu ifade etmektedir (bkz. Kırcı, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 194). Kanaatimizce her ne kadar Borsa İstanbul tarafından çıkarılan yönergeler dâhil sermaye piyasası mevzuatı altında türev araçların işlem

Sui generis özellikler içeren isimsiz sözleşmeler bakımından geçerli olan, benzer tipik sözleşme hükümlerinin kıyasen uygulanması kuralı uyarınca, opsiyon sözleşmelerinin yorumunda ve ifasında çoğunlukla TBK bağlamında satım sözleşmesi hükümlerinin uygulanacağını ifade etmek mümkündür. Bu çerçevede, opsiyon sözleşmesine, satım sözleşmesi hükümlerinden özellikle edimin ifası, hasarın ve masrafların durumu, ayıp hükümleri ile ifa zamanı ve gecikmeye ilişkin ilgili TBK hükümlerinin uygulanacağını belirtmek gerekir. Satım sözleşmesine ilişkin bu hükümler, özellikle opsiyon hakkının kullanılmasıyla birlikte ortaya çıkacak olan ve devre ilişkin tasarruf işleminin kaynağını teşkil edecek olan asıl satım sözleşmesi ve buna ilişkin edimler bakımından geçerli olacaktır. Zira malın teslimi ve bedelin ödenmesine ilişkin yükümlülükler, opsiyon hakkının kullanılmasıyla birlikte ortaya çıkmaktadır. Aynı zamanda, opsiyon hakkına konu olan malvarlığı unsuruna ilişkin hasar ve masraflar için de satım sözleşmesinin ilgili hükümlerinin kıyasen uygulanması söz konusu olacaktır. Bu çerçevede, opsiyon hakkının kullanılmasından sonra hakka konu olan eşyada herhangi bir kusur veya eksiklik tespit edilmesi durumunda, yine satım sözleşmesine özgü yollara başvurularak bedel indirimi veya değişim talep edilebilir; gerekli koşullar mevcut olursa sözleşmeden dönme imkânı da kullanılabilir.

Nihayet, *sui generis* bir nitelik taşıyan opsiyon sözleşmesine kıyasen uygulanacak tipik sözleşme hükümleri bakımından, opsiyon sözleşmesine konu olan edimin türü belirleyici olacaktır. Bu bağlamda çoğunlukla satım sözleşmesi hükümlerinin opsiyon sözleşmesine uygulanması söz konusu olmaktadır. Bununla birlikte istisnai durumda kiralama, bağışlama veya benzer başka tipik sözleşme hükümlerinin opsiyon sözleşmelerinin yorumu ve ifasında uygulanması da mümkündür.

Opsiyon sözleşmelerinin tabi olduğu şekil bakımından, borçlar hukukundaki şekil serbestisi ilkesi ile sözleşmelerin geçerliliğinin kanunda açıkça aksi görülmedikçe herhangi bir şekle tabi olmadığını ifade eden TBK m. 12 hükmü belirleyicidir. Nitekim, opsiyon sözleşmeleri mevzuatta düzenlenen tipik

gördüğü piyasalara ilişkin ayrıntılı düzenlemeler yer alsa bile, bu düzenlemeler esas itibariyle piyasaların işleyiş ilkelerine ve kurallarına ilişkindir. Kavramların hukuki mahiyeti ise, örneğin TBK altında düzenlenen özel borç ilişkilerindeki gibi, bu düzenlemelerin odak noktasında değildir. Bu bakımdan, opsiyon sözleşmesinin *sui generis* özellikleri nedeniyle isimsiz (atipik) bir sözleşme türü olarak nitelendirilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

sözleşmelerden olmadığı için, bunlara özgü olarak getirilmiş herhangi bir şekil şartı bulunmamaktadır. Bununla birlikte uygulamada, şekle tabi olmayan sözleşmelerin akdinden dolayı ispat konusu başta olmak üzere ortaya çıkabilecek sakıncaları gidermek amacıyla, uygulamada özellikle anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerinin, taraflarca TBK m. 17, f.1 hükmü ışığında iradi şekil şartına bağlı olarak yazılı biçimde yapıldığı gözlenmektedir.⁴⁸⁹

Opsiyon sözleşmesinin unsurlarına ilişkin analitik olarak yapılacak bir değerlendirmenin başlangıç noktası, kuşkusuz borçlar hukukundaki sözleşmenin temel unsurları olacaktır. Buna göre iki ya da daha çok taraflı hukuki işlemi ya da bu işlemten doğan hukuki ilişkiyi ifade eden sözleşme teriminin⁴⁹⁰ işaret ettiği doğrultuda opsiyon sözleşmesi bakımından da temel unsurlar, en az iki tarafın varlığı, tarafların birbirine uygun irade beyanları ve bu irade beyanlarının yöneldiği sözleşmenin konusudur.⁴⁹¹

Opsiyon sözleşmesi, unsurları bakımından çerçevesi belirlenmiş bir hukuki kavramı ifade eder. Fakat söz konusu çerçeve, ortaklıklar hukuku pratiği ile sermaye piyasası hukuku pratiğinde birtakım farklılıklarla tezahür etmektedir. Birleşme ve devralma pratiğinde, birden fazla ortağın yer aldığı anonim ve limited ortaklıklarda sıklıkla başvurulmuş pay opsiyon sözleşmelerinde, genel olarak ortaklardan bazılarının, paylar üzerinde alım ya da satım opsiyonu tanınırken, diğer ortak ya da ortaklar da bu hukuki ilişkide opsiyon hakkı borçlusu olarak yer almaktadır. Ortaklıklar hukuku pratiğinde ifade ettiği anlama göre, daha geniş bir kapsamı haiz olan ve sermaye piyasası hukukuna ait kavramlardan biri olan borsa opsiyon sözleşmesi de pay, döviz, emtia, faiz gibi unsurları konu alır. Bu bakımından borsa opsiyon sözleşmeleri aslında kavramsal olarak pay opsiyon sözleşmelerini de kapsar. Fakat opsiyon sözleşmelerinin ortaklıklar hukuku ile sermaye piyasası hukuku bağlamında ifade ettiği işlev ve buna bağlı olarak ortaya çıkan pratikler, her iki türün farklı başlıklar altında incelenmesini gerekli kılmaktadır. Bu bakımdan, sonraki bölümde borsa opsiyon sözleşmeleri ile pay

⁴⁸⁹ Opsiyon hakkına konu olan varlığın bir taşınmaz olması durumunda ise, taşınmaz satımlarına ilişkin sözleşmelere uygulanan şekil şartlarının uygulanması gerekecektir. Dolayısıyla, somut durumdaki hukuki ilişkinin doğrudan devir hakkı doğuran bir satım sözleşmesi veya satım vaadi sözleşmesi teşkil etmesine ilişkin yapılacak değerlendirmeye bağlı olarak, opsiyon sözleşmesinin de resmi şekle tabi olarak tapu memurunca veya noter huzurunda düzenlenmesi gerekecektir.

⁴⁹⁰ TERCIER Pierre, / PICHONNAZ Pascal / DEVELİOĞLU H. Murat, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, İstanbul: On İki Levha, 2016, s. 72.

⁴⁹¹ Kocayusufpaşaoğlu (Hatemi / Serozan / Arpacı), **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, s. 95; Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 1**, s. 38.

opsiyon sözleşmeleri, konunun kavramsal temellerini belirginleştirme çabasıyla, ayrı ayrı incelenerek aradaki benzerlikler ve farklar ortaya konulacaktır.

2) Görünüm Biçimleri

a. Borsa Opsiyon Sözleşmesi

i. Tanımı

Temel olarak, borsa opsiyon sözleşmesi için, genel opsiyon sözleşmesinden farklı bir tanım getirilme ihtiyacı yoktur. Bu bakımdan, borsa opsiyon sözleşmesi de opsiyon hakkı sahibine belirli bir vade içinde, önceden belirlenen miktar, nitelik, fiyat gibi koşullara tabi olarak belirli bir sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni veya döviz alma veya satma hakkı veren, karşı tarafı ise bu işlemi gerçekleştirmekle yükümlü kılan bir sözleşme olarak tanımlanabilir.⁴⁹² Ancak borsa opsiyon işlemlerine ilişkin farklılığın temelinde, tanımdaki unsurlardan çok pratik özellikleri ve sermaye piyasalarındaki işlevi bulunmaktadır. Finans piyasalarının esas unsurlarından biri olan “*fon fazlasının piyasa unsurları arasında dağıtılması ve aktarılması*”⁴⁹³ işlevinin bir yansıması olarak, borsa opsiyon sözleşmelerinin yatırım aracı olma mahiyetlerinin öne çıktığı söylenebilir. Bu mahiyetin ortaya çıkarttığı ekonomik fonksiyonlar ise, yatırımcılara ürün çeşitliliği ile portföy derinliği sağlanması, risk yönetimi ve geleceğe yönelik fiyat öngörüsünü kolaylaştırmaktır.⁴⁹⁴ Sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü organize piyasa olan borsada yürütülen opsiyon sözleşmeleri, Türk sermaye piyasasında Borsa İstanbul bünyesinde Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası çatısı altında Takasbank, MKK ve yatırım kuruluşlarının yer aldığı bir yapı çerçevesinde, sıkı kural ve ilkelere göre yürütülen sofistike yatırım araçları niteliğindedir.

⁴⁹² Yılmaz, **Opsiyon Sözleşmesi**, s. 315.

⁴⁹³ Penezoğlu, **Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, s. 75 vd.

⁴⁹⁴ Yılmaz, **Opsiyon Sözleşmesi**, s. 315

ii. Unsurlar

i. Taraflar

Opsiyon sözleşmesinin tarafları daha önce de bahsedildiği gibi opsiyon satıcısı ve opsiyon alıcısıdır.⁴⁹⁵ Opsiyon hakkının satıcısı konumunda olan taraf alternatif bir terim ile “*opsiyon yazıcısı*” olarak da nitelendirilmektedir.⁴⁹⁶

Ancak bu iki taraflı basit yapı, pratikte yalnızca tezgâh-üstü ya da bankalararası (*over-the-counter* veya *interbank*) diye nitelenen ve organize bir borsa veya piyasa dışında yapılan işlemler için geçerlidir. Bu tür işlemler, işlem koşulları bakımından önceden belirlenmiş sıkı kurallar ve koşullar bulunmadığı için, doğrudan hukuki ilişki işlem tarafları arasında, işlem taraflarının ihtiyarıyla belirlenen koşullara tabi olarak kurulur. Dolayısıyla sözleşme ilişkisine müdahale yetkisi olan üçüncü bir kişi olmadığından, sözleşmeden doğan borçların ifasına ilişkin taraflara güvence sağlayabilecek bir yapı bulunmamaktadır.⁴⁹⁷

Opsiyon sözleşmelerinin organize ve belli kurallara göre işleyen borsa ve piyasalarda yapıldığı durumlarda ise, sözleşmenin tarafları bakımından daha karmaşık (*kompleks*) bir yapı vardır. Bu yapı çerçevesinde kurulan opsiyon sözleşmelerinde, tarafların işlem yapabilmesi için, borsa üyesi kurumların aracılık yapması gerekmektedir. Bu bakımdan, borsada işlem gören opsiyon sözleşmesine taraf olma niyeti bulunan bir kişinin öncelikle borsa üyesi bir kurumla⁴⁹⁸ sözleşme yapması⁴⁹⁹ gerekmektedir.⁵⁰⁰ Borsada gerçekleştirilen tüm işlemler, aynı zamanda borsa üyesi

⁴⁹⁵ Kırman, **Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu**, s. 718.

⁴⁹⁶ Sermaye piyasası jargonunda, bir opsiyon sözleşmesinde, sözleşmeye konu dayanak varlığı vade sonunda teslim alma hakkı bulunan tarafa uzun (*long*) pozisyon sahibi taraf, malı vade sonunda teslim etme yükümlülüğü bulunan tarafa ise kısa (*short*) pozisyon sahibi taraf adı verilmektedir. Bu kullanımın kökeninin İngilizcede bir şeyden yoksun olmak anlamına gelen “*being short of sth.*” ifadesinden hareketle elinde olmayan bir malı teslim etme yükümlülüğü altına giren tarafın *short position* sahibi taraf olarak adlandırılması ve buna karşılık malı teslim alma hakkına sahip olan kişinin *short* sözcüğünün karşıtı olan *long position* ile özdeşleştiği ifade edilmektedir. Bu doğrultuda ifadelerin ilk kullanıldığı yerlerden birinin *The Merchants' Magazine and Commercial Review* dergisinin 1852 yılında yayımlanan 16. cildi olduğuna ilişkin kaynaklar mevcuttur.

⁴⁹⁷ Kırman, **Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu**, s. 721.

⁴⁹⁸ Bunlar, Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (Seri III-39.1) (R.G. T. 17.12.2013, S. 28854) uyarınca borsada işlem yapma yetkisi bulunan aracı kuruluşlardır (aracı kurumlar ve bankalar).

⁴⁹⁹ Usul ve esasları SPK tarafından belirlenen/onaylanan bir çerçeve sözleşmedir (ayrıca bkz. EREN Erkan, “**Türk Hukukunda Merkezi Takas Kuruluşları, Merkezi Karşı Taraf Uygulaması ve Tezgâh Üstü Türev Araçların Merkezi Takası**”, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı (doktora tezi), Ankara, 2019, s. 164.

⁵⁰⁰ Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 61.

olan bu aracı kuruluş vasıtasıyla gerçekleştirilmektedir. Aracı kuruluş vasıtasıyla opsiyon sözleşmesi akdeden taraflardan *kısa pozisyon* sahibi tarafın, vade günü geldiğinde sözleşmeden doğan teslim borcunu yerine getirebilmesini sağlamak için, işlemin özelliklerine göre hesaplanan farklı tutarlarda *başlangıç teminatı*.⁵⁰¹ ve/veya *sürdürme teminatı*.⁵⁰² yatırması gerekmektedir.⁵⁰³

Borsada gerçekleştirilen opsiyon işlem ve sözleşmelerinin işleyişinde bir başka önemli özne ise takas merkezidir. Takas merkezi, borsada yapılan işlemlerde alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında ise alıcı sıfatıyla işleme dâhil olarak, işlemlerden doğan hak ve yükümlülüklerin yerine getirilmesini teminat altına almakla görevli kurumu ifade eder.⁵⁰⁴, ⁵⁰⁵. Dolayısıyla, bir opsiyon sözleşmesi aslında, önce alıcı tarafın karşısında takas merkezinin satıcı sıfatıyla bulunduğu, sonra da satıcı tarafında takas merkezinin alıcı sıfatıyla bulunduğu üçlü bir mekanizma çerçevesinde kurulmaktadır. Bu ilişkide takas merkezi üyesi sıfatıyla hareket eden aracı kuruluş ise, kendi müşterisi olan alıcı veya satıcıya karşı, opsiyon sözleşmesini takas merkezi ile kurma ve sözleşmenin ifasına ilişkin gerekli işlemleri yapmaya ilişkin iş görme taahhüdü altına girmektedir. Bu özelliği itibarıyla aracı kuruluş ile alıcı veya satıcı arasında kurulan sözleşmenin vekalet sözleşmesine ilişkin unsurları taşıdığını ifade etmek mümkündür.⁵⁰⁶

Opsiyon sözleşmesinin kurulmasına ilişkin alıcı ve satıcı taraftan gelen emirler borsaya iletdikten sonra, emirler eşleşir ve her bir işlemde takas merkezi karşı tarafı oluşturacak şekilde iki adet opsiyon sözleşmesi kurulmuş olur.⁵⁰⁷

Takas merkezinin temel işlevi, alıcının karşısında satıcı, satıcının karşısında ise alıcı sıfatıyla işlem güvenliğini sağlamak ve tarafların birbirlerine karşı doğrudan bir

⁵⁰¹ Opsiyonun satıldığı gün satıcı tarafından takas merkezine yatırılması gereken ve opsiyon sözleşmesi değerinin belli bir yüzdesine denk gelen teminattır.

⁵⁰² Opsiyon satıcısının aldığı pozisyon olan kısa pozisyonunun vade tarihine kadar değer kaybetmesi durumunda, bulundurulması gereken asgari teminat tutarını ifade eder.

⁵⁰³ Saruhan, *Vadeli İşlem Sözleşmelerinde İfa İhlalleri*, s. 210 vd.

⁵⁰⁴ Eren, *Türk Hukukunda Merkezi Takas Kuruluşları, Merkezi Karşı Taraf Uygulaması ve Tezgâh Üstü Türev Araçların Merkezi Takası*, s. 95; Reva, *Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 536.

⁵⁰⁵ Borsa İstanbul'da yapılan işlemler bakımından bu işlevi yerine getiren kurum Takasbank'tır (bkz. Eren, *Türk Hukukunda Merkezi Takas Kuruluşları, Merkezi Karşı Taraf Uygulaması ve Tezgâh Üstü Türev Araçların Merkezi Takası*, s. 149 vd.).

⁵⁰⁶ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 174.

⁵⁰⁷ Kural olarak emirlerin eşleştirilmesi ve takas merkezine iletilmesi, eşleştirme işleminin elektronik ortamda veya sesli pazarlık yöntemiyle yapıldığı borsalarda farklı işlese de günümüzde borsaların ve borsacılık işlemlerinin dijitalleşmesi ve elektronik işlem olanaklarındaki artış ile birlikte sesli pazarlık yönteminin önemini yitirdiğini belirtmek mümkündür (bkz. Bak, *Borsa Opsiyon Sözleşmesi*, s. 65).

yükümlülük altına girmemelerini temin etmektir. Bu bağlamda, takas merkezinin sorumluluğu, opsiyon sözleşmesine ilişkin borç ve yükümlülüklerin ifasına ilişkin hususlarla sınırlıdır.⁵⁰⁸ Takas merkezi, esasında ekonomik anlamda doğrudan bir risk altına girmemekte, işlem taraflarından (alıcı veya satıcı) tahsil ettiği tutarları işlem sonunda ilgili tarafa aktarmakla işlevini yerine getirmektedir.⁵⁰⁹ İşlem güvenliğini sağlama işlevi kapsamında takas merkezi, ilgili tutarı tahsil edememesi durumunda, satıcı taraftan işlemin başlangıcında ve işlem açık kaldığı dönemde tahsil ettiği başlangıç teminatı ile sürdürme teminatını kaynak olarak kullanmakta ve gerekirse alıcının zararını bu kaynak vasıtasıyla tazmin etmektedir.⁵¹⁰

ii. Konu

Borsa opsiyon sözleşmesinin konusunu oluşturan temel husus, bir dayanak varlığı (pay senedi, döviz, kıymetli maden, emtia, pay senedi endeksi vb.) ilişkin alım ya da satım konusunda seçim hakkı tanıyan *opsiyon hakkı*dır.⁵¹¹ Esas itibarıyla, hakkın sahibine, borsa opsiyon sözleşmesinin karşı tarafının onayına tabi olmaksızın, dayanak varlığı kendisinin tek taraflı ihtiyarına bağlı olarak teslim alma veya teslim etme hakkı olarak tanımlanan⁵¹² opsiyon hakkı, opsiyon sözleşmesi tahtında, üzerinde tasarruf edilen ana unsur teşkil eder. Zira, sözleşme kurulduktan sonra, vade tarihinde opsiyon hakkı sahibinin bu yetkisini kullanıp kullanmaması kendisine kalmıştır. Dolayısıyla hak sahibi vade tarihinde hakkını icra edip dayanak varlığı teslim almayı ya da teslim etmeyi seçmese dahi, opsiyon sözleşmesinin taraflar arasında kurulması için gerekli koşullar yerine gelmiş olur.

Opsiyon hakkına dayanak teşkil eden varlıkların türü ise, sözleşmenin doğurduğu sonuçlar bakımından ifa anında farklılık doğurabilir. Buna göre dayanak varlığın pay senedi, döviz, tahvil, bono gibi somut varlıklar olması durumunda, opsiyon hakkı sahibi vade sonunda söz konusu dayanak varlığın fiziki olarak teslim edilmesini ya da teslim alınmasını talep edebilecektir. Buna karşın dayanak varlığın endeks veya faiz gibi fiktif bir kavrama tekabül ettiği durumlarda ise, opsiyon hakkı sahibinin vade sonunda fiziksel olarak teslimini talep edebileceği bir husus

⁵⁰⁸ Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 67.

⁵⁰⁹ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 210.

⁵¹⁰ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 214.

⁵¹¹ Kırman, **Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu**, s. 717; Reva, **Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 549.

⁵¹² Şenol, **Hukuki Açıdan Bankaların Tezgahestü Piyasada Taraf Olduğu Türev İşlemler**, s. 139.

bulunmamakta; vade sonunda ancak bu dayanak varlığına karşılık gelen parasal tutar ifaya konu olabilmektedir. Dolayısıyla bu tür soyut varlıkların hakkın dayanağını oluşturduğu durumlarda, vade sonunda opsiyon sahibi ancak opsiyon satıcısı ile nakdi mutabakat⁵¹³ yoluna gidebilir.⁵¹⁴

Borsa opsiyon sözleşmesinin konusuna ilişkin değinilmesi gereken bir başka ayrım ise türev araçları ifade eden opsiyonlar ve gerçek opsiyon kavramı arasındaki temel farklılıktır. Aslında çalışma kapsamında incelenen opsiyon sözleşmesi kavramıyla doğrudan ilgili olmasa da yaklaşık 40 yıldır kurumsal finansman literatüründe üzerinde çok sayıda eser verilmiş bu kavramın, çalışma konusu kavramlarla farkını ortaya koymanın gerekli olduğunu düşünüyoruz. Bu çerçevede, opsiyon kavramı incelenirken, konu bütünlüğünün sağlanması bakımından bu konuya da kısaca değinmenin faydalı olacağı kanaatindeyiz. Çeşitli dayanak varlıklar üzerinde alım ve satma hakkı tanıyan türev araç niteliğindeki opsiyonların aksine gerçek opsiyonlar (*real*⁵¹⁵ *options*), bir işletmede, çeşitli stratejik yatırım veya bütçelendirme tercihlerine ilişkin, işletmeyi yöneten kişi(ler) veya organ tarafından verilen kararlardan müteşekkildir.⁵¹⁶ Bu kararlar örneğin bir üretim tesisinin elden çıkarılması veya yeni bir iş biriminin kurulması vasıtasıyla operasyonların genişletileceği bir yatırım planının uygulanması olabilir.⁵¹⁷ Mahiyetleri itibariyle gerçek opsiyonlar, standart opsiyonlar gibi belli bir dayanak varlığına bağlı ve piyasalarda alınıp satılabilen araçlar değildir. Gerçek opsiyonların ifade ettiği bir diğer farklılık ise şu şekilde ifade edilebilir: Bunları oluşturan kararların alınıp alınmamasına ilişkin yetki, ilgili işletmenin yöneticilerinde olduğu için, bu kararın işaret ettiği değerin oluşumuna ilişkin opsiyon sahibinin doğrudan etkisi vardır. Fakat finansal türev araç niteliğindeki

⁵¹³ Bunun anlamı, opsiyon sözleşmesi tarafları arasında, vade sonunda opsiyon hakkına konu olan varlığın fiyatındaki değişime bağlı olarak, nakit ödeme yöntemiyle karşılıklı borç ve alacakların hitam bulmasıdır. Örneğin alım hakkının söz konusu olduğu bir opsiyon sözleşmesinde, varlığın spot piyasadaki değeri vade günü geldiğinde artmışsa, opsiyon kullanım değeri ile vade günündeki spot piyasa değeri arasındaki fark kadar bir tutar, opsiyon satıcısı tarafından opsiyon alıcısına ödenir. Böylece opsiyon hakkına konu olan dayanak varlığın teslim edilmesi yerine alternatif bir edim yoluyla ifa gerçekleştirilmektedir.

⁵¹⁴ Reva, **Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 549.

⁵¹⁵ Kökeni Latincedeki *realis* sözcüğünden neşet eden *real* sözcüğü somut ve maddi varlıkları işaret eden bir kavramdır (bkz. Brach, **Real Options in Practice**, s. 2).

⁵¹⁶ Brach, **Real Options in Practice**, s. 2; CHAMBERS Nurgül, “Gerçek Opsiyonların Fiyatlandırılması”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, S. 26, 2005, s. 71.

⁵¹⁷ Scott / Triantis, **Embedded Options and the Case against Compensation in Contract Law**, s. 1460.

standart opsiyonlarda, opsiyon hakkına dayanak olan varlığın fiyatı, opsiyon sahibinden bağımsız olduğundan, aynı durum geçerli değildir.

Esas itibariyle, işletmeyle ilgili konularda çeşitli kararların alınmasında ve bunların işletme değerine etkileri konusunda bir proje ya da yatırım değerlendirme metodolojisini ifade eden gerçek opsiyon yaklaşımı, finansal opsiyon⁵¹⁸ teorisinin, finansal olmayan somut ve maddi varlıkları üzerindeki opsiyonlar bakımından uzantısı olarak ifade edilebilir⁵¹⁹.

iii. Opsiyon Primi

Opsiyon primi, opsiyon hakkı ile birlikte borsa opsiyon sözleşmesinin iki temel unsurundan biridir⁵²⁰. Bu iki unsur, opsiyon sözleşmesinde sinallagma (edimlerin karşılıklılığı) ilişkisi oluşturur ve ilişkinin tam iki tarafa borç yükleyen sözleşme mahiyeti kazanmasına neden olur⁵²¹. Opsiyon hakkı ile opsiyon priminin karşı edimler teşkil etmesi nedeniyle, opsiyon hakkı doğduğu anda, opsiyon primi ödeme borcu da ortaya çıkmakta; bu bakımdan söz konusu karşılıklılık ilişkisi, opsiyon sözleşmesinin satış sözleşmesi analogisi ışığında değerlendirilmesinde peşin satım işlemi mahiyetine yaklaştırmaktadır⁵²².

Daha önce bahsedildiği üzere, borsa opsiyon sözleşmesinin yapısı itibariyle, ekonomik olarak esas risk opsiyon satıcısı (opsiyon yazıcısı) tarafından üstlenilmektedir⁵²³. Opsiyon hakkı sahibi, bu hakkı vade günü geldiğinde kullanmak ya da kullanmamak yönünde bir tercih serbestisine sahip olduğu için, sözleşme ilişkisinde edim yükümlülükleri bakımından avantajlı olan taraftır⁵²⁴. Opsiyon primi bu bağlamda, opsiyon alıcısı tarafından opsiyon satıcısına edim yükümlülüklerindeki

⁵¹⁸ Finansal türev araç niteliğindeki opsiyonlarda, dayanak varlık pay senedi, döviz vb. bir somut kıymet olsa dahi, bu durum onun finansal opsiyon olma niteliğini değiştirmemektedir; zira halihazırda bir varlığa dayalı türev araç olan bir kontrata dayanan ve doğrudan finansal sonuç doğuran bir işlem yapısı mevcuttur.

⁵¹⁹ Chambers, **Gerçek Opsiyonların Fiyatlandırılması**, s. 71.

⁵²⁰ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 194.

⁵²¹ *Kırman* da opsiyon sözleşmesinin iki tarafa borç yükleyen bir sözleşme olarak değerlendirilebileceğini ifade etmektedir. Bununla birlikte *Yazar*, opsiyon priminin, sözleşme ilişkisi içinde bir karşı edim değil, sözleşmenin kuruluşu bakımından yerine getirilmesi gereken bir şart olarak nitelendirildiğinde, edim olarak yalnızca opsiyon yazıcısının üstlendiği bir taahhüt söz konusu olacağı; bu nedenle opsiyon sözleşmesinin çoğu durumda tek tarafa borç yükleyen iki taraflı bir hukuki işlem olarak nitelendirilmesi gerektiği görüşündedir (bkz. *Kırman*, **Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu**, s. 724).

⁵²² Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 194; Rouiller, **International Business Law**, s. 503.

⁵²³ Bkz. Birinci Bölüm, II/B/2/a/ii.

⁵²⁴ Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 67.

bu asimetriyi bir bakıma azaltmak için ödenen bir bedeli ifade eder⁵²⁵. Bu niteliklerin ışığında, opsiyon primi, opsiyon yazıcısının üstlendiği riske karşılık talep ettiği ve opsiyon alıcısı tarafından alma ya da satma hakkının satın alınması amacı ile ödediği tutar olarak tanımlanabilir⁵²⁶. Sözleşmesinin kurulması aşamasında ödenen bu tutar, opsiyon satıcısı tarafından iktisap edilmekte ve vade tarihinde opsiyonun hak sahibi tarafından kullanıp kullanılmamasına bağlı olmaksızın iade edilmemekte ve her halükârda opsiyon satıcısında kalmaktadır⁵²⁷.

Opsiyon priminin bu kendine özgü niteliklerinden ötürü, TBK’da “Borç İlişkilerinde Özel Durumlar” bölümünün unsurları olan bağlanma parası (pey akçesi), cayma parası (pişmanlık akçesi) ve dönme cezası ile karşılaştırılması ve bu kavramlardan herhangi biri ile örtüşüp örtüşmediği konusu, kavramın mahiyetinin belirlenmesi açısından incelenmesi gereken bir husustur. Zira opsiyon priminin ödenmesiyle opsiyon sahibinin ileride bir sözleşmeyi kurma veya kurmama yönünde edindiği tercih yetkisi ile bağlanma parası, cayma parası ve dönme cezası kavramları arasında işlevsel benzerlikler olduğu kuşkusuzdur. Bu minvalde öncelikle bu kavramların temel nitelikleri ortaya konulduktan sonra, opsiyon priminin bu kavramların herhangi birinin kapsamına girip girmediği konusunda bir değerlendirme yapılacaktır.

Bağlanma parası (ya da pey akçesi), bir sözleşme ilişkisinde, taraflardan birinin sözleşmenin kurulduğuna ilişkin kanıt teşkil etmesi amacıyla ödediği tutarı ifade eden bir kavramdır⁵²⁸. TBK m. 177, f. 2 hükmü marifetiyle, taraflardan birinin sözleşmenin kuruluşunda ödediği bağlanma parası tutarının asıl alacaktan mahsup edileceğine ilişkin bir karine getirilmiştir. Bu karinenin uygulanmamasının koşulu ise aksine bir sözleşme veya yerel adet bulunmasıdır⁵²⁹. Bu kavramı oldukça yalın bir örnekle

⁵²⁵ Ekonomik olarak opsiyon primi içsel değer (*intrinsic value*) ve zaman değeri (*time value*) unsurlarından oluşmaktadır. İçsel değer, opsiyon hakkının kullanılması durumunda, dayanak varlığın piyasa değeri ile kullanma fiyatı arasındaki, pozitif bir değer olduğu farz edilen, tutarı işaret etmektedir. Zaman değeri ise prim tutarı ile içsel değer arasındaki farkı, başka bir ifade ile opsiyon satıcısının, satış işleminden dolayı üstlendiği riskin ekonomik değerini ifade etmektedir (bkz. Kırmızı, **Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu**, s. 722; Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 68).

⁵²⁶ Kırmızı, **Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu**, s. 721-722.

⁵²⁷ Şenol, **Hukuki Açından Bankaların Tezgaahüstü Piyasada Taraf Olduğu Türev İşlemler**, s. 139.

⁵²⁸ OĞUZMAN M. Kemal / ÖZ M. Turgut, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 18. Bası, C. 2, İstanbul: Vedat, 2023, s. 571; Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 1191.

⁵²⁹ 818 sayılı Borçlar Kanunu (R.G. T. 8.5.1926, S. 366) dönemindeki tam tersi yöndeki, yani aksine sözleşme hükmü ya da yere adet bulunmadığı sürece bağlanma parasının asıl alacaktan mahsup edilmesi gerekmeyen hükmü ticari hayatın gereklerine uygun olmadığı gerekçesiyle eleştirilmekteydi (bkz. Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 2**, s. 573).

somutlaştırmak gerekirse, bir kişinin dükkânda gördüğü bir malı beğenmesi, bu malı satın almak üzere dükkân sahibiyle bir satış sözleşmesi kurması ve yanında ödeme için yeterli para olmadığı için, aralarında kurulan satış sözleşmesinin emaresini oluşturmak üzere yakındaki bir bankadan nakit para temin edene kadar bir miktar ödeme yapması durumunda, ödenen tutar bağlanma parası olarak nitelendirilir. Bağlanma parası verilen sözleşmenin daha sonra herhangi bir sebepten dolayı geçersiz olması veya ortadan kalkması durumunda ise, bağlanma parasının duruma göre sebepsiz zenginleşme, istihkak veya başka bir iade borcunun ifası talebiyle geri istenebileceği ifade edilmektedir.⁵³⁰

Cayma parası (cayma akçesi veya pişmanlık akçesi) kavramı ise, sözleşmenin kurulması sırasında, taraflardan birinin yaptığı ödeme karşılığında, bu tutarın diğer tarafta bırakılması koşuluyla her iki tarafa da sözleşmeden dönme hakkı verilmesi durumunda söz konusu olur.⁵³¹ Bu şekilde kurulan bir ilişkide, cayma parasını ödeyen taraf sözleşmeden cayacak olursa, ödediği tutar bir nevi cayma cezası olarak diğer tarafta kalır. Ödemeyi alan taraf sözleşmeden dönecek olursa, ancak aldığı tutarın iki katı tutarında bir ödeme yaparak kararlaştırılan cayma hakkından yararlanabilir.⁵³²

Tarafların cayma parası ödenmesi konusunda anlaştıkları bir ilişkide, sözleşmeden dönme hakkının herhangi bir tarafça kullanılmayacağı belli olmuşsa ya da sözleşmeye ilişkin asli edimlerin ifa edilmesi yoluyla sözleşmeden dönme imkânı ortadan kalkmışsa⁵³³, verilen cayma bedelinin asıl alacaktan mahsup edilebileceği genel olarak kabul edilmektedir.⁵³⁴

Nitelik itibariyle cayma parasına benzeyen ancak temel birtakım özellikleri itibariyle cayma parasından farklı bir kavramı işaret eden dönme cezası ise, bir sözleşme ilişkisinde taraflardan birine, belli bir bedel ödemek koşuluyla sözleşmeden

⁵³⁰ Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 2**, s. 573.

⁵³¹ SEROZAN RONA, **Sözleşmeden Dönme**, 2. Bası, İstanbul: Vedat, 2007, s. 214; Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 1192.

⁵³² Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 2**, s. 574.

⁵³³ Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 2**, s. 574.

⁵³⁴ FURRER Andreas / MULLER-CHEN Markus / ÇETİNER Bilgehan, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, İstanbul: On İki Levha, 2021, s. 666; Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 2**, s. 574. Serozan ise böyle bir durumda dönme akçesinin parasal sözleşme ediminden indirilmesi hususunda peşin bir hükme varılamayacağı görüşündedir. *Yazara* göre, dürüstlük kuralı çerçevesinde tarafların asıl iradeleri araştırılmalı, bu araştırma sonucunda dönme akçesinin bir risk bedeli (*periculi pretium*) mahiyetinde ödendiği saptanırsa dönme akçesinin geri istenemeyeceği veya asıl borçtan mahsup edilemeyeceği kabul edilmelidir. Cayma akçesinin yalnızca dönme hakkının kullanımına ilişkin ödenmesi durumunda ise iade veya mahsup olasılıkları söz konusu olabilecektir (bkz. Serozan, **Sözleşmeden Dönme**, s. 215-216).

dönme veya sözleşmeyi feshetme imkânı tanınan durumda, bu hakkın kullanılması için ödenen bedel olarak tanımlanabilir.⁵³⁵ İki kavram arasındaki temel farklar arasında, dönme cezasında bedeli ödeme borcu sözleşmeden dönme hakkı kullanılacağı zaman doğarken, cayma parasında sözleşmenin kurulma anında peşin ödeme yapılması gerekmesi; dönme cezasında dönme hakkı yalnızca bir tarafa tanınırken, cayma parasında her iki tarafın da sözleşmeden dönme hakkına sahip olması ve dönme cezasında genel olarak her zaman sözleşmeden dönmek (ya da sözleşmeyi feshetmek) mümkün iken, cayma parasında dönmenin kural olarak sözleşmedeki asıl edimlerin ifasına kadar yapılabilmesi hususları gösterilebilir.⁵³⁶

Dönme cezası kanun sistematigi içinde ceza koşulu hükümleri arasında düzenlenmesine rağmen, aslında mahiyet olarak ceza koşulundan temel olarak ayrılan bir anlamı vardır. Bu temel farklılık ise, ceza koşulunun esas olarak borçluyu borcuna uygun olarak davranmaya sevk etmek işlevini yerine getirmesine karşın, dönme cezasının temel işlevi borçluya borcundan kurtulma konusunda kolaylaştırıcı bir unsur olmasıdır.⁵³⁷ Bu bakımdan kural olarak borçlu aleyhine konulan ceza koşulunun aksine, dönme cezasının bir başka özelliği sözleşmenin her iki tarafı için de düzenlenebilir olmasıdır.

Bu tanımlar ışığında, söz konusu kavramlar ile opsiyon priminin örtüşmesi veya özdeşliği değerlendirmesinde, her bir kavrama ait bileşenlerin birbiriyle karşılaştırılarak tümevarım yöntemiyle sonuca ulaşmaya çalışmanın uygun bir yaklaşım olacağını düşünüyoruz.

Bağlanma parası (pey akçesi), esas itibarıyla bir sözleşmenin kurulduğuna dair taraflar arasında bir nişane teşkil etmek için ödenen bedeli ifade eder. Dolayısıyla, bu bedelin ödenmesi, işaret ettiği sözleşmeye ilişkin kurucu unsurlardan birisi olmadığı gibi sözleşmenin gerektirdiği asli edimlerden birisi de değildir. Buna karşın opsiyon primi, opsiyon sözleşmesinin kuruluşundaki asli unsurlardan birisi olmakla birlikte sözleşmedeki asli edimlerden birisini de oluşturur. Çünkü opsiyon sözleşmesinde opsiyon yazıcısı bir hakkı belirli bir tarihte kullandırma hakkını üstlenirken, opsiyon alıcısı bu edimin karşılığı olarak opsiyon yazıcısına opsiyon primini ödeme edimi

⁵³⁵ Furrer / Muller-Chen / Çetiner, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 665.

⁵³⁶ Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 2**, s. 575.

⁵³⁷ Furrer / Muller-Chen / Çetiner, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 665.

üstlenir. Bu yönü itibariyle bağlanma parası (pey akçesi), opsiyon priminden farklı bir işleve sahiptir.

Bağlanma parasının bir diğer özelliği olan, kural olarak asıl alacaktan mahsup edilebilmesi, kavramın opsiyon priminden ayrılan başka bir yönüdür. Bağlanma parasının aksine, borsa opsiyon sözleşmesi kapsamında ödenen opsiyon priminin, opsiyon hakkının kullanılmasıyla kurulan satış sözleşmesinin semeninden indirilmesi söz konusu değildir. Zira daha önce de ifade edildiği gibi⁵³⁸, opsiyon hakkının kullanılmasıyla kurulan ve opsiyon hakkına dayanak olan varlığın belli bir fiyat üzerinden konu edildiği satış sözleşmesi (asıl sözleşme) ile opsiyon sözleşmesi birbirleriyle bağlantılı fakat farklı hukuki işlemlerdir. Bu yönüyle, *asıl sözleşmede* ödenecek semen ile opsiyon primi arasında doğrudan bir bağlantı bulunmamaktadır.

Bağlanma parasının, ilgili sözleşmenin bir nedenle sona ermesi veya geçersiz olması durumunda iadesine ilişkin nitelikleri de opsiyon priminden ayrılmaktadır. Opsiyon priminin iadesine ilişkin koşulların değerlendirilmesinde iki farklı alternatif göz önünde bulundurulmalıdır: Bunlardan birincisi opsiyon sözleşmesinin sona ermesi veya geçersiz olması durumunda opsiyon priminin iade edilip edilmeyeceği meselesidir. Opsiyon primi, opsiyon sözleşmesini teşkil eden asli unsur ve ana edimlerden birisi olduğu için, kural olarak bu soruya verilecek yanıt olumludur. Zira bu durumda opsiyon alıcısı, sinallagma ilişkisindeki unsurlardan opsiyon hakkını kullanamayacağı için karşı edimi oluşturan opsiyon priminin iade edilmesi talep edilebilir. Buna karşın, opsiyon hakkının kullanılmaması nedeniyle opsiyon sözleşmesi ile kurulması murat edilen asıl sözleşmenin meydana gelmemesi, opsiyon priminin iade borcunu doğurmaz⁵³⁹. Bütün bu nedenlerden dolayı, opsiyon priminin, bir nevi bağlanma parası (pey akçesi) olarak nitelendirilmesi kanaatimizce mümkün değildir⁵⁴⁰.

Cayma parasının (cayma akçesi veya pişmanlık akçesi), temel işlevi itibariyle, opsiyon priminin mahiyetine yaklaştığını ifade etmek mümkündür. Cayma parasında,

⁵³⁸ Bkz. Birinci Bölüm, II/B/2.

⁵³⁹ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 211.

⁵⁴⁰ Öğretide Kırcan, opsiyon priminin cayma parası (pişmanlık akçesi) niteliklerini taşımasından hareketle, opsiyon primine bağlanma parası (pey akçesi) niteliğinin yüklenmesinin mümkün olduğunu ifade etmiştir (bkz. Kırcan, **Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu**, s. 721-722). Kanaatimizce bu görüş isabetli değildir zira bu değerlendirme opsiyon priminin nitelendirilmesinde bağlanma parası ile cayma parası arasına sıkışmış bir dikotominin (ikiliğin) varlığını farz etmektedir. Fakat nitelendirme açısından böyle bir ikilik şart olmadığı gibi opsiyon priminin bu iki kalıptan birine mutlaka girmesi gerekmemektedir.

bu bedeli ödeyen kişinin, söz konusu tutarı gözden çıkararak sözleşmede yüklendiği edimi yerine getirmeme imkânı mevcuttur. Opsiyon sözleşmesinde ise, opsiyon primini ödemek suretiyle opsiyon alıcısının vade tarihinde ilgili varlığı almak ya da satmak konusunda bir yetki hakkı doğmaktadır. Opsiyon sahibi, eğer opsiyon hakkını kullanmamayı tercih ederse, cayma parasına benzer şekilde, opsiyon primini opsiyon satıcısına bırakarak hukuki ilişkiyi o noktada sonlandırma hakkına sahiptir. Ancak, bu benzerliğe rağmen opsiyon priminin cayma parası ile farklı kavramları ifade ettiğini söylemek gerekir. Şöyle ki, opsiyon sözleşmesi kurulduğunda, henüz opsiyon hakkının kullanımıyla ortaya çıkacak olan asıl sözleşme ortada yoktur. Dolayısıyla, asıl sözleşmedeki edim yükümlülüğünü yerine getirmemenin karşılığı olarak opsiyon priminin ödendiğini ileri sürmek, sözleşmenin işleyiş prensipleri ile uyumlu değildir. Opsiyon sözleşmesi, ayrı unsurlara ve kuruluş mekanizmasına sahip ve sonradan kurulması planlanan asıl sözleşmeden bağımsız bir hukuki ilişkidir.

İkinci olarak, cayma parası söz konusu olduğunda, cayma parasını ödeyen tarafın, cayma hakkını kullanmayacağını belli olması veya sözleşmeye ilişkin asli edimlerin yerine getirilmesiyle sözleşmeden dönme imkânının kaybolması durumunda, cayma parasını iade alması veya cayma parasının asıl alaktan düşülmesi mümkün olabilir. Fakat opsiyon primi bakımından her iki seçenek de söz konusu değildir. Opsiyon primi, opsiyon sözleşmesinin kurulmasında, opsiyon hakkı tanınmasına karşılık oluşturan edimi ifade eder ve opsiyon hakkının kullanılıp kullanılmamasından bağımsız olarak opsiyon yazıcısında kalır. Son tahlilde, opsiyon priminin nitelik itibarıyla cayma parası olarak da nitelendirilemeyeceğini ifade etmek gerekir.⁵⁴¹

Dönme cezası ise, bir sözleşmede borçlunun edimlerinden kurtulabilmesi için ödemesi gerekli ve yeterli görülen bir tutarı işaret ettiği için, bu üç kavramdan opsiyon primine nitelik olarak en uzağı olduğu ifade edilebilir. Bu durumu gösteren belirgin özellik ise, dönme cezası, dönme hakkı kullanılırken sözleşmeden dönen tarafça ödenirken, opsiyon priminin opsiyon sözleşmesinin kurulması anında opsiyon alıcısı tarafından ödenmesidir. Opsiyon priminin opsiyon sözleşmesinin kurulmasında karşı edim olarak ödenmesi niteliğinin, opsiyon hakkının kullanılmasıyla birlikte kurulacak

⁵⁴¹ Aynı yönde bkz. Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 212.

asıl sözleşmeden dönmeye ilişkin ceza ile bağdaşması ve bu biçimde yorumlanması mümkün değildir.

Yukarıdaki açıklamalar ışığında, opsiyon priminin TBK altında düzenlenen borç ilişkilerinde özel durumların unsurlarından olan bağlanma parası, cayma parası veya dönme cezası ile aynı kategoride değerlendirilemeyeceği aşikardır. Bu bakımdan, opsiyon primini, opsiyon hakkının kullanılması veya kullanılmamasına ilişkin tali bir unsurdan ziyade, opsiyon sözleşmesinde, opsiyon hakkının karşı edimi olarak ödenen, sözleşmenin ana unsurlarından birisi ve opsiyon ediminin karşılığı, hatta *causası* olarak değerlendirmek, konunun özü bakımından isabetli bir yaklaşım olacaktır. Bu değerlendirmenin temelinde yatan yaklaşım ise, opsiyon sözleşmesi ile opsiyon hakkının kullanılmasıyla ortaya çıkan ve *asıl sözleşme* olarak da ifade edilen dayanak varlığa ilişkin satış sözleşmesinin birbiriyle bağlantılı ve fakat birbirinden bağımsız hukuki ilişkiler olarak değerlendirmektir. Bu minvalde, opsiyon primini, opsiyon hakkına bağlı satış sözleşmesinin tali bir unsuru olarak değerlendirme gerekliliği ortadan kalkmakta ve opsiyon priminin mahiyeti, bağımsız bir sözleşme unsuru olarak ortaya çıkmaktadır.

iii. Hukuki Nitelik

Borçlar hukuku bakımından opsiyon sözleşmesinin hukuki niteliğinin belirlenmesinde öğretide değerlendirilen birkaç teori vardır: Bunlar ön sözleşme teorisi, icap teorisi, şart teorisi ve yenilik doğuran hak teorisidir.⁵⁴² Çalışmanın devamında, meseleye ilişkin kavramların ayrıntılı olarak tanıtıldığı ve bu kavramların, çalışmanın konusu olan hukuki ilişkiler bakımından niteliklerinin hangi ölçüde bağdaştığı/örtüştüğüne ilişkin değerlendirmelere hasredilen bir bölüme atıf yaparak⁵⁴³ şimdilik bu kavramlara ilişkin ayrıntılı açıklamalardan kaçınmayı tercih ediyoruz. Bununla birlikte, kanaatimizce, opsiyon sözleşmesinin temelinde yatan unsurun,

⁵⁴² Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 188 vd.; Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 67; Reva, **Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 547 vd.; Yılmaz, **Opsiyon Sözleşmesi**, s. 309 vd. Bu unsurlardan oluşan sınıflandırmadan farklı olarak Kırman tarafından yapılan değerlendirmede, opsiyon sözleşmelerinin şufa, iştirak ya da vefa sözleşmesi olarak nitelendirilmesi hususu tartışılmış ve sözleşmedeki hukuki ilişkinin şufa yani önalım hakkına benzetilebileceği ifade edilmiştir. Ancak, kanaatimizce haklı olarak Kırman da bu durumun yalnızca alım hakkına ilişkin opsiyon sözleşmesi için geçerli olabileceği, bu durumda nitelemenin kategorik olarak uygulanmasının isabetli olmayacağı ve sözleşmedeki opsiyon primi gibi ayırık unsurların da varlığı nedeniyle sözleşmenin kendisine özgü bir yapısı olduğunu kabul etmenin daha uygun bir yaklaşım olacağını ifade etmiştir (bkz. Kırman, **Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu**, s. 724-725).

⁵⁴³ Bkz. İkinci Bölüm, I/B ve I/C.

yenilik doğuran hak kavramı ekseninde açıklanmasının kavramsal ve amaçsal olarak daha doğru bir yorum olacağını ifade etmek gerekir.

Bu durumun esas nedeni opsiyon sözleşmesinin temel işlevi ile ilgilidir. Opsiyon sözleşmesi kurulduğunda, opsiyon hakkı sahibinin temel saiki, gelecekte bir başka hukuki işleme girme ya da girmeme konusunda bir seçim hakkı elde etmektir. Dolayısıyla, opsiyon hakkının kullanılmasıyla kurulması öngörülen ikinci (asıl) sözleşme ve bu sözleşmenin sonuçları taraflar için başlangıçta arızı niteliktedir.⁵⁴⁴ Bu durum kendisini, özellikle borsa opsiyon sözleşmeleri bakımından, vade sonunda dayanak malların fiziki tesliminden ziyade, arada oluşan fiyat farkına göre işlem den kâr elde etme amacıyla kendisini gösterir. Bu bakımdan, opsiyon sözleşmesinin temelinde, tarafların ileride (vade tarihinde) kullanılma imkânı bulunan bir hakkın icrası yoluyla bir sözleşme kurma yetkisi bulunduğunu söylemek mümkündür. Söz konusu özellik yenilik doğuran bir hakkı işaret etmektedir. Nitekim, opsiyon hakkının kullanılması ile birlikte, dayanak varlığına ilişkin (satım) sözleşme(s)i taraflar arasında kurulmuş olur. Dolayısıyla opsiyon hakkının temsil ettiği yenilik doğuran hakkın, opsiyon sözleşmesi ile kurulması murat edilen ikinci (asıl) sözleşmenin gerekli ve yeterli koşulu olduğu söylenebilir.^{545, 546}

iv. Opsiyon İşlemlerinin Kumar ve Bahis Niteliğine İlişkin Argümanlar ve Değerlendirme

Opsiyon işlemleri ile kumar ve bahis kavramları arasındaki bir ilişki olup olmadığı değerlendirmesine yol açan iki temel nedenden bahsetmek mümkündür: Bunlardan birincisi, opsiyon işlemlerine mündemiç olan geleceğe yönelik belirsizlik ve finansal risk unsurlarının getirdiği özelliklerdir. İkinci neden ise, TBK m. 604 hükmünde, “(...) borsada işlem gören malların, yabancı paraların ve kıymetli evrakın fiyat farkı esaslı üzerine yapılan vadeli satışların (...)” kumar ve bahis niteliğinde olmaları durumuna yapılan atıftır.⁵⁴⁷

⁵⁴⁴ Aynı yönde bkz. Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 192.

⁵⁴⁵ Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 55.

⁵⁴⁶ Opsiyon sözleşmesinin nitelik olarak nispi bir yenilik doğuran hak ifade ettiğini de belirtmek gerekir. Zira söz konusu yetki, yalnızca opsiyon satıcısına karşı ileri sürülebilir. Bunun sebebi aynı haklara hâkim olan sınırlı sayı ilkesinin doğal bir sonucu olarak opsiyon hakkının aynı hak teşkil etmemesi ve nispi nitelikte olmasıdır (bkz. Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 165).

⁵⁴⁷ 818 sayılı Borçlar Kanunu m. 504 hükmü de “(...) kumar ve bahis vasfını haiz olduğu takdirde borsaya dâhil olan emtia ve kıymetli evrakın fiyat farkı esaslı üzerine yapılan vadeli alış verişlerde dahi durum böyledir” ifadesiyle, TBK m. 604’e özdeş bir düzenleme getirmekteydi.

Kumar ve bahse ilişkin Türk öğretisi ile karşılaştırmalı hukukta, birbirinden şeklen farklı fakat ana hatlarıyla benzer tanımlar yapılmaktadır. Konuya ilişkin en kapsamlı eserlerden birini kaleme almış Akev, kumar ve bahsi, “ *tarafların münhasıran eğlenmek, fikri veya bedeni mahareti inkişaf ettirmek veya kazanç temin etmek (kumar) veyahut bir iddiayı takviye (bahis) maksatlarıyla, makus şartlar dairesinde bir edim ifasını vaat ettikleri akittir*”⁵⁴⁸ biçiminde tanımlamıştır. Kocayusufpaşaoğlu da benzer bir yaklaşımla, kumarı “*birden fazla kişinin eğlenmek, kazanç sağlamak yahut fikri veya bedeni ustalıklarını geliştirmek amacıyla, az veya çok ustalığa veya talihe bağlı birbirine zıt şartlar altında, karşılıklı olarak aralarında kazanacak olana bir edim taahhüt ettikleri bir sözleşme*”; bahsi ise, tarafların karşılıklı ve birbirine zıt iddialarını pekiştirmek için yaptıkları ve taraflardan birinin kendi iddiasının yanlış çıkması hali için diğerine bir edim vaat ettiği sözleşme olarak tanımlamaktadır.⁵⁴⁹ Anglo-Amerikan hukukunda, Freeman tarafından yapılan tanıma göre kumar (gambling ya da wager) “*talih aracılığıyla yapılan mülkiyet transferi*” ya da “*bir şeyin malik sıfatının kime ait olduğunu talihe başvurarak belirleme*” olarak ifade edilmiştir.⁵⁵⁰ Kumar ve bahis, ortaya para ya da başka bir değer koyarak, ortaya koyulan bu para ya da değerden daha fazlasını kazanma temeline dayandığı için, içkin olarak belirsizlik ve risk unsurlarıyla doğrudan ilişkilidir.⁵⁵¹

Bahis ve kumar arasındaki fark esas olarak tarafların saikinde veya tarafların amacında görülür. Bununla birlikte, bu ayrıma ilişkin varılan genel ve basitleştirilmiş sonuca göre tarafların eğlence veya kazanç gibi saiklerde hareket etmeleri durumunda kumardan, bir konuda birbirlerine karşıt iddialarını pekiştirme amacıyla hareket ediyorlarsa bahisten söz edilebilir.⁵⁵² Ancak son tahlilde, Türk (ve mehz İsviçre) borçlar hukuku prensipleri çerçevesinde, işlemin kumar veya bahis olarak nitelendirilmesine bağlanan sonuçlar bakımından özdeşlik söz konusu olduğu için, ayrımın hukuk pratiği açısından teşkil ettiği önem sınırlıdır.⁵⁵³ Bu çerçevede, kumar ve bahis ilişkilerinden doğan borçlar eksik borç olarak nitelendirilir ve bunlardan

⁵⁴⁸ AKEV Sahir Talat, **Türk Hususi Hukukunda Kumar ve Bahis**, İstanbul: Sulhi Garan Matbaası, 1964, s. 46.

⁵⁴⁹ Kocayusufpaşaoğlu (Hatemi / Serozan / Arpacı), **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, s. 53.

⁵⁵⁰ FREEMAN Frank N., “The Ethics of Gambling”, International Journal of Ethics, C. 18, S. 1, Ekim 1907, s. 78.

⁵⁵¹ BARRETT Will, “Gambling and Public Policy”, Public Affairs Quarterly, C. 14. S. 1, Ocak 2000, s. 57-58.

⁵⁵² Akev, **Türk Hususi Hukukunda Kumar ve Bahis**, s. 68-70; Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 89-90.

⁵⁵³ Kocayusufpaşaoğlu (Hatemi / Serozan / Arpacı), **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, s. 53.

doğan edim yükümlülükleri, hukuken hüküm doğurmazlar.⁵⁵⁴ Dolayısıyla bu tür borçlar ancak borçlu tarafından rızaen ifa edilebilir; aksi takdirde alacaklı tarafından borçlunun ifaya zorlanması mümkün değildir.⁵⁵⁵ Kumar ve bahis borçlarının bu özelliği, aynı şekilde eksik borç teşkil eden zamanaşımına uğramış borçların aksine, bir davaya konu olması durumunda, hâkim tarafından resen dikkate alınmak gereğini ortaya çıkarmaktadır. Kısacası, kumar ve bahis borcu söz konusu olduğu durumda, hâkimin, borçlunun itirazını beklemeksizin ifa talebini reddetmesi gerekir.⁵⁵⁶

Peki konusu kumar ve bahis ile ilişkili borçların normatif hukuktaki bu özelliklerinin ahlaki dayanakları nereden gelmektedir? Kanaatimizce bu soru, kumar ve bahis kavramı ile opsiyon işlemlerinin etkileşimi ve ilgili hükümlerin opsiyon işlemlerine teşmilinin değerlendirilmesi bakımından önem arz etmektedir. Zira kanun koyucunun kumar ve bahisten doğan borçları eksik borç olarak değerlendirip bunların ifaya zorlanmasına ilişkin getirdiği birtakım sınırlamaların normatif gerekçesi ile opsiyon işlemlerinin bu kapsamda değerlendirilip değerlendirilmeyeceği analizi arasında yakın bir ilişki mevcuttur.

Türk-İsviçre öğretisinde, kumar ve bahse bağlı borçların eksik borç olarak nitelendirilmesinin temel sebebinin malvarlığının makul ve işlevsel olmayan biçimde elden çıkmasına yol açması, kaybeden kişinin sosyal hayatında önemli olumsuz sonuçlar doğurmaya müsait olması ve kazananın ahlaki olarak temellendirilemeyen bir

⁵⁵⁴ Prensip olarak kumar ve bahis borçları için öngörülen yaptırımın niteliği konusunda öğretide iki farklı yaklaşım vardır. Bunlardan daha fazla taraftar toplamış ve İsviçre/Türk hukukunda baskın olduğu ifade edilen görüş uyarınca, konusu kumar ve bahis içeren sözleşmeler geçerli olmakla birlikte bunlardan doğan borçlara ilişkin, borçluyu ifaya zorlayacak hukuki takip yolları kapalıdır (bkz. Akev, **Türk Hususi Hukukunda Kumar ve Bahis**, s. 121; Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 89; Kocayusufpaşaoğlu (Hatemi / Serozan / Arpacı), **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, s. 55). Alman hukuku kaynaklı diğer görüş uyarınca ise, alacaklının borçluyu herhangi bir biçimde ifaya zorlaması söz konusu olmadığı için, kumar ve bahis ilişkilerinde hukuki anlamda herhangi bir borç ilişkisi meydana gelmemekte; fakat borçlunun rızası ile ödeme yapması durumunda, alacaklıya edimi muhafaza edebilmek için bir hak tanındığı (*retentio soluti*), başka bir anlatımla hukuki ilişkinin alacaklıya bir iktisap sebebi (*causa acquirendi*) sağlamaktan ibaret olduğu ifade edilmektedir (bkz. Kocayusufpaşaoğlu (Hatemi / Serozan / Arpacı), **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, s. 55, dn. 43 ve orada anılan yazarlar). Bu ikinci görüş, bazı yazarlarca biraz daha genişletilmiş; bu yazarlar, kumar ve bahisten doğan borçların ödenmesi konusunda *ahlaki* bir yükümlülük olduğu varsayımından hareketle, borçlu tarafından ödenmiş kumar ve bahis borçlarının, ahlaki bir ödevin yerine getirilmiş olmasından kaynaklanan zenginleşmelerin geri istenemeyeceği yönündeki TBK m. 78 hükmü uyarınca bağımsız bir iktisap sebebi (*causa acquirendi*) teşkil ettiğini ileri sürmüşlerdir (bkz. Kocayusufpaşaoğlu (Hatemi / Serozan / Arpacı), **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, s. 55, dn. 44 ve orada anılan yazarlar) (Karş. Akev, **Türk Hususi Hukukunda Kumar ve Bahis**, s. 111-112).

⁵⁵⁵ Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler** 1, s. 19.

⁵⁵⁶ Kocayusufpaşaoğlu (Hatemi / Serozan / Arpacı), **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, s. 55; Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 90.

avantaj elde etmesi⁵⁵⁷ ile kanun koyucunun emeksiz kazancı kınaması, israfı ve kişilerin ekonomik mahvına sebep olabilecek hareketleri önlemek olduğu ifade edilmiştir.⁵⁵⁸ Ayrıca kumar ve bahis ilişkilerinde taraflardan birinin kazanma hırsı ve buna bağlı oluşan irade zayıflığının diğer tarafça istismar edilme riskinin, kanun koyucunun kumar ve bahis borçlarını eksik borç olarak niteleyerek hukuki takip yollarının kapsamı dışında bırakmasının nedenlerinden olduğunu belirtmek gerekir.⁵⁵⁹

Anglo-Amerikan hukukunda da kumar ve bahsin ahlaki temellerinin değerlendirilmesinde benzer bir yaklaşımın bulunduğu görülmektedir. Bu bağlamda, üç temel nedenden dolayı kumar ve bahis faaliyetlerinin toplumdaki dayanışmayı sekteye uğrattığı ve bireyleri antisosyal hale getirdiği ifade edilmektedir. Bu nedenlerden birincisi, bir başkasının kaybına bağlı olarak kazanma⁵⁶⁰ saikinini içkin olarak antisosyal duygular ve hedefler üzerine kurulu olmasıdır. İkinci neden, mülkiyetin el değiştirmesinin yanlış bir temele bağlı olarak gerçekleşmesi ve bunun da toplumdaki iş birliği bilincini zayıflatmasıdır. Üçüncü neden olarak ise sosyal bakımdan bütün bu olumsuz yanların bireylerde zihin karmaşasına ve karakter yozlaşmasına sebep olması gösterilmiştir.⁵⁶¹

Yukarıda bahsedilen gerekçeler ışığında, opsiyon işlemlerinin, nitelik ve mahiyet itibarıyla kumar ve bahis işlemleri ile etkileşimini değerlendirmek elzemdir. Zira, dogmatik hukukta, baht ve talih sözleşmeleri kapsamında değerlendirilen⁵⁶² kumar ve bahis işlemlerine bağlanan sonuçlar bakımından yapılacak yorum, opsiyon işlemleri üzerinde doğacak hukuki sonuç üzerinde doğrudan etkilidir. BK m. 604 hükmünde “*borsada işlem gören malların, yabancı paraların ve kıymetli evrakın fiyat farkı esaslı üzerine yapılan vadeli satışlar hakkında*” “*kumar ve bahis niteliğinde*” oldukları takdirde, bu işlemlerden doğan alacakların da hukuki takip imkânlarının dışında kaldığı ifade edilmiştir. Bu hükmün karşıt yorumu (*mefhumu muhalifi*) ile ortaya çıkan sonuca göre, opsiyon işlemleri de dâhil olmak üzere madde hükmünde geçen vadeli işlemlerin kural olarak kumar ve bahis niteliğinde olmadıkları karinesi

⁵⁵⁷ TANDOĞAN Haluk, *Notions Préliminaires à la Théorie Générale des Obligations*, Cenevre: Librairie de l'Université Georg & Cie, 1972, 57.

⁵⁵⁸ Eren, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, s. 89, dn. 43 ve orada anılan yazarlar.

⁵⁵⁹ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 244.

⁵⁶⁰ Bu durum sıfır-toplamli oyun (*zero sum game*) kavramı ile ifade edilmektedir (bkz. Barrett, *Gambling and Public Policy*, s. 60).

⁵⁶¹ Freeman, *The Ethics of Gambling*, s. 83.

⁵⁶² Nitekim sigorta sözleşmeleri de, genel sınıflandırma bakımından bu kapsamda değerlendirilmektedir.

mevcuttur ve prensip olarak bu işlemler doğrudan kumar ve bahis faaliyeti olarak nitelendirilemezler.⁵⁶³ Bu bakımdan, konuya ilişkin olarak herhangi bir işlemin kumar ve bahis sayılması için hangi koşulların mevcut olması gerektiğine ilişkin değerlendirme önem taşımaktadır.

Çalışma kapsamında daha önce ayrıntılı olarak ifade edildiği üzere, opsiyon sözleşmelerinin mahiyeti gereği, opsiyon alıcısının sözleşmeden doğan alma ya da satma hakkını kullanması ve buna mukabil, opsiyon yazıcısının alım ya da satım taahhüdünün somutlaşması, kararlaştırılan vade doğrultusunda, tarafların iradesi dışında gerçekleşecek, piyasa koşulları veya fiyatlardaki oynaklık gibi birtakım ekonomik parametrelere bağlıdır.⁵⁶⁴ Bu parametreler ise opsiyon alıcısı ve opsiyon yazıcısının her ikisinin de iradesi dışında oluşan objektif ve tesadüfi etkenlerden doğmakta ve dolayısıyla opsiyon işlemlerinin kumar ve bahis işlemleri ile benzerliği söz konusu olmaktadır. Opsiyon sözleşmesinin taraflarının ana saiklerinin riskten korunma (*hedging*) ve/veya kâr elde etme (*spekülasyon*) olduğu göz önünde bulundurulduğunda, özellikle spekülatif saikle gerçekleştirilen opsiyon işlemlerinin, nitelik itibarıyla kumar ve bahse daha yakın olduğunu belirtmek mümkündür.⁵⁶⁵ Ancak bu durumda dahi, spekülatif saikle gerçekleştirilen opsiyon işlemlerinin doğrudan kumar / bahis işlemi olarak nitelendirilmesi doğru bir yaklaşım olmayacaktır. Nüans niteliğindeki farklara dayanan bu değerlendirmede temel varsayımlardan bir tanesi, genel olarak tüm yatırım işlemlerinde, belirli ölçüde spekülatif amaçların mevcut olduğudur. Çünkü spekülasyon saiki, kâr elde etmek saikinin bir görünümüdür.⁵⁶⁶ Bu anlamda piyasadaki spekülasyonun, likidite yaratma, ekonomik olarak gerçekçi fiyat seviyeleri oluşturma ve fiyat dalgalanmalarını asgariye indirme, piyasa derinliği ve genişliği tesis etme gibi olumlu işlevleri mevcuttur.⁵⁶⁷ Bu perspektiften, spekülasyon kavramına mündemiç niteliklerin, kumar ve bahse özgü ve kanun koyucu tarafından hukuki takip yollarının dışında bırakılması tercihine yol açan özelliklerden oldukça farklı olduğu aşıkardır. Riskten korunma (*hedging*) amacıyla gerçekleştirilen opsiyon işlemleri bakımındansa, bu durum daha barizdir. Zira, riskten korunmak amacıyla işlem yapan tarafın asıl amacı kumar ve bahis işlemlerinin aksine

⁵⁶³ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 262.

⁵⁶⁴ Kırman, *Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu*, s. 725.

⁵⁶⁵ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 263; Kırman, *Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu*, s. 725.

⁵⁶⁶ Şenol, *Hukuki Açıdan Bankaların Tezgahüstü Piyasada Taraf Olduğu Türev İşlemler*, s. 19.

⁵⁶⁷ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 263.

risk üstlenmek değil, fiyat dalgalanmalarına karşı bir korunma yöntemi aramak vasıtasıyla riski mümkün olduğunca bertaraf etmektir.⁵⁶⁸ Hatta bir bakıma, spekülasyon amaçlarla, opsiyon işlemleri vasıtasıyla yapılan yatırımlarda da temel amacın riskten korunma olduğunu söylemek makul bir argümandır. Zira çoğu zaman, kavramsal olarak spekülasyon tanımına dâhil olan yatırımcıların da ana saiklerinin dalgalı piyasa şartları içinde sermayelerini enflasyona ve benzer etkenlere karşı korumak olduğu ifade edilebilir.⁵⁶⁹ Kısaca, opsiyon işlemleri diğer yatırım araçlarına göre kumar ve bahis işlemlerine daha yakın olsa da bu tür işlemlerin peşinen kumar ve bahis işlemleri teşkil ettiğini ifade etmek, isabetli bir yaklaşım olmayacaktır.

Nitekim, geniş bir perspektiften bakıldığında yatırım faaliyetleri ile kumar ve bahis işlemleri arasında birtakım ortak unsurlar tespit etmek mümkündür. Bu unsurlardan en bariz olanı, öngörülemezlik bileşeninin mevcudiyeti ile birlikte daha fazla kazanç sağlamak için maliki olunan bir varlığı riske atma eylemidir.⁵⁷⁰ Ancak bu ortak unsura rağmen, genel anlamda yatırım faaliyetlerini ve dar anlamıyla opsiyon işlemlerini, kumar ve bahis işlemlerinden ayıran açık unsurlar mevcuttur. Bunlardan birincisi yatırım işlemleri ile kumar ve bahis faaliyetlerinin sosyal bağlamda birbirinden farklı olmasıdır. Kumar ve bahsin aksine, yatırım işlemleri, genellikle profesyonel kişiler tarafından, yatırımcılar adına ve hesabına yürütülen ticari faaliyetlerdir. İkinci unsur, yatırım faaliyetlerinin kumar ve bahsin aksine *tek kazananlı bir oyun (zero sum game)*⁵⁷¹ olmamasıdır. Başka bir ifade ile, yatırım faaliyetleri sonucu kazanç elde edilmesinin şartı, mutlaka başka bir kişinin zarar etmesi değildir. Üçüncü olarak ise, yatırım faaliyetlerinin aksine, kumar ve bahiste uzun vadeli kazanımlar, bilgi ve maharete dayalı olarak gerçekleşmezler; faaliyetin doğasında rastgelelik ve şans etmenleri mevcuttur.^{572, 573}

⁵⁶⁸ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 262.

⁵⁶⁹ Barrett, **Gambling and Public Policy**, s. 60.

⁵⁷⁰ Barrett, **Gambling and Public Policy**, s. 59.

⁵⁷¹ Bkz. Birinci Bölüm, II/B/2/a/iv.

⁵⁷² Barrett, **Gambling and Public Policy**, s. 60 vd.

⁵⁷³ Kumar ve bahis faaliyetleri ile sigorta işlemleri arasında, unsur bakımından birtakım benzerliklerin bulunduğu söylenebilir. Sigorta ilişkisinde sigorta ettirenin, sigortacıya belli bir miktar (sigorta primi) ödemesi karşılığında, sigortacı riskin gerçekleşmesi durumunda sigortalıya, primden çok daha yüksek bir tutarı ödeme yükümlülüğü altına girmektedir. Dolayısıyla, çok dar bir bakış açısıyla, sigorta ettirenin riskin gerçekleşeceğine, sigortacının ise riskin gerçekleşmeyeceğine ilişkin bir pey sürdüğü bir bahis ilişkisinden söz etmek mümkündür (bkz. Barrett, **Gambling and Public Policy**, s. 62). Ancak sigorta işlemi ile bahis faaliyeti arasındaki benzerlik bu unsurla sınırlıdır ve oldukça yüzeyseldir. Bu ayrımı gösteren ilk unsur, sigorta ilişkisindeki riskin oluşumu ile kumar ve bahis ilişkisindeki risk oluşumunun birbirinden oldukça farklı olmasıdır. Sigorta ilişkisinde risk somut ve nesnel iken, kumar ve bahis

İsviçre hukukunda fiyat farkına dayalı vadeli borsa işlemlerinin kumar ve bahis faaliyetleri kapsamında değerlendirilmesi konusunda İsviçre Federal Mahkemesi'nin 24 Ocak 1939 tarihli *Stich-Metal Traders Ltd.* ismiyle anılan kararı, kapsamlı bir yorum değişikliği getirmiş ve bugün de kabul edilen yerleşik içtihadın temelini oluşturmuştur. Bu karar kapsamında, öncelikle yalnızca spekülasyon amaçlı işlemlerin kumar niteliğini haiz olabileceği, bu bakımdan riskten korunma (*hedging*) ve arbitraj amaçlı işlemlerin kategorik olarak bu kapsama girmesinin mümkün olmadığı, spekülasyon amaçlı işlemlerin de kumar ve bahis kapsamında kabul edilebilmesi için sıkı şartların aranması gerektiği ve karine olarak bu tür işlemlerin kumar ve bahis olarak kabul edilemeyeceği sonucuna varılmıştır.⁵⁷⁴ Bu karar ile ortaya konulan yaklaşım, İsviçre Federal Mahkemesi tarafından yerleşik bir içtihat haline gelmiş ve günümüze kadar gelen dönemde mahkeme tarafından verilen kararlarda, fiyat farkına dayalı vadeli borsa işlemlerinin değerlendirilmesinde temel referans noktasını teşkil etmiştir. Federal Mahkeme tarafından benzer bir konunun ele alındığı 15 Mart 1994 tarihli bir kararda⁵⁷⁵ vadeli işlemlerin kumar ve bahis özellikleri bakımından değerlendirilmesinde, işlemin somut olayın özellikleri bakımından bütüncül bir yaklaşımla değerlendirilmesi gerektiği ifade edilmiştir. Bu çerçevede vadeli işlemin kumar ve bahis faaliyeti olarak nitelendirilebilmesi için işlemi yapan kişilerin mali gücü ile üstlenilen risk arasında bariz bir asimetri bulunması, işlemlerin profesyonel çerçevede yapılmaması ve temel bilgi eksikliği nedeniyle riskin doğru öngörülememesi şartlarının kümülatif olarak sağlanması gerektiği belirtilmiştir.⁵⁷⁶ TBK'nın mehzaz kanununun kaynağı olan İsviçre hukukundaki bu yaklaşımın, Türk hukuku bakımından TBK m. 604 ile opsiyon işlemlerinin etkileşiminin değerlendirilmesinde bir referans noktası oluşturması makul bir sonuçtur.

ilişkisinde risk yapay ve afakidir (bkz. Freeman, **The Ethics of Gambling**, s. 86). İkinci olarak, sigorta ilişkisinde, sigorta ettirenin poliçede öngörülen kazancı elde etmek için riskin gerçekleşmesini tetikleyerek sigorta tazminatını elde etmeyi denemesi başlı başına bir risktir ve bir bakıma kumar olarak nitelendirilebilir. Zira bu durumda örneğin sigorta konusu malını kaybetmesi ve sigorta tazminatından da mahrum kalması söz konusu olabilir. Fakat bu tür vakalar sigorta sektöründe oldukça nadir görülmektedir ve sigorta işlemleri ile kumar ve bahis faaliyetleri arasında bir ilişki kurmak için yeterli değildir (bkz. Barrett, **Gambling and Public Policy**, s. 62). Son olarak sigorta ile kumar / bahis faaliyetleri etik bağlamda da birbirinden tamamen farklıdır. Kumar ve bahsin aksine sigorta işlemlerinin bireyler üzerinde yıkıcı etkileri mevcut değildir. Bilakis sigorta faaliyetlerinin toplumsal bir fayda sağladığı açıktır. Zira bu işlemler, risklere ilişkin maddi kayıp tehdidini en aza indirerek bireysel ve toplumsal bakımından bu risklerin yıkıcı etkisinin azaltılmasında önemli bir işlevi yerine getirmektedir (bkz. Freeman, **The Ethics of Gambling**, s. 86).

⁵⁷⁴ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 263.

⁵⁷⁵ ATF 1995 I s. 3 vd.

⁵⁷⁶ Kırman, **Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu**, s. 726.

Organize piyasa ve borsalarda yürütülen faaliyetlerde, opsiyon işlemlerinin de dâhil olduğu sermaye piyasası işlemlerinde, SPK tarafından getirilen ve gözetilen kurallar gereği, yatırım kuruluşlarının⁵⁷⁷, yatırım araçlarına ilişkin ürünlerin veya hizmetlerin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi ve müşterilerin işlemlerle ilgili yeterli bilgi ve tecrübeyi haiz olup olmadıklarının araştırılması amacıyla uygunluk değerlendirmesi (*uygunluk testi*) yapması gerekmektedir. Yatırım kuruluşları, esas itibariyle yatırımcı olan müşterilerinin nam ve hesabına hareket ettikleri için, aralarındaki sözleşme vekalet sözleşmesi olarak nitelendirilebilir.⁵⁷⁸ Bu çerçevede, yatırım kuruluşlarının müşterilerine yani yatırımcılara karşı yükümlülüklerinden bir tanesi de riskler bakımından aydınlatma yükümlülüğüdür. Zira, opsiyon işlemlerinin de dâhil olduğu türev yatırım araçları, içkin olarak risk taşıyan işlemlerdir ve yatırımcının bu riskler konusunda aydınlatılması ve yanlış kararlardan kendini sakınabileceği imkânların yatırımcıya sağlanması gerekmektedir.^{579, 580}

İşte bu özellikleri itibariyle, opsiyon sözleşmeleri ve genel itibariyle opsiyon işlemleri, kumar ve bahis işlemleri ile mahiyet bakımından karşıtlık oluşturmaktadır. İsviçre Federal Mahkemesi'nin mezkûr kararında da belirtildiği gibi, türev araç niteliğindeki bir opsiyon işleminin kumar ve bahis kapsamında değerlendirilebilmesi için işlemi yapan kişinin, sonuçları değerlendirme bakımından yetersiz olması, işlemlerin profesyonel faaliyetler ile ilgili olmaması ve mali gücü ile üstlendiği risk arasında esaslı bir oransızlık olduğu konusunda ciddi göstergelerin bulunması gerekmektedir.⁵⁸¹ Fakat, yatırım kuruluşları eliyle yürütülen türev işlemler ve opsiyon işlemleri bağlamında bu şartların birkaç açıdan sağlanmadığı açıktır. Bu açılardan en bariz olanları, kanaatimizce yatırım kuruluşlarının yapmakla yükümlü oldukları uygunluk testi kapsamında, yatırımcılara ancak yeterli bilgiyi haiz oldukları konularda işlem yapma yetkisi tanınmaları, bu çerçevede işlem yapma ve/veya pozisyon açma

⁵⁷⁷ Seri III.39-1 numaralı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ uyarınca, aracı kurumlar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları SPK tarafından belirlenen diğer sermaye piyasası kurumlarını ve bankaları ifade etmektedir.

⁵⁷⁸ Bkz. dn. 506; İNCEOĞLU M. Murat, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu**, Ankara: Seçkin, 2004, s. 175.

⁵⁷⁹ İnceoğlu, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu**, s. 178.

⁵⁸⁰ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 140-141. Seri III.39-1 numaralı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ m. 25 uyarınca, yatırım kuruluşunun genel olarak riskleri açıklamak ve Tebliğ'in ekinde bulunan "Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri Genel Risk Bildirim Formu"nun bir örneğini teslim edip ve bu formun okunup anlaşılmasını sağlamak için gerekli özeni gösterme yükümlülüğü vardır.

⁵⁸¹ Kırman, **Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu**, s. 727.

limitleri tahsis etmeleri ve bu işlemlerin genel olarak profesyonel bir çerçevede yürütülmesidir.

TBK'da, aslında mahiyet olarak kumar ve bahis işlemi olduğu konusunda tereddüt bulunmayan piyango ve şans oyunlarına ilişkin TBK m. 606, f. 1 hükmünde, genel ilkedan ayrılan bir istisnaya yer verilmiştir. Buna göre kumar ve bahis niteliği taşısa da özel kanunla düzenlenen ilişkilerden doğan borçlar, TBK m. 604 hükümlerine tabi olmazlar ve eksik borç sayılmazlar (milli piyango, at yarışları, müşterek bahisler, spor toto- spor loto vb.).⁵⁸²

Hal böyle iken, bu hükmü, sermaye piyasası mevzuatında açıkça düzenlenen ve esasları ile işleyişi detaylı biçimde yer alan opsiyon işlemlerinin de dâhil olduğu türev araçların, doğrudan kumar veya bahis faaliyeti olarak nitelendirilemeyeceği yönünde ek bir argüman olarak ortaya koymak mümkündür. Zira bu işlemler, mahiyetleri itibariyle oldukça sınırlı durumlarda ve bu yönde bir saik bulunması gibi birtakım koşullara tabi olarak kumar ve bahis faaliyeti olarak değerlendirilebilirler. Nitelik itibariyle kumar ve bahis faaliyetleriyle özdeş olan piyango ve şans oyunları bakımından kanunun açık bir istisna getirmesi, kanun koyucunun bunlardan doğan borçların her durumda eksik borç sayılması yönünde mutlak bir iradesi olmadığına göstergesidir. Dolayısıyla, karine olarak kumar ve bahis faaliyeti sayılmayan opsiyon işlemleri ve diğer vadeli işlemler için benzer bir sonuca evleviyetle ulaşılması mümkündür.

Özellikle borsada gerçekleştirilen opsiyon sözleşmesi ve diğer türev işlemler bakımından, bunların mahiyet olarak kumar ve bahis faaliyetleri ile bağdaşması pratikte mümkün görünmemektedir. Bu durum temelde, borsada gerçekleşen işlemlerde, alıcı ya da satıcı tarafta takas merkezinin bulunmasından kaynaklanmaktadır.⁵⁸³ Borsada gerçekleşen işlemlerde, takas merkezi sürecin asli unsurlarından biri olduğundan, işlemlerin kumar ve bahis faaliyeti olarak nitelendirilebilmesi için gerekli koşullardan biri olan saik unsurunun eksik kalacağı şüphesizdir. Zira takas merkezinin, aracılık ettiği işlemler sonucunda kâr veya zarar etmesi durumu söz konusu olmadığı gibi borsadaki işlemlerde yerine getirdiği işlev kapsamında kumar veya bahis saikiyle hareket etmesi de mümkün değildir.⁵⁸⁴ Ayrıca,

⁵⁸² Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 1**, s. 20, dn. 74.

⁵⁸³ Bkz. Birinci Bölüm, II/B/2/a.

⁵⁸⁴ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 260.

borsadaki opsiyon sözleşmesi ve benzeri işlemlerde müşterilerine aracılık eden yatırım kuruluşları, SPK gözetimi ve denetimine tabi muteber kuruluşlardır. Bu bakımdan da yürüttükleri işlemlerde kumar ve bahis faaliyetine ilişkin unsurların bulunması olası değildir. Aynı minvalde, opsiyon işlemleriyle ilgili olarak yatırım kuruluşlarına ödenen sürdürme teminatı, komisyon, prim vb. tutarların da TBK m. 604, f. 2 kapsamında “*kumar veya bahis için bilerek verilen avans veya ödünç para*” kapsamında değerlendirilemeyeceği kanaatindeyiz. Çünkü bu işlemlerin dayanağını oluşturan, *kök işlem* olarak tabir edebileceğimiz asıl borsa opsiyon işlemlerinin kumar ve bahis olarak nitelendirilemediği bir durumda, bu işlemlerle bağlantılı ilişkinin de kumar veya bahis olarak nitelendirilmesi mümkün değildir.

Netice olarak, biçimsel olarak birbirine yaklaşan ve/veya benzeşen yönlerine rağmen, opsiyon sözleşmelerinin de dâhil olduğu borsa türev işlemleri ile kumar ve bahis faaliyetleri bakımından, işlemlerin mahiyeti ve temel unsurları arasında önemli farklar vardır. Bunlardan ilki, işlemlerdeki temel saikler bakımından, işlemlerin ahlaki temelleri bağlamındaki ayırmadır. Kumar ve bahis işlemlerinin, kanun koyucu tarafından eksik borç olarak nitelendirilmesinin temel sebeplerinden biri, işlem taraflarının göttükleri kazanç saikinin etik, sosyal ve ekonomik olarak zararlı olarak kabul edilmesidir. Ancak opsiyon işlemlerindeki temel saikler olan riskten korunma (*hedging*) ve kâr elde etme (*spekülasyon*) unsurları için bu durum geçerli değildir. Kumar ve bahis faaliyetlerine şeklen daha yakın görünen spekülasyon saikinde bile, ekonomik olarak, pazarın genişlemesi, likidite oluşturma, fiyat dalgalanmalarının azaltılması gibi faydalar mevcuttur. Ana hatlarıyla bu unsurların oluşturduğu ayırım, opsiyon işlemlerinin kumar ve bahis faaliyeti olarak nitelendirilememesini sonucunu doğurmaktadır. Kaldı ki, yatırım kuruluşlarına ait aydınlatma ve bilgilendirme yükümlülükleri kapsamında, borsa işlemlerinin temel mahiyeti ve işlevleri açıkça aktarıldığı için, işlem taraflarının, işlem sonuçları açısından bilgisiz olması veya üstlendiği risk ile ekonomik durumu arasında bariz bir orantısızlık olması gibi durumlar söz konusu değildir.⁵⁸⁵

Bir diğer sebep ise, borsa opsiyon işlemlerinin, borçlar kanunun bağlamında kumar ve bahis faaliyeti olarak nitelendirilmesinin pratik ve ekonomik olarak yaratacağı sakıncalardır. Organize piyasa olan borsada gerçekleşen işlemlerin, borçlar hukukunda, hukuki takip imkânlarından mahrum bırakılmış eksik borç statüsündeki

⁵⁸⁵ Kırman, *Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu*, s. 727.

kumar ve bahis işlemleri ile ilişkilendirilme riski, bu piyasalarda gerçekleşen işlemlerde belirlilik ilkesini ortadan kaldıracacağı için, piyasanın işleyişi üzerinde esaslı bir olumsuz etki yaratacaktır. Çünkü böyle bir durumda, işlem taraflarına eksik borçtan ileri gelen bir itiraz ileri sürme hakkı tanınması söz konusu olabilir. Bu durum ise, yatırımcıların alacak haklarını muğlak bir zemine taşıyacağı ve hukuki takip imkânları bakımından bir belirsizlik yaratacağı için SerPK'nın henüz ilk maddesinde⁵⁸⁶ yer alan *yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması* amacı ile ters düşecektir⁵⁸⁷. Dolayısıyla opsiyon işlemleri bakımından söz konusu nitelendirmeye ilişkin değerlendirme yapılırken son derece ihtimamlı ve dar bir yorum yapılmalı, bir işlemin kumar ve bahis faaliyeti olarak değerlendirilmesine ilişkin tüm kriterler eksiksiz ve kümülatif bir biçimde araştırılmalıdır⁵⁸⁸. Bu minvalde yapılacak bir değerlendirmede ise, kanaatimizce bir opsiyon işleminin kumar ve bahis faaliyeti olarak değerlendirilebileceği bir vaka, son derece istisnai ve sınırlı hallerde ortaya çıkabilecektir.

b. Anonim Ortaklık Pay Opsiyon Sözleşmeleri

Borsada yürütülen opsiyon sözleşmelerinde, sözleşmeye dayanak olan kıymetlerden birisi anonim ortaklık payı da olabilir. Nitekim, Borsa İstanbul bünyesinde halihazırda, payları borsada işlem gören şirketlerden 24 tanesinin payları üzerinde alım ve satım opsiyon sözleşmesi kurulabilmekte ve bu sözleşmeler borsa platformunda işlem görmektedir⁵⁸⁹. Fakat bunlar, işleyiş biçimi ve pratik özellikleri bakımından dayanağı, faiz veya döviz gibi başka varlıklar olan diğer borsa opsiyon sözleşmelerinden farklı değildir. Bu bağlamda, anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmeleri başlığı altında incelenecek olan kavram, aslında kapalı anonim ortaklıklarda⁵⁹⁰, ortaklar arasında şirketin paylarına ilişkin alım veya satım opsiyonunu konu edinen opsiyon sözleşmelerini ifade etmektedir.

⁵⁸⁶ SerPK m. 1: “*Bu Kanunun amacı; sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesidir.*”

⁵⁸⁷ Kırca, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 263.

⁵⁸⁸ Kırman, *Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu*, s. 727.

⁵⁸⁹ Bkz. <https://borsaistanbul.com/files/dayanak-varlik-secilen-paylar.pdf> (erişim tarihi 19 Mayıs 2023).

⁵⁹⁰ Paylarının bir kısmı borsada işlem anonim ortaklıklar bakımından ise, ortakların borsada işlem görmeyen paylar üzerinde ve doğal olarak borsa dışında gerçekleştirdikleri işlemler bu kapsamda sayılabilir. Fakat, borsa şirketlerinin sayısı ile diğer tüm kapalı şirketlerin sayısı arasındaki fark dikkate alındığında, bu durumun ortaya çıkma ihtimali oldukça düşüktür (ayrıca bkz. dn. 149).

i. Kavram

Sermayenin iki veya daha fazla pay sahibi arasında, genellikle eşit veya birbirine yakın pay oranlarıyla taksim edildiği anonim ortaklıklarda, çeşitli saiklerle pay sahiplerinden biri ya da birkaçına paylarını diğer pay sahibine (ya da pay sahiplerine) satma veya diğer pay sahibinin (ya da pay sahiplerinin) paylarını satın alma hakkı tanınması, genel olarak ortaklıklar hukuku uygulamasında ve daha dar bağlamda birleşme ve devralmalar uygulamasında oldukça sık rastlanan bir durumdur.⁵⁹¹

Borsa opsiyon sözleşmeleriyle paralel biçimde, *call option* terimiyle de anılan alım hakkı ile *put option*⁵⁹² terimiyle de anılan satma hakkına ilişkin düzenlemeler⁵⁹³, ekseriyetle pay sahipleri sözleşmesi kapsamında, ortaklığın idaresi ve yönetişimi⁵⁹⁴ ile ilgili diğer düzenlemelerle birlikte yer verilen konulardandır. Bu kapsamda, sözleşmede belirlenen koşullara tabi olarak, satma hakkı sahibi, opsiyona konu payları, satma iradesini beyan etmek suretiyle, karşı tarafı satım bedelini ödeme ve payları devralma yükümü altına sokabilir. Aynı şekilde alım hakkı sahibi ise, opsiyon borçlusu konumundaki tarafı, opsiyona konu payların mülkiyetini devretme yükümü altına sokabilir.⁵⁹⁵ Alım veya satım opsiyonunu elinde bulunduran tarafın alıma veya satıma ilişkin iradesini karşı tarafa bildirmesi ile, taraflar arasında payların devrine ilişkin bir sözleşme meydana gelmiş olmaktadır.⁵⁹⁶

Anonim ortaklıklarda alım ve satma hakkına ilişkin opsiyon sözleşmelerinin ekonomik ve pratik olarak temelinde yer alan birkaç rasyonelden bahsetmek mümkündür. Bunlardan birincisi, oy ve yönetim haklarının dağılımı bakımından kontrolün dağınık olduğu anonim ortaklıklarda meydana gelebilecek, karar alma

⁵⁹¹ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 224; Altay, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler**, s. 342.

⁵⁹² TEKİNALP Ünal, **Tek Kişilik Ortaklık I, Tek Paysahipli Anonim Ortaklık**, İstanbul: Vedat, 2011, s. 60.

⁵⁹³ *Call option* ve *put option*'a göre daha nadir bir kullanımı olan *repurchase option* terimiyle de anılan geri alım hakkı ile önalım hakkı (*right of pre-emption*) da opsiyon sözleşmesinin konusu olan haklardandır. Ancak sistematik olarak bu bölümde anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerine ilişkin açıklamalar alım ve satma hakları üzerinden yapılacak, geri alım hakkı ile önalım hakkı, çalışmanın ikinci bölümünde hakların bütüncül olarak ele alındığı bölümde işlenecektir (bkz. İkinci Bölüm, I/C/3/b).

⁵⁹⁴ *Governance* terimine karşılık olarak, hiyerarşik anlamda idare etme kavramını ifade eden ve bürokratik yapıya dayalı yönetim anlayışını öne çıkaran *yönetim* sözcüğü yerine, yönetim sürecine katılan tüm unsurların arasındaki etkileşimini ifade eden *yönetişim* sözcüğü öğretilde tercih edilmektedir (bkz. ARIKBOĞA F. Şebnem / MENTEŞ Ahmet, “**Türkiye’de Kurumsal Yönetişim İklimi**”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, C. 59, S. 2, Ekim 2010, s. 86; YÜKSEL Mehmet, “**Yönetişim (Governance) Kavramı Üzerine**”, Ankara Barosu Dergisi, S. 3, 2000, s. 145-146).

⁵⁹⁵ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 225.

⁵⁹⁶ Altay, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler**, s. 657.

mekanizmalarının kilitlenmesi olarak da ifade edilen *deadlock* durumunun engellenmesidir.⁵⁹⁷ Pay sahiplerine tanınan alım ve/veya satım opsiyonları marifetiyle, pay dağılımının değiştirilmesi ve şirkette ortaya çıkan kilitlenmenin bu şekilde aşılması mümkün olabilmektedir.⁵⁹⁸ Birleşme ve devralmalar pratiğinde, ortaklıkta meydana gelen kilitlenmenin aşılmasına ilişkin alım ve satım opsiyonlarının ana unsuru oluşturduğu fakat çeşitli yan unsurların eklenmesiyle oluşan özgün mekanizmalara rastlanmaktadır. Bunlardan birisi olan ve Rus ruleti veya shotgun⁵⁹⁹ olarak da ifade edilen düzenlemede, taraflara, koşulları önceden belirlenmiş bir işlem yoluyla paylarını karşı tarafa satma veya karşı tarafın paylarını satın alma opsiyonu verilmektedir. Taraflardan birinin bu opsiyonu kullanmaya ilişkin irade beyanını açıklamasıyla birlikte, karşı tarafın opsiyon borçlusu sıfatıyla kendi paylarını satması mümkün iken, alternatif olarak aynı fiyat ve şartlarla diğer tarafın paylarını alması da mümkün olmaktadır.⁶⁰⁰ Bu düzenleme yoluyla, kilitlenme durumunda taraflardan birinin belirleyeceği fiyat yoluyla, kilitlenmenin taraflarından birinin ortaklıktan çıkışı sağlanmakta ve belirlenen fiyatın her iki taraf için de etkili olması ihtimali, ekonomik olarak adil ve gerçekçi koşullar altında işlemin yapılmasına imkân sağlamaktadır.⁶⁰¹

Anonim ortaklıkta alım ve satım opsiyonlarının öngörülmesindeki bir diğer gerekçe ise, özellikle risk sermayesi veya stratejik yatırımcı⁶⁰² niteliğindeki azınlık

⁵⁹⁷ AYOĞLU Tolga, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, İstanbul: On İki Levha, 2018, s. 214. Kontrolün bir kişi ya da az sayıda kişi tarafından kullanılmadığı durumlarda, diğer bir ifade ile karar alma sürecine katılan kişi sayısı arttıkça, kararlar konusunda bilgilendirme süreçleri, iletişim ve müzakerelere bağlı olarak ortaya çıkacak olan *karar alma maliyeti (cost of decision-making)* konusunda bkz. ARMOUR John / WHINCOP Michael J., “**The Proprietary of Corporate Law**”, Oxford Journal of Legal Studies, C. 27, S. 3, 2007, s. 439.

⁵⁹⁸ Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 144.

⁵⁹⁹ Ana unsurları aynı olan bu tür hükümler, Teksas klozu, bumerang klozu gibi farklı isimlendirmelerle de anılmaktadır.

⁶⁰⁰ HILLERSTRÖM Hubertus / BURRUS Laure, “**Validité et efficacité de la clause shotgun en droit suisse**”, Revue suisse de droit des affaires et du marché financier, 2018, s. 698.

⁶⁰¹ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 227; Hillerström / Burrus, **Validité et efficacité de la clause shotgun en droit suisse**, s. 699; SÖDING Judith Verena, **Private Equity Minority Investments - Sharing Control in Closely Held Private Family Firms**, Dike Verlag, 2012, s. 382.

⁶⁰² Kurumsal finansman ile birleşme ve devralmalar pratiğinde, bir ortaklığa, ortaklığın iş ve işletme faaliyetlerine katılmak ve ortaklığın uzun vadeli bir paydaşı olarak, diğer bir ifade ile *işletmeci pay sahibi* olarak yatırım yapan kişiler stratejik yatırımcı olarak adlandırılmaktadır. Buna karşın, payların iktisap tarihinden belli bir süre sonra elden çıkarılması saikiyle, uzun vadeli bir yatırımı birlikte yürütme amacı olmaksızın, bir ortaklığa iştirak edip, belirli sürenin sonunda azami temettü veya pay değer artış kazancı ile payları devrederek ortaklıktan ayrılmayı önceleyen yatırımcı türüne ise finansal yatırımcı (*financial investor*), risk sermayesi (*venture capital*) veya özel sermaye (*private equity*) yatırımcısı adı verilmektedir. Nitekim özel sermaye fonları olarak adlandırılan kurumlar, iç düzenlemeleri gereği yaptıkları yatırımlardan elde ettikleri kazançları periyodik olarak fon katılımcılarına dağıtmakla yükümlü oldukları için, yaptıkları sermaye yatırımları kapsamında, yatırımın koşullarından biri olarak mutlaka çıkış hakkını talep etmektedir (bkz. BIENZ Carsten / WALZ Uwe, **Venture Capital Exit**

pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması olarak tezahür etmektedir. Bu menfaatler, esas olarak anonim ortaklıkta çoğunluğun yönetsel konularda mutlak karar alıcı olmasını engelleyen, azlığı koruyucu hükümlerin güçlendirilmesi ile ilgilidir. Buna ek olarak, özellikle finansal yatırımcı sıfatıyla şirkete, belirli bir süre için ve belirli bir ekonomik amacı gerçekleştirmek için ortak olan pay sahiplerinin, bu sürenin sonunda ve/veya amacın gerçekleşmesi ile pay sahipliğinden ayrılmaları için sözleşmede alım ve satım opsiyonu öngörülmesi de mümkündür.⁶⁰³ (*exit right*). Özellikle bu çıkış hakkının işlevselliği için alım ve satım opsiyonları oldukça önemlidir.⁶⁰⁴ Zira anonim ortaklıkta pay sahibinin pay devri dışında ortaklıktan çıkış imkânı bulunmamaktadır. Ayrıca, finansal yatırımcıların aynı zamanda azınlık pay sahibi konumunda bulunduğu durumlarda, sahip oldukları payların ortaklık yönetimindeki etkileri sınırlı olacağından, ekonomik olarak payların piyasadaki tedavül kabiliyeti sınırlı olacaktır.

İşte bu sebeplerle, opsiyon sözleşmesi (veya opsiyon hakkı hükümleri de içeren pay sahipleri sözleşmesi) hükümleri sayesinde, söz konusu payların elden çıkarılarak ortaklıktan çıkış imkânının kullanılması mümkün olacaktır.⁶⁰⁵ Fakat yine de belirtmek gerekir ki, kâğıt üzerinde kilitlenmeye karşı etkin bir çözüm sağlayan bu mekanizma, somut olayın şartlarına göre, her zaman adil ve etkin bir çözüm oluşturmayabilir. Bu güçlükler, özellikle *rulet* ya da *shotgun* hükümlerine konu olan taraflara ait payların özdeş nitelikte olmaması (örneğin payların farklı imtiyazlara sahip olması) veya tarafların finansal imkânları arasında esaslı bir farklılık bulunması nedeniyle, alım ve satım opsiyonlarının kullanılmasında, tarafların denk koşullarda bulunmaması hallerinde belirgin hale gelmektedir.⁶⁰⁶ Tarafların koşulları arasındaki bu asimetri, opsiyon hakkı kullanıldıktan sonra payların devralınması için gerekli finansal kaynaklara ulaşma konusunda ortaya çıkabilir. Ayrıca söz konusu asimetrinin, pay

Rights, Journal Of Economics & Management Strategy, C. 19, S. 4, 2010, s. 1075; Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 342; Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 215; BAHTİYAR Mehmet, “**Risk (Girişim) Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Önemi, Yararları ve Uygulanacak Hükümler**”, Maltepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Sayı: 1, 2005, s. 197).

⁶⁰³ Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 144; GOMTSIAN Suren, “**Contractual Mechanisms of Investor Protection in Non-Listed Limited Liability Companies**”, Villanova Law Review, C. 60, 2015, s. 972.

⁶⁰⁴ CUMMING Douglas J. / MACINTOSH Jeffrey G., “**Venture-Capital Exits in Canada and the United States**”, The University of Toronto Law Journal, C. 53, S. 2, Bahar 2003, s. 102.

⁶⁰⁵ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 224; Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 215.

⁶⁰⁶ Hillerström / Burrus, **Validité et efficacité de la clause shotgun en droit suisse**, s. 699.

sahiplerinden birinin *işletmeci pay sahibi*⁶⁰⁷ diğerinin ise *finansal yatırımcı*⁶⁰⁸ olması durumunda payların değerlemesi ve işletmenin genel durumuna ilişkin bilgilere erişim bakımından ortaya çıkması söz konusu olabilir. Böyle bir durumda, bilgilere erişim kabiliyeti düşük olan tarafın, *rulet* veya *shotgun* hükümlerine başvururken önereceği fiyatı belirlemede zorluk yaşaması ve bunun sonucunda taraflar arasında uyuşmazlık ortaya çıkması riski doğacaktır.

Nihayet belirtmelidir ki, bu gibi mekanizmaların doğru ve etkin biçimde işleyebilmesi için, mekanizmadaki tüm unsurların ve parametrelerin tereddüde yer vermeyecek biçimde ortaya konulması gerekmektedir⁶⁰⁹. Örneğin, hangi hallerin ortaklıkta bir kilitlenme teşkil edeceğine ilişkin kriterlerin açık ve net biçimde belirlenmemesi durumunda, alım ve satım opsiyonlarının kullanımını tetikleyen olguların niteliklerinde dahi uyuşmazlıklar meydana geleceği için, başlangıçta ortaklıktaki soruların etkin ve adil biçimde çözülmesi için öngörülen mekanizmanın kendisinin bir sorun kaynağına dönüşmesi riski mevcuttur.

ii. Unsur ve Özellikler

Anonim ortaklık payları bağlamında opsiyon hakları, genellikle pay sahipleri sözleşmesi kapsamında, bu sözleşmeler altında ayrı bir bölüm olarak düzenlenirler. Bu bakımdan, kendine özgü unsur ve özellikleri olan ayrı opsiyon sözleşmelerinden söz etmek yerine, bu unsur ve özellikler için, opsiyon haklarının tecessüm ettiği alan olan pay sahipleri sözleşmelerini işaret etmek gerekir⁶¹⁰. Dolayısıyla bu bölümde, pay sahipleri sözleşmesi altında düzenlense bile, alım ve satım opsiyonları hükümlerini, diğer pay sahipleri sözleşmesi hükümlerinden ayırıştırarak, kendi içinde unsur ve özelliklerini ortaya koymanın çalışmanın amacı bakımından tutarlı bir yöntem olacağını düşünüyoruz.

Alım ve satım opsiyonlarının söz konusu olduğu düzenlemeler bakımından, işlem tarafları, çoğunlukla, aynı zamanda pay sahibi olan, opsiyon hakkı sahibi ile

⁶⁰⁷ Fr. actionnaire entrepreneur.

⁶⁰⁸ Fr. actionnaire investisseur.

⁶⁰⁹ Hillerström / Burrus, **Validité et efficacité de la clause shotgun en droit suisse**, s. 706; Söding, **Private Equity Minority Investments - Sharing Control in Closely Held Private Family Firms**, s. 377.

⁶¹⁰ Bu bakımdan, pay sahipleri sözleşmesinin hukuki niteliği, unsurları ve payın devriyle ilintili haklarla etkileşimine dair açıklamaları içeren İkinci Bölüm, III/C'ye atıfta bulunmakla yetiniyoruz.

opsiyon hakkı tanıyan taraftır.⁶¹¹ Bu ilişki çerçevesinde, opsiyon hakkı sahibi, karşı tarafa ileteceği irade beyanı yoluyla, opsiyona konu olan payları alma veya satmaya yönelik bir hukuki işlem (yani sözleşme) kurma yetkisini kazanmaktadır.⁶¹² Satma hakkı söz konusu olduğunda, opsiyon sahibi, elinde bulunan payların bir kısmını ya da tümünü, önceden belirlenmiş (ya da belirlenebilir) bir bedel karşılığı opsiyon borçlusuna satma imkânı elde etmekte, alım hakkında ise bu ilişkinin unsurlarının simetrik bir hali uygulama alanı bulmaktadır.⁶¹³

Sözleşmenin temel bir başka unsuru ise, kavramla mündemiç olduğu üzere, anonim ortaklık payıdır. Bu özelliği itibarıyla, anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmesi, bir bakıma opsiyon sözleşmesinin özel bir görünümüdür. Opsiyon hakkına dayanak olan varlık anonim ortaklık payıdır ve opsiyon hakkı ile anonim ortaklık payının temel mahiyeti arasında sıkı bir ilişki vardır.⁶¹⁴ Bu anlamda opsiyon sözleşmesinde (ya da pay sahipleri sözleşmesi altında düzenlenen opsiyon hükümlerinde), opsiyon hakkına konu olan payların niteliklerinin herhangi bir tereddüde yer vermeyecek ve sarıh biçimde düzenlenmesi önem arz etmektedir. Aksi takdirde, payların grubu, miktarı, kime ait olduğu vb. hususların açıkça düzenlenmemesi ya da bu konuda oluşabilecek muğlak durum hem opsiyon sözleşmesinin hem de opsiyon hakkının kullanılmasıyla kurulması murat edilen pay devir sözleşmesinin uygulanması bakımından çeşitli sorunlar oluşmasına neden olabilir.⁶¹⁵

Opsiyon hakkının kullanılmasıyla kurulacak olan satım / pay devir sözleşmesinin, esaslı unsurlarından biri de bedeldir.⁶¹⁶ Hukuki ilişkinin çerçevesinin baştan sona, herhangi bir tereddüde yer vermeyecek biçimde ortaya konulması, opsiyon hakkının kullanılması ve bu kullanıma bağlı olarak kurulacak sözleşmenin muntazam olarak işlemesi için önemli olduğu için, pay devrinde uygulanacak fiyatın opsiyon sözleşmesinde açıkça belirlenmesi ideal durumdur. Ancak anonim ortaklık

⁶¹¹ Anonim ortaklık opsiyon sözleşmelerinde, hukuki ilişkinin esası bakımından opsiyonu satın alan, opsiyonu satan ve buna ilişkin ödenen bir opsiyon primi bulunmadığı için, opsiyon alıcısı ve opsiyon satıcısı kavramlarının kullanılmasının yerinde olmayacağı kanaatindeyiz.

⁶¹² DUPASQUIER Ulysse, *Le financement d'une jeune société*, Neuchâtel, Helbing Lichtenhahn, 2019, s. 312.

⁶¹³ Söding, *Private Equity Minority Investments - Sharing Control in Closely Held Private Family Firms*, s. 375.

⁶¹⁴ Bkz. Birinci Bölüm, I/B.

⁶¹⁵ Bloch, *Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse*, s. 289.

⁶¹⁶ YAVUZ Cevdet, *Türk Borçlar Hukuku – Özel Hükümler*, Güncellenmiş 10. Bası, İstanbul: Beta, 2014, s. 56; Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 230.

uygulamasında, pay opsiyonları taraflar arasında kararlaştırılırken, opsiyonun kullanılma hakkı genellikle bir yıldan daha uzun bir süre sonra doğacak biçimde düzenlenmektedir. Bu dönem içerisinde anonim ortaklıkların değerlemelerinde, ticari hayatın akışından kaynaklanan, dönemsel karlılıklar, sektördeki gelişmeler, ortaklığın yönetimine ilişkin konular gibi faktörlerin etkisiyle önemli değişimler meydana gelebilmektedir⁶¹⁷. Bu nedenle, opsiyon sözleşmesi kurulurken kullanım fiyatının kesin olarak belirlenmesi yerine, çeşitli finansal göstergeler⁶¹⁸ referans alınarak pay bedelinin belirlenebilir olmasını sağlayan çeşitli formüllerin sözleşmede yer alması, sıklıkla başvurulmuş bir uygulamadır⁶¹⁹. Bu çözüm, satış sözleşmesinin temel ilkelerinden olan satış bedelinin sözleşme kurulurken belirli olması, ancak belirli değilse bile belirlenebilir olması koşulunun⁶²⁰ yerine getirilmesini sağlamaktadır. Nitekim satış sözleşmesinin temel unsurlarını ortaya koyan TBK m. 207, f. 3 hükmü uyarınca sözleşme tahtında kesin ve net biçimde belirlenmiş bir tutar olmaması durumunda dahi, bedelin durum ve koşullara göre belirlenebilir olması, onun kararlaştırılmış sayılacağını ortaya koymaktadır.

Esasında payların fiyatı, opsiyon sözleşmesinin kurulması anında sinallagma ilişkisine dâhil olan unsurlardan birisi değildir. Zira opsiyon hakkı tanıyan taraf ile

⁶¹⁷ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 348; MEIER-MAZZUCATO Giorgio / MONTANDON Marc A., “**Perspectives en termes de valeur et de prix ainsi que suppléments et escomptes globaux lors de l’évaluation et de transactions d’entreprises**”, L’expert fiduciaire, s. 276.

⁶¹⁸ Birleşme ve devralmalar pratiğinde bu göstergelerden en çok başvurulmaları, EBIT (*earnings before interest and taxes*) (FVÖK – faiz ve vergi öncesi kâr) ile EBITDA (*earnings before interest taxes, depreciation and amortization*) (FAVÖK – faiz, amortisman ve vergi öncesi kâr) olarak ifade edilen araçlardır. Bu araçlar, ortaklığın belli bir dönemdeki kârlılığını ve nakit akışını, vergi oranları, faiz giderleri ve önemli gayrimaddi duran varlıkların amortisman giderleri gibi etkenlerden arındırarak tespit etmeye yönelik yöntemlerde ana parametrelerin ölçümlemesini sağlarlar (Karş. ESİN İsmail G. / S. LOKMANHEKİM Tunç (yayına hazırlayan), **Uygulamada Birleşme ve Devralmalar**, İstanbul: Beta, 2003, s. 108.). Bu araçlara ek olarak, birleşme ve devralmalar pratiğinde şirket değerlemesinde başvurulmuş üç temel yöntem mevcuttur: düzeltilmiş defter değeri yöntemi, iskonto edilmiş nakit akımları yöntemi ve net aktif değer yöntemi (ayrıntılı bilgi için bkz. ÇELİK Orhan, **Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi**, Ankara: Turhan, 1999, s. 84 vd.). Bu yöntemler, şirket değerlemesinde başvurulmuş bütüncül yaklaşımları temsil etmektedir. Bununla birlikte EBIT, EBITDA gibi finansal göstergeler değerlendirme yaklaşımlarında kullanılan unsurlardan olmakla birlikte bu unsurlar tek başına bir değerlendirme yöntemi teşkil etmezler; fakat sözleşmesel olarak belirlenen bir değerlendirme formülünün parçası olabilirler. Örneğin özellikle son dönemde uygulaması görülen ve Düzeltilmiş FAVÖK Çarpanı (*Adjusted EBITDA Multiple*) olarak adlandırılan yöntemle göre, işletme değeri (*enterprise value*) ile FAVÖK değerlerinin hesaplanmasında, hesaplama tabii değerlerin alt kırılımlarının çeşitli faktörlere göre düzeltilmesiyle ulaşılan sonuca göre işletme değeri ile FAVÖK arasındaki orana (*Adjusted EV / Adjusted EBITDA*) ulaşılmakta ve şirket paylarının piyasa değeri konusunda bir değerlendirme yapılmaktadır (metodun ayrıntılı analizi için bkz. HONG Jee Woung / MEIDELL Jan Erik / Hyun-Jung Kim, “**M&A valuation for going concern: A case study using Samsung electronics’ adjusted EBITDA Multiple**”, Cogent Business and Management, 10:2, 2023).

⁶¹⁹ Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 214; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 229.

⁶²⁰ Yavuz, **Türk Borçlar Hukuku – Özel Hükümler**, s. 60-61.

opsiyon hakkı sahibinin üzerinde anlaştıkları temel unsur, opsiyon hakkı sahibinin yöneltceği tek taraflı irade beyanı ile payın devrine ilişkin bir sözleşme kurulmasının sağlanmasıdır.⁶²¹ Paylara ilişkin devir bedeli ise, görünürde opsiyon sözleşmesinin değil, opsiyon hakkının kullanılmasıyla doğacak olan veya doğması amaçlanan satış sözleşmesinin asli unsurlarından biridir. Fakat, söz konusu asli unsur olan fiyatın, daha opsiyon hakkı tanınırken kesin olarak belirlenmemesi veya kolaylıkla belirlenebilir olmaması durumunda, opsiyon sözleşmesi bir bakıma kadük olarak doğmuş sayılacaktır.⁶²² Bu bakımdan, kanaatimizce opsiyon sözleşmesinde, opsiyon kullanım fiyatıyla birlikte satış sözleşmesinin taraflarca etkin biçimde ifasına ilişkin gerekli tüm koşulların mümkün olduğunca açık ve net biçimde belirlenmesi önem arz etmektedir.⁶²³ Bu çerçevede, opsiyon hakkına konu olan payların adedi ile birlikte satış bedelinin de opsiyon sözleşmesinin asli unsurları arasında sayılması gerekir.⁶²⁴

Opsiyon hakkına konu olan paylara ilişkin satış bedelinin hesaplanmasının, opsiyon hakkının kullanılacağı ileri bir tarihe bırakıldığı durumlarda, hesaplama görevinin bağımsız bir üçüncü kişiye tevdi önem arz etmektedir.⁶²⁵ Bu kapsamda, uygulamada payların değerinin belirlenmesinde bir değerlendirme kuruluşunun görevlendirilmesi veya birden fazla değerlendirme kuruluşunun görevlendirilip bu kuruluşların belirlediği değerlerin ortalamasının alınması gibi yöntemler tercih edilebilmektedir.⁶²⁶ Fiyatın belirlenmesi için hangi yöntem tercih edilirse edilsin,

⁶²¹ ÖNAY Işık / TORAMAN ÇOLGAR Emek, “Call and Put Options on Shares in Joint Stock Companies and Comparison between Similar Concepts”, GSI Articleletter, S.11, 2014, s. 139.

⁶²² Benzer yönde bkz. Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 347.

⁶²³ Birleşme ve devralmalar uygulamasında, opsiyon hakkı kullanıldıktan sonra kurulacak olan satış sözleşmesinde, tarafların hak ve borçlarının açıkça belirlenmesi ve daha sonra meydana gelebilecek ihtilafları önlemek amacıyla, taraflar satış/pay devir sözleşmesinin şablonu üzerinde mutabık kalarak, bu şablonun oluşturduğu form sözleşmeyi, opsiyon sözleşmesinin (veya pay sahipleri sözleşmesinin) ekine koyarak imza altına almaktadır.

⁶²⁴ REYMOND Philippe, “Quelques réflexions sur les conventions d'actionnaires”, Aspects actuels du droit de la société anonyme – Travaux réunis pour le 20^{ème} anniversaire du CEDIDAC, CEDIDAC-Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne, 2005, s. 224 vd. Aynı yönde bkz. Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 228. Nitekim TBK’da düzenlenen satış sözleşmesi hükümlerine göre, satış bedelinin belirlenmediği durumlarda, satışın ifa yeri ve zamanındaki ortalama piyasa fiyatı üzerinden yapılmış sayılacağına ilişkin bir karine mevcuttur (bkz. Yavuz, **Türk Borçlar Hukuku – Özel Hükümler**, s. 216). Bu bakımdan kanun koyucunun satış sözleşmesinin mümkün mertebe geçerli sayılmasına ilişkin yaptığı tercih ışığında, opsiyon hakkının kullanılması sonucu kurulacak olan satış sözleşmesinin de payların bedelinin belirlenmesi yoluyla geçerli sayılabilmesi için kanunda yeterli imkânının bulunduğu söylenebilir. Bu bakımdan, fiyatın belirlenmesindeki eksikliklerden dolayı doğrudan sözleşmenin geçersizliği sonucuna ulaşmaktansa, sözleşmeyi ayakta tutmak için kanuni imkânların kullanılabileceğini belirtmek gerekir (bkz. Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 230).

⁶²⁵ Bloch, **Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse**, s. 284.

⁶²⁶ Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 214.

ortaya çıkan sonucun *nesnel ölçütlere göre belirlenmiş* olması önem arz etmektedir.⁶²⁷ Bunun için hesaplamaya ilişkin tüm kriterlerin herhangi bir tereddüde yer vermeyecek biçimde belirlenmesi ve tarafların bu kriterler üzerinde mutabık kalmaları elzemdir.⁶²⁸ Böylelikle süreçte herhangi bir tarafın yorumuna veya takdir yetkisine yer olmayacak, opsiyon hakkı kullanıldıktan sonra satış sözleşmesinin kurulmasına ve ifa edilmesine ilişkin muhtemel ihtilaflar önlenmiş olacaktır.

c. Anonim Ortaklık Pay Opsiyon Sözleşmeleri ile Borsa Opsiyon Sözleşmeleri Arasındaki Fark ve Benzerliklerin Değerlendirilmesi

Opsiyon kavramı özü itibarıyla, opsiyonu elinde bulunduran kişiye, karşı tarafa tek taraflı irade beyanı yöneltmek yoluyla bir satış sözleşmesi kurma ve opsiyona konu kıymetin devrini ya da bedelini talep etme yetkisi veren haklara verilen genel adı ifade eder.⁶²⁹ Bu bakımdan, temelde aynı büyük kümenin elemanları olan borsa opsiyon sözleşmeleri ile anonim ortaklık opsiyon sözleşmeleri, bu ilişkiden dolayı çeşitli benzerlikler ihtiva ettiği gibi, birtakım konularda ise önemli farklılıklar taşırlar. Bu başlık altında, aynı hukuki temelden ortaya çıkmış söz konusu kavramlar arasındaki benzerlik ve farklılıklardan hareketle, ortaklıklar ve sermaye piyasası hukuku uygulamasındaki işlev ve nitelikleri üzerinde durulacaktır.⁶³⁰

⁶²⁷ MARTIN Françoise, “**Transfert des actions dans les sociétés anonymes de famille – Conventions de blocage entre actionnaires**”, L’expert-comptable suisse, s. 377.

⁶²⁸ Halka arz biçimde çıkış/satma hakkının öngörüldüğü durumlarda pay bedelinin hesaplanmasına ilişkin açıklamalar için bkz. Dupasquier, **Le financement d’une jeune société**, s. 377.

⁶²⁹ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 225-226, dn. 359.

⁶³⁰ Bu bahiste belirtmek gerekir ki, hem ortaklıklar hukukundaki pay sahipleri ve/veya sermayeye katılmalı ortak girişim sözleşmeleri, hem de sermaye piyasası hukukundaki borsa opsiyon sözleşmeleri, tabi oldukları maddi hukuktan bağımsız olarak, kaynağını Anglo-Amerikan hukukundaki kavram ve olgularla gelişen uygulamalardan almaktadır. Dolayısıyla, temelde belirli mal ve kıymetlerin alım satımına ilişkin ticari uygulamada ortaya çıkan opsiyon kavramı, zamanla piyasaların ve ticari ilişkilerin kompleks hale gelmesiyle birlikte hem sermaye piyasası hukuku hem de ortaklıklar hukukunda yerleşik hukuki kavramlar haline gelmiştir. Bu kavramlardan borsa opsiyon sözleşmeleri, ABD borsalarında işlem görmeye başlayan opsiyon kontratlarına ilişkin pratiklerin, diğer ülkelerdeki borsa ve piyasalarda da yaygınlaşmasıyla birlikte, sermaye piyasası hukukunda yer etmiştir (bkz. Birinci Bölüm, II/A/2/b/iii). Anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmeleri ise, Anglo-Amerikan hukuk sistemlerinin uygulandığı ülkelerde faaliyet gösteren teşebbüslerin, başka ülkelerde yaptıkları yatırımlar kapsamında, kendi ülkelerinden aşına oldukları düzenlemeleri kullanma tercihlerinin bir sonucu olarak ortaklıklar hukukunda yer etmiş uygulamalardır (karş. Altay, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler**, s. 657-685 dn. 1538. İngiliz hukukunda, ortak girişimler bakımından pay opsiyonlarının kullanımı ve düzenlenme biçimlerine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. COMBEN Andrew, **Joint Ventures and Shareholders Agreements**, London: Butterworths, 2000).

i. Sözleşme Konusu ve Amacı Bakımından

Hem borsa opsiyon sözleşmelerinde hem de anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerinde, hukuki işlemin konusu nitelik olarak özdeştir. Borsa opsiyon sözleşmelerinin konusunu oluşturan opsiyon hakkının devrine ilişkin dayanak varlıklara, pay senedi, kıymetli madenler, çeşitli emtialar gibi somut hususlarla faiz veya borsa endeksi gibi soyut hususlar örnek verilebilir. Geniş bir perspektiften bakıldığında, anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmeleri ile dayanak varlığı pay senedi olan borsa opsiyon sözleşmeleri arasında yakın bir ilişkinin mevcudiyeti açıktır. Bu bakımdan her iki tür arasında, hukuki ilişkinin niteliği bakımından yadsınamaz bir benzerlik vardır. Kısaca, iki durumda da opsiyon hakkı sahibi, belirli bir vade sonunda, opsiyona konu olan payları, taraflarca halihazırda belirlenmiş veya daha sonra belirlenebilecek biçimde mutabık kalınmış koşullarda almak veya satmak için bir sözleşme kurma hakkına sahiptir. Bu yönüyle, konusu anonim ortaklık payı olan borsa opsiyon sözleşmeleri ile opsiyon haklarına ilişkin hükümler içeren anonim ortaklık pay sahipleri sözleşmeleri konu bakımından birbiriyle tam bir örtüşme içindedir.

Fakat söz konusu sözleşme türlerinde, tarafların sözleşme ilişkisi kurmaktaki amaçları bakımından birtakım temel farklılıklar mevcuttur. Öncelikle, aynı zamanda bir türev araç olan borsa opsiyon sözleşmelerinin temelinde yatan esas saikler sermaye piyasalarındaki fiyat dalgalanmalarıyla doğrudan ilişkilidir⁶³¹. Bu dalgalanmalara bağlı olarak, taraflar ya bu dalgalanmaların yarattığı risklerden korunmak (*hedging*) ya da bunların yarattığı etkiden faydalanmak suretiyle kâr elde etmek için (*spekülasyon*) borsa opsiyon sözleşmesi akdetmektedir⁶³². Borsa opsiyon sözleşmelerine mündemiç olan bu amaç, opsiyon kullanım fiyatının daha sözleşme kurulurken belirlenmiş olması ve böylelikle vade tarihinde tarafların birbirlerine karşı mali yükümlülüklerinin objektif ve kolay biçimde hesaplanabilmesi sayesinde mümkün olmaktadır⁶³³.

Anonim ortaklık opsiyon sözleşmelerinde amaç unsuruna ilişkin olarak temel birtakım farklılıklardan söz etmek gerekir. Öncelikle tarafların opsiyon sözleşmesi

⁶³¹ Bauen / Rouiller, “*Relations bancaires en Suisse - Opérations bancaires et contrats - Financements - Gestion de patrimoine et conseil - Secret bancaire*”, s. 403

⁶³² Şenol, *Hukuki Açıdan Bankaların Tezgahüstü Piyasada Taraf Olduğu Türev İşlemler*, s. 19; Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 225, dn. 359.

⁶³³ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 229; Bauen / Rouiller, “*Relations bancaires en Suisse - Opérations bancaires et contrats - Financements - Gestion de patrimoine et conseil - Secret bancaire*”, s. 404.

akdetmesindeki saiklerinin ekonomik bir tarafı olduğu kuşkusuzdur. Fakat, borsa opsiyon sözleşmelerinin aksine bu saik her zaman, opsiyon hakkının tanındığı zamandaki fiyatla, opsiyon kullanım anındaki fiyat arasındaki farktan doğan salt ekonomik veya parasal değerden faydalanmak değildir. Hem bağımsız pay opsiyon sözleşmelerinde hem de pay sahipleri sözleşmesinin bir bölümü olarak opsiyon hükümlerinin düzenlenmesinde tarafların temel amacının, pay sahiplerine çıkma ya da çıkarma hakkı tanıyarak ortaklık ilişkilerinin düzenlenmesi için sözleşmesel araçlar yaratmak olduğu söylenebilir.⁶³⁴ Söz konusu ortaklık ilişkilerinin düzenlenmesi saiki, bazen de tarafların arasındaki yatırım işlemi dâhilinde ortaklık paylarının fiyatlanması, kontrol priminin el değiştirme zamanının⁶³⁵ ayarlanması veya tarafların ortaklık hukukuna uygun davranmasının sağlanması amacıyla yapılan opsiyon düzenlemeleri biçiminde tezahür edebilir.

Daha önce de ifade edildiği üzere⁶³⁶, özellikle finansal yatırımcıların dâhil olduğu işlemlerde, hem kontrol priminden azınlık pay sahiplerinin de faydalanabilmesi, hem de bu yatırımcıların ortaklıktan zamanı geldiğinde çıkış yaparak yatırımları karşılığı ekonomik bir getiri sağlayabilmesi bakımından opsiyon sözleşmeleri son derece kritik bir önemi haizdir.

Ortaklık paylarının fiyatlanmasına ilişkin opsiyon hakkı kullanımı ise, özellikle bir ortaklığın paylarını satın almak suretiyle yapılan yatırımlarda, pay devir işlemlerinin birden fazla fazda planlandığı işlemlerde görülmektedir. Bu tür durumlarda, hedeflenen pay miktarının öncelikle bir kısmı satın alınmakta, sonraki fazlar içinse, yatırımcıya değişken fiyatlarla alım hakkı (*call option*) sağlanması suretiyle zaman yayılan bir değerlendirme imkânı verilmektedir.⁶³⁷ Yine benzer bir kurguda, ortaklık paylarına karşılık ödenecek bedelin veya devralınması hedeflenen pay miktarının, belli koşulların gelecekte gerçekleşmesi koşullarına bağlandığı durumlarda, pay opsiyon hükümleri vasıtasıyla, işlemin unsurlarının ve yapısının düzenlenmesi mümkündür.⁶³⁸ Uygulamada bu tür hususları ihtiva eden mutat

⁶³⁴ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 229.

⁶³⁵ Altay, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler**, s. 657-658.

⁶³⁶ Bkz. Birinci Bölüm, II/B/2/b.

⁶³⁷ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 349.

⁶³⁸ Örneğin uygulamada *earn-out* olarak adlandırılan ve pay devir sözleşmelerinde satış bedelinin belirli koşullara göre belirlenerek, bir kısmının payların devri ile eşzamanlı ödenmesi fakat kalan kısmının, ancak tarafların belirledikleri koşulların gerçekleşmesi durumunda ödenmesini öngören yapının, pay opsiyonları yoluyla farklı biçimde kurgulanması da mümkündür. Buna göre, örneğin baştan söz konusu koşullar gerçekleşmiş gibi bütün tutarın ödenmesi ancak devralınması planlanan payların bir kısmının

yapılardan bir tanesi Türkçe’de *oran ayarlama mekanizması* veya *dilüsyon mekanizması* olarak ifade edilebilecek olan *ratchet mechanism* hükümleridir. Genellikle özel sermaye (*private equity*) veya girişim sermayesi (*venture capital*) işlemlerinde kullanılan bu yapı, pay sahipliği oranlarının, belli bir süre zarfı içinde performans ve/veya finansal ölçütlere göre ayarlanmasına dayanır. Bu yapının kullanılmasındaki temel amaçlar, kurucuların veya erken safha yatırımcılarının pay sahipliği oranlarının korunması ve bu çerçevede kurucuların ve/veya bu yatırımcıların belirli performans hedeflerini tutturmak üzere çaba sarf etmelerinin teşvik edilmesidir. Bu yapının tam kapsamlı (*full ratchet*), kısmi kapsamlı (*partial ratchet*), zamana endeksli (*time-based ratchet*) ve performans endeksli (*performance-based ratchet*) olarak isimlendirilen çeşitli modaliteleri mevcuttur. Örneğin tam kapsamlı bir *ratchet* mekanizmasında, bir yatırımcının şirket sermayesinin %20’sini temsil eden payları 1 milyon Türk lirası bedelle satın aldığını varsayalım. Bu işlemde şirketin toplam değerlemesi 5 milyon Türk lirası olacaktır. Şirketin daha sonra 2,5 milyon Türk lirası değerlendirme ile yeni pay ihraç etmesi durumunda, *ratchet* mekanizması devreye girecek ve yatırımcının ilk payları, 2,5 milyon Türk lirası değerlendirme üzerinden alınmış gibi yeniden hesaplanacaktır. Bu durum, yatırımcının sahip olduğu toplam pay sayısının artırılması ve dolayısıyla pay sahipliği oranının yeniden düzenlenmesi anlamına gelir. Bu tür bir mekanizmanın kurulduğu durumlarda, sözleşmede çeşitli tetikleyici olgular (*trigger events*) (örneğin, şirketin değerinin düşüşü veya belirli performans kriterlerinin karşılanamaması), uyarlama formülleri (*adjustment formula*), tavan ve taban oranlar (*caps and floors*) gibi hususların açıkça belirtilmesi gerekecektir.

Uygulamada özellikle *start-up* olarak tabir edilen girişim şirketlerinde kullanılan ve belirli koşulların gerçekleşmesine bağlı olarak hak sahiplerine yeni paylar elde etme hakkı tanıyan bir başka yapı ise Anglo-Amerikan uygulamasında *flowering shares* olarak adlandırılan ve Türkçe’de *şartlı paylar* veya *performansa dayalı paylar* olarak

devralınması ve geri kalan paylar üzerinde bir alım opsiyon hakkı düzenlenmesi mümkündür (karş. Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 351-352; ALTUNBAŞ SANCAK Zahide, **Anonim Şirket Özelinde Devralma İşlemlerinde Satıcının Ayrıntılı Bilgi İçin Bkz. ATAMER Yeşim / ALTUNBAŞ SANCAK Zahide, “Hisse Satım Sözleşmelerinde Sonuca Katılmalı Fiyat Düzenlemeleri (Earn-Out Klozları) – Mukayeseli Bir İnceleme**”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi C.35, S.3, 2019, s. 109 vd. Paylarını devreden kişilerin aynı zamanda şirket yönetiminde de etkin rol aldığı durumlarda başvurulmuş *earn-out* mekanizmaları, hem payların bedelinin bir kısmının ödenmesini belirli koşullara bağlamakta hem de satış işleminden doğabilecek herhangi bir sorumluluk durumunda satıcı(lara)ya başvurmak ve tazminatın tahsil edilmesi, *earn-out* tutarından karşılanmak suretiyle, daha kolay olacağı için, devralan bakımından avantajlı bir durum teşkil etmektedir (bkz. KRAAKMAN Reinier H., “**Liability Strategies and the Costs of Legal Controls**”, The Yale Law Journal, C. 93, S. 5, Nisan 1984, s. 863).

ifade edilebilecek yapıdır. Buna göre söz konusu paylar, ancak belirli performans hedefleri veya finansal eşikler gerçekleştikten sonra hak sahipleri adına çıkartılıp hak sahiplerine teslim edilmektedir. Söz konusu hedef veya eşikler için belirli bir yıllık gelir veya kâr oranına ulaşılması, şirketin belirli bir piyasa değerine ulaşması veya belirli bir ürünün piyasaya sürülmesi gibi hususlar gösterilebilir. Söz konusu yapı başlangıçta mevcut olmayan, ancak daha sonra çıkartılması taahhüt edilen paylar temel alınarak kurulabileceği gibi, yapının başlangıçta adi pay olarak çıkartılan payların ilgili koşullar gerçekleştikten sonra belirli imtiyazların tanınacağı paylara dönüştürülmesi biçiminde kurulması da mümkündür.

Son olarak pay alım ve satım opsiyonları, anonim ortaklıkta pay sahipleri arasında kanun, esas sözleşme ve pay sahipleri sözleşmesi temelinde şekillenen ortaklık ilişkisine aykırı davranılmasına ilişkin caydırıcı bir mekanizma olarak da öngörülebilir⁶³⁹. *Cezalandırma amaçlı opsiyon (penalty option)* olarak da ifade edilen ve genellikle alım opsiyonu biçiminde düzenlenen bu kavrama göre, ortaklık hukukunun ihlali durumunda, ihlale maruz kalan tarafa, ihlal eden tarafın paylarını, piyasa değerine göre belli bir oranda uygulanacak indirimle alma hakkı (ya da alternatif olarak piyasa değerinin belli bir oranda fazla bedel karşılığı satma hakkı) tanınmaktadır. Bu yolla, sözleşmeyi (ya da daha genel olarak ortaklık hukukunu) ihlal eden tarafa, payların piyasa değeri ve indirimli (ya da yüksek) satış bedeli arasındaki farka tekabül eden bir cezai şart belirlenmiş olmaktadır⁶⁴⁰. İhlalin derecesine ya da tekrarlanma sıklığına bağlı olarak, ihlalden ötürü tetiklenen alım ya da satma hakkının kullanılma şartlarının, kademeli olarak ihlal eden tarafın menfaati hilafına değişen biçimde öngörülmesi de mümkündür⁶⁴¹. Örneğin, ihlal tipine veya sıklığına göre alım opsiyonunun kullanılma fiyatına uygulanacak indirim oranının artırılması veya opsiyona konu pay sayısının artırılması gibi mekanizmalar yoluyla, tesis edilmesi amaçlanan caydırıcılık etkisinin artırılması mümkündür⁶⁴².

⁶³⁹ BLOCH Olivier, *Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse*, 2e édition, Zurich, 2011, s. 125.

⁶⁴⁰ Ayoğlu, *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*, s. 214; Esin, *Birleşme ve Devralmalar*, s. 349-350.

⁶⁴¹ CHAPPUIS Fernand, "Aspects théoriques et application pratique de la clause pénale dans les conventions d'actionnaires", *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier*, ZSW 75, 2003, s. 70; Esin, *Birleşme ve Devralmalar*, s. 350.

⁶⁴² Bu durumda opsiyona konu payların piyasa değeri arasındaki fark ile opsiyon kullanım fiyatı arasındaki ekonomik değer, fahiş cezai şartta indirim yapılabilmesine ilişkin hükümlere tabi olacağı hakkında bkz. Esin, *Birleşme ve Devralmalar*, s. 351; Ayoğlu, *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*, s. 214, dn. 487.

ii. Hukuki İlişkinin Mahiyeti ve Tarafları Bakımından

Taraflardan birine belli bir miktar emtia, döviz, pay veya benzer kıymetlerin alım veya satımına ilişkin bir yetki veren koşulların düzenlendiği bir hukuki işlem olan opsiyon sözleşmesi, tanımının işaret ettiği unsurlar bakımından hem borsa opsiyon sözleşmeleri hem de anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmeleri bakımından özdeştir. Zira her iki tip sözleşmede de opsiyon konusu varlığı belirli bir vade dâhilinde, önceden belirlenmiş koşullara tabi olmak üzere, teslim alma veya teslim etme yetkisi söz konusudur.⁶⁴³ Anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerinin ihtiva ettiği tek nüans, opsiyon konusunun münhasır olarak anonim ortaklık payı olarak belirlenmesidir.

Bu genel ilke çerçevesinde, borsa opsiyon sözleşmelerinin sinallagmatik yapısı⁶⁴⁴, anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerine de uygulanabilir mi? Bu ayrımı değerlendirirken, dikkat çekilmesi gereken belki en önemli husus, borsa opsiyon sözleşmelerine özgü opsiyon primi kavramıdır. Sözleşmenin yapısında, opsiyon hakkı sahibi elde ettiği alım ya da satım yetkisi karşılığında, opsiyon yazıcısına, opsiyon primi olarak adlandırılan, bir miktar ödeme yapmaktadır⁶⁴⁵. Dolayısıyla bu ilişkide, taraflar arasında bir sinallagma ilişkisiyle oluşan tam iki tarafa borç yükleyen bir sözleşme ilişkisi mevcuttur.

Buna karşılık anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerinde, taraflar arasındaki ilişkide opsiyon primi ödenmesi çoğunlukla söz konusu olmaz. Zira, bu sözleşme yapısı içinde tanınan opsiyon hakkının karşı edimi, bir miktar para mahiyetindeki opsiyon primi değildir. Taraflar arasındaki ilişkinin mahiyeti daha karmaşıktır ve opsiyon hakkı tanınmasının amacı temel olarak bir ortaklık ilişkisi ve ortaklık haklarının ekonomik ve idari olarak bölüştürülmesi çerçevesinde, payların fiyatlaması veya ortaklık hukukuna aykırılık halinde uygulanacak cezai şarta ilişkin bir mekanizma kurulmasıdır.⁶⁴⁶ Bu manada anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerinin, hukuki mahiyet olarak çoğunlukla tek tarafa borç yükleyen bir sözleşme olarak nitelendirilmesi gerekir. Bunun sebebi, taraflardan birinin diğerine ortaklık paylarını belirli bir vade içinde ya da bir koşulun gerçekleşmesi üzerine alma veya satma hakkı

⁶⁴³ Kırman, **Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu**, s. 717; Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 186; Bak, **Borsa Opsiyon Sözleşmesi**, s. 41.

⁶⁴⁴ Bkz. Birinci Bölüm, II/B/2/a.

⁶⁴⁵ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 194.

⁶⁴⁶ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 346 vd.

tanınması; fakat opsiyon hakkı tanınan tarafın genellikle, spesifik olarak opsiyon ilişkisi bağlamında, bir karşı edim altına girmemesidir. Belirtmek gerekir ki, anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmesindeki sinallagma unsuruna ilişkin değerlendirmeyi, pay sahipleri sözleşmesinin sinallagmatik yapısı çerçevesinde ele almak gerekir. Zira, ileride de bahsedileceği üzere⁶⁴⁷, anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmeleri genellikle bağımsız ve münferit sözleşmeler biçiminde değil; bir pay sahipleri sözleşmesinin içinde düzenlenmekte ve pay sahipleri sözleşmesinin unsurlarından birisini teşkil etmektedir. Dolayısıyla, tarafların pay sahipleri sözleşmesi altında yaptıkları pay opsiyonlarına ilişkin düzenlemelerini, tarafların murat ettikleri ortaklık ilişkisine girme menfaatiyle doğrudan bağlantılı bir unsur olarak düşünmek gerekir.

Pay sahipleri sözleşmesi kapsamındaki pay opsiyon düzenlemeleri, pay sahipleri sözleşmesinin sinallagmatik yapısını destekleyen ve bu kapsamda sözleşme altında kurulan kompleks ilişki çerçevesinde, bir bakıma karşı edim oluşturan öğelerden bir tanesidir. Bu değerlendirmede altı çizilmesi gereken husus, pay sahipleri sözleşmesi ile anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerindeki edimlerin karşılıklılığı değerlendirmesinin ayrı ayrı yapılması gerekliliğidir. Pay sahipleri sözleşmesinin birçok unsurunu, tarafların ortaklık ilişkisine girme menfaati kapsamında, karşı edimler olarak değerlendirmek mümkündür. Fakat bu unsurlardan birisi olan anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmesinde, çoğunlukla taraflardan birisine tanınan bir opsiyon hakkına karşılık spesifik bir karşı edim belirlenmemektedir. Dolayısıyla, kanaatimizce pay sahipleri sözleşmesi altında çeşitli edimlerin yarattığı sinallagma ilişkisi, kural olarak bir anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmesinin sinallagmatik bir mahiyet kazanması sonucu doğurmaz⁶⁴⁸.

Borsa opsiyon sözleşmeleri ile anonim ortaklık opsiyon sözleşmelerinin işleyişi bakımından farklardan birisi de vade sonunda opsiyon hakkının kullanılması ile kurulacak ikinci (asıl) sözleşmenin sonuçlarına ilişkindir. Borsa opsiyon sözleşmelerinin temel amaçları olan kar elde etme (*spekülasyon*) ve riskleri azaltma (*hedging*) unsurlarının doğrudan parasal ve ekonomik bir değerle ifade edilmesi ya da doğrudan bu değerlere tahvil edilebilmesi mümkündür. Bu bakımdan, borsa opsiyon sözleşmelerinde, vade tarihinde opsiyona konu varlığın fiziki tesliminden çok vade tarihindeki piyasa fiyatı ile kullanım fiyatı arasındaki farka göre ortaya çıkan parasal

⁶⁴⁷ İkinci Bölüm, III/C/1.

⁶⁴⁸ Pay sahipleri sözleşmesinin sinallagmatik mahiyeti hakkındaki açıklamalar için bkz. İkinci Bölüm, III/C/2/a.

değerin değiş tokuşu söz konusudur. Buna karşın anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerinde, hemen her zaman opsiyon hakkı kullanıldıktan sonra tarafların asıl amacı, payın bedelinde ortaya çıkabilecek değişikliklerden dolayı kazanç sağlama veya bu değişimden doğan riski azaltmak değil, anonim ortaklık paylarının taraflar arasında el değiştirmesine yönelik işlemlerin gerçekleştirilebilmesidir.⁶⁴⁹ Bu bağlamda, anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerinde, sözleşmeden doğan borçların ifası ve ifa edilmeme durumunda aynen ifası ile diğer tazminat borçları, uygulama açısından önemli bir tartışma konusu oluşturmaktadır.⁶⁵⁰

Nihayet söz konusu opsiyon sözleşmesi türlerinin arasında ortaya çıkan farklardan bir tanesi de ilişkinin tarafları bakımından ortaya çıkmaktadır. Borsa opsiyon sözleşmelerinde, sözleşme ilişkisinin kurulmasında takas merkezinin oldukça önemli bir işlevi vardır. Takas merkezi bu işlev kapsamında borsada gerçekleşen opsiyon işlemlerinde alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında ise alıcı sıfatıyla yer alarak, işlemlerden doğan hak ve yükümlülüklerin yerine getirilmesini temin eder.⁶⁵¹ Dolayısıyla borsa opsiyon sözleşmelerinde kural olarak herhangi bir işlemde, alıcı, takas merkezi ve satıcı olmak üzere üçlü bir yapı olduğu ifade edilebilir. Buna karşın anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerinde kural olarak yalnızca opsiyon hakkı sahibi ile opsiyon hakkı tanıyan taraflar vardır. Dolayısıyla, opsiyon hakkının doğumuyla birlikte haktan doğan hukuki edimlerin yerine getirilmesinde taraflar baş başadır ve bu edimlerin ifasını gözeten ya da teminat altına alan takas merkezi benzeri bir üçüncü taraf bulunmamaktadır.

iii. Sözleşmeden Doğan Hakların Kullanımı ve Edimlerin İfası Bakımından

Opsiyon hakkının kullanılma biçimi ve doğurduğu etki bakımından borsa opsiyon sözleşmeleri ile anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerinin arasında esaslı bir fark bulunmamaktadır. Her ikisinde de opsiyon hakkı sahibinin opsiyon borçlusuna (opsiyon yazıcısına) yönelteceği, opsiyon hakkını kullandığına yönelik irade beyanı ile seçimlik yetki kullanılmış ve buna bağlı hukuki etki ortaya çıkmış olur. Burada söz konusu olan beyan, opsiyon hakkı sahibinin tek taraflı ve muhatabı olan opsiyon

⁶⁴⁹ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 229.

⁶⁵⁰ Konuya ilişkin bkz. Üçüncü Bölüm, I, II ve III; Ayoğlu, *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*, s. 216.

⁶⁵¹ Reva, *Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, s. 536.

yetkisini tanıyan tarafa ulaşması gereken yenilik doğuran bir irade beyanıdır.⁶⁵² Bu beyana bağlı olarak ortaya çıkan hukuki etki ise, hak sahibi tarafın, hakkın niteliğine göre alıcı veya satıcı olduğu bir satım sözleşmesi kurulması ve bu sözleşme kapsamındaki teslim ve semeni ödeme borçlarının karşılıklı olarak yerine getirilmesi gereğinin doğmasıdır.⁶⁵³

Hakların kullanımında borsa opsiyon sözleşmesi ile anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmesi arasındaki en önemli farklılık, hakkın kullanım zamanına ilişkin ortaya çıkar. Borsa opsiyon sözleşmelerinde, hakkın belli bir vadeye kadar (veya vade gününde).⁶⁵⁴ kullanılabilmesi, sözleşmenin temel özelliklerindendir. Zira, opsiyon sözleşmesinin işlevini tam olarak yerine getirilebilmesi için, opsiyona dayanak olan varlığın vade tarihindeki piyasa fiyatıyla opsiyon kullanım fiyatı arasındaki farkın belirlenebilmesi elzemdir. Buna karşın, anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerinde, opsiyon hakkının kullanımı için bir vade öngörülebileceği gibi, herhangi bir vade belirlenmeden⁶⁵⁵ hakkın kullanımının tetiklenmesi için bir geciktirici şartın gerçekleşmesi de öngörülebilir.⁶⁵⁶ Bu durum, özellikle cezai şart niteliğinde düzenlenen alım veya satım opsiyonlarında görünür olmaktadır. Bu tür opsiyon düzenlemelerinde, opsiyon hakkının kullanımına olanak sağlayacak olan sözleşme ihlali hiç gerçekleşmeyebileceği için, opsiyon hakkı sahibinin bu yetkisini kullanma imkânı hiçbir zaman ortaya çıkmayabilir. Buna karşın borsa opsiyon sözleşmelerinde, en geç vade günü geldiğinde opsiyon hakkı sahibinin, seçimlik yetkisini kullanma imkânı oluşacaktır. Vade gününde opsiyon hakkına konu olan varlığın piyasa fiyatının opsiyon kullanım fiyatından düşük ya da yüksek olması durumunda, hak sahibinin ekonomik olarak opsiyonu kullanmamayı tercih etmesi ise pragmatik bir sonuçtur; hak sahibi isterse, çeşitli saiklerle ekonomik olarak zarar etmek pahasına opsiyon hakkını kullanmayı tercih edebilir.

⁶⁵² Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 146.

⁶⁵³ PICHONNAZ Pascal / ERDEM Ercüment / ESMailZADEH JOURABCHI Tannaz / DURAL Ali, **“La force contraignante des conventions d'actionnaires: quelques aspects de droit suisse et turc”**, Schweizerische Juristen - Zeitung, C. 102, S. 22, 2006, s. 509; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 228.

⁶⁵⁴ Bauen / Rouiller, **“Relations bancaires en Suisse - Opérations bancaires et contrats - Financements - Gestion de patrimoine et conseil - Secret bancaire**, s. 403.

⁶⁵⁵ Belirli bir vade belirlenmediği durumlarda, opsiyonun geçerli olacağı süre bakımından durumun şartlarına göre makul temelde bir değerlendirme yapılması gerektiği hakkında bkz. Bloch, **Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse**, s. 290.

⁶⁵⁶ Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 146.

Borsa opsiyon sözleşmelerinde, asıl olan vade sonunda tarafların ekonomik ve parasal olarak bir mutabakata varmasıdır. Bu mutabakat, opsiyon kullanım fiyatı ile opsiyon kullanım tarihinde oluşacak olan, opsiyona konu olan varlığa ilişkin, piyasa fiyatı arasındaki farkı temel alan parasal bir değiş tokuşu ifade eder. Buna karşın, anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerinde tarafların amacı ortaklık ilişkilerinin düzenlenmesi olduğu için (pay değerlemesi, ortaklıktan çıkma / çıkarılma, cezai şart vb.), opsiyon hakkının kullanılmasıyla birlikte opsiyona konu olan payların fiziken teslimi esastır.⁶⁵⁷ Ancak çeşitli nedenlerle fiziken teslimin sağlanamaması durumunda, devir borçlusu tarafın teslim borcu tazminat borcuna dönüşebilir ve salt parasal bir nitelik kazanabilir.⁶⁵⁸

Her iki sözleşme tipinde, edimlere ilişkin bir başka ayrım ise opsiyon priminin ödenmesi bakımından ortaya çıkmaktadır. Tam iki tarafa borç yükleyen bir sözleşme olan borsa opsiyon sözleşmesinde, opsiyon priminin ödenmesi ile opsiyon hakkının tanınması eşanlı olarak gerçekleşmektedir. Bu bağlamda, asli edimlerden biri olan opsiyon primi ödeme borcu, borsa opsiyon sözleşmesi kurulması anında ortaya çıkmaktadır. Buna karşın anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmesinde, opsiyon hakkı yükümlüsünün, karşı tarafa opsiyon yetkisini vermesi ve tarafların hakkın kullanım koşulları üzerinde mutabık kalmaları yeterlidir. Dolayısıyla, ilke olarak anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerinde, opsiyon primi bir edim unsuru olarak yer almaz.⁶⁵⁹

Son olarak hukuki işlemdeki edimlerin ifası bakımından borsa opsiyon sözleşmeleri ile anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerinin farklılık arz ettiği husus, tarafların ifa sürecine katılımı konusundadır. Özellikle organize bir borsa çatısı altında gerçekleştirilen opsiyon sözleşmeleri bakımından, opsiyon alıcısı ya da opsiyon satıcısı olarak işlemde yer almak isteyen tarafların öncelikle borsa üyesi bir yatırım kuruluşu ile sözleşme yapması gerekmekte ve sözleşmenin kuruluşuna ilişkin alım ve/veya satım emirlerini bu aracı kuruluş vasıtası ile iletmesi gerekmektedir.⁶⁶⁰ Aracı kuruluş, bir vekalet ilişkisi çerçevesinde⁶⁶¹, müşterisinin nam ve hesabına sözleşmenin

⁶⁵⁷ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 229.

⁶⁵⁸ Bkz. Birinci Bölüm, II/B/2/a/.

⁶⁵⁹ Opsiyon hakkının kullanılmasından sonra kurulan asli (satış) sözleşme(si) kapsamında ödenmesi gereken pay bedelinin, opsiyon primi ile farklı kavramları işaret ettiğini hatırlatmakla yetiniyoruz. Karş. Bloch, **Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse**, s. 290.

⁶⁶⁰ Bkz. Birinci Bölüm, II/B/2/a/ii/i.

⁶⁶¹ İnceoğlu, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu**, Ankara: Seçkin, 2004, s. 175; Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 174.

kurulması için gerekli işlemleri takas merkezi ile gerçekleştirmektedir. Borsa opsiyon sözleşmesine taraf olma muradındaki asıl taraf, hukuki işleme doğrudan dâhil olmamakta, onun yerine aracı kuruluş üzerinden, aracı kuruluş ile takas merkezi arasındaki işlemin dolaylı olarak bir unsuru olmaktadır. Buna karşın anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerinde, bu tür bir vekalet ilişkisine / dolaylı ilişkiye rastlanmamaktadır. Taraflar, çoğunlukla aynı zamanda ortaklığın pay sahibi konumundadırlar ve sözleşmenin kurulmasında ve ifasında asıl sıfatıyla kendileri yer almaktadır⁶⁶². Dolayısıyla anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmesinde, hukuki işleme dair hak kullanımı ve edimlerin ifası, ilk elden opsiyon borçlusu ya da opsiyon hakkı sahibi tarafından gerçekleştirilmektedir⁶⁶³. İşlemde herhangi bir aracı taraf veya takas merkezi benzeri teminat yapısı bulunmadığı için, anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmesinde tarafların muteberlikleri ve edimlerini ifa kabiliyeti önem arz eder. Buna karşın, borsa opsiyon sözleşmelerinde, opsiyon alıcısı ve opsiyon satıcısı çoğu zaman birbirlerini hiç tanımazlar; sürece dahilleri genel olarak aracı kuruluşa alım veya satım emrini iletmek ile gerekli teminatları yatırmaktan ibarettir. Alım veya satım emirlerinin aracı kuruluşa iletilmesini müteakip işlemin kendisi aracı kuruluş ile takas merkezi arasında gerçekleşmektedir. Özellikle işlem hacminin yüksek olduğu piyasalarda, çok sayıda alıcı ve satıcının emirleri geniş bir havuzda birbiriyle gelişigüzel biçimde eşleşmektedir. Bu bakımdan, edimlerin ifasına ilişkin olarak anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerinde tarafların kimliği önem arz ederken borsa opsiyon sözleşmelerinde neredeyse mutlak bir anonimlik hakimdir.

C) Opsiyon Kavramı ile Pay Devirlerine İlişkin Özellik Arz Eden Hakların Etkileşimi

1) Çalışma Kapsamında Opsiyon Hakkı ile Pay Devrinde Özellik Arz Eden Haklar Arasında Yapılan Ayrımın Açıklanması

Anonim ortaklıklar öğretisinde⁶⁶⁴ ve birleşme devralmalar uygulamasında, zaman zaman, pay sahipleri arasında payların devrine ilişkin yapılan tüm sözleşmesel düzenlemeler *opsiyon hakları* olarak nitelendirilmekte ve bu kavramlar tamamen özdeş biçimde kullanılmaktadır. Fakat mahiyet olarak alım hakkı, satma hakkı, önalım

⁶⁶² Karş. Bauen / Rouiller, “Relations bancaires en Suisse - Opérations bancaires et contrats - Financements - Gestion de patrimoine et conseil - Secret bancaire, s. 404.

⁶⁶³ Söding, *Private Equity Minority Investments - Sharing Control in Closely Held Private Family Firms*, s. 375.

⁶⁶⁴ Örn. bkz. Esin, *Birleşme ve Devralmalar*, s. 343 vd.

hakkı, geri alım hakkı ile öncelik hakkı (üçüncü kişinin inisiyatifiyle tetiklenen, pay sahibinin inisiyatifiyle tetiklenen), birlikte satma hakkı ve birlikte satışa zorlama haklarının tümünün, aralarındaki benzerliklere rağmen *opsiyon hakları* olarak tekil bir başlık altında toplanması, indirgemeci bir yaklaşım teşkil etmektedir. Bu bakımdan, kavramların tüm yönleriyle incelenebilmesi için aradaki farkların ortaya konulması önemlidir.

İlk olarak, opsiyon hakkının temel özelliklerini ortaya koyan tanıma göre kavram, sahibine tek taraflı irade beyanı ile bir sözleşme kurma veya mevcut bir sözleşmenin süresini uzatma yetkisi veren bir hakkı işaret eder.⁶⁶⁵ Ancak bu sadelikte bir yaklaşım, işlevsel olarak yalnızca alım ve satım haklarına ve bu hakların unsuru olduğu opsiyon sözleşmelerine daha uygun görünmektedir. Zira, alım hakkı, satma hakkı, önalım hakkı ve geri alım hakkı içeren opsiyon sözleşmelerinde, opsiyon hakkı sahibi, tek taraflı irade beyanı ile (genellikle yenilik doğuran hak kullanımıyla) belirli bir vadeye kadar, sözleşmeye konu olan payları, önceden belirlenmiş koşullara tabi olarak satın alma veya satma hakkı kazanmaktadır.⁶⁶⁶ Dolayısıyla tek taraflı bir irade beyanı ile bir satış sözleşmesi kurma yetkisi, alım ve satım haklarında daha açık biçimde tezahür etmekte, dolayısıyla bu hususlar opsiyon sözleşmesini oluşturan unsurlarla tam bir örtüşme içinde bulunmaktadır.⁶⁶⁷

Buna karşın alım, satım, önalım ve geri alım hakkı dışında kalan diğer kavramlar, opsiyon kavramı ile ancak çok daha genel bir perspektif içinde bir araya gelebilmektedir.⁶⁶⁸ Bunlar dışında kalan haklar da nihayet hak sahibine bir sözleşme kurma imkânı tanımaktadır. Fakat bu imkân, çoğu zaman alım, satım, önalım ve geri alım hakkında olduğu gibi net bir çerçevede bir satış sözleşmesi kurulup kurulmamasından ibaret olmamaktadır. Bu hakları içeren sözleşmeler söz konusu olduğunda, genellikle tarafların haricinde üçüncü kişiler de anonim ortaklık paylarına

⁶⁶⁵ Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 160 vd.

⁶⁶⁶ Bkz. Birinci Bölüm, II/A/3/a.

⁶⁶⁷ Nitekim bu durumu temellendiren bir başka gerekçe ise, kavramsal olarak opsiyon sözleşmesi ve öncelik sözleşmesine ilişkin farklar bakımından mevcuttur. Opsiyon sözleşmesinde yenilik doğurucu hakkın kullanılmasıyla gerçekleştirilen bir işlem söz konusudur. Buna karşın, öncelik hakları ve öncelik sözleşmesinde, taraflardan birinin, gelecekte bir sözleşme kurmaya karar vermesi halinde, karşı tarafa sözleşmenin kurulması konusunda bir müzakereye girme taahhüdünde bulunmak ya da icap veya kabul beyanında bulunmak gibi imkânlar sağlayarak, bu ilişkinin kurulmasında önceliğin bir tarafa verilmesi olgusu mevcuttur.

⁶⁶⁸ WALKER David I., “**Rethinking Rights of First Refusal**”, Harvard University Discussion Paper, S. 261, 1999, s. 5.

dair işleme dahil olmakta ve hakların kullanımı bakımından hem tarafların birbiriyle hem de üçüncü kişilerle etkileşimi belirleyici ve kritik bir önem kazanmaktadır.⁶⁶⁹

İsviçre öğretisinde *devralma hakları* (*droits d'acquisition*) olarak da ifade edilen⁶⁷⁰ öncelik hakkı, önalım hakkı, geri alım hakkı, birlikte satma hakkı ve birlikte satışa zorlama haklarının temel bileşenleri aslında alım ve satım haklarıdır. Zira, bu haklardan hangisinin kullanımı söz konusu olursa olsun, nihayetinde hak sahibi taraf ya paylar üzerinde bir alım hakkı ya da satma hakkı icra etmektedir. Örneğin geri alım hakkı (*repurchase right*) söz konusu olduğunda, aynı zamanda bir alım hakkı (*call option*).⁶⁷¹, birlikte satma hakkı (*tag-along right*) söz konusu olduğunda aynı zamanda satma hakkı (*put option*).⁶⁷² benzeri özellikler içeren bir yapıdan, satmaya zorlama hakkı söz konusu olduğunda ise bu kez üçüncü kişi lehine düzenlenmiş bir alım hakkından (*call option*) söz etmek mümkündür.⁶⁷³ Dolayısıyla, alım ve satım opsiyonları ile devralma hakları olarak ifade edilen diğer haklar birbiriyle yakından ilgili olsa da tüm bu kavramları *opsiyon hakkı* olarak bir üst-kavram altında toplamak, hakların nitelikleri bakımından mutlak tutarlı bir yaklaşım teşkil etmeyecektir. Bu bakımdan çalışma kapsamında, opsiyon hakkı ve opsiyon sözleşmesi kavramlarının odağında alım hakkı (*call option*) ve satma hakkı (*put option*) unsurları yer almaktadır. Bu bağlamda, hem opsiyon hakkının temel niteliklerinin açıklanmasında, hem de opsiyon hakkının asli unsurunu teşkil ettiği opsiyon sözleşmeleri konusunda alım, satım, önalım ve geri alım opsiyonları esas alınmıştır. Kuşkusuz, İsviçre öğretisinde *devralma hakları* olarak ifade edilen, anonim ortaklık paylarının devrinde özellik arz eden diğer haklar da opsiyon kavramı ile yakından ilişkilidir. Fakat bu çalışma kapsamında, terminolojik olarak opsiyon sözleşmesi / opsiyon hakkı kavramları alım hakkı (*call option*), satma hakkı (*put option*), önalım hakkı (*pre-emptive/pre-emption right*) ve geri alım hakkını (*repurchase right*) ifade ederken, çeşitli görünümleriyle öncelik hakları (*right of first refusal / right of first offer*), birlikte satma hakkı (*tag*

⁶⁶⁹ Tüm hak çeşitlerinin hukuki yönlerinin detaylı biçimde inceleneceği İkinci Bölüm, I/C'ye atıf yapmakla birlikte, bu bölümde kavramlar bakımından tuttuğumuz terminolojik tercihi açıklamak bakımından yalnızca ana hatlarıyla kavramlar arasındaki ayrıma değinilmektedir.

⁶⁷⁰ Dupasquier, *Le financement d'une jeune société*, s. 311; Bloch, *Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse*, s. 265; MUSTAKI Guy / SCHWAB Joséphine, "Les clauses statutaires relatives au transfert des actions de la société anonyme", *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier*, s. 270.

⁶⁷¹ Yılmaz, *Opsiyon Sözleşmesi*, s. 309; Yüksel, *Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 143.

⁶⁷² Dupasquier, *Le financement d'une jeune société*, s. 331

⁶⁷³ Dupasquier, *Le financement d'une jeune société*, s. 326.

along right) ve birlikte satışa zorlama hakkı (*drag-along right*), anonim ortaklıkta pay devrinde özellik arz eden haklar tabiriyle ifade edilmesi tercih edilmiştir.

Son olarak ifade etmek gerekir ki, payın devrine ilişkin hususların dışında anonim ortaklık payına ilişkin birtakım başka hususların da bir opsiyon hakkına tabi tutulması mümkün olabilir. Örneğin, pay sahipleri arasında yapılacak sözleşmesel bir düzenleme vasıtasıyla, bir kişinin elindeki paylara imtiyaz hakkı tanınması taahhüdü verilip bu taahhüde ilişkin edimin yerine getirilmesi talebi, bir şarta tabi kılınabilir. Söz konusu durumda da pay üzerinde imtiyaz hakkı kurulmasına ilişkin bir opsiyon hakkından söz edilebilir. Fakat çalışmamızın kapsamı payın devriyle bağlantılı opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden haklarla sınırlı tutulduğundan, bu kavramla bağlantılı olabilecek diğer durumların bu çalışmada incelenmediğini belirtmekle yetiniyoruz.

2) Pay Devrinde Özellik Arz Eden Hakların Kaynağı ve Tarihsel Bağlamı

Anonim ortaklık paylarının devri ve ortaklar arası ilişkiler bağlamında, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer haklara ve bunlara bağlanan sonuçlara ilişkin teknik hukuki incelemeye geçmeden önce, söz konusu kavramların ortaya çıkışına ve hukuk tarihi içindeki konumuna genel bir perspektiften değinmenin faydalı olacağı kanısındayız. Hukuki kavram ve meselelere ilişkin tarihsel yorum ve argümanlar, dogmatik hukuk açısından genellikle arızı niteliktedirler ve güncel meselelere genellikle doğrudan bir çözüm getirmezler. Bununla birlikte, hukuki kavramların tarihsel olarak incelenmesi, pratik bakımdan da birkaç hususta faydalıdır. İlk olarak, hukuki bir kavram ya da kuralın tarihsel kökenleri, bu kavram ya da kuralın gelişiminin altında yatan nedenleri anlamak için elzemdir. Bu nedenlerin anlaşılması ise, söz konusu kavram ve kurallarla bunların güncel politikalar ve dogmatik hukuk üzerindeki yansımaları ile ne derece bağdaştığı ve uyumunu değerlendirmek bakımından önemlidir. İkinci olarak, bu değerlendirme sonucu, kavram ve kuralın kökenleri ile güncel uygulama arasında ortaya çıkacak devamlılık ve tutarlık ile, kuralın hakkaniyete uygun olması arasında bir korelasyon olduğu söylenebilir. Son olarak, kavram ve kural ile bunların tarihsel kökenleri arasındaki bağın tespit edilmesi,

hukuki meselelerin çözülmesinde ve özellikle içtihat hukukunda ulaşılan sonuçları daha belirgin bir çerçeve ve bağlam içine yerleştireceğinden, fayda sağlayacaktır.⁶⁷⁴

Pay devrinde özellik arz eden hakların kaynağını, önalım hakkından aldığı söylenebilir. Pozitif hukuktaki önalım hakkı ise, ilk olarak Roma hukukunda önce eşyaya bağlı borç ilişkisi çerçevesinde paylı mülkiyet durumunda, sonraları da sözleşmeden doğan önalım hakkı biçiminde ortaya çıkmıştır.⁶⁷⁵ Bizans İmparatoru I. Justinianus tarafından hazırlatılan *Corpus Juris Civilis*'in *Digesta* bölümünde yer alan, önalım hakkı ile modern hukuktaki önalım ve öncelik hakkına benzer kavramlara birkaç örnek vermek, tarihsel ilişkiyi ortaya koymak bakımından faydalı olacaktır. İlk olarak külliyyatın iki yerinde alıcının yalnızca devreden kişiye geri satabilmesi koşuluyla yapılan taşınmaz satışlarından bahsedilmektedir. Bir başka yerde ise, bir malın varisleri arasında yapılan anlaşmaya göre, varislerden birisi kendi payını satmaya karar verecek olursa, satışı yalnızca diğer varise, önceden taraflar arasında kararlaştırılmış fiyat üzerinden yapabileceğinden bahsedilmektedir. Benzer bir hukuki işlem olan *venditio bonorum* ise, bir taşınmazın icrai yoldan satılması durumunda, belirli kişilere tanınan, üçüncü kişiye satışta teklif edilen bedelin fazlasını teklif ederek taşınmazı satın alma imkânını ifade etmektedir. Son olarak, bir arazi / tarla üzerinde kullanma hakkı (*emphyteusis*) olan bir kişinin bu hakkını üçüncü kişiye devretmek istemesi durumunda, önce arazinin sahibine haber verilmesi ve arazi sahibinin takip eden iki ay içinde teklif edilen en yüksek bedeli ödemesi koşuluyla kullanma hakkını satın almakta öncelik hakkına sahip olması, anonim ortaklık payının devrine ilişkin günümüzde kullanılan işlem yapılarına oldukça benzer yönler taşımaktadır.⁶⁷⁶ *Corpus Juris Civilis*'te herhangi spesifik bir kavram ile tanımlanmayan bu tür hukuki ilişkiler, daha sonra Roma hukukçuları tarafından *pactum protimeseos* olarak adlandırılmıştır.⁶⁷⁷ Nitekim, Roma hukukundaki sınırlı sayı ilkesine tabi sözleşme tiplerinden biri olmayan *pactum protimeseos*'a uygulanacak hükümler konusunda kesinlik sağlanamamış ve nihayetinde, bu kavram *contractus bonae fidei* (iyi niyet

⁶⁷⁴ NAUDE Tjakie, “Rights of First Refusal or Preferential Rights to Contract: A Historical Perspective on a Controversial Legal Figure” Stellenbosch Law Review, C. 15, S. 1, 2004, s. 71.

⁶⁷⁵ AYDOĞDU Murat, *Yasadan ve Sözleşmeden Doğan Önalım Hakkı*, Ankara: Adalet, 2013, s. 9.

⁶⁷⁶ Naude, *Rights of First Refusal or Preferential Rights to Contract: A Historical Perspective on a Controversial Legal Figure*, s. 71.

⁶⁷⁷ Aydoğdu, *Yasadan ve Sözleşmeden Doğan Önalım Hakkı*, s. 9; Naude, *Rights of First Refusal or Preferential Rights to Contract: A Historical Perspective on a Controversial Legal Figure*, s. 72.

sözleşmesi) ile *actio venditi* (satış işlemi) ile meydana gelen bir arızı sözleşme (*pactum adiectum*) olarak nitelendirilmiştir⁶⁷⁸.

Önalım hakkı ve türevlerinin, Roma hukukundan gelen bu atipik hukuki kavram özelliği, dogmatik hukukta da hem opsiyon sözleşmelerinin hem de pay devrinde özellik arz eden hakları içeren sözleşmelerin isimsiz sözleşme teşkil etmesi ve bunlara uygulanacak hükümlerin borçlar hukuku ile ortaklıklar hukuku arasında birtakım belirsizliklere sebep olmasının nedenlerinden biri olarak değerlendirilebilir. Taşınmazlara ilişkin önalım hakkı TMK'da açıkça düzenlenmekte ve bunun uygulamasına ilişkin ilke ve kurallar büyük oranda hukuk uygulamasına yerleşiktir. Fakat önalım hakkının bir bakıma türevleri olan pay devrinde özellik arz eden haklar bakımından aynı durum geçerli değildir ve bu hakların doğurduğu sonuçlar ortaklıklar hukuku ve borçlar hukuku ilkelerinin birlikte uygulanması ile çözümlenmeye çalışılmaktadır.

Pay devrinde özellik arz eden haklar, özellikle İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde doğrudan yabancı yatırımların artması ile yaygınlık kazanan ortak girişimler uygulamasında, yatırımcıya sermayeye katılmalı ortak girişimdeki konumunu güçlendirmesi ve yatırımı üzerindeki kontrol kabiliyetini artırması amacıyla düzenlenmeye başlanmıştır. Bu düzenlemeler kapsamında, temelde kaynağını Anglo-Amerikan hukukundan alan kavramlar, ortak girişim sözleşmelerinde sıklıkla düzenlenmeye başlamış ve Türk hukukunda da özellikle son 20-30 yıllık süre zarfında güçlü bir ivmeyle artarak, uygulamada yer bulmaya başlamıştır⁶⁷⁹.

Bu bağlamda, sonraki bölümlerde oldukça yaygın olan bu hakların anonim ortaklık hukuku açısından teorik ve pratik yönleri ele alınarak, bu hakların hem genel olarak anonim ortaklıklar hukukunda hem de spesifik olarak birleşme ve devralmalar hukukunda doğurdukları sonuçlar ve etkiler bakımından bütüncül bir değerlendirme yapılacaktır.

⁶⁷⁸ Naude, **Rights of First Refusal or Preferential Rights to Contract: A Historical Perspective on a Controversial Legal Figure**, s. 72-73.

⁶⁷⁹ Altay, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler**, s. 200.

İKİNCİ BÖLÜM

ANONİM ORTAKLIK PAYININ OPSİYON HAKLARI İLE PAY DEVİRİNDE ÖZELLİK ARZ EDEN HAKLARA KONU OLMASI

I) HAKLARIN TANITILMASI VE MEDENİ HUKUK KAVRAMLARI BAĞLAMINDA DEĞERLENDİRİLMESİ

A) Giriş

Anonim ortaklıklar hukuku uygulamasında, alım, satım, önalım ve geri alım haklarını kapsayan opsiyon hakları ile, öncelik, birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarını ifade eden pay devrinde özellik arz eden haklar hem teorik hem de işlevsel olarak ortak bir bağlam içinde ortaya çıkmaktadır. Bu bağlam, ortaklar arasında ve/veya üçüncü kişiler arasında yapılan pay devirlerinde, anonim ortaklık paylarının devrine ilişkin kurulan hukuki ilişki ve bu ilişkiye bağlı olarak ortaya çıkan sonuçlardır. Fakat her ne kadar haklar ile ortaya çıkarttıkları sonuçlar arasında önemli bir benzerlik ve geniş bir ortak zemin olsa da bu hakların bazıları hem dayandıkları medeni hukuk kavramları hem de oluşturdukları hukuki sonuçlar bakımından birtakım temel farklılıklar arz etmektedir. Bu kapsamda, öncelikle hakların hukuki niteliği konusunda ilgili olan medeni hukuk kavramları ana hatlarıyla açıklanarak, hakların nitelendirilmesi için meselenin kavramsal temelleri ortaya konulacak, devamında ise bu temelden yola çıkarak her bir hakkın tipolojik olarak sınıflandırılması yapılarak hukuki nitelikleri ve hakka uygulanacak kavramlar bakımından bir değerlendirme yürütülecektir.

B) İlgili Medeni Hukuk Kavramları

1) Nispi Hak

Hak sahibinin, hakkını kimlere karşı ileri sürebileceğin ilişkin mutlak hak⁶⁸⁰ – nispi hak ayrımı kapsamında, nispi hak belirli bir kişiye ya da sınırlı bir gruba ait belirli kişilere karşı ileri sürülebilen hakları ifade eder.⁶⁸¹ Bu anlamıyla nispi hak niteliğinde olan haklar, yalnızca ilgili hukuki ilişkinin tarafı olan kişilere karşı ileri sürülebilirken,

⁶⁸⁰ Mutlak haklar, malik tarafından herkese karşı ileri sürülebilirler ve herkes tarafından da ihlal edilebilirler. Bu yönleriyle mutlak haklar bir genel davranış yükümlülüğü getirirler (bkz. ASLAN Yavuz Can, *Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme*, İstanbul: On İki Levha, 2020, s. 8).

⁶⁸¹ Oğuzman / Barlas, *Medeni Hukuk, Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar*, s. 149.

yine aynı şekilde, bu haklara uyma zorunluluğu yalnızca, hak borçlusu niteliğini haiz kişilere aittir. Bu tanımın doğrudan bir sonucu olarak şu hususu ifade etmek mümkündür: Sözleşmeden doğan haklar birer nispi hak teşkil ederler.⁶⁸²

Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar bakımından değinilmesi gereken bir başka husus, alelâde nispi hak ile etkisi güçlendirilmiş nispi hak ayrımıdır. Yalnızca belirli bir kişiye veya kişilere karşı ileri sürülebilen hakları ifade eden alelâde nispi hak⁶⁸³ kavramının türevi olan etkisi güçlendirilmiş nispi hak, kanunda açıkça tapu kütüğüne şerh edilme imkânı tanınarak etkisi güçlendirilmiş bir nispi hak statüsü kazandırılabilen hakları ifade eder. Öğretideki yaygın görüş uyarınca, nispi hakkın şerh edilmesinin doğurduğu sonuç, hakkın bir ayni hak statüsü kazanması değil, hakkın etki alanının genişleyerek ilgili taşınmazın sonraki maliklerine ve/veya şerhten sonra taşınmaz üzerinde hak iktisap eden kişilere karşı ileri sürülebilmesidir.⁶⁸⁴

Çalışma konusunu oluşturan hakların etkisi güçlendirilmiş nispi hak niteliği kazanması mümkün müdür? Kanaatimizce bu soruya verilecek yanıt – genel olarak – olumsuzdur. Zira, konusu anonim ortaklık payı olan opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar bakımından, bu hakların şerh edilmek suretiyle etkisinin güçlendirilebileceği tek alternatif olarak ticaret sicili düşünülebilir. Fakat aşağıda⁶⁸⁵ hakların ileri sürülebileceği çevre ve üçüncü kişilere karşı ileri sürebilme bahsinde detaylı olarak ele alındığı üzere, ticaret sicilindeki kayıtların, mahiyeti itibariyle tapu kütüğüne benzer bir hukuki etki yaratması belirtilen nedenlerden dolayı mümkün görünmemektedir. Kaldı ki, ticaret sicilinde anonim ortaklık paylarının sahipliğine ilişkin herhangi bir kayıt imkânı da bulunmamaktadır; ticaret sicilinde biçimsel olarak, anonim ortaklık paylarının kime ait olduğunun kaydedilebileceği bir bölüm dahi mevcut değildir.

⁶⁸² Kocayusufpaşaoğlu (Hatemi / Serozan / Arpacı), **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, s. 13; Tekinay / Akman / Burcuoğlu / Altop, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 60.

⁶⁸³ Oğuzman / Barlas, **Medeni Hukuk, Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar**, s. 150.

⁶⁸⁴ Oğuzman / Barlas, **Medeni Hukuk, Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar**, s. 150. Ayni haklar bakımından geçerli olan sınırlı sayı ilkesi gereği, tarafların sözleşmede ayni nitelik taşıyan bir opsiyon hakkı kararlaştırmalarının mümkün olmadığı yönünde bkz. Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 165. Anglo-Amerikan hukukundaki aynı prensibin uygulanması hakkında bkz. HANSMANN Henry / KRAAKMAN Reinier, “**The Numerus Clausus Problem and the Divisibility of Rights**”, The Journal of Legal Studies, C. 31, S. S2, The Evolution of Property Rights A Conference Sponsored by the Searle Fund and Northwestern University School of Law, Haziran 2002, s. 400.

⁶⁸⁵ Bkz. İkinci Bölüm, III/E.

2) Yenilik Doğuran Hak

Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların hukuki mahiyetinin değerlendirilmesinde yenilik doğuran haklar, meselenin merkez kavramlarından birini oluşturur. Öğretide söz konusu hakları inceleyen çok sayıda yazarın, hakların hukuki mahiyeti konusunda yenilik doğuran hak kavramı üzerinde durduğu ve kavramlar arasındaki etkileşim konusunda çeşitli değerlendirmeler ve argümanlar ortaya koydukları görülür.⁶⁸⁶

Yenilik doğuran hak kavramı için birbirinden farklı, çok sayıda tanım getirilmiştir.⁶⁸⁷ Bu tanımlarda ortak olan temel unsurlar, yenilik doğuran hakkın tek taraflı bir hukuki işlem olması ile başka bir kişinin hukuk alanında bir değişiklik yaratma yetkisidir. Bu minvalde yenilik doğuran hakkı⁶⁸⁸, sahibine tek taraflı irade beyanı ile yeni bir hukuki ilişki kurma, mevcut bir hukuki ilişkide değişiklik yaratma veya mevcut bir hukuki ilişkiyi sona erdirmeye yetkisi veren ve bu yolla bir kişinin hukuk alanında değişiklik yaratma imkânı veren hak olarak tanımlamak mümkündür.⁶⁸⁹

Tanımdaki unsurlara istinaden, yenilik doğuran hakları yönedikleri sonuç bakımından üç başlığa ayırmak mümkündür: kurucu yenilik doğuran haklar, değiştirici yenilik doğuran haklar ve bozucu yenilik doğuran haklar.⁶⁹⁰

Genel anlamıyla, hakkın kullanılması sonucu yeni bir hukuki ilişkinin doğmasına neden olan haklar kurucu yenilik doğuran hakları teşkil ederler. Önalım⁶⁹¹,

⁶⁸⁶ Birçok farklı yazar yerine bkz. Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 216; Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 165; Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 346; YILMAZ Gülşah, “**Teori ve Uygulamada Anonim Şirket Payı Üzerinde Kurulan Önalım Hakkı**”, Terazi Hukuk Dergisi, C. 16, S. 180, Ağustos 2021, s. 1534.

⁶⁸⁷ Farklı yazarlar tarafından getirilen çok sayıda tanım örnekleri için bkz. Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 55, dn. 2.

⁶⁸⁸ Yenilik doğuran haklara içkin özellikleri taşıyan hak grubunu kavramsal bir çerçeveye yerleştirip, *Gestaltungsrechte* terimiyle ilk adlandıran kişi Alman hukukçu *Emil Seckel* olmuştur. Bu kavram öğretide Türk hukukuna intibak ettirilirken öncelikle Türkçe karşılığı olarak *inşai hak* terimi kullanılmış ancak daha sonra ilk kez *Hıfzı Veldet Velidedeoğlu* tarafından kullanılan *yenilik doğuran hak* terimi, öğretide yerleşmiş ve kavramsal olarak yeknesak bir kullanım kazanmıştır (bkz. VELİDEDEOĞLU Hıfzı Veldet, **Medeni Hukuk, Umumi Esaslar**, 6. Bası, İstanbul: Nur Ofset, 1959, s. 250; Oğuzman / Barlas, **Medeni Hukuk, Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar**, s. 152, dn. 277).

⁶⁸⁹ Oğuzman / Barlas, **Medeni Hukuk, Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar**, s. 152; Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 57.

⁶⁹⁰ Velidedeoğlu, **Medeni Hukuk, Umumi Esaslar**, s. 251.

⁶⁹¹ Belirtmek gerekir ki, taşınmazlar bakımından önalım hakkının kullanılmasında TMK m. 734 ve TBK m. 242 hükümleri uyarınca hak sahibinin muhataba ileteceği tek taraflı irade beyanı yeterli olmamakta, hakkın dava yoluyla kullanılmasında gerekmektedir. Önalım hakkının kullanılmasında öngörülen bu prosedürü, yalnızca taşınmazlara ilişkin durumlarda uyulması gereken istisnai bir prensip olarak değerlendirmek gerekir. Dolayısıyla bu istisnai hükümler, yenilik doğuran hakların tek taraflı irade

gerialım ve alım hakları, kurucu yenilik doğuran haklara⁶⁹² yaygın olarak verilen örnekler arasında yer almaktadır.

Değiştirici yenilik doğuran haklar, genellikle seçimlik borçlardaki seçim hakkıyla bağlantılı olarak tezahür etmektedir. Söz konusu hakkın kullanılmasıyla, mevcut bir hukuki ilişkide bir değişiklik meydana gelmektedir⁶⁹³. Borçlunun temerrüdü durumunda alacaklının borcun ifası ve gecikme tazminatı veya müspet zararın tazminini isteme veya fesihle birlikte menfi tazminat talebi konusundaki seçimlik haklarından birisini tercih etmesi bu duruma örnek olarak gösterilebilir⁶⁹⁴.

Bozucu yenilik doğuran haklar ise bir hukuki ilişkinin sona ermesine neden olan haklardır⁶⁹⁵. Bu hak türünün kullanımının söz konusu olduğu durumlara, iptal, dönme, fesih, vekaletten azil gibi işlemler örnek olarak gösterilebilir.

Kısaca, yenilik doğuran haklar, tek taraflı ve varması gereken bir irade beyanı ile kullanılırlar; kural olarak kullanıldıktan sonra geri alınamazlar; yine kural olarak kullanılmaları şarta bağlanamaz⁶⁹⁶.

Buz'a göre, yenilik doğuran haklar bakımından hak sahibi ile hak borçlusu arasında bir güç asimetrisi mevcuttur⁶⁹⁷. Şöyle ki, yenilik doğuran hakkın tek taraflı bir irade beyanıyla muhatabın hukuki alanında kalıcı bir değişikliğe yol açabilme imkânı, bu değişikliğin vuku bulup bulmayacağına dair belirsizliğin asgari düzeye indirilmesi gerekliliği doğurmaktadır. Bu gerekliliğin bir sonucu olarak ise yenilik doğurucu hakların bir kez kullanmakla tükenmesi, geri alınamaması, şarta bağlanamaması ve hak düşürücü süreye tabi olması özellikleri ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte yenilik doğurucu haklar kanunda tüketici biçimde sayılmış olmadığından, kavrama ilişkin evrensel küme oldukça geniştir. Hal böyle iken, söz

beyanı ile kullanılması prensibini değiştirmemektedir. (TMK ve TBK'da öngörülen önalım hakkının davayla kullanılmasına ilişkin düzenlemelerin eleştirisi için bkz. Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 158 vd.; ERKAN Umut Vehbi, “**Anayasa Mahkemesi'nin 12.12.2007 Tarihli E. 2003/34 ve K. 2007/94 Sayılı Kararı Üzerine: Türk Medeni Kanunu'nda Yasal Önalım Hakkının Hukuki Niteliği ve Kullanılması**”, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 5, S. 1, 2014, s. 269-294).

⁶⁹² Öğretide kurucu yenilik doğuran haklar için *olumlu yenilik doğuran haklar* ifadesi de kullanılmaktadır (bkz. Serozan, **Sözleşmeden Dönme**, s. 48)

⁶⁹³ Oğuzman / Barlas, **Medeni Hukuk, Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar**, s. 154.

⁶⁹⁴ Bir sözleşmede edimin içeriğinin belirlenmesi gibi bir yükümlülüğün çerçevesinin somutlaştırılmasına ilişkin haklar için öğretide *boşluk doldurucu yenilik doğuran hak* nitelemesi de kullanılmaktadır (bkz. Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 193).

⁶⁹⁵ Oğuzman / Barlas, **Medeni Hukuk, Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar**, s. 155.

⁶⁹⁶ Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 258 ve s. 481 vd.

⁶⁹⁷ Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 254-255.

konusu özelliklerin, bazı münferit durumlarda çeşitli istisnalara tabi olması kaçınılmazdır.⁶⁹⁸

Yenilik doğuran haklara ilişkin belirlilik ihtiyacından doğan ilk özellik, hakkın bir kez kullanılmakla tükenmesi ve geri alınamamasıdır.⁶⁹⁹ Kural olarak bu haklar yalnızca bir defa kullanıldıktan sonra tükenirler. Böylelikle hak yükümlüsü nezdinde, ortaya çıkan hukuki durumun kalıcı ve kesin olduğuna dair bir güven meydana gelir. Belirtmek gerekir ki, geri alınamayan husus yenilik doğuran hakkın kullanılmasıyla ortaya çıkan hukuki durumdur. Örneğin yenilik doğuran hak niteliğindeki bir alım opsiyonunun kullanılması ile birlikte opsiyona konu mal varlığına ilişkin bir satım sözleşmesi kurulacaktır. Kullanılmakla tükenen ve geri alınamayan husus sözleşmenin kurulmuş olduğu vakıasıdır. Kurulan sözleşmeye ilişkin tarafların karşılıklı hak ve yükümlülükleri ile sözleşmenin ifasına ilişkin hususlar, artık yenilik doğuran hak kavramından farklı esaslara tabidir. Dolayısıyla bu sözleşmeye ilişkin, ödemezlik def'i, dönme, tazminat talebi gibi imkanların kullanılması mümkündür.⁷⁰⁰

Yenilik doğuran haklara ilişkin temel özelliklerden ikincisi, hakkın kullanımının şarta veya süreye bağlanamamasıdır. Bu özellik bakımından da temel gerekçe, hak borçlusunu belirsiz bir durumda bırakmanın getireceği sakıncaların engellenmesidir.⁷⁰¹ Dolayısıyla, bu sakıncanın bulunmadığı durumlarda, örneğin hak borçlusunun bu şarta muvafakat ettiği veya şartın gerçekleşmesinin hak borçlusunun iradesine bağlı olduğu durumlarda yenilik doğuran hakkı şarta bağlamanın mümkün olduğu savunulmaktadır.⁷⁰² Ayrıca, yenilik doğuran hakkın kullanımının şarta bağlı olması ile, yenilik doğuran hakkın kullanılabilir hale gelmesinin şarta bağlı olması arasında bir ayrıma gitmek elzemdir. Kural olarak şarta bağlanması mümkün olmayan husus yenilik doğuran hakkın kullanılmasıdır. Buna karşın yenilik doğuran hakkın kullanılabilir hale gelmesinin, başka bir ifade ile, hakkı tetikleyen olgunun doğumunun şarta bağlanması mümkündür.⁷⁰³

⁶⁹⁸ Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 255.

⁶⁹⁹ Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 256; Altay, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler**, s. 658-659; Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 368-369.

⁷⁰⁰ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 369.

⁷⁰¹ Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 259.

⁷⁰² Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 259.

⁷⁰³ Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 214, dn. 486; OKUTAN NİLSSON Gül / ATALAY Oğuz, “**Anonim Ortaklık Pay sahipleri Sözleşmelerinde Öngörülen Pay Alım ve Satım Opsiyonlarının Hukuki Niteliği ve Cebri İcrası**”, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan, İstanbul 2007 (*Alım Satım Opsiyonları*), s. 414; Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 346.

Son olarak belirtmek gerekir ki, zamanaşımına tabi olan alacak haklarının aksine, yenilik doğuran haklar hak düşürücü süreye tabidir⁷⁰⁴. Dolayısıyla hakkın kullanılması için öngörülen bir süre bulunması durumunda, bu süre içinde hakkın kullanılmaması, hakkın sona ermesine neden olur ve bu durum hak borçlusu bakımından bir kesinlik teşkil eder.

Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların genel olarak kurucu yenilik doğuran veya değiştirici yenilik doğuran haklar ile etkileşiminden bahsetmek mümkündür. Zira bu haklar, konuları itibarıyla taraflar arasında kurucu (olumlu) etkiye istinaden hukuki ilişkilerin meydana gelmesini sağladıklarından çoğunlukla bozucu yenilik doğurucu etki taşımazlar⁷⁰⁵.

3) Şart (Koşul) Teorisi

Borçlar hukuku bağlamında, TBK m. 170 ile m.176 hükümleri tahtında düzenlenen şart ya da koşul kavramı, hukuki işlemin hukuki etkisinin bağlandığı ve ileride gerçekleşip gerçekleşmeyeceği belli olmayan bir olguyu ifade eder⁷⁰⁶. Bu çerçevede, bir hukuki işlemin taraflarının, hukuki işlemin hüküm ifade etmesini, gerçekleşip gerçekleşmeyeceği belirsiz olan bir olguya bağlamaları durumunda koşula bağlı bir işlem söz konusudur⁷⁰⁷.

Kaynağını borçlar hukuku bağlamındaki koşul olgusundan alan şart (koşul) teorisinin temelinde, kavramsal olarak bir tanesi kuruluş anından itibaren yürürlükte olan, diğerinin yürürlüğe girmesi ise geciktirici şarta bağlı iki adet hukuki ilişki bulunmaktadır. Bu kavramı önalım, gerialım veya alım hakkı üzerinden örneklendirmek gerekirse, söz konusu hakların konusu olduğu opsiyon sözleşmeleri kurulduğunda, aynı zamanda opsiyon hakkının kullanılmasıyla kurulacak olan satış sözleşmesi (asıl sözleşme) de, geciktirici şarta bağlı olmak üzere kurulmuş olmaktadır⁷⁰⁸. Şart teorisini esas alan varsayıma göre, alım ve geri alım hakkı söz konusu olduğunda, alım hakkına konu mala ilişkin satım sözleşmesinin tabi olduğu geciktirici şart, hak sahibinin alım ya da geri alım opsiyonunu kullanmasıdır. Önalım hakkı söz konusu olduğunda ise, opsiyon sahibinin hakkını icra etmesine ek olarak,

⁷⁰⁴ Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 262.

⁷⁰⁵ Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 165.

⁷⁰⁶ Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 2**, s. 520.

⁷⁰⁷ Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 2**, s. 521.

⁷⁰⁸ Yılmaz, **Teori ve Uygulamada Anonim Şirket Payı Üzerinde Kurulan Önalım Hakkı**, s. 1534 vd.

opsiyon satıcısının malı üçüncü kişiye satması da önalım hakkından doğan satış sözleşmesinin tabi olduğu bir geciktirici şart teşkil eder. Bu niteliği itibariyle, şart teorisine göre, önalım hakkı söz konusu olduğunda, çifte geciktirici şarta bağlı satış sözleşmesi kurulmuş sayılmaktadır.⁷⁰⁹ Dolayısıyla, önalım, gerialım veya alım hakkı sahibi kişi, opsiyon sözleşmesinin kurulmasından itibaren kazandığı hakla birlikte, geciktirici şarta bağlı olarak kurulan satış sözleşmesine ilişkin semeni ödeme yükümlülüğü (aynı şekilde geciktirici şarta bağlı olarak) altına da girmiş olmaktadır.

Şart (koşul) teorisine ilişkin getirilen temel eleştirilerin başında, TBK m. 171 altında düzenlenen, geciktirici koşula ilişkin, koşulun askıda olduğu dönemde tarafların hak ve yükümlülüklerine ilişkin hükümlerin, baştan kurulan geciktirici şarta bağlı opsiyon sözleşmesi ile yarattığı çelişki gelmektedir. Buna göre, borçlunun şart gerçekleşinceye kadar borcun gereği gibi ifasını engelleyecek davranışlardan kaçınması yükümlülüğü (TBK m. 171, f. 1) ile alacaklının alacağından doğan hakları korumak için gerekli tedbirleri alabilme yetkisi (TBK m. 171, f. 2), opsiyon hakkına konu olan malın malikinin, tasarruf yetkisi üzerinde esaslı bir sınırlama oluşturmakta, mallar üzerinde, şart gerçekleşinceye kadar herhangi bir tasarrufta bulunulmasını fiilen ortadan kaldırmaya varan bir etki doğurmaktadır.⁷¹⁰

Şart (koşul) teorisine ilişkin bir diğer eleştiri ise, opsiyon sözleşmesinin kurulduğu anda, opsiyon hakkı sahibinin irade beyanıyla, şartın gerçekleştiğini işaret eden opsiyon hakkını kullanma beyanının birbirinden farklı olmamasıdır. Başka bir ifadeyle, şart (koşul) teorisi temel alındığında, opsiyon sözleşmesi kurulurken, opsiyon hakkı sahibi, opsiyon hakkına konu malı sözleşme kurulduğu anda satın almış olmakta ancak malı teslim alma hakkı geciktirici şarta bağlanmış olmaktadır. Opsiyon hakkı kullanıldığında ise, opsiyon hakkı sahibi tekrar malı almak istediğini beyan etmekte; aslında sözleşmenin kurulduğu andaki beyanıyla şartın gerçekleşmesi için ortaya koyduğu beyan arasında fiilen bir fark bulunmamaktadır.⁷¹¹ Böyle bir yorum ise, opsiyon hakkı kullanılmadığında, opsiyon hakkı sahibinin sözleşmeden dönmüş sayılması şeklinde bir sonucu ortaya çıkarmaktadır. Fakat bu sonuç opsiyon sözleşmesinin işleyiş ilkeleri ile uyumlu değildir.

⁷⁰⁹ Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 153; YILMAZ Gülşah, **Pay Sahipleri Sözleşmesinden Doğan Birlikte Satma Hakkı ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkı (Tag Along & Drag Along Rights)**, İstanbul: On İki Levha, 2018 ("Tag Along and Drag Along Rights"), s. 96, dn. 25.

⁷¹⁰ Yılmaz, **Teori ve Uygulamada Anonim Şirket Payı Üzerinde Kurulan Önalım Hakkı**, s. 1534.

⁷¹¹ Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 157.

4) İcap Teorisi

Opsiyon haklarının mahiyetini açıklamaya yönelik bir teori olan icap teorisine göre, opsiyon hakkı verilmesi, opsiyon hakkının konusunu oluşturan varlığın satımına ilişkin opsiyon hakkı sahibine yöneltilen, vade süresi boyunca devam eden ve geri alınamaz bir icap niteliği taşımaktadır⁷¹². Aynı minvalde, opsiyon hakkının kullanılması icabın kabulü ile eşdeğer bir anlamı haizdir⁷¹³.

Bu teoriye ilişkin getirilen eleştirilerden ilki, hakkın kullanılabileceği vadenin bazı durumlarda yılları bulabileceği, bu durumda ise taraflardan birinin icabı ile bu kadar uzun bir süre bağlı kalmasının icabın niteliğiyle uyuşmadığına ilişkindir⁷¹⁴. Bir başka eleştiri ise, opsiyon hakkının mahiyeti gereği bir sözleşme ilişkisi çerçevesinde kurulmasına rağmen, icabın tek taraflı bir irade beyanı teşkil etmesinin, iki hukuki işlem arasında yarattığı tutarlılık sorununa ilişkindir⁷¹⁵. Zira, bir sinallagma ilişkisi içeren opsiyon sözleşmesinin aksine, opsiyon hakkının uzun süreli bir icap olarak kabul edilmesi durumunda, herhangi bir karşı edimden bahsetmek mümkün olmayacaktır⁷¹⁶. Ayrıca, opsiyon hakkı ile uzun süreli icap arasında, işlem taraflarının menfaat dengesi bakımından birbiriyle bağdaşmayan hususlar da mevcuttur. Prensip olarak, icap durumunda, icabın kabulüyle birlikte sözleşmenin kurulmasından asıl menfaati olan tarafın icabı yapan kişi olduğu söylenebilir. Buna karşın opsiyon hakkında, opsiyon hakkının kullanılmasıyla kurulacak olan sözleşmede menfaati olan kişi opsiyon hakkı sahibidir. Nitekim opsiyon hakkına karşılık olarak bazı durumlarda (örn. borsa opsiyon sözleşmesi) opsiyon primi ödemesi yapılmakta, anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmesi gibi bazı durumlarda ise, işlemin karşı tarafına, doğrudan parayla ölçülmesi güç olan birtakım karşı-menfaatler temin edilmektedir. Son olarak, opsiyon hakkının uzun süreli icap olarak kabul edildiği bir durumda, icap beyanı sahibinin (opsiyon hakkı tanıyan kişi) kusuruyla işlem konusu mala zarar vermesi veya malı ortadan kaldırması durumunda, sözleşmesel bir sorumluluktan bahsetmek mümkün olmayacak; bu durumda ancak sorumluluğun ortaya çıkması için

⁷¹² Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 189.

⁷¹³ Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 153.

⁷¹⁴ Haluk, Tandoğan, **Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri**, Cilt: I/1, İstanbul: Evrim, 1988, s. 275.

⁷¹⁵ Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri**, s. 189.

⁷¹⁶ Sözleşme ilişkisinin temelinde icap ve kabulden oluşan bileşik bir unsur olduğu, bu bakımdan icap ile kabul arasında mümkün olduğunca kısa bir süre olması gerektiğinden hareketle icap teorisinin, opsiyon sözleşmesinin mahiyetiyle uyumlu olmadığına ilişkin açıklamalar için bkz. Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 163, dn. 95.

gerçekleşmesi gereken şartlar çok daha ağır olan sözleşme öncesi sorumluluk hükümlerine başvurulabilecektir.⁷¹⁷

5) Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme

İki taraflı bir hukuki işlem olan fakat spesifik bir sözleşme türünü işaret etmeyen.⁷¹⁸ üçüncü kişi yararına sözleşme, *yalnızca sözleşme ilişkilerinden doğan* borç ilişkileri bakımından ortaya çıkan üçüncü kişiye etkili bir borç ilişkisi olarak tanımlanabilir.⁷¹⁹ Nitekim herhangi bir (isimli) sözleşmede, örneğin borçlu, üstlendiği edimin ifasını üçüncü bir kişiye yapmayı taahhüt ediyorsa üçüncü kişi yararına bir sözleşmeden söz edilebilir. Üçüncü kişi yararına sözleşme kavramı, sözleşmeden doğan hakların nispi nitelik taşımaya ilişkin temel istisnalardan birisini teşkil eder. Zira bu kavram, mutat sözleşme ilişkisi çerçevesinde iki taraflı bir hukuki ilişki olarak kurulsa bile, doğurduğu etki bakımından üç taraflı (köşeli) bir nitelik taşır.⁷²⁰ Bunlardan üçüncü kişi lehine ifade bulunulması taahhüdü alan tarafa vaadettiren (*promisser*), üçüncü kişiye ifade bulunmayı taahhüt eden tarafa vaadeden (*promittent*) ve ifanın yapılacağı üçüncü kişiye ise yararlanan (*lehtar*) denir.⁷²¹

Üçüncü kişi yararına sözleşmenin içerdiği borç ilişkisi, doğduğu anda üçüncü bir kişi de ilişkinin kapsamına girerek, hukuki ilişkinin mevcut öznelerine eklenmektedir. Kısaca, bir sözleşme ilişkisinde taraflardan birinin sözleşmeye üçüncü bir kişi yararına edim yükümlülüğü koydurması durumunda, edimin ifasının üçüncü kişiye yapılması talep edilebilecektir.⁷²² Bu talebi sözleşme tarafı olan kişinin mi yoksa üçüncü kişinin mi yapabileceği ise üçüncü kişi yararına sözleşmenin *tam üçüncü kişi yararına sözleşme* ve *eksik (basit) üçüncü kişi yararına sözleşme* olarak nitelenen ayırımının temelini oluşturmaktadır.⁷²³

Eksik üçüncü kişi yararına sözleşme söz konusu olduğunda, sözleşmenin nispiyeti prensibine tam anlamıyla bir istisnadan bahsetmek mümkün değildir. Zira bu durumda, ifanın yöneldiği üçüncü kişi, ifadan dolayı meydana gelecek olan kazandırmadan geçerli bir sebebe dayanarak yararlanacak olmakla birlikte, kendisine

⁷¹⁷ Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 163, dn. 97.

⁷¹⁸ Aslan, **Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme**, s. 45.

⁷¹⁹ Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 2**, s. 454.

⁷²⁰ Aslan, **Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme**, s. 50.

⁷²¹ ÖZ Turgut, **“Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme”**, İstanbul Şerhi Türk Borçlar Kanunu, İstanbul: Vedat, 2018, s. 1014-1015.

⁷²² Yılmaz, **Tag Along & Drag Along Rights**, s. 128.

⁷²³ Şener Akyol, **Tam Üçüncü Şahıs Yararına İlişkin Sözleşme**, İstanbul: Vedat, 2008, s. 9-11

yapılacak bu ifa konusunda, vaadedene yöneltebileceği herhangi bir talep ya da dava hakkı bulunmamaktadır⁷²⁴. Bu anlamıyla borç ilişkisi halen üçüncü kişi yararına sözleşme unsurları taşıyan hukuki ilişkinin tarafı olan kişiler üzerinde etkili olmakta ve bu anlamıyla sözleşmenin nispiyet karakteri değişmemektedir.

Üçüncü kişi lehtarın, vaadedenden ifayı talep etme yetkisi bulunduğu durumlarda ise tam üçüncü kişi yararına sözleşmeden bahsetmek mümkündür⁷²⁵. Söz konusu ilişkide, lehtar sözleşme ilişkisinin tarafı haline gelmemekle birlikte, edimin ifasını talep etme yönünde bir alacak hakkı kazanmış olmaktadır. Bu özelliği itibariyle, sözleşmenin tarafı olmayan bir kişinin, sözleşmeden kaynaklanan hukuki ilişkide talep yetkisi kazanması, sözleşmeden doğan hak ve borçların nispiyeti ilkesine bir istisna teşkil etmektedir⁷²⁶.

Bir üçüncü kişi yararına sözleşmenin, lehtara edimi talep hakkı verip vermediğini tespit etmek için, sözleşmenin üç temel unsur ışığında yorumlanması gerekir. Bu unsurlar, açık kanun hükümleri, tarafların amacı ile örf ve âdet kurallarıdır.

Mevzuattaki düzenlemeler yoluyla çeşitli sözleşme ilişkilerinde, sözleşme tarafları dışındaki üçüncü kişilere de talep hakkı ihdas edileceğinin açıkça hüküm altına alındığı hallerde, tam üçüncü kişi yararına sözleşme ilişkisi kurulacağı konusunda herhangi bir tereddüt yoktur⁷²⁷. Bu tür hükümlerin en tipik olanları, sigorta sözleşmeleri ile taşıma sözleşmelerine ilişkin getirilen düzenlemelerde görülmektedir.

Tam üçüncü kişi yararına sözleşmenin belirlenmesinde, bir başka kriter ise sözleşme taraflarının iradelerinin yorumlanmasından çıkan sonuçtur. Buna göre sözleşmenin tarafları olan vaadettiren ve vaadeden arasındaki irade uyuşmasından, lehtarın da talep hakkına sahip olacağına ilişkin bir yorum yapılabilirse, yine tam üçüncü kişi yararına sözleşmeden bahsetmek mümkündür. Tarafların iradesine ilişkin yapılacak tespitte sözleşmenin amacı, tarafların ifa bakımından menfaatleri, alacaklı ile üçüncü kişi arasındaki muhtemel hukuki ilişki ve sözleşme görüşmeleri dikkate alınabilir⁷²⁸.

⁷²⁴ Öz, *Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme*, s. 1023.

⁷²⁵ Oğuzman / Öz, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler 2*, s. 456-457.

⁷²⁶ Aslan, *Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme*, s. 50-51.

⁷²⁷ Oğuzman / Öz, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler 2*, s. 459; Öz, *Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme*, s. 1025; Akyol, *Tam Üçüncü Şahıs Yararına İlişkin Sözleşme*, s. 40 vd.

⁷²⁸ Aslan, *Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme*, s. 93.

Son olarak, sözleşmenin eksik ya da tam üçüncü kişi yararına olduğu değerlendirilmesinde başvurulacak kriterlerden birisi de örf ve âdet kuralları olabilir. Sözleşmenin yorumundan tarafların iradesine ilişkin açık bir sonuca ulaşılamayan hallerde, söz konusu hukuki ilişkideki örf ve âdet kurallarına başvurmak ve buna göre bir değerlendirme yapmak mümkündür.⁷²⁹

Tam üçüncü kişi yararına sözleşmede, vaadedenle lehtar arasında bir edim ilişkisi vardır.⁷³⁰ Dolayısıyla, üçüncü kişi lehtarın borçludan talep edebileceği husus bir edimin ifasıdır. Bu edim ilişkisinden doğan talep hakkı, vaadettiren ile vaadeden arasındaki sözleşme ilişkisine dayanan, doğrudan ve sözleşmenin yürürlüğe girmesiyle birlikte kazanılan, geri alınabilir ve üçüncü kişinin üzerinde tasarruf yetkisi olan bir haktır.⁷³¹ Öğretide bu noktadan hareket eden Öz, üçüncü kişi yararına alım, geri alım veya önalım gibi yenilik doğuran bir hak tesis eden sözleşme yapılmasının mümkün olmadığını; çünkü bu tür bir sözleşmenin kurulmasıyla bir edimi ifa yükümü değil yenilik doğuran bir hakkın ortaya çıktığını belirtmektedir. Ancak *Yazara* göre bu durum TBK m. 129 hükmünde düzenlenen üçüncü kişiye karşı ifa edilecek bir edim yükümlülüğü unsuruyla bağdaşır nitelikte değildir. Bununla birlikte *Yazar*, konusu alım, geri alım veya önalım gibi haklar olan üçüncü kişi yararına sözleşmelerin, tahvil yoluyla, edimin konusu üçüncü kişi ile yenilik doğuran hak tesis edecek bir sözleşme yapma yükümlülüğü olarak yorumlanabileceğini ve bu minvalde hukuki ilişkinin üçüncü kişi yararına sözleşmenin unsurlarıyla uyumlu hale getirilebileceği görüşündedir.⁷³²

Prensip olarak hukuka uygun ve imkânsız olmayan her türlü edim, sözleşmenin konusu olarak belirlenebileceği için, üçüncü kişi yararına sözleşmenin konusu olan edimin, *lehtar ile borç ilişkisi doğuran bir sözleşme akdetmek* olarak belirlenmesi de mümkündür.⁷³³ Bu bakımdan, yenilik doğuran hakların edim yükümlülüğü olarak sözleşmenin konusu olması hususunun bu çerçevede değerlendirilmesi faydalı olacaktır.

⁷²⁹ Akyol, *Tam Üçüncü Şahıs Yararına İlişkin Sözleşme*, s. 38 vd.

⁷³⁰ Akyol, *Tam Üçüncü Şahıs Yararına İlişkin Sözleşme*, s. 171; Oğuzman / Öz, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler 2*, s. 456.

⁷³¹ Akyol, *Tam Üçüncü Şahıs Yararına İlişkin Sözleşme*, s. 177 vd.

⁷³² Öz, *Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme*, s. 1018.

⁷³³ Öz, *Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme*, s. 1019.

Kanaatimizce, özellikle birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarının kullanımına yönelik ilkeler çerçevesinde, anonim ortaklık payı bağlamında bu yoruma öncelik verilmesi gereği iki temel nedenden kaynaklanmaktadır. Bunlardan birincisi, yukarıda bahsedildiği gibi, söz konusu hakların mahiyet olarak doğrudan ifa edilecek edim yükümlülüğü doğurmaması ve dolayısıyla üçüncü kişi yararına sözleşmenin ana unsurlarıyla tam olarak örtüşmemesidir. İkinci neden ise, birleşme/devralma işlemlerinde anonim ortaklık payının devir usulünün ve işlem koşullarının içerdiği kompleks yapıdan ileri gelmektedir. Dolayısıyla üçüncü kişi yararına sözleşmenin yenilik doğuran hak değil de doğrudan payın üçüncü kişiye devrini öngören edim yükümlülüğü biçiminde yapılması durumunda dahi, bu işlemin temel koşullarının mümkün olduğunca detaylı bir biçimde önceden kararlaştırılmış olması gerekecektir. Başka bir ifadeyle üçüncü kişi yararına sözleşmenin edim yükümlülüğü, muhtemelen sözleşmenin kendisinden daha detaylı ve kapsamlı koşullar içeren başka bir sözleşme ilişkisiyle doğrudan bağlantılı olacaktır. Zira birleşme ve devralma işlemlerindeki pay satışına ilişkin işlem koşullar, çoğu zaman alelittlak bir satım ilişkisinden çok daha kapsamlı düzenlemeler gerektirmekte, satış sözleşmenin asgari objektif unsurları olan satış konusu mal, satış bedeli ve bu unsurların mübadelesi konusundaki anlaşmaya ek olarak özellikle devredenin sorumluluğu çerçevesinde ayrıntılı hükümler içeren subjektif esaslı unsurlar, hukuki işlemin etkin biçimde kurulması için başat unsurları teşkil ederler.⁷³⁴ Bu nedenlerle, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer hakların üçüncü kişi yararına sözleşmeye konu olduğu durumlarda edim yükümlülüğünün, bu hakların kullanılmasıyla ortaya çıkacak hukuki ilişkiye dair bir sözleşme kurulması olduğu yorumu isabetli olacaktır.

6) Üçüncü Kişinin Fiilini Üstlenme

Bir sözleşme ilişkisinde, borçlunun alacaklıya üçüncü bir kişinin bir edimi yerine getireceğini taahhüt etmesi durumunda, TBK m. 128 hükmünde düzenlenen bağlamda üçüncü kişinin fiilini üstlenme ilişkisi kurulmuş olur.⁷³⁵ Bu ilişki çerçevesinde, üçüncü kişinin edimini üstlenen taraf, bu edim yerine getirilmediği takdirde, ifa

⁷³⁴ Pay devir sözleşmelerinin unsurları ve özellikle devredenin sorumluluğuna ilişkin detaylı bilgi için bkz. TÜRKYILMAZ İsmail, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Pay Satış Sözleşmeleri Ekseninde Satıcının Beyan ve Tekeffülleri**, İstanbul: On İki Levha, 2021, (*"Beyan ve Tekeffüller"*) s. 70 vd.; Altunbaş Sancak, **Anonim Şirket Özelinde Devralma İşlemlerinde Satıcının Ayrıptan Doğan Sorumluluğu**, s. 103 vd.

⁷³⁵ Tekinay / Akman / Burcuoğlu / Altop, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 143; Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 1153; ŞAHİN Turan, **Üçüncü Kişinin Edimini Taahhüt**, Ankara: Yetkin, 2010, s. 22.

etmeme durumundan doğan zararı tazmin etme borcu altına girmektedir. Tazmin borcunun kapsamına, edimin yerine getirilmemesinden dolayı alacaklının ifa menfaatini elde edememesinden doğan müspet zarar⁷³⁶ girer⁷³⁷. Fakat belirtmek gerekir ki, bu hüküm emredici bir nitelik taşımaz ve taraflar sözleşmede ifa etmeme durumunda nakdi tazminat yerine aynı tazminatı da kararlaştırabilirler⁷³⁸.

Üçüncü kişinin edimini üstlenen tarafla alacaklı arasındaki ilişkinin niteliği gereği, bu işlemi bir garanti sözleşmesi olarak da nitelemek mümkündür. Bu anlamıyla üçüncü kişinin fiilini üstlenme ilişkisi öğretide yaygın olarak garanti sözleşmesinin bir alt türü olarak değerlendirilmektedir⁷³⁹.

Üçüncü kişinin edimini taahhüt ilişkisi, pay devrinde özellik arz eden haklar bakımından birlikte satma hakkı (*tag-along right*) veya birlikte satışa zorlama hakkı (*drag-along right*) ile ilişkili olarak ortaya çıkabilir. Pay sahipleri arasındaki sözleşme hükümleri kapsamında birlikte satma hakkı bulunan durumlarda, hakkı tanıyan pay sahibi tarafından, hakkın konusu olan payların sahibi lehine üstlenilen bir edimden söz etmek mümkündür. Bu edim, birlikte satma hakkı tanıyan pay sahibi tarafından yapılacak bir pay satışında, potansiyel alıcı tarafından diğer pay sahibine ait payların da satın alınacağına ilişkindir. Birlikte satışa zorlama hakkı durumunda ise, üçüncü kişinin edimini taahhüt olgusu, birlikte satışa zorlama hakkının düzenlendiği hukuki ilişki altında değil, satıcı ile alıcı arasında akdedilen pay devir sözleşmesi kapsamında ortaya çıkabilir. Bu minvalde, satıcının birlikte satışa zorlama hakkı ilişkisinin dışında bulunan alıcıya, hak borçlusunun da paylarını alıcıya devredeceğine ilişkin taahhütte bulunduğu bir edim söz konusu olabilir. Belirtmek gerekir ki tüm birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarının mevcut olduğu ilişkilerde tek bir işlem kurgusundan veya yeknesak bir uygulamadan bahsetmek doğru olmayacaktır. Fakat bu hususta altı çizilen nokta, bu hakların temelini oluşturan hukuki ilişkilerin, üçüncü kişinin edimini (fiilini) taahhüt kavramından türetilen yapılarda da kurgulanabileceği ve yapılacak değerlendirmede bu durumun da göz önünde bulundurulması gerektiğidir.

⁷³⁶ Üçüncü kişinin borçlanılan edimi yerine getirmemesi nedeniyle alacaklının malvarlığının mevcut durumuyla, ifa gerçekleşmiş olsaydı bulunacağı durum arasındaki fark anlaşılmalıdır.

⁷³⁷ DEVELİOĞLU H. Murat, **Kefalet Sözleşmelerini Düzenleyen Hükümler Işığında Bağımsız Garanti Sözleşmeleri**, İstanbul: Vedat, 2009, s. 77; Şahin, **Üçüncü Kişinin Edimini Taahhüt**, s. 108.

⁷³⁸ Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 1159.

⁷³⁹ Tekinay / Akman / Burcuoğlu / Altop, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 228; Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 1153; Develioğlu, **Kefalet Sözleşmelerini Düzenleyen Hükümler Işığında Bağımsız Garanti Sözleşmeleri**, s. 34.

7) Ön Sözleşme

Tarafların, konusu ileride birbirleriyle bir sözleşme kurulması ya da taraflardan birinin bir üçüncü kişiyle bir sözleşme kurmayı taahhüt etmesi olan bir sözleşme yapmaları durumunda, bu sözleşmeye ön sözleşme veya sözleşme yapma vaadi (*pactum de contrahendo*) adı verilmektedir.⁷⁴⁰ Niteliği itibariyle ön sözleşmenin edimini bir tasarruf işlemi oluşturmaz; tarafların ileride başka bir sözleşme kurmak üzere irade beyanlarını iletmeleri ve başka bir sözleşme kurmaları taahhüdü oluşturur.⁷⁴¹ Kısaca, ön sözleşmenin ifasından, ön sözleşmenin konusu olan *asıl* sözleşmenin kurulmasına ilişkin irade beyanında bulunmak anlaşılmalıdır.⁷⁴²

Edimi, belirlenen sözleşmeyi kurmak olan ön sözleşmenin taraflarından birisi borcunu ifa etmekten kaçınırsa, ön sözleşmenin karşı tarafı, edimin ifası için bir eda davası açabilecektir. Bu eda davasında alınacak hüküm marifetiyle hâkimin kararının borçlunun irade beyanı yerine geçerek, ön sözleşmede kurulması murat edilen asıl sözleşmenin kurulmuş sayılacağı, öğretideki yazarlar tarafından ifade edilmektedir.⁷⁴³

Önalım, alım ve geri alımdan oluşan opsiyon haklarının yenilik doğuran hak olarak kabul edilmesi varsayımında, bu haklarla ilişkili opsiyon sözleşmelerinin ön sözleşme niteliğini haiz olmayacağı ileri sürülebilir.⁷⁴⁴ Zira ön sözleşmenin ifası sonucunda iki tarafın irade beyanına tabi bir sözleşme ilişkisi kurulacakken, ön sözleşmenin edimi olarak yenilik doğuran bir hakkın söz konusu olduğu durumda, bu iki taraflı ilişki mevcut değildir. Buna karşın, kanaatimizce anonim ortaklık payını ilgilendiren tüm opsiyon sözleşmeleri için böyle peşin bir sonuca varmak uygun değildir. Aşağıda daha detaylı incelendiği üzere,⁷⁴⁵ anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerinin bazı durumlarda salt yenilik doğuran hakkın kullanılmasıyla bağlantılı

⁷⁴⁰ Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 1**, s. 198; Yılmaz, **Opsiyon Sözleşmesi**, s. 311.

⁷⁴¹ Buna karşın öğretideki bir görüş uyarınca, kavramın kökeninde Roma hukukunda sözleşmenin, sözleşmeye konu olan malın teslimi ile kurulması (*contractus realis*) olgusunun bulunmasından hareketle çağdaş hukuk sistemlerinde ön sözleşme kavramının kadük hale geldiği savunulmaktadır (bkz. Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 309; SUNGURBEY İsmet, **Medeni kanun Öntasarısının Nesneler Hukukunun Eleştirisi**, İstanbul: İstanbul Üniversitesi, 1972, s. 43 vd.; Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 1**, s. 198, dn. 533 ve orada anılan yazarlar). Ancak, dogmatik hukukta mevcut olan taşınmaz satış vaadi sözleşmesi gibi uygulamalar göz önünde bulundurulduğunda, İsviçre hukukundaki anlayışa dayanan bu yaklaşımın Türk Borçlar hukuku öğretisi ve uygulamasında tam olarak benimsendiğini ifade etmek güçtür.

⁷⁴² AYRANCI Hasan, **Ön Sözleşme**, Ankara: Yetkin, 2006, s. 31; Kocayusufpaşaoğlu (Hatemi / Serozan / Arpacı), **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, s. 106.

⁷⁴³ Ayrancı, **Ön Sözleşme**, s. 174;

⁷⁴⁴ Tekinay / Akman / Burcuoğlu / Altop, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 143; Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 313.

⁷⁴⁵ Bkz. İkinci Bölüm, I/C.

bir etki doğuracağını kuşkusuz olsa da bazı durumlarda çok boyutlu bir değerlendirme ile bu işlemlerin mahiyetinin temkinli biçimde belirlenmesi gerekmektedir. Pay devrinde özellik arz eden diğer haklar bakımından da aynı durum geçerlidir: Bu hakların mahiyetine ilişkin yapılacak değerlendirme, hakları içeren sözleşmelere ve/veya sözleşme hükümlerine hangi kavrama ilişkin ilkelerin uygulanacağı ile doğrudan ilintili olacaktır.

8) Müzakere Sözleşmesi

Bir sözleşmenin kurulması veya değiştirilmesi için tarafların görüşmelerde bulunma iradelerini beyan ettikleri sözleşme türü olan müzakere sözleşmesi⁷⁴⁶, niteliği ve işlevi itibariyle ön sözleşmeye benzer bir yapıdadır. Fakat bu benzerliğe rağmen müzakere sözleşmesinde tarafların üstlendikleri borç bir sözleşme kurma taahhüdü değil, sözleşme kuruluncaya veya sözleşmenin makul bir süre içinde kurulamayacağı anlaşıluncaya kadar dürüstlük kuralı çerçevesinde görüşmeler sürdürme yükümlülüğü altına girmektir. Müzakere sözleşmesine aykırı davranmaktan doğan sorumluluk ise, sözleşme çerçevesinde taahhüde güvenen tarafın bundan dolayı uğradığı zararların tazmin edilmesi borcudur. Bu niteliği itibariyle müzakere sözleşmesinden doğan sorumluluk ile sözleşme görüşmeleri sırasında kusurlu davranış (*culpa in contrahendo*) hükümleri⁷⁴⁷ arasında bir benzerlik olduğu söylenebilir. Fakat bu konuda bir temel ayırım yapmak gerekir: *Culpa in contrahendo* sorumluluğunun temelinde dürüstlük kuralına aykırılıktan kaynaklanan bir durum bulunurken müzakere sözleşmesine aykırılıkta sorumluluğun kaynağı sözleşmeyi ihlaldir. Bu bakımdan, *culpa in contrahendo* sorumluluğunu sözleşmeye aykırılık veya haksız fiil hükümlerine tabi tutan görüşlerden⁷⁴⁸ hangisinin benimseneceğine bağlı olarak, kusurun belirlenmesi ve ispat yükü gibi unsurlar bakımından birtakım farklılıklar tespit etmek mümkündür.

Bu özellikleri itibariyle müzakere sözleşmesi, hem anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmeleri hem de pay devrinde özellik arz eden diğer hakları içeren sözleşmeler bakımından, hukuki nitelik değerlendirmesinde göz önünde bulundurulması gereken kavramlardandır. Zira çalışma kapsamında yer yer ifade edildiği gibi, birleşme ve devralmalar pratiğinde, hukuki ilişkiler bakımından her zaman temel kavramların (icap

⁷⁴⁶ Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 133, dn. 361.

⁷⁴⁷ Bkz. Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 1**, s. 503-504.

⁷⁴⁸ Bkz. Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 1**, s. 505 vd.

ve kabul gibi) standart anlamları yeterli açıklama sağlamayabilir⁷⁴⁹. Dolayısıyla hem pay opsiyonlarına hem de payın devrinde özellik arz eden hakların ne tip kurgularda hangi medeni hukuk kavramları ile daha iyi açıklanabileceğinin araştırılması önem arz etmektedir.

C) Hakların Tipolojik Olarak Sınıflandırılması ve Medeni Hukuk Kavramları Işığında Mahiyetlerinin Değerlendirilmesi

1) Giriş ve Terminoloji

Çalışma kapsamında, opsiyon hakkı kavramıyla ifade ettiğimiz önalım, alım, gerialım ve satım hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar olarak ifade ettiğimiz öncelik, birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarının, birbiriyle yakın bir ilişki içinde oldukları kuşkusuzdur. Bu minvalde anonim ortaklığa ilişkin hem pay sahipleri sözleşmesi hem de birleşme devralma uygulamasında bu haklar genellikle tekil olarak değil birlikte kullanılmaktadır. Başka bir ifadeyle, çoğunlukla bu hakların birden fazlası, birbirini tamamlayacak biçimde ve birbiriyle etkileşim içinde pay sahipleri tarafından esas sözleşmede ve/veya pay sahipleri sözleşmesinde düzenlenirler.

Basit olarak ifade etmek gerekirse, temel düzenlenme amaçları ortaklık çevresinin korunması, ortaklıkta yabancılaşmanın önlenmesi⁷⁵⁰, ortaklar arasındaki güç dengesinin kurulması ve korunması⁷⁵¹ olan⁷⁵² opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların tipolojik olarak ayrımı ve açıklanmasında tercih edilebilecek birden fazla yaklaşım vardır. Bu yaklaşımların tümü, kendi içinde tutarlı olduğu ölçüde, birbirinden üstün sayılmayacak ve ele alınıştaki farklılık konunun esasından ziyade biçimsel yöne ilişkin olacaktır.

Bu minvalde, çalışma kapsamında benimsediğimiz yaklaşıma göre, ilk olarak Anglo-Amerikan literatüründe *right of first refusal* ve *right of first offer*.⁷⁵³

⁷⁴⁹ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 99.

⁷⁵⁰ TEKİNALP Ünal, “Anonim Ortaklık Payının Alım, Önalım, Geriyealım ve Benzer Haklara Konu Olması”, Medeni Kanun 50. Yıl Sempozyumu, 1. Tebliğler, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1978, (“Önalım”), s. 345; TEOMAN Ömer, “Payları Öncelikle Alım Hakkı”, Yaşayan Ticaret Hukuku [Hukukî Mütalâalar], C: XIV 2010-2011, İstanbul: On İki Levha, 2012, s. 145.

⁷⁵¹ Okutan Nilsson / Atalay, “Alım Satım Opsiyonları”, s. 409.

⁷⁵² GOMTSIAN Suren, “Private Ordering of Exit in Limited Liability Companies: Theory and Evidence from Business Organization Contracts” American Business Law Journal, C. 53, S.4, Kış 2016, s. 687. Hakların kullanımına ilişkin ekonomik ve pratik rasyonele ilişkin açıklamalar için bkz. İkinci Bölüm, II/A ve B.

⁷⁵³ Fr. *droit de préférence*, *droit de premier refus* veya *droit de priorité*.

kavramlarının Türk hukukundaki muadilleri olan öncelik hakları ve bunların çeşitli görünümleri ele alınarak hukuki mahiyetleri konusunda değerlendirme yapılacaktır.

Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar ekseninde yaptığımız ayırmada opsiyon haklarından biri olarak nitelediğimiz önalım hakkı (*right of pre-emption / preemptive right*)⁷⁵⁴ ise, öncelik haklarıyla yakın bir bağlantı içindedir. Esasen kaynağını TMK m. 732 ve TBK m. 237 altındaki taşınmazlara ilişkin hükümlerden alan kavrama ilişkin ilkeler, uygun düştüğü ölçüde anonim ortaklık payına ilişkin önalım hakkı için de uygulanmaktadır⁷⁵⁵. Bu çerçevede, önalım hakkının pozitif hukuktaki anlamı ve niteliği, özellikle öncelik hakları ile etkileşimi bağlamında değerlendirilecektir.

Opsiyon hakları bağlamında yapılan ayırmada, nitelik ve işlev olarak iki simetrik kavramı ifade eden alım hakkı (*call option*)⁷⁵⁶ ve satma hakkı (*put option*)⁷⁵⁷ ise, çalışmanın önceki bölümlerinde, opsiyon kavramının genel niteliklerinin açıklanması vesilesiyle incelenmişti⁷⁵⁸. Bu açıklamalara ek olarak, alım ve satma haklarının anonim ortaklık payına özgü hususlarda kavramsal ve niteliksel yönleri ortaya konulacaktır. Sonrasında, opsiyon hakkı nitelemesine dahil haklardan, anonim ortaklıklar hukuku uygulamasındaki opsiyon haklarından belki de en az kullanılanı olan, geri alım hakkı (*repurchase option*)⁷⁵⁹ kavramı yine hukuki niteliği bakımından değerlendirilecektir.

Temel unsurları bakımından özellikle alım hakkı ve satma hakkı olmak üzere opsiyon hakları ile yakın bir etkileşimde olan birlikte satma hakkı (*tag-along right*)⁷⁶⁰ ve birlikte satışa zorlama hakkı (*drag-along right*)⁷⁶¹, tipolojik değerlendirme bölümünün son başlığı oluşturacak ve söz konusu hakların hukuki kavram ve nitelik değerlendirmesi ortaya konulacaktır.

⁷⁵⁴ Fr. droit de préemption

⁷⁵⁵ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 216; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 48. Ayrıca bkz. Yarg. 11. HD., T. 12.02.2020, E. 2019/3127, K. 2020/1303.

⁷⁵⁶ Fr. *option d'achat*.

⁷⁵⁷ Fr. *option de vente*.

⁷⁵⁸ Bkz. Birinci Bölüm, II/A/3/a.

⁷⁵⁹ Fr. *option de rachat*.

⁷⁶⁰ Fr. *droit de cession conjointe*.

⁷⁶¹ Fr. *droit de cession forcée*.

2) Öncelik Hakları

a. Kavram

Anonim ortaklık payı bağlamında öncelik hakkı, hak yükümlüsünün, payını üçüncü kişiye devretmeden önce veya devir niyetinin ortaya çıkmasının hemen ardından bu durumu hak sahibine bildirerek, hak sahibinin payı devralmada bir öncelik kazanmasını sağlayan hakkı ifade eder⁷⁶². Kavramsal olarak önalım hakkı ile benzer unsurlar içeren öncelik hakları, *gerçek olmayan önalım hakkı* veya *önalım benzeri hak* olarak da adlandırılmaktadır⁷⁶³.

Diğer opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden haklara benzer biçimde kaynağını Anglo-Amerikan hukukundan alan öncelik hakları, temel olarak bir sözleşme ilişkisinden doğar⁷⁶⁴. Öğretide *öncelik sözleşmesi*⁷⁶⁵ kavramıyla da ifade edilen bu ilişki çerçevesinde, taraflardan biri (hak yükümlüsü), diğer taraf (hak sahibi) lehine bir yükümlülük altına girerek ileride sözleşme konusu varlığa ilişkin bir satış sözleşmesi kurulmasının söz konusu olması durumunda, bu sözleşmeyi öncelikle hak sahibiyle kurma konusunda çaba sarf edeceği konusunda bir taahhütte bulunur⁷⁶⁶. Kuşkusuz, devre konu olan paylar üzerinde bir öncelik hakkı bulunduğunu öğrenen üçüncü kişi bakımından bu durum, paylar için bağlayıcı bir teklif yapma yönündeki iradesine sekte vuran bir etki doğurabilir⁷⁶⁷. Zira söz konusu üçüncü kişi, potansiyel teklif için, hukuki inceleme (*due diligence*), finansal danışmanlık hizmetleri, müzakere süreci gibi hususlardan dolayı ortaya çıkacak çeşitli işlem maliyetlerine katlandıktan

⁷⁶² Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 210; Uçar, *Önalım ve Öncelik Hakları*, s. 60; Yüksel, *Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 133; MARTIN Françoise, *Société anonyme de famille – Structure, maintien et optimisation de la détention du capital*, Schulthess Editions romandes, 2013, s. 256-257; HAVLIOĞLU Azer / YÜREKLİ Dilara, “Share Transfer Restraints in The Articles of Association Under Turkish Law”, Ankara Bar Review, C.5 S.1, Ocak 2012, s. 92-93. Öncelik hakkı kavramının fikri mülkiyet hukuku uygulamasında özellikle lisans sözleşmeleri bakımından yaygın olarak kullanımına ilişkin bkz. MENDES Philip, “The Economic and Bargaining Implications of Rights of First Refusal and Options to Negotiate”, The Licensing Journal, C. 35, S. 5, Mayıs, 2015, s. 4-10.

⁷⁶³ Tekinalp / Poroy (/Çamoğlu), *Ortaklıklar Hukuku I*, K.N. 855. *Öncelik hakkı* terimi Yargıtay içtihatlarında da benimsenmiştir (bkz. Yarg. 11. HD., T. 23.02.1995, E. 1994/7138, K. 1995/1522).

⁷⁶⁴ REVERDİN Bernard J. / HOMBURGER Eric E., “The American Close Corporation and Its Swiss Equivalent”, The Business Lawyer, C. 14, S. 1, Kasım 1958, s. 269.

⁷⁶⁵ Buz, *Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar*, s. 165.

⁷⁶⁶ GOMTSIAN Suren, “Exit in Non-Listed Firms: When and How to Use Share Transfer Restrictions?”, European Business Law Review, C. 27, S. 6, 2016, s. 725.

⁷⁶⁷ MITCHELL Jonathon F., “Can a Right of First Refusal Be Assigned?”, The University of Chicago Law Review, C. 68, S.3, Yaz 2001, s. 988. Bu çerçevede, öncelik haklarının paylar için yüksek bir bedel önerebilecek potansiyel alıcıları uzaklaştıracak bir etki doğuracak olması nedeniyle, pay sahibinin satıştan elde edebileceği kazancı azaltıcı etki doğuracağı hakkında bkz. Walker, *Rethinking Rights of First Refusal*, s. 2.

sonra, paylar için iyi bir fiyat teklif etse bile işlemin, öncelik hakkı nedeniyle, tamamlanamaması riskinden dolayı bu işleme baştan girişmemeyi tercih edebilir.⁷⁶⁸

Öncelik hakkının temelinde, sözleşmenin konusuna ve tarafına ilişkin bir taahhüt bulunur. Bu temele binaen öncelik hakkının birden fazla kurgu ve yapı içinde, farklı modalitelerde düzenlenmesi mümkündür. Söz konusu farklı modalitelere başvurma imkânı ise, pay sahiplerine, hakkın doğumu ve kullanımını tetikleyen unsurları belirlemek bakımından faydalı bir manevra alanı sağlamaktadır.⁷⁶⁹ Bu çerçevede, hakların sınıflandırılması bakımından temel ayrımın, hakkın kullanımına yol açan olguyla bağlantılı olarak hakkın üçüncü kişinin inisiyatifiyle tetiklenmesi ve pay sahibinin inisiyatifiyle tetiklenmesi olarak iki ana eksen üzerinde yapılması ve bu eksen altında farklı modalitelerin gösterilmesi, inceleme sistematigi açısından daha işlevsel olacaktır.⁷⁷⁰

b. Üçüncü Kişinin İnisiyatifiyle Tetiklenen Öncelik Hakları

Öncelik hakkını tetikleyen olgu bakımından yapılan ayrımında, hakkın görünüm biçimlerinden ilki, üçüncü kişinin ortaklık paylarına ilişkin pay sahibine satın alma / devralma yönündeki somut niyetini veya teklifini iletmesiyle ortaya çıkar.⁷⁷¹ Birleşme ve devralmalar uygulamasında *right of first refusal*.⁷⁷² (teklifi öncelikli reddetme hakkı) olarak yaygın biçimde kullanılan bu hakka göre öncelik sözleşmesi veya öncelik hakkını içeren bir pay sahipleri sözleşmesinde hak yükümlüsü olan pay

⁷⁶⁸ MAJUMDAR Arjya B., “The (Un?)Enforceability of Investor Rights in Indian Private Equity”, University of Pennsylvania Journal of International Law, C. 41, S. 4, Yaz 2020, s. 1016-1017; Walker, **Rethinking Rights of First Refusal**, s. 10.

⁷⁶⁹ TRINDADE Rita Trigo, “Droits d’emission dans les statuts d’une SARL”, Theorie und Praxis des Unternehmensrechts, Schulthess Juristische Medien, 2020, s. 677.

⁷⁷⁰ Öğretide öncelik hakları incelenirken başvurulacak başka ayrımlarda mevcuttur. Örneğin Okutan “teklifte öncelik”, “icapta öncelik” ve “kabulde öncelik” olarak üçlü bir ayrımın konuyu incelemiş (bkz. Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Pay sahipleri Sözleşmeleri**, s. 211 vd.), Uçar da aynı üçlü ayrımı kullanarak dördüncü olarak “yenilik doğurucu hakla iktisapta öncelik” ayrımına yer vermiştir (bkz. Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 63 vd.). Ayoğlu ise kavramların Anglo-Amerikan hukukundaki özgün halleri olan “*right of first refusal*” ve “*right of first offer*” ifadelerinden hareketle “öncelikli alım hakkı” ve “ilk teklifi verme hakkı” ile “ilk teklife / önerilmeye muhatap olma hakkı” şeklinde bir ayrıma gitmiştir (bkz. Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 210 vd.). Son olarak çalışmada hakların uygulamadaki yansımalarına odaklanan Esin ise kavramı “teklifi reddetme hakkı” ve “ilk teklif verme hakkı” başlıkları altında incelemiştir (bkz. Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 356-357). Biz de temelde bu ayrımlara katılmakla birlikte, öncelik hakkı bakımından ilk ayrımın başlangıç noktasının, hakkın tetiklenmesine ilişkin inisiyatifin üçüncü kişi veya pay sahibine ait olması konusunda ortaya çıktığını düşüncesinden hareketle böyle bir ayrıma gitmeyi tercih ettik.

⁷⁷¹ İyi niyetli teklif (*bona fide offer*) biçiminde ifade edilen bu teklifin satın alma konusunda icap niteliği taşıyan ciddi bir niyet beyanı olması gerekmektedir. *Bona fide* kavramının çalışma kapsamındaki anlamı konusunda bkz. İkinci Bölüm, III/E/2.

⁷⁷² Fr. *droit de préférence*, *droit de premier refus* veya *clause d’offre préférentielle improprement dite*.

sahibine, sahip olduğu payları satın almak üzere üçüncü kişiden bir teklif gelmesi durumunda, söz konusu pay sahibi bu durumu öncelik hakkı sahibi olan diğer pay sahibine / sahiplerine⁷⁷³ bildirme yükümlülüğü altındadır. Bu bildirimi alan hak sahibi, belirli bir süre içinde, üçüncü kişinin paylar için teklif ettiği fiyat ve koşullardan daha olumsuz şartlarda olmamak üzere (başka bir ifade ile en azından bu şartlarla), payları satın alma hakkını kazanır⁷⁷⁴. Belirlenen süre içinde hak sahibi tarafından hak kullanılmazsa⁷⁷⁵ veya hakkın kullanılmayacağı beyan edilirse, pay sahibi söz konusu payları istediği kişiye, istediği koşullarda⁷⁷⁶ satma hakkına sahip olur. Birleşme ve devralmalar uygulamasında teklifi öncelikli reddetme hakkının biraz daha farklı ve daha nadir kullanılan bir başka görünüm biçimi ise *right of last look (ROLL)* veya *matching right* olarak tabir edilen ve Türkçe’de *son teklif hakkı* olarak tabir edilebilecek olan hak türüdür. Buna göre son teklif hakkında, standart bir teklifi öncelikli reddetme hakkı kullanımından farklı olarak, hak yükümlüsü hak sahibine üçüncü kişiden payları satın almak için teklif geldiğinde değil, payların devri için neredeyse tüm koşullarda anlaşılmışken ve devre ilişkin sözleşmenin akdedilmesinden hemen önce bildirimde bulunup söz konusu payları satın alma hakkı tanımaktadır. Ancak belirtmek gerekir ki son teklif hakkında, hak yükümlüsünün üçüncü kişiye karşı, durumun koşullarına göre, sözleşmenin ihlalden doğan sorumluluğunun veya culpa in contrahendo sorumluluğunun ortaya çıkması söz konusu olabilir. Bu çerçevede özellikle Türkiye’de yerleşik olan birleşme ve devralmalar uygulamasında

⁷⁷³ Birden fazla pay sahibinin hak alacaklısı olması durumunda, her bir pay sahibinin şirketteki pay oranına göre satışa konu olan payların bir kısmını satın alması, uygulamada yaygın olarak tercih edilen çözümlerden birisidir (*proportional distribution* veya *pro-rata distribution*). Bkz. Gomtsian, **Exit in Non-Listed Firms: When and How to Use Share Transfer Restrictions**, s. 728.

⁷⁷⁴ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Payscaleleri Sözleşmeleri**, s. 212; Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 210; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 63; KAHAN Marcel / SHMUEL Leshem / RANGARAJAN K. Sundaram, “**First-Purchase Rights: Rights of First Refusal and Rights of First Offer**”, American Law and Economics Review, C: 14, S: 2, 2012, s. 332; DASKAL Bernard, “**Rights of First Refusal and the Package Deal**”, Fordham Urban Law Journal, C. 22, S. 2, 1994-1995, s. 464; Bloch, **Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse**, s. 268.

⁷⁷⁵ Françoise, **Société anonyme de famille – Structure, maintien et optimisation de la détention du capital**, s. 257.

⁷⁷⁶ Dupasquier, **Le financement d'une jeune société**, s. 325. Belirtmek gerekir ki bu koşulların her halükârda, hak sahibine payları satın alma imkânı tanınan koşullara göre, (alıcı için) daha dezavantajlı olması gerekmektedir. Uygulamada, hak sahibinin payları satın almamayı tercih etmesi durumunda, pay sahibinin serbestçe payları satabileceği periyot için genellikle bir/iki aylık bir süre belirlenmekte ve bu süre içinde satışın gerçekleşmemesi halinde öncelik hakkına ilişkin yükümlülükler başlangıçtaki duruma dönmektedir. Bunun sebebi, hak sahibinin öncelik hakkını kullanmama kararını söz konusu dönemdeki fiili şartlara göre almış olması ve bu şartların zaman içinde değişmesi durumunda, hak sahibinin kararına etki eden parametrelerin de değişebileceği yönündeki varsayımdır.

son teklif hakkına diğer öncelik haklarına göre çok daha nadir olarak başvurulduğunu belirtmek gerekir.

Öncelikli reddetme hakkı çerçevesinde üçüncü kişiden teklif alan pay sahibinin bunu diğer pay sahiplerine iletme yükümlülüğünü mahiyeti bakımından borç mu yoksa külfet olarak mı nitelemek gerekir? Bir borçlar hukuku kavramı olarak külfet, bir kişinin kanundan veya sözleşmeden kaynaklanan hakkını kullanması için yerine getirmesi gereken davranış yükümlülüğünü ifade eder. Borcun aksine külfetin yerine getirilmesi için bu külfetle bağlantılı hukuki ilişkinin tarafı talepte bulunamayacağı gibi külfetin yerine getirilmemesinden dolayı tazminat da talep edemez⁷⁷⁷. Bu ilişkide öncelik hakkı sahibi tarafından ortaklara yapılacak bildirimin borç teşkil ettiği konusunda tereddüt bulunmamalıdır. Zira, bu yükümlülüğe uyulmadan öncelik hakkı yükümlüsünün paylarını üçüncü kişiye devretmesi durumunda, hak sahibinin alacağına ilişkin aynen ifa veya borca aykırılıktan doğan zararının tazmin edilmesi taleplerini yükümlülüğü ihlal eden pay sahibine iletebileceği kuşkusuzdur⁷⁷⁸.

Teklifi öncelikli reddetme hakkı kapsamında, hak yükümlüsü pay sahibinin üçüncü kişiden teklif alması olgusu da belirli yönlerden açıklamaya muhtaçtır. Örneğin paylarını satmak konusunda herhangi bir düşüncesi veya niyeti olmayan bir pay sahibine, paylarını satın almak için üçüncü kişinin yapacağı bir teklif durumunda (*unsolicited offer*), pay sahibinin bu teklifi öncelik hakkı sahibi diğer ortaklara bildirme yükümlülüğü doğacak mıdır? Kanaatimizce bu soruya verilecek yanıt olumsuzdur. Çünkü teklifi öncelikli reddetme hakkı kapsamında, paylara ilişkin teklif yapılması olgusunun ortaya çıkması için, hak yükümlüsünün söz konusu payları satmak konusunda ciddi bir niyeti olması *ile* üçüncü kişinin payları almak için *bona fide* bir teklifte bulunması⁷⁷⁹ şartlarının kümülatif olarak sağlanması gereklidir. Bu koşulların gerçekleşme sırası farklı da olabilir (yani önce üçüncü kişiden teklif gelmesi sonucu pay sahibi satış yapmaya karar vermiş olabilir), fakat bu iki koşuldan birisinin bulunmaması durumunda teklifi öncelikli reddetme hakkı kapsamında bir bildirim yükümlülüğü doğduğundan söz edilemez. Bu bakımdan, öncelik hakkını düzenleyen

⁷⁷⁷ Ayrıntılı bilgi için bkz. Kocayusufpaşaoğlu (Hatemi / Serozan / Arpacı), **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, s. 32 vd.

⁷⁷⁸ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 211; Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 210, dn. 474; Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 359.

⁷⁷⁹ Gomtsian, **Private Ordering of Exit in Limited Liability Companies: Theory and Evidence from Business Organization Contracts**, s. 690.

sözleşme hükümleri kaleme alınırken, tarafların mutabık kaldığı hakkın çerçevesinin mümkün olduğunca açık ve net bir biçimde belirlenmesi önem arz etmektedir. Aksi takdirde, örneğin paylarını devretme konusunda hiçbir niyeti ve iradesi olmayan bir pay sahibinin, salt üçüncü kişiden kendi inisiyatifi dışında paylarını satın almak için bir teklif gelmesi durumunda, bu teklifi diğer pay sahiplerine bildirmesi ve bu bildirimin diğer pay sahiplerine yapılmış bir icap olarak yorumlanmasıyla payların devrine ilişkin geçerli bir sözleşme kurulduğu iddiasıyla karşılaşması söz konusu olabilir. Dolayısıyla tarafların sözleşme altında murat ettikleri amaçlarla tutarsız sonuçlara götürme riski taşıyan hükümlerden kaçınılması gereklidir.

c. Pay Sahibinin İnisiyatifiyle Tetiklenen Öncelik Hakları

Öncelik hakkını tetikleyen olgu bakımından yapılan ayrımın ikinci ayağı, hakkı tetikleyen olgunun pay sahibi tarafından gerçekleştirildiği durumda ortaya çıkmaktadır. Buna göre, paylarını devretmek niyetinde olan pay sahibinin, bu niyetini öncelik hakkı sahibi diğer pay sahiplerine bildirmesine dayalı yapıda ortaya çıkan öncelik hakkı, *right of first offer*.⁷⁸⁰ (ilk teklif hakkı / ilk teklifi verme hakkı / ilk teklife muhatap olma hakkı) olarak adlandırılmaktadır.⁷⁸¹ Teklifi öncelikli reddetme hakkından farklı olarak ilk teklif hakkında, paylara ilişkin üçüncü kişi tarafından yapılmış herhangi bir teklif bulunmamaktadır; dolayısıyla bu yapıda hakkı kullanılabilir hale getiren / tetikleyen olgu, pay sahibinin kendi inisiyatifiyle payları devretme niyetini diğer pay sahiplerine bildirmesidir.⁷⁸²

İlk teklif hakkını, hakkın işleyişindeki birtakım nüanslar ışığında iki alt başlıkta değerlendirmek mümkündür. Bunlardan birincisi ilk teklifi verme hakkı olarak nitelendirilebilecek olan, pay sahibinin öncelik hakkı sahibi diğer ortaklara, paylarını devretme niyetinde olduğunu bildirdiği ve isterlerse bu paylar için satış sözleşmesi kurmaya yönelik bir teklif vermelerini talep ettiği mekanizmadır. Bu bildirimden sonra, öncelik hakkı sahibi ortak veya ortaklar, ya payları satın almaya ilişkin bir icapta bulunurlar, ya da açıkça payları satın almakla ilgilenmediklerini belirtmek veya belirlenen süre içerisinde olumlu bir yanıt vermemek suretiyle icapta bulunmaktan

⁷⁸⁰ Fr. *droit de préférence* veya *clause d'offre préférentielle proprement dite*.

⁷⁸¹ Bloch, *Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse*, s. 267; Dupasquier, *Le financement d'une jeune société*, s. 324; Ayoğlu, *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*, s. 211; Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 211; Uçar, *Önalım ve Öncelik Hakları*, s. 63.

⁷⁸² Söding, *Private Equity Minority Investments - Sharing Control in Closely Held Private Family Firms*, s. 372.

kaçınırlar. Hak sahibi tarafın icapta bulunmaktan kaçındığı durumda, pay sahibi paylarını üçüncü kişiye istediği şartlarda satmakta serbest kalır. Hak sahibinin icapta bulunması durumunda ise iki alternatif söz konusu olabilir: Pay sahibi aldığı icabı kabul ederek payların satışına ilişkin bir satım akdi kurar veya icabın şartlarını uygun bulmayarak icabı reddeder. İcabın reddi durumunda, pay sahibinin üçüncü kişilere paylarını satması ancak reddettiği icapta önerilen fiyattan daha yüksek bir fiyatla ve ortaya konulan satış koşullarından (kendisi için) daha elverişli/avantajlı koşullarda olabilir⁷⁸³.

İlk teklif hakkının bir başka modalitesi ise ilk teklife muhatap olma hakkı olarak nitelendirilebilir. Bu durumda payların satışına ilişkin inisiyatifi yine pay sahibinin kendisi gerçekleştirmekte; fakat ilk teklifi verme hakkından farklı olarak bu alternatifte öncelik hakkı sahibini payları satın almak için bir teklif vermeye davet etmek yerine payları satmak istediği fiyatı ve koşulları öncelik hakkı sahibine bildirmektedir. Bu bildirimi alan ilk teklife muhatap olma hakkı sahibi, pay sahibi tarafından önerilen fiyat ve koşulları kabul ederek bir pay devir sözleşmesi kurmayı tercih edebilir⁷⁸⁴. Eğer önerilen fiyat ve koşullar kabul edilmezse pay sahibi, paylarını öncelik hakkı sahibine önerdiği fiyat ve koşullardan (kendisi için) daha elverişsiz/dezavantajlı koşullarda olmamak üzere, paylarını üçüncü kişilere satmakta serbest hale gelir⁷⁸⁵.

İlk teklife muhatap olma hakkı bakımından, pay sahibinin (hak yükümlüsünün) paylarını satma konusunda ciddi bir niyeti oluşuktan sonra, paylarını satmak için şartları içeren bir icabı hak alacaklısına iletmesi olgusunu bir külfet değil borcun yerine

⁷⁸³ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 211; Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 212; Dupasquier, **Le financement d'une jeune société**, s. 324; Bloch, **Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse**, s. 267. İlk teklifi verme hakkının mutad olarak yaygın kullanımı bu biçimde olmakla birlikte belirtmek gerekir ki, tarafların sözleşmede daha farklı işleyişler düzenlemeleri mümkündür. Örneğin öncelik hakkı sahibi tarafından yapılan icabın reddedilmesi durumunda, üçüncü kişiye belli bir süre için hiçbir koşulda satış yapılamayacağı düzenlenebilir; veya satışın yapılabilmesi için yerine getirilmesi gereken koşullar için somut parametreler getirilebilir (satışın yalnızca belli kişilere yapılabilmesi ve/veya reddedilen icaptaki fiyattan yüzdesel olarak belli bir oranda daha yüksek olması vb.).

⁷⁸⁴ Tekinalp, **Önalım**, s. 349; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 63; Esin / Lokmanhekim (yayına hazırlayan), **Uygulamada Birleşme ve Devralmalar**, s. 78; Okutan Nilsson / Atalay, **Alım Satım Opsiyonları**, s. 410.

⁷⁸⁵ İlk teklife muhatap olma hakkının, doğurduğu sonuç bakımından önalım hakkının doğurduğu sonuca benzer bir etkisi vardır. Önalım hakkında, pay sahibinin paylarının üçüncü kişiye satması durumunda hak sahibinin yenilik doğurucu beyanla satış sözleşmesi kurması söz konusu iken ilk teklife muhatap olma biçiminde kurgulanan öncelik hakkında, hak sahibi icaba karşılık kabul beyanını iletterek satış sözleşmesi kurma imkânına sahip olmaktadır (Karş. Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 212).

getirilmesi olarak değerlendirmek gerekir.⁷⁸⁶ Zira bu halde de pay sahibinin, satışa ilişkin talep ettiği şartları hak sahibine bildirmeksizin paylarını üçüncü kişiye satması durumunda, hak sahibinin, mümkünse aynen ifa, ifa yerine tazminat veya ifaya eklenen tazminat gibi taleplerde bulunması mümkün olacaktır.⁷⁸⁷

Birleşme ve devralmalar uygulamasında, öncelik hakkının üçüncü kişinin inisiyatifiyle veya pay sahibinin inisiyatifiyle tetiklendiği alternatifler, durumun şartlarına göre her iki taraf için de daha elverişli müzakere koşulları yaratabilmektedir. Örneğin ilk teklifi verme hakkı ekseninde kurgulanmış bir öncelik hakkında, hak sahibinin paylar için teklif edeceği bedelin, hak yükümlüsü pay sahibi tarafından üçüncü kişilerden daha iyi satış koşulları içeren teklifler alabilmek amacıyla kullanılabilmesi mümkündür.⁷⁸⁸ Ayrıca bu durum payları satın almayı değerlendiren üçüncü kişi bakımından da elverişli bir durum teşkil edebilir: Tarafların müzakereleri sonrasında paylar için daha iyi satış koşulları teklif edilebiliyorsa, ilk teklif hakkı bakımından öncelik hakkı sahibine tekrar başvurmayı gerektirecek herhangi bir sebep kalmayacaktır.⁷⁸⁹

Başka bir perspektiften teklifi öncelikli reddetme hakkı söz konusu olduğunda ise, üçüncü kişinin söz konusu paylar için bir teklif yapması koşulunun sağlanması için, potansiyel alıcı adayının zamansal ve finansal açıdan genellikle oldukça maliyetli olan bir sürece katlanması gerekmektedir. Bu süreç sonunda verilen teklifin öncelik hakkı sahibi başka bir pay sahibi tarafından saf dışı bırakılabileceği ihtimali, üçüncü kişinin öncelik hakkına tabi olan paylar için böyle bir sürece dahil olmaktan kaçınmasına neden olabilir. Kaldı ki, halihazırda pay sahibi olan öncelik hakkı sahibiyle, paylar için alım teklifinde bulunan üçüncü kişi arasında ortaklığa ve dolayısıyla payların değerinin belirlenmesine ilişkin azımsanmayacak bir bilgi asimetrisi vardır.⁷⁹⁰ Bu durumun ortaya çıkaracağı sonuç ise paylarını devretmek isteyen hak yükümlüsü bakımından elverişsiz bir durumu işaret etmektedir

Sonuç olarak öncelik haklarına ilişkin farklı modalitelerin hak yükümlüsü, hak sahibi veya üçüncü kişi alıcılardan hangisi için daha elverişli koşullar doğuracağına

⁷⁸⁶ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 359.

⁷⁸⁷ Tekinalp, **Önalım**, s. 349; Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 134.

⁷⁸⁸ Söding, **Private Equity Minority Investments - Sharing Control in Closely Held Private Family Firms**, s. 373.

⁷⁸⁹ Karş. Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 358.

⁷⁹⁰ Mitchell, **Can a Right of First Refusal Be Assigned?**, s. 988.

ilişkin genelgeçer ilkeler belirlemek oldukça zordur. Bu kapsamda her bir modalitenin farklı işlem dinamikleri altında farklı sonuçlar doğuracağını ve hakların işlevsel yapısını her bir işleme özgü parametrelere göre değerlendirmek daha doğru bir yaklaşım olacaktır.⁷⁹¹

d. Öncelik Haklarının Hukuki Mahiyetine İlişkin Değerlendirmeler

Hukuki mahiyet bakımından, nispiyet kavramını tüm öncelik haklarını kapsayan bir nitelik olarak ifade etmek mümkündür.⁷⁹² Bu niteliğin doğrudan bir sonucu olarak, öncelik haklarının yalnızca hakka temel teşkil eden sözleşmenin tarafları arasında ileri sürülebileceğini ifade etmek gerekir.⁷⁹³

Bununla birlikte, sözleşme serbestisi prensibi çerçevesinde taraflar, öncelik haklarının unsurlarını ve işleyiş yapılarını belirleme imkânına sahip oldukları için, hakların hukuki mahiyetine ilişkin diğer hususlarda genelgeçer bir sonuca ulaşmak mümkün değildir. Dolayısıyla bu hususlar bakımından hakların teşkil ettiği farklı görünüm türlerine göre bir ayırım yapılması elzemdir. Çünkü hakkın her bir modalitesinin hak yükümlüsü, hak sahibi ve hatta hakkın tabi olduğu paylar üzerinde işlem yapacak üçüncü kişiler bakımından farklı sonuçları vardır. Bu sonuçlar ise, hakkın hukuki mahiyetinin belirlenmesini etkileyen unsurlarla doğrudan bağlantılıdır.

Üçüncü kişinin inisiyatifiyle tetiklenen öncelik haklarından olan teklifi öncelikli reddetme hakkı (*right of first refusal*) söz konusu olduğunda, hak borçlusu olan pay sahibi, üçüncü kişiden payların satın alınmasına yönelik bir teklif aldığı anda, bu teklifteki şartların temel içeriği oluşturduğu bir icap beyanını, hak sahibine iletmektedir. Hak sahibinin bu icabı kabul etmesiyle birlikte, öncelik hakkı yükümlüsü ve hak sahibi arasında payların devrine ilişkin bir satış sözleşmesi kurulmuş olmaktadır.

⁷⁹¹ Oyun teorisi bağlamında Paramount Studios ile National Broadcasting Company (NBC) arasında *Frasier* dizisinin yayın haklarına ilişkin pazarlıklar kapsamında öncelik hakkının sözleşmesel olarak farklı biçimde düzenlenmesi bu hakkın icrasına ilişkin bir vaka analizi için bkz. GROSSKOPF Brit / ROTH Alvin E., “If you are offered the Right of First Refusal, should you accept? An investigation of contract design”, Games and Economic Behaviour C. 65, 2009, s. 176-204.

⁷⁹² Okutan Nilsson / Atalay, *Alım Satım Opsiyonları*, s. 411; Ayoğlu, *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*, s. 209, dn. 472.

⁷⁹³ Bkz. İkinci Bölüm, I/B/1. Havlioğlu / Yürekli, “Share Transfer Restraints in The Articles of Association Under Turkish Law”, s. 96.

Mutat koşullarla kurgulanmış olan ve sıra dışı bir unsur içermeyen bir teklifi öncelikli reddetme hakkının teşkil ettiği hukuki ilişkinin mahiyeti bakımından, öğretide tam olarak bir görüş birliği bulunmamaktadır. *Ayoğlu*, öncelikli reddetme hakkına temel oluşturan ilişkide, hak borçlusunun üçüncü kişiden aldığı teklifi, hak sahibine iletmesinin icap niteliğinde olması ve kabulüyle birlikte pay satım sözleşmesinin üçüncü kişinin teklifinde belirttiği fiyat ve koşullara tabi olarak kurulmuş olacağından hareketle, bu durumda sözleşmesel bir yenilik doğuran haktan söz edilebileceğini ifade etmektedir.⁷⁹⁴ *Esin* ise benzer bir noktadan hareketle, hak yükümlüsünün üçüncü kişiden aldığı teklifi icap beyanıyla hak alacaklısına iletme borcu altında olduğunu ve bu icabın kabul görmesiyle taraflar arasında satım sözleşmesi kurulacağını ve bu nedenle hakkın bir yenilik doğuran hak olarak nitelendirilmesi gerektiği yönünde görüş bildirmektedir.⁷⁹⁵ Bu yönde görüş bildiren yazarlara göre teklifi öncelikli reddetme hakkında, sözleşmeden doğan bir yenilik doğuran haktan bahsetmek mümkündür. Zira hak sahibinin öncelik hakkını kullanarak kendisine yönetilen icabı kabul etmesiyle, kural olarak, paylara ilişkin satış sözleşmesi kurulmuş olmaktadır.

Tekinalp ise öncelik haklarının hukuki mahiyeti bakımından, bunların önalım hakkındaki gibi satış olgusuna bağlı olarak kullanılan bir yenilik doğuran hak olmadığını, hakkın özünde payını satmak isteyen pay sahibinin önce hak sahibi kişilere (pay sahiplerine) öneride bulunduğu bir yapı bulunduğunu ifade etmiştir.⁷⁹⁶ *Okutan* ise söz konusu kavramları incelediği eserinde,⁷⁹⁷ hakkın yenilik doğuran hak teşkil edip etmediğine ilişkin ilişkin açıkça bir görüş bildirmemekle birlikte daha sonra *Atalay* ile birlikte kaleme aldığı makalesinde, öncelik haklarının kullanılması için hak borçlusunun eyleminin gerekmesi ve öncelik hakkı sahibinin tek taraflı irade beyanı ile sözleşme kurma yetkisinin bulunmamasına dayanarak, bu hakkın yenilik doğurucu bir hak olarak kabul edilmemesi gerektiğini belirtmektedir.⁷⁹⁸ *Uçar*'a göre de hakka ilişkin mekanizmanın icrasında paylara ilişkin devir sözleşmesinin kurulması için esas

⁷⁹⁴ *Ayoğlu*, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 209, dn. 476.

⁷⁹⁵ *Esin*, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 357.

⁷⁹⁶ *Tekinalp / Poroy (/Çamoğlu)*, **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 855.

⁷⁹⁷ *Okutan Nilsson*, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 211 vd.

⁷⁹⁸ *Okutan Nilsson / Atalay*, **Alım Satım Opsiyonları**, s. 410.

olan hak yükümlüsünün icap beyanı değil, hak sahibinin kabul beyanıdır; dolayısıyla yenilik doğuran bir haktan bahsedilemez.⁷⁹⁹

Teklifi öncelikli reddetme hakkının hukuki mahiyetine ilişkin bu görüş farklılıklarının temelinde, kabul beyanının yenilik doğuran işlem olarak kabul edilip edilemeyeceğine ilişkin yaklaşım farkı bulunmaktadır.⁸⁰⁰ Kabulün bir yenilik doğuran işlem olarak kabul edilmesi durumunda, bu öncelik hakkının yenilik doğuran hak olarak kabul edilebileceği sonucuna ulaşılabilir. Zira üçüncü kişiden payların devrine ilişkin alınan teklifin koşulları, hak sahibine yapılan icabın koşullarını oluşturmakta ve kabul beyanı ile birlikte hak yükümlüsü ile hak sahibi arasında sözleşme ilişkisi kurulmaktadır. Ancak kanaatimizce, kabulün bir yenilik doğuran hak olarak nitelendirilmemesi hukuki nitelik açısından daha doğru olan yaklaşımdır. Bu yaklaşım üç ana nedenle temellendirilebilir. İlk olarak bir sözleşmeyi oluşturan icap ve kabul beyanlarını ayrı ayrı değil bir bütün olarak ele almak gereğidir. İcap ve kabulün iki ayrı kavram olarak ele alınıp bunlardan birine yenilik doğuran işlem özelliği atfetmek, icap ve kabul kavramlarının sözleşmenin kurulması sürecinde haiz oldukları simetriyi yadsıyan bir görüş olacaktır.⁸⁰¹ İkinci olarak, TBK hükümlerine göre sözleşme kuruluşunun temelinde yer alan irade beyanları olan icap ve kabul temelindeki yaklaşımdan farklı olarak uygulanan, sözleşmenin görüşmeler sonucunda taraflarca birlikte hazırlanıp benimsenmesi suretiyle kurulduğu durumda,⁸⁰² mutata anlamda icap ve kabul beyanlarının tam olarak zamanlamasını ve aralarındaki ilişkiyi tespit etmek güçtür. Dolayısıyla, böyle bir durumda söz konusu yenilik doğuran hakkı kimin kullandığına ilişkin olarak bir sonucu ulaşılamayacaktır. Son olarak kabulün bir yenilik doğuran hakkın kullanılması olarak nitelendirilmesi durumu, sözleşmenin tarafların icap ve kabul beyanlarının uyuşmasıyla kurulan iki taraflı bir işlem olması niteliği ile bir çelişki oluşturacaktır. Zira kabulün bir yenilik doğuran hak olarak nitelendirilmesi durumunda, sözleşmenin iki tarafın anlaşması ile değil, tek taraflı olarak bir yenilik doğuran hakkın kullanılmasıyla meydana gelen bir işlem olarak değerlendirilmesi sonucu ortaya çıkabilecektir; bu durum ise sözleşmenin temel mahiyetiyle bir çelişki teşkil etmektedir.⁸⁰³ Tüm bu nedenlerle, teklifi öncelikli reddetme hakkının bir yenilik doğuran hak olarak nitelendirilemeyeceği yönündeki

⁷⁹⁹ Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 63.

⁸⁰⁰ Karş. Kocayusufpaşaoğlu (Hatemi / Serozan / Arpacı), **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, s. 203 vd.

⁸⁰¹ Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 143.

⁸⁰² Kocayusufpaşaoğlu (Hatemi / Serozan / Arpacı), **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, s. 168.

⁸⁰³ Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 144.

yaklaşımın daha tutarlı ve yerinde bir yaklaşım olduğunu düşünüyoruz.⁸⁰⁴ Bu bağlamda, kanaatimizce teklifi öncelikli reddetme hakkının ana unsurunu oluşturduğu hukuki ilişkinin, taraflar arasında üçüncü kişiden gelen teklifteki koşullara tabi olarak bir pay devir sözleşmesi kurulması konusunda geciktirici şarta bağlı, tek tarafa borç yükleyen bir ön sözleşme olarak nitelendirilmesi gerekmektedir.⁸⁰⁵ Zira, taraflar üçüncü kişiden bir teklif gelmesi durumunda, bu teklifteki koşullara tabi olarak bir pay devir sözleşmesi kurmak konusunda anlaşmaktadır. Bu ön sözleşmedeki borçlu taraf, aynı zamanda öncelik hakkı yükümlüsüdür. Ancak belirtmek gerekir ki, söz konusu borcun ortaya çıkabilmesi için, öncelik hakkı yükümlüsünün paylarını devretme konusunda bir niyeti/iradesi mevcut olması gerekir. Aksi takdirde, hak yükümlüsünün böyle bir niyeti/iradesi olmadığı durumda, salt üçüncü kişiden payların devrine ilişkin bir teklif almış olması, söz konusu tek taraflı borcu ortaya çıkarmayacaktır. Hak yükümlüsü, ön sözleşme alacaklısı sıfatını da haiz olan hak sahibinin talep etmesi durumunda, söz konusu koşullara tabi olarak bir pay devir sözleşmesi kurmakla yükümlüdür.⁸⁰⁶

Pay sahibinin inisiyatifıyla tetiklenen öncelik hakları kategorisindeki ilk teklif hakkının (*right of first offer*) hukuki nitelik değerlendirmesinde, hakkın iki farklı görünüm biçimi olan *ilk teklifi verme hakkı* ile *ilk teklife muhatap olma hakkı*nın ayrı ayrı ele alınması gerekir. Hak yükümlüsü olan tarafın, hak sahibi tarafı payların satın alınması için bir icapta bulunmaya davet ettiği ilk teklif verme hakkında, ne tek taraflı beyanla kullanılabilecek bir yenilik doğuran haktan ne de taraflardan birinin kabul beyanıyla derhal kurulacak bir sözleşmeden bahsetmek mümkündür. Zira payını satmak isteyen ortak bu niyetini hak sahibine bildirerek kendisine icapta bulunulmasını talep etmekte ve bu icapta önerilen satış koşullarından bağımsız olarak kabul

⁸⁰⁴ Kabul beyanını yenilik doğuran hak olarak kabul eden ve aksi yönde olan görüşler konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 141 vd.

⁸⁰⁵ DOĞAN Gül, **Ön Sözleşme (Sözleşme Yapma Vaadi)**, İstanbul: Yeditepe Üniversitesi, 2006, s. 97; Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 165; Tekinalp, **Önalım**, s. 349.

⁸⁰⁶ Bununla birlikte teklifi öncelikli reddetme hakkı ile alım opsiyonu arasında, her iki kavramın hak sahibi ve yükümlü arasında yarattığı etkileşim bakımından önemli benzerlikler bulunduğunu belirtmek gerekir. Bu benzerliklerin ilki, her iki hakkın da temelindeki unsurlardan kaynaklanmaktadır. Hem teklifi öncelikli reddetme hakkı hem de alım opsiyonu, hakka konu payların, payların istenmeyen kişilerin eline geçmesini engellemekte ve söz konusu payların satışı gündeme geldiğinde, hak sahibinin pay iktisabını mümkün kılmaktadır. Buna ek olarak, teklifi öncelikli reddetme hakkı sahibi olan pay sahibinin, payları satın almaya ilişkin teklife olumlu yanıt vermesi durumunda, hak sahibi ile hak yükümlüsü arasındaki ilişki, alım opsiyonunun tarafları arasındaki ilişki ile oldukça benzer bir duruma gelmekte; ilişki adeta bir “*alım opsiyonu sözleşmesine dönüşmektedir*”. (bkz. Daskal, **Rights of First Refusal and the Package Deal**, s. 466-467.

beyanında bulunma veya bulunmama konusunda bir serbesti içinde bulunmaktadır.⁸⁰⁷ Bu bakımdan ilk teklifi verme hakkının özünde, pay satışının söz konusu olması durumunda, tarafların pay devir sözleşmesi kurulmasına yönelik müzakere edeceklerine yönelik bir taahhüt bulunmaktadır. Bu durum ise, taraflar arasında bir müzakere sözleşmesinin varlığını işaret eder.⁸⁰⁸ Nitekim ilk teklif verme hakkının yükümlüsü olan taraf, hak sahibine bu niyetini bildirdiğinde, taraflar pay devir sözleşmesi kurulması için bir taahhüt altına girmemekte veya bu konuda bir yenilik doğuran hak üzerinde anlaşmamakta; yalnızca sözleşme kurulmasına ilişkin koşullar üzerinde görüşmeye başlama ve görüşmeleri sürdürme yükümlülüğü altına girmektedir. Bu ilişki, taraflar üzerinde dürüstlük kuralına dayalı olarak bir borç ilişkisi yaratan sözleşme görüşmelerine benzer bir etki doğurur. Sonuç olarak, ilk teklif verme hakkı içeren taraflar arasındaki bir öncelik sözleşmesini (öncelik hakkı ilişkisini), taraflar arasında yapılan bir müzakere sözleşmesi olarak nitelendirmek mümkündür.⁸⁰⁹ Kavram, doğası gereği, taraflar üzerinde her halükârda bir sözleşme kurulması yükümlülüğü doğurmaz. Hak sahibi icaba davet sonucu payları satın almak için bir teklifte bulunmayabileceği gibi, hak yükümlüsü de yapılan teklifi kabul etme yükümlülüğü altında değildir. Nitekim görüşme kavramı, içkin olarak görüşmelerin başarısızlıkla sonuçlanması riskini de içerir. Taraflardan birinin bu konuda sorumluluğunun doğması ise ancak *culpa in contrahendo* durumunda, taraflardan birinin ciddi bir sözleşme yapma niyeti olmaksızın karşı tarafı oyalaması durumunda söz konusu olabilir.⁸¹⁰

*İlk teklife muhatap olma hakkı*nda ise, hak yükümlüsünün hak sahibine payların satışına ilişkin koşulları içeren bir bildirim yoluyla icapta bulunması söz konusudur. Bu yönüyle ilk teklife muhatap olma hakkı, nitelik bakımından teklifi öncelikli reddetme hakkıyla benzerlik göstermektedir. Teklifi öncelikli reddetme hakkında yapılacak icabın esasını üçüncü kişinin teklif ettiği koşullar oluştururken, ilk teklife

⁸⁰⁷ Okutan Nilsson / Atalay, **Alım Satım Opsiyonları**, s. 410; Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 211.

⁸⁰⁸ Kocayusufpaşaoğlu (Hatemi / Serozan / Arpacı), **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, s. 169; Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 132-133.

⁸⁰⁹ Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 64.

⁸¹⁰ Kocayusufpaşaoğlu (Hatemi / Serozan / Arpacı), **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, s. 169. Öncelik hakkına ilişkin mekanizmanın işleyişinde, özellikle üçüncü kişiden gelen bir teklife bağlı olarak somutlaşmış bir fiyatın bulunmadığı durumlarda, icaba konu olan payların bedeli konusunda anlaşmazlıkların çıkması muhtemeldir. Bu anlaşmazlığın özellikle bir icaba davet niteliğinde olan ilk teklifi verme hakkı kapsamında tarafların sözleşme görüşmelerinde dürüstlük kuralına uygun davranmamaları / müzakere sözleşmesine aykırı davranışları gerekçeleriyle tarafların sorumluluğuna neden olması olasıdır (bkz. Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 134).

muhatap olma hakkında satış koşullarını pay sahibinin kendisi belirlemektedir. Bu yönü dışında hemen hemen özdeş bir yapıya sahip olan öncelik hakkının her iki modalitesi bakımından, teklifi öncelikli reddetme hakkının hukuki niteliği için yapılan değerlendirmelerin ilk teklife muhatap olma hakkı bakımından da geçerli olduğu ifade edilebilir. Bu doğrultuda, aynı nedenlerle taraflar arasında ilk teklife muhatap olma hakkı içeren ilişkinin, bir ön sözleşme niteliğinde olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır⁸¹¹. Bu ön sözleşmenin bağlı olduğu geciktirici şart ise, pay sahibinin payların devrine ilişkin ciddi niyetinin/isteğinin ortaya çıkmasıdır.

Öncelik haklarının teorik unsurlarının, hakların pratik kullanımlarını açıklamakta kullanılırken ortaya çıkan temel zorluk, payların devrine ilişkin koşulların çoğunlukla somut olarak nitelendirilememesinden ileri gelmektedir. Özellikle üçüncü kişiye pay devrinin yapılabilmesi için gereken, hak sahibine (veya hak sahibi tarafından) önerilenden daha elverişli/avantajlı koşullarda bir teklifin bulunması zorunluluğu, bu koşulların objektif biçimde ölçülebilmesini gerektirmektedir ki, bu durum birçok zorluk ihtiva etmektedir. Söz gelimi, öncelik hakkı sahibinin payları devralmak konusunda kendisine yapılan teklifi reddetmesi veya kendisinin yaptığı teklifin reddedilmesi durumunda, payların üçüncü kişiye devredilmesi için gereken *daha elverişli* koşulların mevcudiyeti nasıl tespit edilecektir? Paylar için teklif edilen genellikle parasal bir tutar olduğu için bedel unsuruna ilişkin değerlendirme daha kolay yapılabilir. Fakat bir satış işlemine konu olan tek unsur bedel olmadığı gibi, tarafların objektif esaslı unsurlar arasında yer alan esaslı noktalar (*essentialia negotii*), doğal noktalar (*naturalia negotii*) ve arızı noktalar (*accidentalia negotii*) dışında subjektif açıdan esaslı noktaları da *olmazsa olmaz şart* (*condicio sine qua non*) olarak değerlendirmeleri ve sözleşme ilişkisini bütün bu hususları nazara alarak kurmaları pekâlâ mümkündür⁸¹². Örneğin payların satışına ilişkin işleme uygulanacak sorumluluk rejimi, devir için gerekli olabilecek düzenleyici kurumlardan alınacak izinlere ilişkin sürecin nasıl yürütüleceği veya pay bedelinin ödenme biçimi (peşin veya vadeli) gibi hususlar taraflar açısından subjektif esaslı noktalardan birisi olabilir⁸¹³. Böyle bir durumda hangi teklife ilişkin koşulların bütüncül olarak

⁸¹¹ Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 165; Doğan, **Ön Sözleşme (Sözleşme Yapma Vaadi)**, s. 97; Okutan Nilsson / Atalay, **Alım Satım Opsiyonları**, s. 410. Aksi yönde bkz. Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 212, dn. 480, Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 357.

⁸¹² Kocayusufpaşaoğlu (Hatemi / Serozan / Arpacı), **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, s. 174 vd.

⁸¹³ Türkyılmaz, **Beyan ve Tekeffüller**, s. 70 vd.

diğerinden daha elverişli veya *iyi* olduğunu tespit etmek zaman zaman oldukça zordur. Kimi durumda satıcı, sözleşmede kendisi açısından çok daha az sorumluluk yükleyen hükümler bulunması karşılığında çok daha düşük bir bedel karşılığı payları devretmeye hazırken, kimi durumlarda bunun tam tersi de geçerli olabilir. Dolayısıyla bu gibi hallerde farklı tekliflerden hangisinin daha elverişli koşullar içerdiğine ilişkin yapılacak değerlendirme için genelgeçer bir kural belirlemek mümkün değildir. Kanaatimizce, sözleşme müzakerelerinde tarafların unsurlara nasıl yaklaştıklarının araştırılması yoluyla zımni iradelerinin tespit edilmesi, hangisinin daha elverişli olduğu konusunda tereddüt bulunan unsurlara ilişkin mümkün olduğunca parasal nicelik belirlenmesi yapılarak ve bu niceliği bedele eklemek veya bedelden çıkarmak yoluyla değişkenlerin benzer paydada toplamaya çalışılması gibi yöntemlere başvurulması ve bu biçimde, her somut olaydaki menfaatler dengesi gözetilerek sonuca varılmaya çalışılması gerekmektedir.

3) Opsiyon Hakları

a. Önalım Hakkı

i. Kavram

Önalım hakkı, hakkın konusu olan varlığın üçüncü kişiye satılması (veya satıma eşdeğer bir tasarruf işlemiyle bulunulması) durumunda, hak sahibine tek taraflı bir irade beyanı yoluyla o varlığı satın alma imkânı veren bir yenilik doğuran haktır.⁸¹⁴ Esasında gayrimenkuller için TMK ve TBK hükümleri altında düzenlenen önalım hakkının, devredilebilir nitelikte olan başka malvarlığı unsurlarını konu edinebileceği konusunda tereddüt yoktur.⁸¹⁵ Dolayısıyla, anonim ortaklık payının da önalım hakkının konusu oluşturabileceğini ifade etmek mümkündür.⁸¹⁶

⁸¹⁴ EREN Fikret, “Türk Medeni Kanununa Göre Yasal Önalım Hakkı”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 12, S. 1-2, 2008, s. 106; Buz, *Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar*, s. 146; Doğan, *Ön Sözleşme (Sözleşme Yapma Vaadi)*, s. 97; Okutan Nilsson / Atalay, *Alım Satım Opsiyonları*, s. 411; Dupasquier, *Le financement d’une jeune société*, s. 321; Bloch, *Les conventions d’actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse*, s. 266; Havlioğlu / Yürekli, “Share Transfer Restraints in The Articles of Association Under Turkish Law”, s. 93; SERGESKETTER Robert J., “Preferential Rights to Purchase: The Basics, and the Most Interesting Pref. Rights Case You’ve Never Heard about”, HLRe: Off the Record, C. 5, S. 2, Bahar 2015, s. 46.

⁸¹⁵ Tekinalp, *Önalım*, s. 350; Uçar, *Önalım ve Öncelik Hakları*, s. 69.

⁸¹⁶ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 214; Moroğlu, *Oy Sözleşmeleri*, s. 98; Yılmaz, *Teori ve Uygulamada Anonim Şirket Payı Üzerinde Kurulan Önalım Hakkı*, s. 1533. *Gerçek olmayan önalım hakkı* olarak ifade edilen öncelik haklarının aksine önalım hakkında, satış olgusuna bağlı olarak kullanılan bir yenilik doğuran haktan söz edilir (bkz. Yüksel,

Yasal⁸¹⁷ ve sözleşmesel⁸¹⁸ önalım olarak iki tür altında incelenen önalım hakkı, temelde hak sahibine, hakkın konusu olan malın üçüncü kişiye satılması (veya ekonomik anlamda satışa eşdeğer bir tasarruf işlemine tabi olması⁸¹⁹) durumunda, malı satın almak konusunda öncelikli bir seçme hakkı tanıyarak, isterse malik ve üçüncü kişi arasındaki işleme müdahil olarak malı satın alma hakkı tanımaktadır. Bu noktada değinilmesi gereken bir başka husus ise, anonim ortaklık payı üzerinde intifa hakkı veya rehin kurulması hususlarının satışa eşdeğer işlem tesis edip etmeyeceğidir. Bu konuyu, öğretide bir işlemin ekonomik olarak satışa eşdeğer işlem sayılıp sayılmayacağına ilişkin ortaya konulan kriterler ışığında değerlendirmek gerekir. Buna göre, söz konusu işlemin ortaya çıkması için, ortada iki tarafa borç yükleyen bir hukuki işlem bulunması, hukuki işlemin taraflarının menfaatleri arasında özdeşlik değil bir karşılıklılık bulunması (yani örneğin bir tarafın tasarruf işlemi karşılığında diğer tarafın buna mukabil bir bedel ödemesi), üçüncü kişinin işlem karşılığında para veya paraya muadil bir ekonomik değeri borçlanması ve işleme konu olan şeyin sağladığı yararların üçüncü kişiye devrinin söz konusu olması gerekmektedir.⁸²⁰ Kanaatimizce, bu kriterler ışığında, pay üzerinde kurulan intifa hakkının, intifa hakkına karşılık üçüncü kişi tarafından bir bedel ödenmesi söz konusu olan durumlarda satışa eşdeğer işlem kabul edileceğini belirtmek mümkündür. Buna karşılık, rehin hakkı bakımından benzer bir sonuca ulaşmak genellikle mümkün değildir. Zira payların üzerinde rehin

Paysahipleri Sözleşmeleri, s. 131); Martin, **Société anonyme de famille – Structure, maintien et optimisation de la détention du capital**, s. 255.

⁸¹⁷ Kaynağını kanun hükümlerinde alan, temel olarak paylı mülkiyete tabi bir taşınmazda, paydaşlardan birinin payını üçüncü bir kişiye satması durumunda, diğer paydaşların yenilik doğuran bir dava yoluyla, taşınmaz payını satın alma hakkını ifade eden önalım hakkı türüdür (bkz. Eren, **Türk Medeni Kanununa Göre Yasal Önalım Hakkı**, s. 106; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 53).

⁸¹⁸ Önalım sözleşmesi kapsamında taraflardan birinin, sözleşmeye konu olan malın üçüncüye kişiye satılması durumunda, tek taraflı kullanacağı yenilik doğuran irade beyanıyla malı satın alma hakkını ifade eder (bkz. Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 146; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 216).

⁸¹⁹ Önalım hakkını tetikleyen tipik hal hakka konu olan malın satılması olsa da TBK m. 240, f.1 hükmünde zikredilen “*ekonomik anlamda satışa eşdeğer işlem*” kavramından çıkan sonuca göre, salt satış işlemi teşkil etmese dahi ekonomik etki olarak satışla özdeş bir işlemin söz konusu olması durumunda da (örneğin trampa sözleşmesi, ivazlı olarak intifa veya sükna hakkı tesis edilmesi vb.) önalım hakkı sahibinin öncelikli olarak satın alma yetkisini kullanabileceği kabul edilmektedir (önalım hakkı bakımından ekonomik anlamda satışa eşdeğer işlem kavramı ve yorumu hakkında detaylı bilgi için bkz. OKUR Sinan “**Önalım Olgusuna Dair Yeni Bir Kategori; Ekonomik Bakımdan Satışa Eşdeğer İşlem Kavramı Üzerine Mukayeseli Bir İnceleme (TBK m. 240 / Art. 216c OR)**” Süleyman Demirel Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 9 S. 1, 2019, s.101-258). Söz konusu kavram, kaynağını 1991 yılında İsviçre Borçlar Kanunu’nda yapılan revizyon ile getirilen 216c maddesinden almaktadır (bkz. GÜNEŞ Zeynep Naz, **Sözleşmeden Doğan Geri Alım Hakkı**, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı (yayınlanmamış doktora tezi), Ankara, 2023, s. 47).

⁸²⁰ Okur, **Önalım Olgusuna Dair Yeni Bir Kategori; Ekonomik Bakımdan Satışa Eşdeğer İşlem Kavramı Üzerine Mukayeseli Bir İnceleme (TBK m. 240 / Art. 216c OR)**, s. 189 ilâ 220.

kurulması işlemi, bir teminat ilişkisi yaratmakta ve payların mülkiyetinin ve/veya paylardan doğan menfaatlerin üçüncü kişiye ileride geçip geçmeyeceği konusunda kesin bir sonuç doğurmamaktadır. Nitekim rehnin paraya çevrilmeksizin sona ermesi ve rehne konu olan payların hiç el değiştirmemesi ihtimali de mevcuttur; hatta çoğu durumda daha olasıdır. Bu kapsamda paylar üzerinde kurulan ivaza tabi bir intifa hakkının ekonomik olarak satışa eşdeğer bir işlem sayılması mümkün iken rehin hakkı konusunda farklı bir sonuca ulaşmak gerekir.

Önalım hakkının kullanılmasıyla kurulan işlemin şartlarına göre ise önalım hakkı olağan/basit ve nitelikli/mevsuf önalım hakkı olarak ikiye ayrılmaktadır.⁸²¹. Buna göre, önalım sözleşmesi kapsamında, söz konusu malın önalım hakkı kullanılması yoluyla satın alınması durumunda satış koşulları önceden belirlenmiş ise nitelikli/mevsuf önalım hakkından bahsetmek mümkündür. Eğer önalım sözleşmesinde satış koşulları spesifik olarak belirlenmemişse, önalım hakkı sahibi, malı üçüncü kişi ile yapılan satım sözleşmesinin koşullarına tabi olarak satın alabilir; bu durumda ise bir olağan/basit önalım hakkından söz edilir.⁸²².

Önalım hakkının kullanımı bakımından üç unsurdan bahsetmek mümkündür: önalım olgusu, bildirim yükümlülüğü ve hakkın kullanılma biçimi. Önalım olgusunu, bahsedildiği üzere, hakka konu olan malın satışı veya satışa özdeş bir işleme tabi olması durumu teşkil eder. Bu şart gerçekleştikten sonra hak sahibi, söz konusu mal üzerinde öncelikle satın alma hakkını kullanmak için bir satış sözleşmesi kurma ve sözleşmenin ifası gereken işlemleri gerçekleştirme yetkisi kazanır. Peki bu hakkın kullanım usulü nasıl olacaktır? Taşınmazlar üzerinde kurulan önalım hakkını düzenleyen TMK m. 734 hükmü uyarınca hakkın yenilik doğuran irade beyanı ile değil, ancak yenilik doğuran bir dava yoluyla kullanılması mümkündür.⁸²³. Fakat bu durum yalnızca taşınmaz üzerinde kurulan önalım hakkının kullanımı için geçerlidir; pay veya başka taşınır⁸²⁴ unsurların konusu olduğu ve haklarında herhangi bir şerh

⁸²¹ Önay / Çolgar, **Call and Put Options on Shares in Joint Stock Companies and Comparison between Similar Concepts**, s. 141.

⁸²² HELVACI İlhan, “İsviçre Borçlar Kanunu'nun Sözleşmeden Doğan Ön-Alım, Alım, Geri Alım Haklarına İlişkin Değişiklikleri”, Milletlerarası Hukuk ve Milletlerarası Özel Hukuk Bülteni, C. 19 S.1-2, Haziran 2011, s. 401; Tekinalp, **Önalım**, s. 347; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Payscaleleri Sözleşmeleri**, s. 218, dn. 338.

⁸²³ Eren, **Türk Medeni Kanununa Göre Yasal Önalım Hakkı**, s. 108.

⁸²⁴ Belirtmek gerekir ki anonim ortaklık payının taşınır olarak nitelenmesi, ancak pay kavramının oldukça dar anlamıyla değerlendirilmesinde söz konusu olabilir. Kıymetli evrak mahiyetindeki pay senedini menkul mal olarak nitelendirmek kavramsal olarak yanlış olmasa da pay kavramı bütüncül

verilmesi söz konusu olmayan sözleşmesel önalım haklarının kullanımında dava açılması usulünün izlenmesi gerekli değildir. Bu durumda, önalım hakkı, tek taraflı olarak yenilik doğurucu irade beyanı ile kullanılabilir⁸²⁵. Son olarak belirtmek gerekir ki, önalım hakkının kullanılabilir hale gelmesi için, genel olarak borçlandırııcı işlemin kurulmasının yeterli olduğu, ayrıca tasarruf işleminin de gerçekleşmesi koşulunun gerekli olmadığı kabul edilmektedir⁸²⁶.

ii. Önalım Hakkının Hukuki Mahiyetine ve Anonim Ortaklık Payına Uygulanabilirliğine İlişkin Değerlendirmeler

Hukuki nitelik bakımından anonim ortaklık payının konusu olduğu önalım hakkına ilişkin iki kavrama atıf yapmak gerekir. Bunlardan birincisi hakkın kimlere karşı ileri sürülebileceğine ilişkin ayırım bağlamında, önalım hakkının nispi hak özelliğidir. Zira, sözleşmesel hak niteliğindeki pay üzerinde kurulan önalım hakkı, eşyaya bağlı bir borç yaratmayacağı için kural olarak üçüncü kişilere karşı etkili değildir; yalnızca önalım sözleşmesinin/ilişkisinin tarafları arasında sonuç doğurur⁸²⁷.

İkinci husus, önalım hakkının yenilik doğuran hak teşkil etmesidir⁸²⁸. Nitekim, önalım hakkına konu olan taşınır malın (örn. anonim ortaklık payının), üçüncü kişiye satılmasına ilişkin bir sözleşme kurulmasıyla birlikte önalım olgusu (önalım olayı⁸²⁹) gerçekleşmiş olur ve önalım hakkı sahibi, öncelikli satın alma hakkını icra etmek yoluyla malı satın alma imkânına kavuşur. Bu durumda, hak sahibi, tek taraflı yenilik doğurucu irade beyanı ile bir taşınıra ilişkin satım sözleşmesi kurulmasını sağlayabilmektedir⁸³⁰. Hakkın kullanılma yetkisini ortaya çıkaran, hak yükümlüsünün üçüncü kişi ile geçerli bir satış sözleşmesi akdetmesi ise hakkın doğumu bakımından

olarak düşünüldüğünde eksik bir değerlendirme olacaktır. Bu bakımdan payın özellikle hak ve borç kaynağı olma mahiyetinden hareketle, pay üzerinde kurulan hakların “hak üzerinde hak” olarak nitelendirilmesi daha doğru bir yaklaşım olacaktır. Bu bölümde anonim ortaklık payının salt *taşınır* olarak nitelendirilmesi ise, opsiyon hakları bakımından gayrimenkul hükümleriyle karşıtlığı belirtmek içindir (*pay* kavramının mahiyeti için bkz. Birinci Bölüm, I/B; “hak üzerinde hak” kavramı için bkz. Kendigelen, **İntifa Hakkı**, s. 28-29; Göksoy, **Anonim Ortaklıkta Payın Rehni**, s. 67-68).

⁸²⁵ Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 158 vd; Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 137; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 269; Esin / Lokmanhekim (yayına hazırlayan), **Uygulamada Birleşme ve Devralmalar**, s. 78.

⁸²⁶ Eren, **Türk Medeni Kanununa Göre Yasal Önalım Hakkı**, s. 113; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 59.

⁸²⁷ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 214; Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 209, dn. 472.

⁸²⁸ YİBK, T. 20.06.1951, E. 13, K. 5; Yarg. 6. HD., T. 21.04.1992, E. 2552, K. 5520 (bkz. Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 216, dn. 333).

⁸²⁹ ŞİPKA Şükran, **Türk Hukukunda Kanuni Önalım (Şuf'a) Hakkı**, İstanbul: Alfa, 1994, s. 43.

⁸³⁰ Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 154.

bir geciktirici şart teşkil etmektedir.⁸³¹ Şartın gerçekleşmesi ve yenilik doğuran hakkın kullanılması ile, payını devretmek isteyen, aynı zamanda hak yükümlüsü olan pay sahibi, paylarını üçüncü kişi yerine önalım hakkını kullanan kişiye devretme yükümlülüğü altına girmektedir.⁸³²

Önalım hakkının ortaya çıkardığı bu durum, hakka konu olan malın tapu kütüğüne kayıtlı bir gayrimenkul olmadığı durumlarda, hukuki ilişkinin işleyişinde birtakım aksaklıkların oluşmasına neden olmaktadır. Her ne kadar önalım hakkı, amaç ve işlev bakımından öncelik hakları ile birçok benzerlik içerse de önalım hakkının kullanılabilir hale gelmesi için gerekli olan koşul olan üçüncü kişiye satışın gerçekleşmesi olgusu, bu aksaklığın temelinde yatan nedendir.

TMK m. 732 ve TBK m. 237 hükümlerinde gayrimenkuller için getirilen düzenlemeler ışığında, önalım hakkının kullanım usulü, ortaklık payları (ve benzer nitelikteki taşınırılar için) *mutatis mutandis* uygulamaya tam olarak elverişli değildir. Şöyle ki, bir gayrimenkul üzerinde kurulan önalım hakkı söz konusu olduğunda, bu hak TMK m. 734 ve m. 735 hükümleri uyarınca gayrimenkulü satın alan üçüncü kişiye karşı kullanılır. Dolayısıyla, önalım hakkının kullanılabilir hale gelmesi için, gayrimenkulün üçüncü kişiye satışı gerek ve yeter bir koşuldur; bu koşulun yerine getirilmesiyle birlikte hak üçüncü kişiye karşı kullanılabilir hale gelir. Fakat anonim ortaklık payı söz konusu olduğunda aynı hukuki ve pratik durumdan bahsetmek mümkün değildir. Anonim ortaklık payı üzerinde kurulan önalım hakkı nispi niteliği haizdir ve kural olarak paylar bakımından tapu kütüğü gibi üçüncü kişiler üzerinde etki doğurucu bir sicil mevcut değildir. Bu bakımdan, paylar üzerinde tasarruf yetkisi bakımından herhangi bir kısıtlamaya tabi olmayan önalım hakkı yükümlüsü tarafından, payların üçüncü kişiye satılıp devredilmesiyle, önalım hakkı sahibinin üçüncü kişiye karşı önalım hakkını kullanması mümkün olmayacaktır.⁸³³ Zira bu halde, gayrimenkullerde olduğu gibi hakkın üçüncü kişiye karşı ileri sürülebilmesini sağlayacak hükümler bulunmadığı gibi, yeni malik olan üçüncü kişinin, hakkını

⁸³¹ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 217; Bloch, **Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse**, s. 266.

⁸³² Buna rağmen belirtmek gerekir ki, önalım hakkının kullanılabilmesi için hak sahibinin yanında hak yükümlüsünün iradesi de (üçüncü kişi ile sözleşme kurulup kurulmaması inisiyatifi ile) etkili olduğu için, bazı yazarlar önalım hakkını en geniş anlamda yenilik doğuran hak olarak nitelendirmemektedir (karş. ve bkz. Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, s. 155, dn. 74 ve orada anılan yazarlar).

⁸³³ Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 209, dn. 472; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 250; Mehmet Bahtiyar, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi**, İstanbul: Beta, 2001, s. 273 vd.

kullanan önalım hakkı sahibinden malın bedelini ve yaptığı masrafları talep edebileceği bir mekanizma da mevcut değildir.⁸³⁴.

Anonim ortaklık payı üzerinde kurulan önalım hakkı bu özellikleri itibarıyla, hak yükümlüsünün yalnızca birini ifa edebileceği ve diğerini zorunlu olarak ihlal etmek durumunda kalacağı iki farklı sözleşmenin tarafı olacağı bir işlem yapısının ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla kavramsal olarak hak yükümlüsünün hiçbir sözleşme ilişkisini ihlal etmemesi için ya önalım olgusunun hiç gerçekleşmemesi ya da önalım hakkının hak sahibi tarafından kullanılmaması gerekmektedir. Bu durum ise, önalım hakkının tam olarak hukuka uygun bir işlevselliğe sahip olması bakımından bir paradoks oluşturmaktadır.

Bütün bu nedenlerle önalım hakkının anonim ortaklık payı bakımından, elverişli bir hukuki enstrüman olmadığını ifade etmek gerekir. Nitekim, birleşme ve devralmalar uygulamasında da pay sahipleri arasında yapılan düzenlemelerde önalım hakkına yer verildiğine nadiren rastlanmaktadır. Çoğu zaman önalım hakkı olarak isimlendirilen hukuki ilişkilerin de asıl mahiyetleri incelendiğinde, taraflara tanınan öncelik haklarının çeşitli modaliteleri olduğunu tespit etmek mümkündür. Zira önalım hakkının aksine öncelik hakları, hak yükümlüsü ve hak sahibi arasındaki ilişkinin, henüz üçüncü kişi ile herhangi bir borçlandırıcı işlem ya da tasarruf işlemi gerçekleşmeden kurulmasını öngörmektedir. Böylelikle, taraflar henüz başka bir edim borcu altına girmeden birbirlerine karşı borç ve yükümlülüklerini yerine getirebilmekte ve bu çerçevede zorunlu bir ihlal durumuyla karşı karşıya kalmamaktadırlar.

b. Geri Alım, Alım ve Satma Hakları

i. Kavramların Tanıtılması

Opsiyon hakları arasında, yalnızca önalım hakkının kullanılmasında bir üçüncü kişinin hukuki işleme dahil olması gereklidir. Bunun dışında kalan opsiyon hakları olan geri alım, alım ve satma haklarında, kural olarak hakkın kullanılma prosedüründe üçüncü kişinin işleme dahil olması gerekmez, hak sahibinin, sahip olduğu yetkiyi kullanarak hukuki etki yaratması mümkündür.

⁸³⁴ Okutan Nilsson / Atalay, *Alım Satım Opsiyonları*, s. 411.

Esasen TMK ile getirilen taşınmazlara ilişkin haklardan biri olan, kavramsal olarak anonim ortaklık payına uygulanabilecek geri alım hakkı (*repurchase right*)⁸³⁵, bir satış işleminde, işlem konusu mal alıcı tarafından iktisap edildikten sonra, satıcının geri alım bedeli ödemek suretiyle, tek taraflı bir irade beyanı yönelterek malın kendisine geri verilmesini talep yetkisi veren hak olarak tanımlanabilir.⁸³⁶ Fakat uygulamada anonim ortaklık payını konu eden geri alım hakkı düzenlemelerine yer verilmesindeki saik, diğer opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden haklarının aksine, genellikle salt pay devir kısıtlaması ekseninde düzenlemeler getirmek değildir.⁸³⁷ Geri alım hakkı içeren hükümlere başvurulmuş düzenlemeler bakımından incelenmesi gereken belki de en önemli örnek, paylar üzerinde teminat amaçlı geri alım hakkı kurulduğu durumlardır. Özellikle rehin hukukuna ilişkin rehin konusu malı iktisap etme yasağına (*lex commissoria*)⁸³⁸ tabi olan durumlara bir alternatif sağlama amaçlı kullanılan geri alım hakkı, örneğin bir kredi ilişkisinde, kredi borcu tamamen ödenene kadar payların kredi veren tarafın mülkiyetinde kalması, borcun ifasının ardından ise, borçlunun geri alım hakkını kullanarak teminat olarak temlik ettiği payları tekrar mülkiyetine almasına imkân sağlayabilir.⁸³⁹ Bu şekilde teminat işlemi niteliğinde kurulan ve geri alım hakkı ihtiva eden işlemlerin aynı zamanda inancılı işlem teşkil edip etmeyeceği hususunda öğretide bir görüş birliği yoktur. Bu konuda olumlu görüş bildiren yazarlara göre, başlangıçta işlem konusu malın mülkiyetinin devredilmesi gerekliliği ve işlemin tarafları arasında bir talep hakkı ortaya çıkması iki kavramı birbirine yaklaştıran özelliklerdir. Buna karşın öğretide karşıt görüş bildiren yazarlara göre iki kavram arasındaki en önemli fark, geri alım sözleşmesinde hakkın kullanılıp kullanılmamasına ilişkin takdirin hak sahibine ait olması fakat inancılı işlemde, belirlenen süre sonunda tarafların iradesine herhangi bir sonuç bağlanmamasıdır.⁸⁴⁰ Kanaatimizce, teminat amacıyla kurulan ve geri alım hakkı içeren işlemlerin özellikleri, inancılı işlem niteliğine birçok benzerlik barındırmaktadır.

⁸³⁵ Fr. *droit de rachat veya option de rachat*.

⁸³⁶ Güneş, *Sözleşmeden Doğan Geri Alım Hakkı*, s. 13.

⁸³⁷ Tekinalp, *Önalım*, s. 349; Yüksel, *Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 143.

⁸³⁸ Kavrama ilişkin detaylı bilgi için bkz. KUNTALP Erden, “*Lex Commissoria Yasağı Kavramı, Koşulları ve Uygulama Alanı*”, İnan Kırış’a Armağan, İstanbul, 1997, s. 151 vd.; Geri alım hakkı bakımından *lex commissoria* yasağına ilişkin değerlendirmeler için bkz. Güneş, *Sözleşmeden Doğan Geri Alım Hakkı*, s. 150 vd.). Öğretideki ağırlıklı görüş, geri alım hakkı ekseninde kurulan teminat ilişkisinin *lex commissoria* yasağını ihlal etmeyeceği ve kanuna karşı hile olarak nitelendirilmeyeceği yönündedir.

⁸³⁹ UÇAR Sercan, “*Anonim Şirket Payları Üzerinde Geri Alım (Vefa) Hakkı – 11. HD’nin 09.03.2016 Tarih ve E. 2015/3775, K. 2016/2651 Sayılı Kararı Üzerine*”, Çankaya Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 5, S. 1, Nisan 2020 (“*Geri Alım Hakkı*”), s. 3385.

⁸⁴⁰ Bu konudaki görüşler ve ayrıntılı değerlendirme için bkz. Güneş, *Sözleşmeden Doğan Geri Alım Hakkı*, s. 147 vd.

Bu minvalde, bu tür işlemlerin inançlı işlem olarak nitelendirilmesi, kavramın özüne uygun bir yaklaşım teşkil edecektir.

Sözleşmeden doğan bir hak niteliğinde olan geri alım hakkı, anonim ortaklık payı bakımından genellikle pay devir sözleşmesinin hükümleri arasında yer alsa da ayrı bir opsiyon sözleşmesinin konusu da olabilir⁸⁴¹. Fakat geri alım hakkının diğer opsiyon haklarından ayrıldığı bir husus olarak belirtmek gerekir ki, bu hakkın kural olarak satış sözleşmesine ilişkin tasarruf işleminin tamamlanmasından önce kararlaştırılması gerekmektedir⁸⁴².

Geri alım hakkı sözleşmesinin tarafları, pay satış sözleşmesinin taraflarıdır. Satış sözleşmesinde satıcı olan taraf, geri alım sözleşmesinde payları geri alma yetkisi verilen opsiyon hakkı sahibidir; alıcı taraf ise opsiyon yükümlüsüdür. Kısaca, geri alım hakkı sahibi olan satıcı, belli bir süre sonunda, belli bir koşulun gerçekleşmesine bağlı olarak ve belli bir bedel karşılığında⁸⁴³ payları alıcıdan tekrar devralma hakkına sahip olmaktadır.

Anonim ortaklık uygulamasında, kullanımı en yaygın opsiyon haklarını oluşturan alım hakkı (*call option*)⁸⁴⁴ ve satma hakkı (*put option*)⁸⁴⁵, nitelik ve unsurlar bakımından özdeşliği haizdir. Genel olarak, her iki hakkın kullanılmasında, hak sahibi ve hak yükümlüsü, hakka konu olan varlığı teslim etme ve teslim alma edimleri bakımından unsurlar simetrik bir düzende, hakkın kullanımına ilişkin diğer unsurlar aynı kalır.

Anonim ortaklık payının konu olduğu alım opsiyonunda, alım hakkı sahibi olan tarafın, opsiyon konusu payı, belirli koşullar ve bedele tabi olmak üzere tek taraflı ve yenilik doğuran bir irade beyanı ile satın alma hakkı mevcuttur⁸⁴⁶. Alım hakkının, bazı

⁸⁴¹ Uçar, **Geri Alım Hakkı**, s. 3385; Güneş, **Sözleşmeden Doğan Geri Alım Hakkı**, s. 71.

⁸⁴² Tasarruf işleminin tamamlanmasından sonra tanınan geri alım hakkının tahvil yoluyla satış vaadi sözleşmesi olarak ayakta tutulabileceğine ilişkin bkz. Yarg. 11. HD., T. 13.03.1998, E. 1997/9076, K. 1998/1707.

⁸⁴³ Bu unsurların tekil ya da kümülatif olarak hakkı tesis eden işleme dahil olabileceklerini belirtmek gerekir.

⁸⁴⁴ Fr. *droit d'achat veya option d'achat*.

⁸⁴⁵ Fr. *droit de vente, option de vente veya devoir de reprise*.

⁸⁴⁶ Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 213; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 225; Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 344; Bloch, **Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse**, s. 266; Dupasquier, **Le financement d'une jeune société**, s. 319; Söding, **Private Equity Minority Investments - Sharing Control in Closely Held Private Family Firms**, s. 375.

durumlarda dolaylı olarak, hak yükümlüsü olan pay sahibinin ortaklıktan çıkarılması sonucunu da doğurması mümkündür.⁸⁴⁷ Satım opsiyonu⁸⁴⁸ söz konusu olduğunda ise, benzer şekilde, satma hakkı sahibi olan taraf, belli bir süre içerisinde herhangi bir zamanda veya belli şartların gerçekleşmesi üzerine paylarını satma opsiyonu yükümlüsü olan tarafa devretme imkânına sahiptir.⁸⁴⁹ Anonim ortaklıklarda alım ve satım opsiyonlarına ilişkin düzenlemelere yer verilmesinde, şirketteki kilitlenme (*deadlock*) durumunun engellenmesi⁸⁵⁰, azınlık pay sahiplerine fazladan koruma sağlanması⁸⁵¹, özellikle finansal yatırımcılar açısından elzem olan çıkış hakkının (*exit right*) güvence altına alınması gibi çeşitli nedenler yatmaktadır.⁸⁵²

Alım ve satım (ve gerilim) opsiyonlarının işleyiş prensibi, diğer opsiyon ve pay devrinde özellik arz eden haklara göre daha basittir. Çünkü, üçüncü kişilerin eylemlerinin hakkın ortaya çıkışı ve kullanılabilir hale gelmesi bakımından belirleyici olduğu diğer hakların aksine, alım ve satım opsiyonları, yalnızca hak sahibi ve hak yükümlüsü arasındaki etkileşime dayanmaktadır. Opsiyon sözleşmesinde belirlenen koşullara tabi olmak üzere, hak kullanılabilir hale geldiğinde, hak sahibinin payları

⁸⁴⁷ Trindade, **Droits d’emprunt dans les statuts d’une SARL**, s. 680; WILHELM Christophe / VARRIN Océane, **L’exercice mesuré des droits et l’abus de majorité en droit suisse de la société anonyme**, Schulthess Editions romandes, 2022, s. 99.

⁸⁴⁸ Opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden hakların çoğuna ilişkin kavramsallaşma sürecinde, genel olarak bu hakların öncelikle uygulamada doğup belli bir tekâmül düzeyine geldiğini; öğretide bu hakların teorik temellerinin detaylı olarak incelenmesinin daha sonraki safhada ivme kazandığını ifade etmek mümkündür. Bu genel prensibe istisna sayılabilecek bir kavram ise, öğretide *satışta öncelik – priorité de vente* olarak tabir edilen düzenlemedir. Satışta öncelik hakkı, uygulamada pek başvurulan bir kavram olmamasına rağmen, uygulamadan önce öğretide yer bulmuştur.

Bu düzenlemenin mevcut olduğu sözleşmesel ilişkide, hak yükümlüsü olan pay sahipleri, kendilerine ait şirket paylarını satın almaya yönelik bir üçüncü kişinin niyet beyanında bulunması durumunda, bu üçüncü kişiyi, satışta öncelik hakkı sahibi olan kişinin paylarını satın almaya yönlendirmeyi taahhüt etmektedir. Kısaca, hak yükümlüsü olan bu pay sahipleri, satışta öncelik hakkı sahibi olan kişi bu hakkını kullanmadan veya kullanmayacağını beyan etmeden önce, kendi payları üzerinde satış tasarrufunda bulunamamaktadır. Bu tür bir düzenlemenin özellikle şirkette finansal yatırımcı olarak bulunan pay sahibinin, ekonomik olarak avantajlı bir pay satış işlemi ile şirketten çıkış sağlayabilmesi için işlevsel olacağı ifade edilmektedir (bkz. Dupasquier, **Le financement d’une jeune société**, s. 332). Söz konusu düzenleme, aynı birlikte satma hakkıyla (*tag-along right*) da benzerlik göstermektedir fakat birlikte satma hakkının aksine, bu hakta birlikte davranma olgusu mevcut değildir.

⁸⁴⁹ Okutan Nilsson / Atalay, **Alım Satım Opsiyonları**, s. 412; Martin, **Société anonyme de famille – Structure, maintien et optimisation de la détention du capital**, s. 258; Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 143.

⁸⁵⁰ Gomtsian, **Contractual Mechanisms of Investor Protection in Non-Listed Limited Liability Companies**, s. 974; GESELL Harald, “**IBA Guide on Shareholders’ Agreements Germany**”, International Bar Association 2015 ([erişim tarihi 19 Aralık 2022] Available online at: <<http://www.ibanet.org/Document/Default.aspx?DocumentUId=63D9B6E1-A039-4842-81C-71010F44AB98>>), s. 4-5.

⁸⁵¹ MILIAUSKAS Paulius, “**Shareholders’ Agreement As A Tool To Mitigate Corporate Conflicts Of Interests**”, Int. J. Private Law, C. 6, s. 2, 2013, s. 113.

⁸⁵² JACCARD Michel, “**Conventions d’actionnaire et PME**”, L’expert-comptable suisse, 4/14, s. 340. Anonim ortaklıkta opsiyon haklarına başvurulmasının temelindeki nedenler hakkında detaylı bilgi için bkz. İkinci Bölüm, II/A ve B.

almak veya satmak konusundaki irade beyanını karşı tarafa iletmesiyle birlikte paylara ilişkin bir satım sözleşmesi kurulmuş olur.⁸⁵³ Fakat kavramsal olarak nispeten basit bir kurguya sahip olan alım ve satım opsiyonlarının bu yönü, hukuki mahiyetleri bakımından açısından daha detaylı ve farklı modalitelerin göz önünde bulundurulduğu bir değerlendirmeyi gerektirmektedir.

ii. Hukuki Nitelik Üzerine Değerlendirmeler

Alım ve satım opsiyonları, nitelikleri gereği hak sahibine, hak yükümlüsünün irade beyanına (icap veya kabulüne) gerek olmaksızın paylara ilişkin bir satım sözleşmesi kurma imkânı vermektedir. Bu özelliği itibariyle, sahibine tek taraflı yenilik doğurucu bir irade beyanı ile bir sözleşme kurma yetkisi veren opsiyon hakları, nispi nitelikte, yenilik doğurucu hak olarak nitelendirilirler.⁸⁵⁴ Alım ve satma hakkının kullanılabilir hale gelmesi bazen belli bir vadenin dolmasına, bazen ise belli bir koşulun gerçekleşmesine bağlı olabilir. Fakat bu durum, yenilik doğuran bir hakkın şarta bağlı olmaması ilkesine bir istisna teşkil etmez. Burada şarta bağlı olan hakkın doğumu veya daha yerinde bir ifade ile kullanılabilir hale gelmesidir. Hakkın kullanımına ilişkin şarta bağlı bir husus yoktur. Örneğin, pay sahiplerinden birine şirkette kilitlenme olması durumunda alım opsiyonu tanınan bir durumda, şirkette kilitlenme şartları gerçekleştiği anda pay sahibi bu hakkını kullanıp payları devralmak için tek taraflı beyanı ile bir satım sözleşmesi kurulmasını sağlayabilir. Ancak hak sahibinin, kilitlenme şartları gerçekleşmesine rağmen alım hakkını kullanacağına ilişkin irade beyanına başka bir şart eklemesi (örn. alımı gerçekleştirebilmek için gerekli finansal kaynağın temin edilebilmesi) durumunda, yenilik doğuran hakkın kullanımını şarta bağlanamayacağı için bu şekilde bir beyan hukuki etki doğurmazdır.⁸⁵⁵

Her ne kadar kavramsal olarak opsiyon haklarının yenilik doğuran hak teşkil ettiği konusunda tereddüt bulunmasa bile, hakkın opsiyon sözleşmesinde çeşitli

⁸⁵³ Ayoğlu, *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*, s. 213.

⁸⁵⁴ Buz, *Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar*, s. 162; Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 228; Ayoğlu, *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*, s. 213; Dupasquier, *Le financement d'une jeune société*, s. 320. Hakların yenilik doğurucu alım ve satma hakkı olarak adlandırılmasına örn. olarak bkz. Okutan Nilsson / Atalay, *Alım Satım Opsiyonları*, s. 412.

⁸⁵⁵ Okutan Nilsson / Atalay, *Alım Satım Opsiyonları*, s. 412; Esin, *Birleşme ve Devralmalar*, s. 346. Yenilik doğuran hakkın kullanımının şarta bağlanamaması kuralının istisnasını muhatabın buna onay verdiği durumlar ile şartın gerçekleşmesinin muhatabın iradesine bağlı olduğu durumlar oluşturur (bkz. Buz, *Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar*, s. 259).

biçimlerde ve farklı koşullara tabi olarak öngörülmesi durumunda, hakkın hukuki niteliğinin daha kapsamlı bir yorumla tespit edilmesi gerekmektedir. Buna göre, bir alım veya satım opsiyonunda, ancak hak sahibinin tek taraflı irade beyanının karşı tarafa ulaştığı anda, tereddütsüz biçimde bir satım sözleşmesinin kurulabildiği halde yenilik doğuran haktan söz etmek mümkündür. Bu durumun gerek ve yeter koşulu ise, opsiyon hakkının kullanılmasıyla birlikte kurulacak olan satım sözleşmesinin tüm esaslı unsurlarının belirlenmiş veya belirlenebilir durumda olmasıdır. Pay satım sözleşmesinin objektif esaslı unsurlarını teşkil eden devre konu olacak paylar ile satış bedelinin, sözleşmenin yenilik doğuran beyanla birlikte derhal kurulabilmesine imkân sağlayacak biçimde belirlenmiş olması gereklidir⁸⁵⁶. Ancak, pay satış sözleşmesi bakımından taraflarca subjektif esaslı nokta olarak addedilebilecek başka hususlar da (örn. sorumluluk hükümleri, beyan ve tekeffüller vb.) olabilir⁸⁵⁷. Birleşme ve devralmalar uygulamasında, birçok durumda işlem yapıları, bu tür subjektif esaslı unsurların TBK'daki tamamlayıcı hükümler yoluyla doldurulmasına imkân vermeyecek ölçüde karmaşık olabilir. Böyle bir durumda, tarafların opsiyon sözleşmesi altında düzenlemedikleri fakat subjektif esaslı unsur olarak işleme dahil etmek isteyecekleri hükümlerden dolayı, opsiyon hakkının yenilik doğuran bir hak biçimde tezahür etmesi mümkün olmayabilir⁸⁵⁸. Dolayısıyla, opsiyon sözleşmeleri düzenlenirken, hakkın kullanılmasıyla kurulacak olan satış sözleşmesinin esaslı unsurları içeren bir şablon üzerinde mutabık kalınması ve bu form sözleşmenin opsiyon sözleşmesinde bir ek olarak yer alması⁸⁵⁹ hem ihtilafları önlemek bakımından

⁸⁵⁶ Bkz. Birinci Bölüm, II/B/2/b.

⁸⁵⁷ MAY Markus, "Shareholder Drag Along Right in Illinois", Illinois Bar Journal, C. 100, 2012, s. 324.

⁸⁵⁸ Taraflar opsiyon hakkının kullanılmasından doğan satım sözleşmesinde akdi olarak spesifik beyan ve tekeffül hükümlerine yer vermemeyi seçmiş olabilirler. Subjektif esaslı unsurlar mahiyetleri gereği her sözleşmede yer alması zorunlu unsurlardan olmadığı için, böyle bir durumda, opsiyon hakkının yenilik doğuran bir hak biçiminde tezahür etmesi söz konusu olabilir.

⁸⁵⁹ Uygulamada özellikle çeşitli regüle sektörlerde faaliyet gösteren ve pay devirleri kanuni olarak ilgili düzenleyici kurumların iznine tabi olan şirket paylarının konu olduğu opsiyon sözleşmelerinin etkin biçimde ifa edilebilmesi için, tasarruf işlemine dayanak teşkil edecek form sözleşmenin en baştan belirlenmesi ve taraflarca akdedilmesi önem arz etmektedir. Zira örneğin elektrik piyasasında tarifesi düzenlemeye tabi lisans sahibi bir tüzel kişilikte yapılacak pay devir işlemi için Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'na sunulması gereken belgelerden bir tanesi de – Elektrik Piyasası Lisans Yönetmeliği (R.G. T. 02.11.2013, S. 28809) m. 57 hükümleri gereği – pay devir sözleşmesinin bir örneğidir. Dolayısıyla bu mahiyette bir şirketin paylarının konu olduğu bir opsiyon hakkının aynen ifasının sorunsuz biçimde sağlanabilmesi için, ilgili düzenleyici kurum olan Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'na, tarafların akdettiği devir sözleşmesinin de teslim edilebilmesi gerekir. Opsiyon hakkı yükümlüsünün, hak kullanıldıktan sonra hakkın gerektirdiği biçimde tasarruf işlemlerini gerçekleştirmeyi reddetmemesi durumunda, hak sahibinin, payların devri için gereken diğer tüm edimlerin cebren ifasını sağlayabildiği durumda dahi, düzenleyici kurum iznini alması için, devreden tarafından da imzalanmış pay devir sözleşmesini sunabilmesi gerekmektedir. Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'nun, opsiyon sözleşmesi kurulurken akdedilen pay devir sözleşmesi şablonunu bu şartın gerçekleşmesi için yeterli kabul ettiği durumlar mevcuttur.

hem de opsiyon hakkının yenilik doğuran bir hak olarak etki doğurmasını sağlamak için yararlı bir uygulama olacaktır.⁸⁶⁰

4) Birlikte Satma Hakkı ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkı

a. Birlikte Satma Hakkı

Birleşme ve devralmalar uygulamasında sıklıkla başvuru alan ve özellikle pay sahipleri sözleşmelerinde⁸⁶¹ düzenlenen haklardan biri olan birlikte satma hakkı (*tag-along right*).⁸⁶², yapılacak potansiyel bir pay satış işlemi çerçevesinde, hak sahibi ile hak yükümlüsü arasında zorunlu bir birliktelik veya ortak hareket etme gerekliliği oluşturur. Bu hakkın getirdiği düzenleme kapsamında, hak yükümlüsü olan pay sahibi bir üçüncü kişiye paylarını devretmek isterse, birlikte satma hakkı sahibi olan tarafın paylarının da söz konusu üçüncü kişi tarafından aynı koşullar ile satın alınmasını sağlama yükümlülüğü altındadır.⁸⁶³ Kısaca hak yükümlüsü, paylarını satmak için üçüncü kişiyle yaptığı anlaşmaya, hak sahibinin paylarını da dahil etmek zorundadır; aksi takdirde hak yükümlüsünün paylarının tamamını (veya bir kısmını) elden çıkarması mümkün olmamaktadır.⁸⁶⁴ Böylelikle hak sahibi birlikte satma hakkı marifetiyle aynı koşullarda pay satış işlemine katılma yetkisi elde etmektedir. Bununla birlikte, birlikte satma hakkı sahibinin bu yetkisi ihtiyaridir ve kullanılma zorunluluğu yoktur.⁸⁶⁵ Bu yükümlülük genellikle hak yükümlüsünün satmak istediği pay adedinin

⁸⁶⁰ Okutan bu konuya ilişkin olarak, tarafların önceden bir pay alım sözleşmesi akdedip bu sözleşmenin yürürlüğe girmesini geciktirici şarta bağlayacakları bir işlem yapısında, opsiyon hakkına ilişkin bir yenilik doğuran hak düzenlemesi değil şarta bağlı bir satım sözleşmesi söz konusu olacağını ifade etmektedir (bkz. Okutan Nilsson / Atalay, **Alım Satım Opsiyonları**, s. 414). Ancak kanaatimizce, tarafların açıkça aksini düzenlemedikleri durumda, bir opsiyon sözleşmesinin (veya pay sahipleri sözleşmesinin) eki olarak mutabık kalacakları pay devir sözleşmesi hükümlerinin, halihazırda akdedilmiş fakat yürürlüğe girmesi geciktirici şarta bağlanmış bir sözleşme olarak yorumlanmaması gerekecektir. Bize göre bu form sözleşme, opsiyon hakkının kullanılmasıyla kurulacak olan satım işleminin unsurlarını ortaya koyan opsiyon sözleşmesi hükümlerinin detaylandırılmasından farklı yorumlanmamalıdır.

⁸⁶¹ Dupasquier, **Le financement d'une jeune société**, s. 330.

⁸⁶² Fr. *droit de sortie conjointe*. Kavram *Tekinalp* tarafından, anonim ortaklık pay sahibinin kendi paylarını satarken bir diğer pay sahibinin paylarını da aynı koşullarda satma borcu yüklenmesine ilişkin düzenleme olarak nitelendirilmekte ve basitleştirilmiş tabirle 'paylarını satarken benim paylarımı da kendininkilerle birlikte satmak zorundasın' şeklinde Türkçeleştirilmesi önerilmektedir (Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 160). Anglo-Amerikan hukukunda kavramın "piggy-back", "take along" ve "co-sale" terimleriyle de ifade edildiği kullanımlar mevcuttur.

⁸⁶³ Yılmaz, **Tag Along & Drag Along Rights**, s. 8; BARTHOLD Beat M., "Alternative Equity Financing in Switzerland: Company and Contract Law Aspects", *Business Law International*, C. 2002, S. 2 Mayıs 2002, s. 240.

⁸⁶⁴ Martin, **Société anonyme de famille – Structure, maintien et optimisation de la détention du capital**, s. 254 ; FAVROD-COUNE Pascal, **Crowdfunding – Analyse de droit suisse du financement participatif**, CEDIDAC- Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne, 2018, s. 345.

⁸⁶⁵ Dupasquier, **Le financement d'une jeune société**, s. 330.

toplam paylarına oranıyla paralel biçimde düzenlenmektedir. Başka bir ifadeyle, örneğin hak yükümlüsü sahip olduğu tüm payları elden çıkartıyorsa, hak sahibi de tüm paylarını birlikte satma hakkına sahip olmakta; hak sahibi payların yüzde otuzunu satmak istiyorsa, hak sahibi de aynı oranda payını satma yetkisi kazanmaktadır⁸⁶⁶.

Birlikte satma hakkı genel olarak azınlık pay sahiplerini koruma amaçlı olarak ve pay sahiplerinin ortaklıktan çıkışını sağlamak üzere düzenlenen bir mekanizma olarak kurgulanmaktadır⁸⁶⁷. Nitekim ortaklığın karar alma süreci üzerinde etkisi çok az olan veya hiç olmayan pay sahiplerine ait olan paylar genel olarak üçüncü kişiler için cazip değildir ve bu paylar çoğunluk payların değerlemesinde etkili olan *kontrol priminden*⁸⁶⁸ yoksundurlar⁸⁶⁹. Birlikte satma hakkı tanınması marifetiyle, azınlık pay sahiplerinin de çoğunluk paylarından doğan kontrol priminden faydalanması mümkün olmaktadır⁸⁷⁰. Ayrıca, birlikte satma hakkı tanınan azınlık pay sahibi, bu hak marifetiyle, aslında birlikte bulunmak istemeyeceği bir çoğunluk pay sahibi ile ortaklık ilişkisi içinde kalma riskini de bertaraf etmiş olmaktadır.

Birlikte satma hakkına ilişkin sözleşmesel düzenlemelerde, genellikle hakkın kullanılabilir hale gelmesi için, üçüncü kişi alıcının, taraflardan bağımsız bir kişi olması koşulu aranmaktadır⁸⁷¹. Başka bir ifadeyle, örneğin hak yükümlüsünün bir şirketler topluluğu üyesi olduğu durumda, aynı topluluğun başka bir üyesi tarafından pay satın alınması söz konusu olduğunda, bu işlem sözleşmesel olarak genellikle birlikte satma hakkını tetikleyici bir olgu olarak düzenlenmemektedir⁸⁷². Bu durumun altında yatan neden ise, hukuki olarak aynı nihai pay sahibine⁸⁷³ ait olan tüzel kişilikler arasında yapılan pay devirlerinin, aslında fiili anlamda paylar üzerinde bir kontrol

⁸⁶⁶ Söding, **Private Equity Minority Investments - Sharing Control in Closely Held Private Family Firms**, s. 377. Bu düzenleme uygulamada *proportional* veya *pro-rata tag-along* olarak anılmaktadır.

⁸⁶⁷ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 353; Söding, **Private Equity Minority Investments - Sharing Control in Closely Held Private Family Firms**, s. 381.

⁸⁶⁸ Bkz. İkinci Bölüm, II/B/1/a.

⁸⁶⁹ Yılmaz, **Tag Along & Drag Along Rights**, s. 9.

⁸⁷⁰ Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 219, dn. 497.

⁸⁷¹ Dupasquier, **Le financement d'une jeune société**, s. 332.

⁸⁷² NAUDE Tjakie, **"Which Transactions Trigger a Right of First Refusal or Preferential Right to Contract"**, South African Law Journal, C. 123, S. 3, 2006, s. 471.

⁸⁷³ Gerçek faydalanıcı ya da *ultimate beneficial owner* (bkz. 529 Sıra No.lu Vergi Usul Kanunu Genel Tebliği, R.G. T. 13.07.2021, S. 31540).

değişikliğine yol açmaması ve *de facto* olarak bir pay devri olarak değerlendirilmemesidir.⁸⁷⁴

Birlikte satma hakkını, belirli koşullara tabi olarak düzenlenmiş bir satma hakkı (*put option*) olarak nitelemek de mümkündür.⁸⁷⁵ Bununla birlikte, bu benzerlik kapsamında temel birtakım farklılıkların mevcudiyetinin de göz önünde bulundurulması elzemdir. Birlikte satma hakkı yükümlüsünün paylarını üçüncü kişiye devretmeye yönelik bir işleme taraf olmasıyla birlikte, hak sahibinin kullanabileceği bir satma hakkının doğumundan bahsetmek mümkündür. Fakat tipik bir satma hakkında mevcut olan durumun aksine, bu hakkın yükümlüsü payları devralma niyetindeki üçüncü kişi değildir; birlikte satma hakkı yükümlüsü, üçüncü kişinin aynı koşullarda hak sahibine ait olan payları da satın almasını sağlama borcu altındadır.⁸⁷⁶ Bu özelliği itibariyle, birlikte satma hakkı nispi hak niteliğindedir ve hukuki ilişki hak yükümlüsü ile hak sahibi arasındadır. Üçüncü kişi ise bu ilişkinin dışındadır ve ancak hak sahibinin elindeki payları da satın almaya razı gelirse üçlü bir hukuki ilişkinin parçası haline gelir.

Üçüncü kişinin, hak sahibine ait payları da satın almayı kabul etmemesi durumunda, hak yükümlüsünün kendi paylarını da devretmekten kaçınması gerekir. Aksi takdirde, hak sahibi lehine bir tazminat yükümlülüğü ortaya çıkacaktır. Ancak böyle bir durumda hak sahibinin payları devredememekten doğan zararının tespiti oldukça güç olacaktır.⁸⁷⁷ Zira hak sahibinin maruz kaldığı ekonomik zararın niceliği müphemdir ve payları satamamaktan dolayı hak sahibinin paylarının temsil ettiği ekonomik değerdeki azalmayı tazminatın temeline oturtmak meseleyi fazla basite indirgeme riskini barındırmaktadır. Zira kontrol primi başta olmak üzere tek başına hak sahibinin paylarını merkeze alarak yapılacak bir hesaplama çok sayıda karmaşık parametreye tabidir. Bu sorunu aşmak için önerilebilecek en makul çözümler ise, ihlal halinde cezai şart öngörülmesi veya hak yükümlüsünü, hak sahibine ait payları satın almaya zorlayacak şarta bağlı, hak sahibi lehine, üçüncü kişinin hak yükümlüsüne teklif ettiği fiyatın temel unsurlardan biri olduğu, bir satım opsiyonu (*put option*) öngörmektir. Cezai şart alternatifi, yine ekonomik bir nicelik belirlenmesini zorunlu

⁸⁷⁴ Barthold, *Alternative Equity Financing in Switzerland: Company and Contract Law Aspects*, s. 238.

⁸⁷⁵ Dupasquier, *Le financement d'une jeune société*, s. 331.

⁸⁷⁶ Bu durum tipik bir üçüncü kişinin fiilini taahhüt işlemi olarak da değerlendirilebilir.

⁸⁷⁷ Esin, *Birleşme ve Devralmalar*, s. 338; Dupasquier, *Le financement d'une jeune société*, s. 331.

kıldığı için borca aykırılıktan doğan tazminat çözümünün getirdiği sakıncaları tam manasıyla giderememektedir. Bu bakımdan, üçüncü kişinin hak sahibine ait payları satın almasını sağlayamamasına rağmen kendi paylarını elden çıkaran hak yükümlüsüne karşı bir satım opsiyonu tesis edilmesi hak sahibi açısından en makul gözüken çözümdür⁸⁷⁸. Böylelikle bir bakıma nispi bir haktan doğan borca aykırılığa karşı aynen ifaya benzer bir sonuç elde edilmiş olacaktır⁸⁷⁹.

b. Birlikte Satışa Zorlama Hakkı

Birlikte satışa zorlama hakkı (*drag-along right*)⁸⁸⁰, nitelik ve işlev olarak birlikte satma hakkı ile – bazı unsurlar bakımından özdeşliğe varacak ölçüde – temel benzerlikler taşır. Hakkın ifade ettiği kullanım biçimine göre, şirketteki paylarının bir kısmını ya da tamamını elden çıkarmak isteyen bir pay sahibinin, bu amacı gerçekleştirmek için, devir sözleşmesi mahiyetinde, bir hukuki işlem kurması durumunda, şirketteki diğer pay sahibi ya sahiplerini de bu işleme satıcı olarak katılmaya zorlama imkânı ortaya çıkmaktadır⁸⁸¹. Hakkın kullanılması durumunda, hak yükümlüsünün, hak sahibi ile aynı hüküm ve koşullara tabi olmak üzere işleme katılması yükümü doğar⁸⁸². Dolayısıyla, hak sahibinin üçüncü kişi ile payların devrine ilişkin yapacağı satış görüşmelerini, hak yükümlüsünün elinde bulunan paylar da satış işleminin kapsamında olacak şekilde gerçekleştirme imkânı bulmaktadır⁸⁸³. Tıpkı birlikte satma hakkında olduğu gibi, hak sahibinin birlikte satışa zorlama yetkisini kullanması bir yükümlülük teşkil etmez; hak sahibi isterse bu yetkisini kullanmaksızın paylarını elden çıkarmakta serbesttir⁸⁸⁴. Bu bakımdan birlikte satışa zorlama hakkını, payları satın alacak üçüncü kişi lehine düzenlenmiş bir alım opsiyonu (*call option*)

⁸⁷⁸ SAEZ Lacave / MA Isabel / GUTIERREZ Nuria Bermejo, “Specific Investments, Opportunism and Corporate Contracts: A Theory of Tag Along and Drag Along Clauses”, *European Business Organization Law Review*, C. 11, 2010, (“Tag Along and Drag Along Clauses”), s. 430.

⁸⁷⁹ Esin, *Birleşme ve Devralmalar*, s. 338.

⁸⁸⁰ Fr. *droit de cession forcée*.

⁸⁸¹ Yılmaz, *Tag Along & Drag Along Rights*, s. 9; Martin, *Société anonyme de famille – Structure, maintien et optimisation de la détention du capital*, s. 254; BİLGE Kerem, *Pay Sahipleri Sözleşmesi Kapsamında Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Kısıtlanması*, İstanbul: On İki Levha, 2017, s. 59; Esin, *Birleşme ve Devralmalar*, s. 355; CANKAT Rifat, *Limited Ortaklıklarda Opsiyon Hakları*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Bölümü (yayımlanmamış yüksek lisans tezi), İstanbul, 2017, s. 132.

⁸⁸² Söding, *Private Equity Minority Investments - Sharing Control in Closely Held Private Family Firms*, s. 377-378; Yılmaz, *Tag Along & Drag Along Rights*, s. 10.

⁸⁸³ Esin, *Birleşme ve Devralmalar*, s. 355-356. Özellikle nispeten yeni kurulan ve gelecek vaat eden şirketlerden yapılacak çıkış (*exit*) işlemlerinde, esas sermayenin tümünü temsil eden payların devredilmesinin sinerji kazançları bakımından daha avantajlı olduğu konusunda argümanlar için bkz. Cumming / MacIntosh, *Venture-Capital Exits in Canada and the United States*, s. 105.

⁸⁸⁴ Martin, *Société anonyme de famille – Structure, maintien et optimisation de la détention du capital*, s. 254.

olarak nitelemek de mümkündür.⁸⁸⁵ Zira bu hakkın kullanılmasıyla birlikte, işlemin alıcı tarafında bulunan üçüncü kişinin, hak yükümlüsüne ait payları satın almaya yönelik bir yetki sahibi olması söz konusu olmaktadır. Bu nitelemenin kaynağında, üçüncü kişi yararına sözleşmenin akdedilmesi sırasında, lehtarın kimliğinin taraflarca daha sonra kararlaştırılabilir olma imkânı bulunmaktadır.⁸⁸⁶ Zira, taraflar birlikte satma hakkına ilişkin getirecekleri düzenlemeler yoluyla, payları devralacak üçüncü kişiye, hakka konu payları satın alabileceği bir işleme taraf olma yetkisi tanıyabilmektedir.

Birlikte satma hakkında, azınlık statüsündeki hak sahibinin genel motivasyonunun, payların satışında ortaya çıkan kontrol priminden yararlanmak olduğunu ifade etmiştik. Benzer biçimde, birlikte satışa zorlama hakkında ise, hakkın temelinde yatan rasyonelin, şirket paylarının tümünü ya da çoğunluğu devrederek, payların satış sürecinde veya sonrasında, şirkette kalması muhtemel azınlık pay sahiplerinin ortaya çıkaracağı sakıncaları engellemek olduğunu ifade etmek mümkündür.⁸⁸⁷ Tıpkı kontrol priminin payların değeri üzerinde yarattığı değer artışı gibi, şirkette kalan azınlığın, şirketin idaresi ve kontrolünde yaratabileceği potansiyel sorunlardan kaynaklı değer azalması olgusu, *nuisance value* kavramı ile ifade edilmektedir.⁸⁸⁸ *Rahatsızlık değeri* olarak Türkçeleştirilebilecek bu durum, özellikle şirketi devralmak niyetindeki stratejik yatırımcıların, yatırım kararlarını engelleyen veya zorlaştıran bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Birlikte satışa zorlama hakkının temelinde şirket paylarını bir bütün olarak (uygulamada *package deal* diye tabir edilen yöntemle) satmak ve geride azınlık kalmamasını sağlama amacı olduğu için, bu hakkı içeren düzenlemelerin genellikle hem hak sahibi hem de hak yükümlüsüne ait payların tümünün satışını öngördüğünü ifade etmek mümkündür. Dolayısıyla, *proportional* veya *pro-rata drag along* kavramlarının işaret ettiği hak sahibinin elden çıkardığı paylar oranında hak yükümlüsünün de paylarını satmaya zorlanması düzenlemesine nadiren başvurulmaktadır. Yine de belirtmek gerekir ki, söz konusu hakların kullanılmasına ilişkin yapılacak düzenlemenin, haklara tabi olan payların mutlaka

⁸⁸⁵ Dupasquier, *Le financement d'une jeune société*, s. 326; GERHARD Frank, "Private equity – L'exit vu au travers des yeux d'un fonds de private equity", Fusions et acquisitions - Questions actuelles, CEDIDAC- Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne, 2009, s. 116.

⁸⁸⁶ Oğuzman / Öz, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler* 2, s. 466.

⁸⁸⁷ Ayoğlu da benzer biçimde, sermayeyi temsil eden tüm payların devralınması imkânının daha sorunsuz bir şirket yapısını işaret ettiğini ve böylelikle pay başına daha yüksek bir fiyat elde etme imkânı bulunduğunu ifade etmektedir (bkz. Ayoğlu, *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*, s. 219).

⁸⁸⁸ Dupasquier, *Le financement d'une jeune société*, s. 326.

tümünün tek seferde devredilmesini gerektirmesi şart değildir. Ayrıca, söz konusu hakların, yalnızca yüzdesel olarak belli bir eşiğin üzerinde pay satışı veya kontrol değişikliği yaratan pay devri gibi istisnai koşullar gerçekleştiğinde tetikleneceğine ilişkin düzenlemeler yapılması da mümkündür. Bu nitelikleri itibarıyla, birlikte satışa zorlama hakkı, finansal yatırımcı niteliğini haiz olan risk sermayesi (*venture capital*) şirketleri veya özel sermaye (*private equity*).⁸⁸⁹ şirketlerinin, gerçekleştirdikleri işlemlerde akdedilen pay sahipleri sözleşmelerinde tercih edilmektedir. Böylelikle, bu yatırımcıların sahip olduğu payların tedavül kabiliyeti artmakta ve şirket paylarını satmayı planladıkları dönem geldiğinde, paylara karşılık optimal değerlemeyi elde etmeleri kolaylaşmaktadır.⁸⁹⁰ Ancak belirtmek gerekir ki, azınlık pay sahibine birlikte satışa zorlama hakkı tanınması oldukça nadir rastlanan bir durumdur; zira bu hak, özellikle pay sahipliği oranlarında önemli miktarda farklılık bulunan pay sahipleri söz konusu olduğunda, azınlık pay sahibinin örneğin yüzde on mertebesindeki paylarını satmak yoluyla geri kalan yüzden doksanlık payların da satışına yol açmasıyla sonuçlanabilir.

Birlikte satışa zorlama hakkına ilişkin düzenlemeler teorik olarak azınlık pay sahiplerinin bir satış durumunda şirketten çıkarılmalarına ilişkin çözüm sağlasa da hakkın icrası söz konusu olduğunda her zaman beklenen etkinlikte bir çözüm ortaya çıkmayabilir. Bu bakımdan, birlikte satma hakkının yer aldığı sözleşme hükümlerinin, potansiyel hukuki ve ekonomik sonuçları hassas biçimde dikkate alarak düzenlenmesi önem arz etmektedir.⁸⁹¹ Zira, birlikte satışa zorlama hakkının, potansiyel olarak hak sahibi ve hak yükümlüsünün menfaatleri arasında önemli ölçüde asimetri yaratma ihtimali vardır. Bu nedenle, hakkın düzenlenmesinde çeşitli koşullara bağlı modaliteler öngörülmektedir. Örneğin, bu modalitelerden birisi, birlikte satışa zorlama hakkının, teklifi öncelikli reddetme hakkıyla birlikte kullanılması biçimindedir. Buna göre birlikte satışa zorlama hakkı yükümlüsüne, ilk olarak kullanabileceği teklifi öncelikli reddetme hakkı tanınmaktadır. Öncelik hakkının sahibi ve birlikte satışa zorlama hakkının yükümlüsü olan bu pay sahibinin, öncelik hakkını kullanmayı tercih

⁸⁸⁹ Barthold, **Alternative Equity Financing in Switzerland: Company and Contract Law Aspects**, s. 229. Risk sermayesi (*venture capital*) yatırımcıları, tipik olarak belli bir süre sonunda paylarını halka arz (*IPO*) veya üçüncü kişiye pay satışı yoluyla elden çıkararak yatırımlarından elde ettikleri kârı realize etmeyi amaçlar (bkz. COSENZA Elizabeth, “Co-Invest at Your Own Risk: An Exploration of Potential Remedial Theories for Breaches of Rights of First Refusal in the Venture Capital Context”, *American University Law Review*, C. 55, S. 1, Ekim 2005, s. 95).

⁸⁹⁰ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 355.

⁸⁹¹ Dupasquier, **Le financement d'une jeune société**, s. 327; Favrod-Coune, **Crowdfunding – Analyse de droit suisse du financement participatif**, s. 346-347.

etmemesi durumunda, birlikte satışa zorlama hakkı sahibi, bu hakkını kullanarak payların üçüncü kişiye devrini sağlayabilmektedir.⁸⁹² Böylelikle hak yükümlüsüne, aynı koşullarda ek pay satın almak veya kendi paylarını satarak ortaklıktan ayrılma konusunda seçim hakkı tanınmış olmaktadır.

Birlikte satışa zorlama hakkının kullanımı için getirilen koşullardan bir başkası ise, hakkın kullanılabilmesi için satılacak payların miktarına ve/veya satış yapılacak kişiye ilişkin bir sınırlama getirilmesidir. Buna göre, birlikte satışa zorlama hakkının, örneğin sahip olunan payların en az yüzde ellisinin satılması durumunda kullanılabilmesi veya hakkın aynı şirketler topluluğu üyeleri arasında yapılacak satışlarda kullanılamaması gibi düzenlemeler yapılmaktadır. Böylelikle, hak yükümlüsüne karşı *de facto* bir ortaklıktan çıkarma hakkı (*squeeze-out right*) kullanılmasının önüne geçilmesi hedeflenmektedir. Aynı doğrultuda, birlikte satışa zorlama hakkının kullanılabilmesi için payların değerlemesine ilişkin bir taban fiyat belirlenmesi ve hakkın ancak bu fiyatın üzerindeki satış işlemlerinde aktive edilmesi veya hakkın kullanılabilmesinin ancak düzenlemenin yürürlüğe girmesinden belli bir süre sonra gerçekleştirilmesine ilişkin süre koşulları da bu anlamda yapılan diğer düzenlemelere örnek teşkil etmektedir.⁸⁹³

c. Birlikte Satma Hakkı ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkına İlişkin Usuli Şartlar

Hem birlikte satma hakkı hem de birlikte satışa zorlama hakkının kullanımı bakımından en temel ortak nokta kuşkusuz, hakların konu olduğu ortaklık paylarının devrine ilişkin üçüncü kişinin yönelteceği bir teklifin varlığıdır. Bu teklifin söz konusu payların devrine ilişkin ciddiyet ve iyi niyet ilkelerine uygun biçimde (*bona fide offer*) yapılması gerekmektedir.⁸⁹⁴

Bu teklifle birlikte somutlaşan pay devri işlemine ilişkin koşulların, teklifin muhatabı olan hak sahibi veya hak yükümlüsü tarafından diğer tarafa bildirilmesi ise hakkın kullanılma usulü çerçevesinde gerekli hususlardan bir diğeridir. Bu bildirimin

⁸⁹² Dupasquier, *Le financement d'une jeune société*, s. 328.

⁸⁹³ Esin, *Birleşme ve Devralmalar*, s. 355; Dupasquier, *Le financement d'une jeune société*, s. 329.

⁸⁹⁴ Bu koşul örneğin İsviçre Girişim Sermayesi ve İşletme Finansmanı Birliği tarafından hazırlanan sözleşme şablonundaki örnek klotda açıkça belirtilmektedir (bkz. *Swiss Private Equity & Corporate Finance Association (SECA)*, Shareholders Agreement Template, 4th Edition – Kasım 2019; Yılmaz, *Tag Along & Drag Along Rights*, s. 93).

nasıl yapılacağı kural olarak herhangi bir şekil şartına tabi olmasa bile⁸⁹⁵, hakların kullanımına ilişkin sürecin sorunsuz işleyebilmesi için, bildirimin hangi yöntemlerle ve ne şekilde yapılacağının, hakların düzenlendiği sözleşme hükümleri kapsamında açıkça belirlenmesi önemlidir.

d. Birlikte Satma Hakkı ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkına İlişkin Hukuki Mahiyet Değerlendirmesi

Hakların hukuki mahiyetine ilişkin yapılacak değerlendirme bakımından ise, genelgeçer bir sonuca ulaşmak her zaman mümkün değildir. Zira kendine özgü yapısı olan (*sui generis*) bir sözleşme niteliğinde olan birlikte satma hakkı veya birlikte satışa zorlama hakkına ilişkin düzenlemelerin, nitelikleri gereği mevzuat altında kayıt altına alınmış unsurlara sahip olmadıkları için⁸⁹⁶, tarafların hakları düzenleme biçimlerine ve haklar bakımından uyguladıkları farklı modalitelere göre çeşitli hukuki kavramların kapsamına girmeleri mümkündür. Bu doğrultuda, söz konusu hakların teorik olarak yenilik doğuran hak⁸⁹⁷, ön sözleşme ilişkisi içinde düzenlenen kendine özgü bir hak çeşidi⁸⁹⁸, birlikte satma hakkının üçüncü kişi lehine düzenlenmiş şarta bağlı satım opsiyonu⁸⁹⁹ veya şarta bağlı bir üçüncü kişinin fiilini taahhüt sorumluluğu⁹⁰⁰; birlikte satışa zorlama hakkının ise üçüncü kişi lehine belirlenmiş şarta bağlı alım opsiyonu⁹⁰¹ veya şarta bağlı bir üçüncü kişi ile sözleşme yapma borcu (*facere*)⁹⁰² olarak değerlendirilmesi mümkündür. Kuşkusuz birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarının çeşitli medeni hukuk kavramları altında sınıflandırılması ile bu hakların düzenlendiği sözleşmelere ilişkin yapılacak nitelendirme birbirini doğrudan ve zorunlu olarak etkileyen faktörler değildir. Söz gelimi, üçüncü kişi yararına sözleşmenin konusu olarak bir yenilik doğuran hak veya garanti (veya üçüncü kişinin fiilini taahhüt) sözleşmesinin konusu olarak bir alım veya satım opsiyonu düzenlenmesi mümkündür. Bu nedenle, birlikte satma veya birlikte satışa zorlama

⁸⁹⁵ Bkz. Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 1**, s. 145.

⁸⁹⁶ Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 207

⁸⁹⁷ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 353; Yılmaz, **Tag Along & Drag Along Rights**, s. 111; Cankat, **Limited Ortaklıklarda Opsiyon Hakları**, s. 133.

⁸⁹⁸ LINTZ Christoph, **Drag-Along Right: Wirtschaftliche Interessen, rechtliche Grenzen und Gestaltung von Mitverkaufsverpflichtungen in der GmbH**, Peter Lang, 2013, s. 82 vd. (Aktaran: Yılmaz, **Tag Along & Drag Along Rights**, s. 104).

⁸⁹⁹ Dupasquier, **Le financement d'une jeune société**, s. 331.

⁹⁰⁰ Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 220, dn. 501.

⁹⁰¹ Dupasquier, **Le financement d'une jeune société**, s. 326

⁹⁰² Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 220, dn. 501.

hakkının düzenlendiği sözleşmenin unsurları, hakların düzenlenme biçimi ve taraflara atfedilen hak ve yükümlülükler, bütüncül olarak değerlendirilmeksizin, hakların hukuki niteliği veya bu hakların düzenlendiği sözleşmesel ilişkinin hukuki niteliği hakkında peşin bir hükme varmak yanıltıcı olabilir. Her halükârda, birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarına ilişkin düzenlemeler, hakların kullanılması durumunda, taraflar arasında bir uyuşmazlık ortaya çıkmaması için, hakların kullanımı sonrasında payların devredilmesine ilişkin süreç – tarafların birbirlerine karşı yapacakları bildirimler, bu bildirim için gereken süreler de dahil olma üzere – göz önünde bulundurularak ilgili sözleşme altında titizlikle ortaya konulmalıdır⁹⁰³.

Birlikte satma ve birlikte satışa zorlama hakları, özellikle alım ve satım opsiyonlarına benzerlikleri ve bu opsiyonların standart işleyişine ek olarak üçüncü kişinin ilişkiye dahil olduğu bir modalitesi olarak yorumlanmaya müsaitliğinden ötürü, yenilik doğuran hak olarak nitelendirilmeye ilk bakışta yatkın görünmektedir. Fakat kanaatimizce, bu bakış açısına *kaydı ihtiyatla* yaklaşılması gereklidir. Zira, bu hakların pay sahipleri arasındaki ilişkilerde düzenlenme biçimi ve hakların işleyişi göz önünde bulundurulduğunda, yenilik doğuran hakların tipik özelliklerini çoğunlukla taşımadıklarını tespit etmek mümkündür.

Bu kapsamda öncelikle, yenilik doğuran hakların en tipik özelliği olan tek taraflı bir irade beyanı ile bir hukuki ilişkiyi kurma, değiştirme veya sonlandırma⁹⁰⁴ kabiliyeti, birlikte satma ve birlikte satışa zorlama hakkı içeren düzenlemelerde çoğu zaman mevcut değildir. Nitekim her iki hak bakımından da koşulları muğlak, ancak atide belirlenebilecek ve yine henüz belli olmayan bir üçüncü kişinin doğrudan katılımını gerektiren bir hukuki işleme ilişkin kullanılacak bir hak söz konusudur. Dolayısıyla, hak sahibinin tek taraflı irade beyanı ile, üçüncü kişi ile bir pay satış ilişkisine girmesi teorik olarak mümkün görünse bile, bu durumun gerçekleşmesi mutlak şartlar içinde, tarafların ancak ilerleyen safhada gerçekleşebilecek mutabakatına muhtaçtır. Kaldı ki, daha önce de belirttiğimiz gibi⁹⁰⁵, bir pay devir sözleşmesinin objektif esaslı unsurlarının yanında hemen her zaman taraflar açısından subjektif niteliği haiz esaslı unsurlar da mevcuttur⁹⁰⁶. Özellikle satıcının sorumluluğuna ilişkin

⁹⁰³ JACCARD Michel / LEIS Diego, “Enseignement pratiques pour la rédaction de conventions d'actionnaires”, *Développements récents en droit commercial V*, CEDIDAC- Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne, 2017, s. 140.

⁹⁰⁴ Bkz. İkinci Bölüm, I/B/2.

⁹⁰⁵ Bkz. İkinci Bölüm, I/C/3/b/ii.

⁹⁰⁶ Bkz. ve karşı. dn. 858.

hükümler ve bunlarla bağlantılı beyan ve tekeffüller konusunda, örneğin birlikte satışa zorlama hakkı kullanan, şirket paylarının çoğunluğuna sahip olan tüzel kişi pay sahibiyle, hak yükümlüsü olan gerçek kişi azınlık pay sahibinin, en baştan aynı koşullara tabi olması ve birebir aynı koşullarda bir satış işlemine taraf olacakları beklentisi makul değildir. Buna ek olarak, pay devir sözleşmelerinde sıklıkla görülen, pay sahiplerinin *fiili bilgisi, hakimiyet alanında olan konular*.⁹⁰⁷ veya *satıcı ile şirkete ilişkin bilgiyi haiz olan kimselerin farklı kişiler olması*.⁹⁰⁸ gibi durumlar bakımından getirilen sorumluluk sınırlarına ilişkin hükümler ve buna benzer düzenlemeler, genellikle tüzel kişi olan çoğunluk pay sahibi ile gerçek kişi olan azınlık pay sahibinin aynı sorumluluk koşullarına tabi olmasını fiilen imkânsız kılabilir.⁹⁰⁹ Dolayısıyla, birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarını, tek taraflı irade beyanıyla tüm unsurları açıkça meydana gelmiş bir hukuki işlem kurmak için gereken nitelikleri taşıyan birer yenilik doğuran hak olarak nitelendirmek çoğu durumda mümkün olmayacaktır.

Birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarının yer aldığı düzenlemelerin, koşullar yerine geldiği ölçüde, hak sahibi ve hak yükümlüsü arasında kurulan bir ön sözleşme olarak nitelendirilmesi de mümkün olabilir. Özellikle birlikte satışa zorlama hakkı söz konusu olduğunda, hak yükümlüsünün, hak sahibi tarafından üçüncü kişiye yapılacak bir pay satışı durumunda, kimliği ileride belli olacak söz konusu üçüncü kişi ile payların devrine ilişkin bir sözleşme kurmayı taahhüt ettiği yönünde bir değerlendirme yapmak mümkündür. Böyle bir durumun oluştuğu varsayımında, hak yükümlüsü ile hak sahibi arasında, konusu üçüncü kişi yararına olan bir pay devir sözleşmesi kurmak olan bir ön sözleşme akdedildiği biçiminde bir yorum yapılabilir. Kuşkusuz bu yorumun geçerliliğinin değerlendirilmesi, ancak taraflar arasındaki ilişkinin nasıl ve hangi koşullara göre düzenlendiği ile doğrudan bağlantılı olacaktır.

⁹⁰⁷ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 356.

⁹⁰⁸ Altunbaş Sancak, **Anonim Şirket Özelinde Devralma İşlemlerinde Satıcının Ayrıptan Doğan Sorumluluğu**, s. 195. Kurumsal yönetim ilkelerinin gerçek manada uygulandığı, yani pay sahipliği ve yöneticilik rollerinin birbirinden ayrıldığı şirketlerde, şirketin işleyişine ilişkin konulardaki beyan ve tekeffüllerin asıl muhatabı işlem tarafı olan pay sahiplerinden ziyade yöneticiler olmaktadır (bkz., John COFFEE C. Jr., “No Exit?, Opting Out, The Contractual Theory of the Corporation and Special Case Remedies”, Brooklyn Law Review, C. 53, S. 4, 1988, s. 946). Fakat, Türkiye’deki birleşme ve devralmalar uygulamasında, standart uygulama bu konularda da satıcı tarafın – şirket yönetimindeki kişilerle istişare ederek – beyan ve tekeffüllerde bulunmasıdır. Fakat bu durum ise, potansiyel devralma işlemi sonrasında şirkette kalmaya devam edecek yöneticiler bakımından bir çıkar çatışması riski doğurmaktadır (bkz. Cumming / MacIntosh, **Venture-Capital Exits in Canada and the United States**, s. 104).

⁹⁰⁹ GREENBERGER James J., “Minority Investor Rights in Private Equity Transactions”, The Journal of Private Equity, C. 4, S. 2, Bahar 2001, s. 53.

Bu doğrultuda birlikte satışa zorlama hakkına ilişkin düzenlemenin doğrudan bir yapma (*facere*) edimi olarak kurgulanması daha makul bir alternatif olacaktır. Zira, birlikte satışa zorlama hakkı, mahiyeti gereği ileride bir sözleşme kurmayı veya kurulacak bir sözleşmeye katılmayı ifade ettiği için, bu ilişkinin ön sözleşme biçiminde kurgulanması durumunda, öncelikle konusu bir sözleşme kurma edimi olan bir hukuki ilişki (ön sözleşme), ardından ise bu edimi oluşturan hukuki ilişkiyi kurmak (birlikte satışa zorlama hakkından doğan, üçüncü kişi ile pay devir sözleşmesini kurmak) biçiminde iki basamaklı ve dolaylı bir ilişki ortaya çıkmış olacaktır. Bu durum ise tarafların murat ettikleri amaca ulaşmaları bakımından uygun değildir.

Birlikte satışa zorlama hakkının, üçüncü kişi yararına sözleşme hükümlerine tabi olarak kurulması da söz konusu olabilir. Buna göre, hak yükümlüsü ile hak sahibi arasında yapılan düzenlemede, üçüncü kişinin yönelteceği irade beyanı ile hak yükümlüsünün paylarını, hak sahibi ile aynı hüküm ve koşullara tabi olmak üzere satın alabileceği açıkça düzenlenebilir. Üçüncü kişi yararına sözleşmenin kurulması sırasında lehtarın belli olmaması ancak taraflar arasında sonradan belirlenebilecek nitelikte olması, sözleşmenin kurulmasına engel teşkil etmemektedir⁹¹⁰. Bu durumda üçüncü kişi şarta bağlı bir alım opsiyonu elde etmiş olur ve bu ilişkinin üçüncü kişi yararına bir sözleşme olarak nitelendirilmesi mümkündür. Burada bir eksik üçüncü kişi yararına sözleşme mi yoksa tam üçüncü kişi yararına sözleşme mi mevcut olduğu konusundaki sonuca da yine, tarafların arasındaki düzenlemenin detaylarına bakarak varmak mümkündür⁹¹¹. Taraflar arasındaki düzenlemede, payları devralacak olan üçüncü kişinin, birlikte satışa zorlama hakkı yükümlüsünü ifaya zorlama imkanına yer verilmesi durumunda, ilgili düzenleme tam üçüncü kişi yararına sözleşme olarak nitelendirilebilecektir. Nitekim, bu şekilde kurulacak bir yapı, hakka ilişkin edimlerin ifa edilebilirliği açısından kolaylaştırıcı bir etkiye sahip olacaktır.

Üçüncü kişinin fiilini taahhüt ilişkisi içeren bir yapı ise, özellikle birlikte satma hakkı söz konusu olduğunda ortaya çıkabilir. Nitekim bu ilişkide, hak yükümlüsü tarafından hak sahibine, üçüncü kişiye yapılacak olası bir pay satışı durumunda, üçüncü kişinin hak sahibine ait payları da satın almasına sağlayacağına dair verilen bir taahhüt söz konusudur. Kuşkusuz bu taahhüt, hak yükümlüsünün paylarının üçüncü kişi tarafından satın alınması koşuluna bağlıdır. Dolayısıyla, hak yükümlüsünün pay

⁹¹⁰ Bkz. dn. 1461 ve ilgili açıklamalar.

⁹¹¹ Bkz. İkinci Bölüm, I/B/5.

devir işlemini gerçekleştirmemesi durumunda, üçüncü kişinin fiilini taahhüde bağlı sorumluluk söz konusu olmayacaktır. Bu durum, birlikte satma hakkının temel unsurlarından olan, hak yükümlüsünün, hak sahibinin paylarının da üçüncü kişiye devrini sağlayamaması durumunda, kendi paylarını da devretmeme yükümlülüğü ile tutarlı bir mahiyettedir.⁹¹²

II) HAKLARIN PRATİK BAĞLAMDA VE EKONOMİK RASYONEL BAĞLAMINDA DEĞERLENDİRİLMESİ

A) Hakların Kullanılmasının Pratik Rasyoneli

1) Hakların Ortaklık Kontrolüne İlişkin Etkisi

Anonim ortaklıklar hukukunda kontrol kavramını, çeşitli bağlamlarda farklı biçimlerde tanımlamak ve kavramı oluşturan farklı unsurlardan söz etmek mümkündür. Bu minvalde, öğretide kontrol kavramı farklı mevzuat altında çeşitli açılardan incelenmektedir. Örneğin, anonim ortaklık paylarının devri ile ticari işletme devrine ilişkin unsurlar bağlamında⁹¹³, şirketler topluluğu hükümleri bağlamında⁹¹⁴, sermaye piyasası hukuku bağlamında⁹¹⁵ ve rekabet hukuku bağlamında⁹¹⁶ kontrol kavramının tanımı ve bu tanıma bağlanan sonuçlar farklılık göstermektedir.

Bu farklılıklara rağmen, opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden diğer haklarla kontrol kavramının etkileşimi çerçevesinde, kanaatimizce bir ortaklığın kontrolü, o ortaklığın idaresi, ortaklığın faaliyetlerinin yürütülmesi ve ortaklığın – pay sahipliği yapısı da dahil olmak üzere – bileşenleri ile doğrudan ilintilidir.

Opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden hakların tipik anlamda, bir ortaklığın fiilen idaresi ve faaliyetlerinin yürütülmesinde doğrudan kontrol sağlayan araçlar olmadıkları aşikardır. Zira bu hakların sahibi olan pay sahibinin, salt bu

⁹¹² Ayoğlu, *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*, s. 220, dn. 501.

⁹¹³ PASLI Ali, *Anonim Ortaklığın Devralınması*, İstanbul: Vedat, 2009, s. 35 vd.; Altunbaş Sancak, *Anonim Şirket Özelinde Devralma İşlemlerinde Satıcının Ayıptan Doğan Sorumluluğu*, s. 45 vd.).

⁹¹⁴ bkz. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), *Ortaklıklar Hukuku II*, K.N. 2011.

⁹¹⁵ SÖNMEZ Yusuf Ziyaeddin, “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrolü Kavramı – Yönetim Kontrolünde Değişiklik Olması ve Buna Bağlanan Sonuçlar”, *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, Y. 2018, C. 4, S. 2, s. 276.

⁹¹⁶ Altunbaş Sancak, *Anonim Şirket Özelinde Devralma İşlemlerinde Satıcının Ayıptan Doğan Sorumluluğu*, s. 57.

hakların kullanılması marifetiyle genel kurulda istediği kararı aldırabilmesi, yönetim kurulunun çoğunluğunu belirleyebilmesi veya yönetim kurulunda alınacak kararları karar nisabı anlamında etkileyebilmesi mümkün değildir. Fakat söz konusu hakların zaman zaman, ortaklar arasındaki ilişkide, ortaklar arası güç dengelerinde belirleyici bir etkiyi haiz olmaları ve böylelikle şirket organlarında alınacak kararları etkilemeleri mümkündür. Bu etkinin özellikle ortaklardan birine tanınan alım veya satım opsiyonu ile birlikte satışa zorlama hakkı bulunan durumlarda ortaya çıkması olasıdır. Söz konusu etki azınlık pay sahibi lehine bir avantaj getirebileceği gibi, çoğunluk pay sahibinin şirketteki kontrolünü pekiştirmesi için bir imkân da sağlayabilir. Örneğin azınlık pay sahibinin birlikte satışa zorlama hakkı sahibi olduğu bir durumda, şirket organlarında azınlık pay sahibinin menfaatleri hilafına bir karar alınması durumunda, azınlık pay sahibinin paylarını satma yoluna giderek çoğunluk pay sahibinin de paylarını birlikte satışa zorlama imkânı mevcut olacaktır. Böyle bir ihtimalin varlığı ise, çoğunluk pay sahibini şirket idaresine ilişkin konularda azınlık pay sahibi ile istişare ederek hareket etmeye icbar edebilir. Benzer dinamikleri içeren fakat tarafların haklardan doğan menfaatlerinin yer değiştirdiği bir varsayıma dayanan bir kurgu üzerinden konuyu örneklendirelim: Azınlık pay sahibinin belli konularda veto hakkına sahip olduğu ancak veto hakkını kullanması durumunda, çoğunluk pay sahibinin azınlığa ait payları iskontolu bir fiyat üzerinden satın alma opsiyonuna sahip olduğu bir durumu ele alalım. Böyle bir durumda, azınlık pay sahibinin, belirli konularda sahip olduğu veto haklarını kullanırken çok daha temkinli olması gerekecektir. Azınlık pay sahibi, çoğunluk pay sahibinin rızası hilafına ve menfaatlerine ters düşecek biçimde şirketin idaresine ilişkin herhangi bir kararın alınmasını engellemesi durumunda, elindeki payları piyasa değerinin altında bir fiyatla çoğunluk pay sahibine satmak zorunda kalabilecek ve dahası fiilen ortaklıktan çıkarılma riskiyle karşı karşıya kalacaktır.

Söz konusu örneklerin de gösterdiği gibi, ortaklıktaki kontrol kavramı ile opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar arasında bir etkileşim söz konusudur. Bu kapsamda, söz konusu hakların, bir ortaklıkta kontrolün tam manasıyla tesisi için yeterli etkiye sahip olmasa bile, kontrolü pekiştirmeye veya zayıflatmaya yönelik araçlar olarak değerlendirilebilmesi mümkün gözükmektedir. Özellikle şirketler topluluğu hükümleri bağlamındaki *kontrol* ve *hakimiyet* kavramları çerçevesinde, TTK m. 195, f. 1 hükmünde zikredilen “*başka bir yolla*” ifadesinden hareketle, istisnai durumlarda söz konusu hakların durumun koşullarına göre kontrol

elde etmeyi sağlayan araçlar olarak yorumlanması da mümkün olabilir. Nitekim ilgili hükme ilişkin gerekçe metninde de “*başka bir yolla*” ifadesinin geniş yoruma imkân verdiği belirtilmiştir.⁹¹⁷ Her ne kadar, söz konusu haklar vasıtasıyla kontrol sağlanabilmesi için tek elden yönetim mefhumunun varlığına ilişkin, kontrole dair etki araçlarının elde tutulması ve bunların fiilen kullanılabilmesi imkânı bulunması gerekiyorsa da kavramsal düzlemde söz konusu hakların hakimiyet araçları olarak nitelendirilebileceği durumların, nadiren de olsa, ortaya çıkabileceği söylenebilir.⁹¹⁸

Uygulamada opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların – özellikle de opsiyon haklarının birleşme ve devralma işlemlerinde çeşitli inovatif işlem yapılarının kurulması amacıyla kullanılmaları da söz konusu olmaktadır. Bu çerçevede örneğin büyüme potansiyeli yüksek bir şirkete yatırım yapmayı düşünen bir finansal yatırımcıyı ele alalım. Somut koşullar gereği, müstakbel pay sahibinin mevcut payları doğrudan satın almak yerine öncelikle şirkete finansman sağlaması gereken bir durumda, yatırımcının önce şirkete finansman sağlayacağı, sonrasında ise şirkete pay sahibi olacağı bir yapıyı kurmak için opsiyon haklarından faydalanılması mümkündür. Şirketin finansman ihtiyacı, şirket faaliyetleri için elzem olan potansiyel bir projeye kaynak sağlanması gerekliliğinden ileri geliyor olabilir. Böyle bir durumda, Anglo-Amerikan hukuk sistemlerinde mutad olarak uygulanabilen paya dönüştürülebilir borç (*convertible loan*) veya pay varantları (*share warrant*) gibi araçların Türk hukuku altında uygulanması, sermayenin korunması ilkesi, eşit işlem ilkesi, finansal yardım yasağı gibi gerekçelere bağlı olarak mümkün olmayabilir. Bu sorunu aşmak için, müstakbel pay sahibinin önce şirket paylarının alımına ilişkin opsiyon hakkına karşılık şirkete finansman sağladığı, ardından mutabık kalınacak değerlendirme üzerinden müstakbel yatırımcı adına şirkete yeni pay ihraç edildiği bir yapı kurmak mümkün olabilir. Bu yapı çerçevesinde taraflar, karşılıklı hak ve yükümlülüklerini bir pay sahipleri sözleşmesi tahtında kayıt altına alarak bu hak ve yükümlülükleri sözleşmesel

⁹¹⁷ TTK Gerekçe m. 195, f. 1: “*Birinci fıkranın (b) bendinde ilk planda borçlar hukuku bağlamında hâkimiyet sözleşmeleri kastedilmiştir. Bu sözleşmeler temelinde sözleşmesel şirketler topluluğu kurulur. Hâkimiyet sözleşmeleri dışındaki sözleşmelerle, meselâ pay sahipleri sözleşmeleriyle de hâkimiyet sağlanabilir. Hükümdeki “başka bir yolla” ibaresi geniş yoruma olanak sağlamaktadır. Birleşmeler, bölünmeler ve pay alımları da bu ibare içine girebilirler*”.

⁹¹⁸ TTK’da şirketler topluluğu hükümleri altında yer verilen *kontrol sistemi* ile *tek elden yönetim sistemine* ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. OKUTAN NILSSON Gül, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Şirketler Topluluğu Hukuku**, İstanbul: On İki Levha, 2009, s. 81 vd.; TEKİNALP Ünal, “**Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Şirketler Topluluğuna İlişkin Düzenlemesinde Kontrol İlkesi**”, Prof. Dr. Hüseyin Hatemi’ye Armağan C.II, İstanbul: Vedat, 2009, s. 1543-1556.

bir zemine taşıyabilirler. Böylelikle kurulacak bir alım opsiyonu (*call option*) temelinde, oldukça kompleks bir işlem yapısının kurulması mümkün olabilir.

2) Ortaklıkta Yabancılaşmanın Engellenmesi ve Ortaklık İlişkilerinde Belirliliğin Sağlanması

Bir anonim ortaklıkta, pay sahiplerinin kimliklerinin ve özelliklerinin önem taşıması, kavramsal olarak ortaklığın *anonimlik* özelliği ile çelişkili bir durum olarak görülebilir. Fakat dogmatik hukukta çok ortaklı, kurumsal yönetim ilkeleri ışığında bir yönetime tabi, pay sahipleri arasında yakın bağların bulunmadığı adeta otonom bir yapı olarak kurgulanan anonim ortaklık⁹¹⁹, uygulamada henüz bu nitelikleri tam manasıyla ihtiva eden bir yapıda değildir.

Pay sahiplerinin kimliğinin önem taşıdığı tipik örnek olarak aile ortaklığı niteliği taşıyan anonim ortaklıklar gösterilebilir. Dolayısıyla bu tür ortaklıklarda, pay sahipleri arasındaki ilişkiler, genellikle pay sahipleri sözleşmesi niteliğinde olan ve oy hakları ile payların devrine ilişkin koşulları düzenleyen yan sözleşmeler marifetiyle öngörülebilir ve belirlenebilir hale getirilir.⁹²⁰ Bazı durumlarda ise, pay sahipleri arasındaki akrabalık bağları gibi *à priori* nedenlerden bağımsız olarak, şirketin yapısı veya faaliyet alanının ortaya çıkarttığı bir gereksinime bağlı olarak, anonim ortaklık pay sahiplerinin belirli nitelikleri haiz olmaları gerekebilir. Örneğin şirketin teknik olarak çeşitli uzmanlıkların bileşimini gerektiren bir alanda faaliyet gösterdiği bir durumda, bu alanda uzmanlığı bulunan birden fazla pay sahibinin bir araya gelmesi ve sermayeye katılmalı bir ortak girişim kurması söz konusu olabilir.⁹²¹

İşte bu tür durumlarda, payların belirli bir ortaklık çevresinde kalması ve payların muhtemel devri durumlarında ortaklar arasında oluşabilecek yabancılaşmanın önlenmesinde, opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden diğer haklar önemli bir işlevi yerine getirirler.⁹²² Pay sahipleri arasında bu hakların da içerisinde yer aldığı,

⁹¹⁹ Esin, *Birleşme ve Devralmalar*, s. 327.

⁹²⁰ Martin, *Société anonyme de famille – Structure, maintien et optimisation de la détention du capital*, s. 262.

⁹²¹ Altay, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler*, s. 20; PROBST Thomas, “Le contrat de joint venture”, La pratique contractuelle: actualité et perspectives, Symposium en droit des contrats, 2009, s. 51; REYMOND Claude, “Reflexions sur la nature juridique du contrat de joint-venture”, Journal des tribunaux - Droit public, Droit constitutionnel et administratif - Jurisprudence fédérale, 1975, s. 482.

⁹²² Sergesketter, *Preferential Rights to Purchase: The Basics, and the Most Interesting Pref. Rights Case You've Never Heard about*, s. 46.

pay devrine ilişkin çeşitli koşullar getiren düzenlemelere yer verilmesi yoluyla, şirketin pay sahipliği yapısının aile çevresi içinde kalması veya sermayeye katılmalı bir ortak girişimin söz konusu olduğu durumlarda, faaliyet alanının gerektirdiği ortaklık dinamiklerine uygun olmayacak kişilerin ortaklığa dahil olmasının engellenmesi mümkün olabilmektedir.⁹²³ Bu işlevin yerine getirilmesinde, her bir hak, farklı modalitelerle oluşturulan düzenlemeler yoluyla etkili birer araç teşkil edebilir. Örneğin üçüncü kişiye pay devrinin söz konusu olduğu durumlarda, öncelik hakları yoluyla payların mevcut ortaklık çevresi içinde kalması sağlanabilir. Benzer biçimde alım veya satım opsiyonlarının ortaklardan biri ve birkaçına tanınması durumunda, söz konusu ortaklarının paylarının yine mevcut ortak veya ortaklar tarafından devralınması sağlanacak; böylelikle ortaklığa, uygun nitelikleri taşımayan yeni pay sahiplerinin dahil olması engellenebilecektir. Bunun yanında, aslında kavramsal olarak pay devir kısıtlaması anlamına gelmeyen bazı hakların kullanımının, fiilen (ortaklık bileşenlerine) yabancı kişilere pay devri yapılmasını engelleyici bir etkisi olabilir. Örneğin birlikte satma hakkının mevcut olduğu durumlarda, bu hakkın getirdiği birlikte hareket etme zorunluluğu, hakkın yükümlüsü olan pay sahibinin elindeki payları devretmesine fiili olarak bir engel teşkil edebilir.⁹²⁴ Çünkü böyle bir durumda, pay devri gerçekleştirmek isteyen, örneğin, azınlık pay sahibinin, yalnızca kendi paylarını değil, birlikte satışa konu edilebilecek payların tümünü, deyim yerindeyse, pazarlaması gerekecek; bu durum ise paylar bakımından alıcı bulunmasını zorlaştırabilecek bir etken teşkil edebilecektir.⁹²⁵

Opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden hakların ortaklık ilişkilerinde belirliliğin sağlanmasına katkısı ise özellikle en az bir *işletmeci pay sahibi* ile bir *finansal yatırımcı* pay sahibinin mevcut olduğu şirketlerde görünür olmaktadır. Böyle bir yapıda tarafların ortaklıktan beklentileri ve ortaklıkta öncelik atfettikleri menfaatleri birbirinden farklı olduğu için, söz konusu haklar ikili bir işlevi yerine getirmektedir. Bu işlevlerden ilki, taraflardan birinin diğerinin menfaatleri hilafına paylarını satarak ortaklıktan ayrılmasına karşı bir kontrol mekanizması oluşturmaktır.

⁹²³ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 77; BERTRAND Diane / LYSTER Geoff / POWERS Greg / STEVENS Sean, **IBA Guide on Shareholders' Agreements**, Canada, International Bar Association, 2012, s. 4-5.

⁹²⁴ Yılmaz, **Tag Along & Drag Along Rights**, s. 37.

⁹²⁵ Anglo-Amerikan öğretisinde kapalı bir şirketteki azınlık pay sahibinin çeşitli nedenlerle elindeki payları elden çıkaramaması durumunda ortaya çıkan bu durum, *lock-in* kavramı ile ifade edilmektedir (bkz. BLAIR Margaret M., “**Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century**”, University of California Los Angeles Law Review, C. 51, 2003, s. 388).

Bu mekanizma çerçevesinde düzenlenebilecek öncelik hakları veya birlikte satma ile birlikte satışa zorlama hakları marifetiyle tarafların paylarını devredebilmeleri belirli koşulların yerine getirilmesine bağlanmış olmakta ve genellikle hassas dengeler gözetilerek kurulmuş ortaklık ilişkisinin deyim yerinde ise *hoayatça* sonlandırılması engellenmiş olmaktadır. İkinci işlev ise, özellikle finansal yatırımcı sıfatıyla şirkette bulunan pay sahibinin, genellikle ortaklık ilişkisi kurulurken talep ettiği çıkış imkânını (*exit right*) ne zaman ve hangi koşullarda kullanabileceğinin belirlenmesine ilişkindir.⁹²⁶ Alım ve/veya satım opsiyonları içeren düzenlemeler yoluyla söz konusu çıkışın ve yatırımın nakde dönüştürülmesine ilişkin hususlar taraflar arasında önceden düzenlenebilmekte ve ortaklıktaki önemli unsurlardan biri olan çıkış hakkına ilişkin ekonomik ve pratik parametreler taraflar arasında önceden kararlaştırılabilmektedir.⁹²⁷

3) Ortaklar Arası Uyuşmazlıkların Çözümü

Özellikle pay sahiplerinden birinin ya da birkaçının şirket idaresinde belirleyici etkiye sahip olmadığı durumlarda, şirket organlarındaki karar alma mekanizmalarının kilitlenmesi ve bunun sonucunda şirketin temel fonksiyonlarının yerine getirilememesi söz konusu olabilir. Bu durum özellikle, pay sahiplerinden biri ya da bir grup, genel kurulda veya yönetim kurulunda karar almak için yeterli nisabı sağlayamadığında ortaya çıkabilmektedir. Uygulamada ve öğretilde *deadlock* terimiyle de ifade edilen bu kilitlenme durumunun temel sebebi, genellikle pay sahiplerinin menfaatleri arasında ortaya çıkan bir çatışma ve şirketteki güç dengesinin bu çatışmayı çözümlmek için gerekli araçları sağlayamamasıdır.⁹²⁸

Söz konusu kilitlenmenin çözümlenmesinde, pay sahipleri arasında düzenlenecek opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden diğer haklar etkili birer araç teşkil edebilir. Özellikle kilitlenme durumunda devreye girecek biçimde düzenlenen alım veya satım opsiyonları ile birlikte satma ve birlikte satışa zorlama hakları, taraflar arasındaki güç ve menfaat dengesinde, tarafları çeşitli tavizler vermeye zorlama potansiyeline sahip olabilir. Fakat bu mekanizmanın sorunsuz biçimde işleyebilmesi için, tarafların mekanizmaya ilişkin kriterler ve işleyiş prensipleri

⁹²⁶ Majumdar, *The (Un?)Enforceability of Investor Rights in Indian Private Equity*, s. 1021.

⁹²⁷ Benzer bir perspektiften, hakların kullanılmasının ekonomik rasyonelleri arasında olan öngörülebilir gelir yaklaşımı hakkında açıklamalar için bkz. İkinci Bölüm, II/B/1/b.

⁹²⁸ Dural, *Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulunun Kilitlenmesi ve Hukuki Sonuçları*, s. 32.

üzerinde açıkça anlaşılarak bunları ortaya koymaları elzemdir. Hangi hallerin ortaklıkta bir kilitlenme teşkil edeceğine ilişkin hususlar mümkün olduğunda açık biçimde belirlendikten sonra, kilitlenmeye sebep olan menfaat çatışmasının mutabakat yoluyla giderilememesi durumunda, taraflardan birinin, diğer tarafın payları üzerinde kullanabileceği alım veya satım opsiyonunun öngörülmesi ve opsiyon sahibinin bu imkânını kullanması yoluyla söz konusu kilitlenmenin sona erdirilmesi mümkün olabilecektir.⁹²⁹ Böyle bir opsiyonun pay sahipleri arasında salt düzenlenmiş olması bile, tarafları müzakere yoluyla kilitlenme yaratan durumu çözmeye ve gerekirse bu amaçla taviz vermeye teşvik edecektir.⁹³⁰

Alım ve satım opsiyonu haricinde, birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarının pay sahipleri arasındaki ilişkide mevcut olması da potansiyel bir kilitlenme durumunun çözümüne katkı sağlayabilecektir. Bir bakımdan bu haklar, kilitlenmeye sebep olan menfaat çatışmasının çözümünde alım ve satım opsiyonları kadar etkin olamayabilirler. Çünkü, alım ve satım opsiyonlarının aksine birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarının kullanılabilmesi için bir üçüncü kişinin, payların satın alınmasına yönelik yapacağı bir teklif yoluyla taraflar arasındaki ilişkiye dahil gerekmektedir. Fakat, bu haklar bakımından da hakların şirkette kilitlenme durumu oluştuğunda devreye gireceği bir düzenleme yapılması yoluyla, kilitlenmeye neden olan menfaat çatışmasının müzakere yoluyla çözümlenebilmesi için etkili bir araç tesisi mümkün olabilir.⁹³¹

B) Hakların Kullanılmasının Ekonomik Rasyoneli

1) Pay Satışlarında Elde Edilen Avantajlar

a. Kontrol Priminden Yararlanma

Birleşme ve devralmalar uygulamasında, sahibine ortaklığın yönetimi konusunda bir kontrol imkânı veren paylar, genellikle piyasa değerinin üzerinde fiyatlanmaktadır. Bunun temel sebebi, kontrolü elinde bulunduran pay sahibinin genel

⁹²⁹ Dural, *Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulunun Kilitlenmesi ve Hukuki Sonuçları*, s. 162.

⁹³⁰ Gomtsian, *Exit in Non-Listed Firms: When and How to Use Share Transfer Restrictions*, s. 729.

⁹³¹ Anonim ortaklık pay sahipleri arasında, esas sözleşme veya pay sahipleri sözleşmesi temelinde oluşan ortaklık ilişkisine aykırı davranılması durumunda, opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden diğer hakların bir caydırıcı mekanizmanın unsurları olarak kullanılması konusunda açıklamalar için ayrıca bkz. Birinci Bölüm, II/B/2/b/i. Burada yapılan açıklamalar genel olarak alım ve satım opsiyonlarına özgü olsa da aynı ilkelerin diğer benzer haklar bakımından da geçerli olacağı kuşkusuzdur.

anlamda şirketin iş ve işleyişini belirleyebilme kabiliyetine sahip olması ve böylelikle işletme stratejisinde kendi menfaatlerine uygun olacak değişiklikleri uygulayarak karlılığı arttırmaya ve şirketin değerini yükseltmeye yönelik başka eylemleri gerçekleştirebilmesidir⁹³². Bu durumun ortaklık paylarının değerlemesinde payın birim fiyatı üzerinde yarattığı ek değere kontrol primi (*control premium*)⁹³³ adı verilmektedir⁹³⁴.

Opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden haklar bakımından, kontrol priminin en görünür olduğu hak türünün birlikte satma⁹³⁵ ve birlikte satışa zorlama hakkı olduğu söylenebilir⁹³⁶. Örneğin birlikte satma hakkına sahip olan bir azınlık pay sahibini ele alalım: ortaklıkta kontrol yetkisine sahip çoğunluk ortağın paylarını bir üçüncü kişiye devretmesi durumunda, bu paylara karşılık ödenecek fiyatta kontrol priminin de mevcut olacağı makul bir varsayımdır. Bu satışa, birlikte satma hakkını kullanmak yoluyla dahil olan azınlık pay sahibi, normalde kendi paylarına etki etmeyecek olan kontrol priminden yararlanma imkânına kavuşacaktır. Benzer biçimde birlikte satışa zorlama hakkı, ortaklıkta tek başına kontrol yetkisine sahip olmayan bir çoğunluk pay sahibinin, paylarını kontrol priminden yararlanarak satabilmesi imkânı sağlayabilir. Örneğin iki pay sahibi bulunan bir ortaklıkta, azınlık pay sahibinin belirli kritik konularda veto haklarına sahip olduğu bir kurguda çoğunluk pay sahibinin,

⁹³² BOOTH Richard A., “**Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings**”, The Business Lawyer, C. 57, S. 1, Kasım 2001, s. 129.

⁹³³ Meier-Mazzucato / Montandon, **Perspectives en termes de valeur et de prix ainsi que suppléments et escomptes globaux lors de l'évaluation et de transactions d'entreprises**, s. 277; Kontrol imkânına sahip olmamaktan kaynaklı payları daha düşük fiyattan satabilme durumu için ise, bu kavramın karşısı olarak öğretide ve uygulamada *marketability discount* veya *minority discount* ifadeleri kullanılmaktadır (bkz. Booth, **Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings**, s. 130).

⁹³⁴ HAZEN Thomas L., “**Transfers of Corporate Control and Duties of Controlling Shareholders, Common Law, Tender Offers, Investment Companies, and a Proposal for Reform**”, University of Pennsylvania Law Review, Mayıs 1977, C. 125, S. 5, s. 1024; Yılmaz, **Tag Along & Drag Along Rights**, s. 31. Nitekim bu mefhum yalnızca şirket birleşme ve devralmaları pratiğinde görülmemektedir; kişilerin genel olarak bir şeyi iktisap ettiklerinde, o şeye ilişkin tasarruf yetkisinin tamamıyla kendilerinde olması için fazladan bir ödeme yapmayı genellikle tercih etmeleri, genel olarak ekonomik bir olguyu işaret eder (bkz. OWENS David / GROSSMAN Zachary / FACKLER Ryan, “**The Control Premium: A Preference for Payoff Autonomy**”, American Economic Journal: Microeconomics, C. 6, S. 4, Kasım 2014, s. 139). Bu duruma günlük hayattan oldukça basite indirgenmiş bir örnek olarak, bir ailenin yılın yalnızca bir veya iki ayını geçirecekleri bir yazlık evi, başkalarıyla ortaklaşa satın almak yerine tek başına satın alması gösterilebilir. Söz konusu aile, farklı iki ortak aile ile birlikte evi satın almış olsaydı da muhtemelen benzer bir kullanım verimi elde edebilecekti. Zira, evin ailelerden biri tarafından tatil amacıyla kullanılabileceği süre örneğin yılda bir ayı geçmeyecektir. Bununla birlikte, söz konusu ailenin evi istediği zaman kullanabilme (ya da kullanmamayı tercih etme) imkânına sahip olmak için çok daha yüksek bir fiyat ödeyerek evi tek başına satın alması söz konusu olabilmektedir.

⁹³⁵ The Corporation Law Committee of the Association of the Bar of the City of New York, “**The Enforceability and Effectiveness of Typical Shareholders Agreement Provisions**”, The Business Lawyer, C. 65, S. 4, 2010, s. 1185.

⁹³⁶ Greenberger, **Minority Investor Rights in Private Equity Transactions**, s.51.

paylarını üçüncü kişiye satarken normal koşullar altında şirkette kalacak ortağın sahip olduğu veto haklarından dolayı kontrol priminden yararlanamaması veya çok daha düşük bir primden yararlanabilmesi söz konusu olacakken, bu pay sahibinin birlikte satışa zorlama hakkı bulunması durumunda, veto haklarına sahip olan azınlık pay sahibine ait payları da satış işlemine dahil ederek satıştan azami getiriyi elde etmesi mümkün olacaktır.

b. Yatırım Gelirinin Öngörülebilirliği

Özellikle risk sermayesi veya finansal yatırımcı⁹³⁷ sıfatıyla bir ortaklıkta pay sahibi olan kişiler, söz konusu payları edinirken, bu yatırımdan belirli bir dönem sonunda belirli bir getiri elde edilmesi çerçevesinde bir ticari amaca ve bu minvalde belli bir süre sonunda payları devrederek ortaklıktan ayrılma saikine sahip olmaktadır. Bu nihai amaca ulaşabilmek için, payların satın alınması sürecinde yapılan değerlemede birçok faktör göz önünde bulundurulmakta ve sürecin sonunda elde edilecek gelirlere ilişkin bir projeksiyon ortaya çıkmaktadır.⁹³⁸

Böyle bir yatırımın söz konusu olduğu durumlarda, satıcı ve yatırımcı arasında pay devir işlemine ilişkin müzakereler ve hazırlık çalışmaları yapılırken, ileride öngörülen çıkış işlemine ilişkin düzenlemelerin de pay devrine ilişkin sözleşmelerde yer alması elzemdir. Bu düzenlemelerin taşıyıcı unsurunu ise, taraflar arasında mutabık kalınan (zaman zaman alım ve) satım opsiyonu oluşturmaktadır.⁹³⁹ Bu yöntemle, yatırımcının paylarını satarak şirketten ayrılacağı dönem geldiğinde, bu satışın konu olduğu payların adedi, satışa uygulanacak bedel ile gerekli olduğu ölçüde satışa ilişkin sorumluluk ve ödeme koşulları gibi (ihtiyari) hükümler, taraflar arasında

⁹³⁷ Bkz. yukarıda dn. 602.

⁹³⁸ Çelik, **Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi**, s. 79 vd.

⁹³⁹ Uygulamada yatırımcıların, satım opsiyonu yanında, şirket paylarının halka arzı için diğer pay sahibinden iş birliği yapma taahhüdü (deyim yerinde ise halka arz [IPO] hakkı) talep etmeleri de nadir rastlanan bir durum değildir. Öğretide, şirket paylarının halka arzını talep etme ya da yapılacak bir halka arzda yapılacak satışa katılmayı talep yetkisi veren bu tür haklar *demand rights* ya da *piggy-back rights* olarak anılmaktadır (bkz. Saez *et. al*, **Tag Along and Drag Along Clauses**, s. 424, dn. 2; Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 215, dn. 488). Fakat belirtmek gerekir ki, genel olarak yenilik doğuran bir hakkın kullanılması yoluyla işlevsellik kazanan satım opsiyonunun aksine, halka arz süreci çok daha komplike ve birçok paydaşın bir araya gelmesini gerektirdiği için, bu tür düzenlemeler, yatırımcının çıkış imkânı ve bu imkânın kullanımının öngörülebilirliği açısından çok daha muğlaktır (bkz. Bienz / Walz, **Venture Capital Exit Rights, Journal Of Economics & Management Strategy**, s. 1076; Gerhard, **Private equity – L'exit vu au travers des yeux d'un fonds de private equity**, s. 98-99). Ayrıca, halka arz işlemlerinde, aracı kuruluşlara tanınan ve halka arzdan sonra belirli bir süre içinde, ihraççı veya satış yapan pay sahiplerinden, halka arz fiyatı üzerinden ek pay alımı yapma imkânı veren *ek alım opsiyonu* kavramına ilişkin detaylı bilgi için bkz. AYOĞLU Tolga, **Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, İstanbul: Vedat, 2008, s. 175 vd.

düzenlenen opsiyon sözleşmesi altında belirli hale gelmektedir. Bu belirlilik, özellikle yatırımcı açısından çıkış zamanı geldiğinde elde edeceği potansiyel gelirine ilişkin bir projeksiyon yapabilmesi bakımından önemlidir⁹⁴⁰. Böylelikle payların satın alınması sürecinde yapılan değerlendirme ile payların potansiyel olarak satılabileceği fiyat arasında bir ilişki kurularak, iç verim oranı (*internal rate of return*) olarak ifade edilen ve finansal yatırımcıların gerçekleştirdiği bu tür işlemlerde önemli bir parametre teşkil eden konuda belirlilik sağlanabilmektedir⁹⁴¹.

c. *Ex Ante* Pazarlık Gücü

Pay sahipleri arasındaki düzenlemelerde mevcut olan opsiyon hakları ve/veya pay devrinde özellik arz eden hakların etkisi, yalnızca bu hakların kullanılması ile değil hakların kullanılmasından önce de ortaya çıkabilmektedir. Zira pay sahipleri arasında salt bu hakların düzenlenmiş olması dahi, hakların kullanılması söz konusu olmadan önce bile, pay sahiplerinin ortaklık ilişkileri bağlamında yaklaşımlarını ve tutumlarını etkileme potansiyeline sahiptir. Bu etkiler arasında en bariz olanlarından birisi, pay sahiplerinin herhangi bir pay devrine ilişkin somut niyet veya teklif oluşmadan, öncelikle birbirleri ile bu konuda istişare etmesine ilişkin ortaya çıkan gerekliliktir. Şöyle ki, örneğin öncelik hakkı, birlikte satma hakkı veya birlikte satışa zorlama hakkı düzenlemesi bulunan durumda, pay sahiplerinden birinin paylarını satmaya ilişkin niyetinin ortaya çıkması durumunda, söz konusu pay sahibinin bu niyete ilişkin öncelikle diğer pay sahibiyle görüşmesi gerekli olabilir. Her ne kadar söz konusu haklar kavramsal olarak ancak payların satışına ilişkin somut bir teklif veya belirli bir olgunluğa ulaşmış potansiyel bir işlem durumunda kullanılabilir olsa da tarafların fiilen daha erken bir safhada konuya ilişkin istişare ve pazarlık yürütmeleri gerekebilir. Örneğin birlikte satma hakkı yükümlüsü olan çoğunluk pay sahibinin, bir üçüncü kişi ile payların satışına ilişkin yürüteceği müzakerede, birlikte satma hakkı sahibinin işlem gerçekleşeceği zaman hakkın kullanımına ilişkin takınacağı tutum belirleyici olabilir. Çünkü ilk olarak, söz konusu hakkın kullanılıp kullanılmamasına göre, potansiyel alıcının paylar için ödeyeceği toplam bedel artabilecektir. Bu bedel de birlikte satma hakkına konu olan payların sayısına göre oldukça yüksek bir meblağ olabilir. İkinci olarak ise, hakkın kullanılmasıyla ilgili durum çözüme kavuşana kadar işleme ilişkin

⁹⁴⁰ Bienz / Walz, *Venture Capital Exit Rights*, *Journal Of Economics & Management Strategy*, s. 1081.

⁹⁴¹ Gerhard, “*Private equity – L’exit vu au travers des yeux d’un fonds de private equity*”, s. 96; Rouiller *et. al*, *La société anonyme suisse*, s. 185.

bir belirsizlik hâkim olacaktır. Bu nedenlerden dolayı, tarafların henüz somut ve potansiyel bir pay devir işlemi ortaya çıkmamışken dahi, birtakım *ex ante* (olgu öncesi) görüşmeler ve pazarlıklar yapma gerekliliği ortaya çıkacaktır.⁹⁴² Bu durum ise, özellikle hak sahibi taraf için, pazarlıklarda avantajlı bir unsur oluşturabilecek ve bu yolla nihai işlemin kendisi için daha elverişli koşullarda tamamlanabilmesi için bir fırsat teşkil edecektir.

2) Fırsatçılık Probleminin Önlenmesi

a. Genel Olarak Fırsatçılık Problemi

Opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden hakların hukuksal bağlamda ifade ettiği anlam ve işlevlerinin, haklara ilişkin düzenlemelerin taraflarına ait ekonomik saiklerden kaynaklandığını ifade etmek mümkündür. Söz konusu hakların da konu olduğu sözleşmeler ve düzenlemeler, temelde kâr elde etmek üzere ekonomik faaliyetler yürüten bir işletmenin idaresi ve kurumsal özelliklerine ilişkin ilkeleri belirlemek üzere yapılmaktadır. Bu bakımdan, söz konusu kavramlara ilişkin, “*hukuk kural ve kurumlarının oluşum, yapı ve etkilerini kavramak ve değerlendirmek amacıyla, ekonomik teoriyi hukuka uygulayan öğreti*” biçiminde tanımlanan⁹⁴³ hukuk ve ekonomi perspektifinden, konunun ana yönlerini içerecek biçimde yapılacak bir analiz, konunun bütüncül değerlendirmesi bakımından faydalı olacaktır.

Bu minvalde, söz konusu hakların ortaklıklar ve ortaklar-arası ilişkiler bakımından çözüm aradığı temel kavramın fırsatçılık problemi (*opportunism problem*)⁹⁴⁴ ve buna bağlı olarak ortaklıkla bağlantılı ekonomik ilişkilerde ortaya çıkan suistimal sorunu olduğu söylenebilir.⁹⁴⁵ Nitekim, bu hakların yer aldığı ilişkilerde dört temel çatışma ögesinin bulunduğunu tespit etmek mümkündür. Bu ögeler, muayyen bir yatırımın (*specific investment*) varlığı, belirli özellikleri haiz

⁹⁴² Bienz / Walz, *Venture Capital Exit Rights*, *Journal Of Economics & Management Strategy*, s. 1082.

⁹⁴³ SANLI Kerem Cem, *Haksız Fiil Hukukunun Ekonomik Analizi: Hukuk ve Ekonomi Öğretisi*, İstanbul: Arkan, 2007, s. 9.

⁹⁴⁴ Fırsatçılık, ekonomide kişinin kendi çıkarı doğrultusunda hareket edeceği varsayımı olarak tanımlanmaktadır (bkz. ÇETİN Tamer, “Yeni Kurumsal İktisat”, *Sosyoloji Konferansları*, C. XLV, S. 1, 2012, s. 60). Sözleşme hukuku bağlamında fırsatçı davranış ise, sözleşmede öngörülmemiş bir kazancın elde edilmesine yönelik girişim veya sözleşme hükümlerinin açıkça karşı tarafın menfaati hilafına kullanılarak makul olmayan bir kazanç elde etme eylemi olarak tanımlanabilir. Ayrıca bkz. HART Oliver, “An Economist’s Perspective on the Theory of the Firm”, *Columbia Law Review*, C. 89, S. 7, *Contractual Freedom in Corporate Law*, Kasım 1989, s. 1763.

⁹⁴⁵ Yılmaz, *Tag Along & Drag Along Rights*, s. 56; Saez *et. al*, *Tag Along and Drag Along Clauses*, s. 427; Hart, *An Economist’s Perspective on the Theory of the Firm*, 1764.

nispeten az sayıda pay sahibinin bulunması, belirli bir süre için (bu süre üç-beş yıl gibi kısa bir dönemi işaret edebileceği gibi 20 yıl ve üzeri uzun bir döneme ilişkin de olabilir) birlikte gerçekleştirilmesi planlanan ticari faaliyetin varlığı ve bu unsurlara eklenen fırsatçı davranış potansiyeli olarak sıralanabilir⁹⁴⁶. Bu öğeler göz önünde bulundurulduğunda, hakların sözleşmelerde düzenlenmesindeki temel amacın, çoğunlukla tarafları oluşturan *işletmeci pay sahibi* ile *finansal yatırımcı* arasındaki menfaat çatışmalarının en aza indirilmesi ve böylelikle yatırımın değerinin korunması olduğu söylenebilir⁹⁴⁷.

Hukuk ve ekonomi perspektifinden fırsatçılık, ekonomi disiplinin bir alt dalı olan örgüt teorileri kapsamında incelenen işlem maliyetleri teorisiyle yakından ilgilidir⁹⁴⁸. Bu çerçevede, iktisadi anlamda sözleşmeyi iki taraf arasında, tarafların davranışları açısından güvenilir bir taahhüt sağlamak için yapılmış bir anlaşma olarak tanımlamak mümkündür⁹⁴⁹. Fakat temel olarak sınırlı rasyonellik ve fırsatçılık olarak ifade edilen kavramlar nedeniyle, sözleşmelerin etkin biçimde ifası pratikte her zaman mümkün olamamaktadır⁹⁵⁰.

b. Muayyen Yatırımlarda Fırsatçılık Probleminin Önlenmesi

Özellikle iki veya daha fazla pay sahibinin bir araya gelerek kurduğu sermayeye katılmalı ortak girişimlerde pay sahipleri, ortak girişimin başarıya ulaşması için genellikle kendi yönetim ve faaliyet esaslarında çeşitli ayarlamalar ve değişiklikler yaparak, ortak girişimin başarılı olması ve beklenen kazancı sağlaması için çaba sarf ederler. Örneğin büyük ölçekli alt yapı projelerinin taahhüt işlerini yapmak amacıyla kurulan bir sermayeye katılmalı ortak girişimde, taraflardan birisi altyapı

⁹⁴⁶ Saez *et. al*, **Tag Along and Drag Along Clauses**, s. 426.

⁹⁴⁷ Bienz / Walz, **Venture Capital Exit Rights**, *Journal Of Economics & Management Strategy*, s. 1078-1079.

⁹⁴⁸ WILLIAMSON Oliver E., “**Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations**”, *The Journal of Law & Economics*, C. 22, S. 2 Ekim 1979, s. 233

⁹⁴⁹ Çetin, **Yeni Kurumsal İktisat**, s. 58. Bir başka ifadeyle, somut menfaatler karşılığı diğer tarafa somut maliyetler yükleyen anlaşma olarak tanımlanabilecek sözleşme, iktisatçı bakış açısıyla birincil olarak hukuki bir kavram değildir (bkz. SUCHMAN Mark C., “**The Contract as Social Artifact**”, *Law & Society Review*, C. 37, S. 1, Mar 2003, s. 92).

⁹⁵⁰ Hukuk ve ekonomi pratiğinde, işlem maliyetleri ile fırsatçı davranışlar arasındaki etkileşim ve bu etkileşimin sözleşme hukukunda yansımalarına ilişkin değerlendirme için bkz. SANLI Kerem Cem, **Hukuk ve Ekonomi Perspektifinden Sözleşme Hukuku ve Sözleşme Yaptırımlarının Ekonomik Analizi**, İstanbul: On İki Levha, 2015, s. 23 vd. Ekonomik seçimler söz konusu olduğunda, *gerçeğe* en yakın bilgiye ulaşan bireyin seçimlerinde fayda-maliyet analizine göre mutlak rasyonel kararlar alabileceğine ilişkin rasyonelite teorisi ve bunun eleştirisi için bkz. KOROBKIN Russell B. / ULEN Thomas S., “**Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics**”, *California Law Review*, C. 88, S. 4, Temmuz 2000, s. 1051-1144.

projelerindeki mühendislik ve AR-GE işlerine ilişkin uzmanlığını kullanmayı, diğer taraf ise ekipmanların tedariğine ve projeye uygulanmasına ilişkin alanlarda katkı sağlamayı yükümlenmiş olabilir. Böyle bir ortaklıkta, her iki taraf da ortak girişim şirketi çatısı altında yükümlendikleri unsurları yerine getirebilmek için finansal ve idari bakımdan birçok maliyete katlanmak zorunda kalacaklardır. Birleşme ve devralmalar pratiğinde, bu tür yatırımlar, belirli bir konuda ve belirli bir çerçeve kapsamında faaliyet gösterilmesine ilişkin olduğunda, muayyen yatırım (*specific investment*) olarak ifade edilmektedir.⁹⁵¹

Muayyen yatırımlar söz konusu olduğunda, fırsatçılık probleminin ortaya çıkma ihtimalinin artması beklenen bir sonuç olduğu gibi aynı zamanda iktisat literatüründe de teknik olarak değinilen bir konudur.⁹⁵² Bu problem temel olarak iki biçimde ortaya çıkabilmektedir. Bu durumlardan ilkinde verilebilecek örnek, taraflardan birisinin, ortakların uzmanlıklarına bağlı olarak ortaklıkta yer almaları sayesinde ortaya çıkacak semereler henüz elde edilememişken paylarını satmaya karar vermesidir. İkinci durum ise, yatırımın başında planlanan hedeflere ilişkin süre ve kârlılık gibi ölçütler optimum seviyeye gelmişken, taraflardan birinin paylarını satarak şirketten ayrılmayı reddetmesi veya bu sürece ayak diremesi biçiminde olabilir. Her iki durumda da fırsatçılık probleminin yarattığı riskler olumsuz sonuçlar doğurabilir. Bu olumsuz sonuçlardan ilki, tarafların en baştan bu yatırıma dahil olmaktan kaçınması sonucu ortaya çıkan eksik yatırım (*under-investment*)⁹⁵³ problemidir. Diğerisi ise tarafların, yatırıma ilişkin üzerlerine düşen yükümlülükleri hakkıyla yerine getirmemeleri biçiminde ortaya çıkan vazgeçme problemidir (*hold-up problem*).⁹⁵⁴

İşte hukuk ve ekonomi perspektifinden ortaklıkların verimli biçimde işleyişini engelleyen ve yatırımların sürdürülebilirliğini olumsuz etkileyen bu sorunların çözümü bakımından, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar, özellikle ortaklıklardaki çıkış mekanizmalarını (*exit rights*) belirli hale getirmekte önem arz

⁹⁵¹ Bienz / Walz, *Venture Capital Exit Rights*, *Journal Of Economics & Management Strategy*, s. 1079; ARMOUR John / WHINCOP Michael J., “An Economic Analysis of Shared Property in Partnership and Close Corporations Law”, *Journal of Corporation Law*, C.26, S. 4, Yaz 2001, s. 992.

⁹⁵² Saez *et. al*, *Tag Along and Drag Along Clauses*, s. 426.

⁹⁵³ Bu kavram genel manada bir yatırıma ilişkin süreç içinde, aslında olması gerekenden daha düşük bir tutarın harcanması anlamına gelmektedir. Muayyen yatırımlar bağlamında ise, kavramın işaret ettiği husus, söz konusu muayyen yatırımın tekâmül edebilmesi için gerekli mali kaynağın kullanılmaması durumudur.

⁹⁵⁴ Yılmaz, *Tag Along & Drag Along Rights*, s. 60.

etmektedir.⁹⁵⁵ Hakların bu işlevi, aynı zamanda ortaklık ilişkilerinde aranan bir özellik olan öngörülebilirliği de destekleyen bir etkidir.⁹⁵⁶

Örneğin pay sahipleri arasındaki ilişkide pay sahiplerinden birine tanınan öncelik hakkı, diğer pay sahibinin ortaklık dinamiklerine aykırı biçimde paylarını satın devretmesini engelleyecektir. Zira diğer pay sahibinin paylarını olması gerekenden erken bir zamanda elden çıkartmaya çalışması halinde, öncelik hakkı sahibi, bu payları satın alarak ortaklık için uygun olmayacak bir pay sahibinin gelişini engelleyebilecektir. Böylelikle hak sahibi, payları satın alıp ortaklığı tek pay sahibi sıfatıyla sürdürmek veya daha sonra uygun niteliklere sahip bir başka ortak bulup payların bir kısmını ona devretmek gibi yöntemlerle ortaklığı yeniden yapılandırma imkânına kavuşacaktır. Benzer biçimde, birlikte satma hakkı içeren düzenlemeler yoluyla, pay sahiplerinden birinin, diğer pay sahiplerinin ve/veya ortaklığın menfaatinin tamamen göz ardı ederek tek başına ortaklıktan ayrılma girişimlerinin engellenmesi mümkün olacaktır. Çünkü, diğer pay sahiplerinin de muhtemel bir satışa katılma hakkının potansiyel olarak varlığı, söz konusu pay sahibini mezkûr girişimler konusunda daha ihtiyatlı davranmaya itecektir. Birlikte satışa zorlama hakkı ise, ortaklıktan çıkış için ideal koşulların oluşmasına rağmen, pay sahiplerinden birinin satışa mâni olması ve sürecin başında kararlaştırıldığı biçimde, ortaklıktan çıkış yoluyla, yatırımdan elde edilen semerelerin somutlaştırılmasının engellenmesi durumunda yararlı bir araç teşkil eder. Bu hak, ortaklığın sermayesini temsil eden payların tamamının *blok satışına* imkân vererek, *fırsatçılık* yapan pay sahibinin elinde bulundurduğu olanakları suistimal etmesini engelleyebilecektir.⁹⁵⁷

C) Hakların Kullanılması ile Ortaklık Menfaati Arasındaki İlişki

TTK'da normatif olarak düzenlenmeyen ortaklık menfaati kavramı ile opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklara başvurulmasına ilişkin nedenler arasında yakın bir ilişki vardır. Ortaklık menfaati, ortaklık esas sözleşmesinde

⁹⁵⁵ CHEMLA Gilles / HABIB Michael A. / LJUNGQVIST Alexander, “An Analysis of Shareholder Agreements”, Journal of the European Economic Association, C. 5, S. 1, Mart 2007, s. 94.

⁹⁵⁶ Bkz. İkinci Bölüm, II/B/1/b. Ayrıca bkz. Gomtsian, **Contractual Mechanisms of Investor Protection in Non-Listed Limited Liability Companies**, s. 972.

⁹⁵⁷ Söz konusu durumda, paylarını devretmek istemeyen azınlık pay sahibi bakımından – kısıtlı ortak kaynaklardan adil olmayan ölçüde yararlanmak biçiminde tanımlanan – bir *bedavacılık sorunundan* (*freeriding problem*) bahsetmek de mümkündür. Zira bir birlikte satışa zorlama klozu marifetiyle, azınlık pay sahibinin hem diğer pay sahibi ile hem de muhtemel olarak yeni gelecek pay sahibi ile, şirketteki pay oranının imkân verdiğinin çok ötesinde bir menfaat elde etmek için pazarlık yapabilme kabiliyeti sınırlanabilecektir (bkz. Yılmaz, **Tag Along & Drag Along Rights**, s. 67).

belirtilen amaca, hedeflenen süre içinde ulaşabilmek için izlenen yöntem çerçevesinde, ortaklığa atfedilen hukuki ve ekonomik menfaatlerin bir bütünü⁹⁵⁸ veya ortaklığın varlığını ideal şekilde devam ettirebilmesi için gerekli olan menfaatlerin tümü⁹⁵⁹ olarak tanımlanabilir.

Bu çerçevede, ortakların kişisel menfaatleriyle ortaklık menfaatinin hangi noktalarda örtüştüğünü veya çatıştığını tespit etmek önem arz etmektedir. Zira basit anlamıyla pay sahibinin temel amacı, ortaklıktan kısa vadede maksimum faydayı ve kârı elde etmektir.⁹⁶⁰ Örneğin, ancak uzun vadede şirket ve tüm paydaşlar bakımından getiri sağlayabilecek bir yatırım kararı alınması ve şirket kaynaklarının kısa vadede bu yatırım için kullanılması, ortaklar bakımından ilk bakışta olumsuz bir etki doğuracaktır. Fakat söz konusu yatırımın uzun vadede ortaklığın gelişmesine katkı sağlayacak olması durumunda, bu kararın şirket menfaati ile uyumlu olduğu sonucuna varılabilir.⁹⁶¹

Bu çerçevede, opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden hakların kullanılmasına ilişkin pratik ve ekonomik rasyoneller, ortaklık menfaati kavramını da destekler niteliktedir. Hakların kullanılmasına ilişkin pratik rasyonellerden olan ortaklıkta yabancılaşmanın engellenmesi ve ortaklık ilişkilerinde belirliliğin sağlanması ile ortaklar arası uyuşmazlıkların çözümü, esas sözleşmede öngörülen amacın gerçekleştirilmesi bağlamında ortaklık menfaatinin sağlanmasında önemli birer araç teşkil etmektedir. Ortaklık bileşenleri arasında meydana gelebilecek bir yabancılaşma, şirketteki *affectio societatis* unsurunun zayıflamasına sebep olacağından, şirket amaçlarının gerçekleştirilmesini olumsuz olarak etkilemeye müsaittir. Aynı şekilde, ortaklar arasında ortaya çıkan ve çözümü güç olan

⁹⁵⁸ HELVACI Mehmet/ ÇAMURCU Emin/ TÜRKİYILMAZ İsmail, “Özellikle Anonim Şirketler Açısından Şirket Menfaati Kavramı”, Prof. Dr. Hamdi Yasaman’a Armağan, İstanbul: On İki Levha, 2017, s. 312

⁹⁵⁹ SULU, Muhammet, *Anonim Ortaklıklarda Şirket Menfaati Kavramı*, İstanbul: On İki Levha, 2019, s. 72.

⁹⁶⁰ CANKAT, Rifat, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda İlişkili Taraf İşlemleri*, İstanbul: On İki Levha, 2022, s. 141.

⁹⁶¹ Helvacı / Çamurcu / Türkyılmaz, *Özellikle Anonim Şirketler Açısından Şirket Menfaati Kavramı*, s. 312. Ayrıca şirket menfaati bağlamında pay sahiplerinin üstünlüğü (*shareholder primacy*) anlayışı ile menfaatlerde çoğulcu (*interessenpluralistisch*) anlayış arasındaki ilişki ve yaklaşık son 20 yılda menfaatlerde çoğulcu anlayışın etki alanının artmasının şirket menfaati kavramı üzerindeki etkisine ilişkin olarak bkz. Cankat, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda İlişkili Taraf İşlemleri*, s. 142-143.

uyuşmazlıkların, bunların şirket işleyişinde sebep olacağı muhtemel kilitlenmeler göz önünde bulundurulduğunda, şirket menfaati ile uyumsuz olacağı aşıkardır.

Hakların kullanılmasındaki ekonomik rasyoneller bakımından ise, hakların özellikle fırsatçılık probleminin önlenmesindeki işlevi, şirket menfaati kavramı bakımından önem arz etmektedir. Zira fırsatçılık probleminin ortaya çıkardığı sonuçların büyük bir kısmı, pay sahiplerinin kişisel menfaatleriyle şirket menfaati arasındaki çıkar çatışmasıyla doğrudan ilgilidir. Özellikle muayyen yatırımlar (*specific investments*), şirketin uzun vadede menfaatlerinin korunması bakımından oldukça önemlidir. Pay sahipleri arasındaki ilişkilerde söz konusu haklara başvurulması sayesinde muayyen yatırımlarda ortaya çıkması engellenen eksik yatırım (*under-investment*) ve vazgeçme problemleri (*hold-up problem*), şirket menfaatinin korunması bakımından söz konusu haklara başvurulmasının getirdiği olumlu etkiyi açık biçimde göstermektedir.

III) HAKLARIN ANONİM ORTAKLIK ESAS SÖZLEşMESİNDE VE/VEYA ANONİM ORTAKLIK PAY SAHİPLERİ SÖZLEşMESİ ALTINDA DÜZENLENMESİ

A) Giriş

Sermaye ve dolayısıyla pay kavramının merkezinde bulunduğu anonim ortaklıkların, kavramsal olarak pay sahiplerinin kişisel niteliklerinin önem arz etmediği müstakil bir yapıyı ifade ettiğini belirtmek mümkündür.⁹⁶² Fakat özellikle az sayıda pay sahibinin bulunduğu kapalı anonim ortaklıklarda, ortaklığın pay sahiplerinin özelliklerinden bağımsız olarak ve pay sahiplerinin dahil olmaksızın işleyebilmesi, çeşitli kanuni hükümler⁹⁶³ ile ekonomik hayatın gereklilikleri yüzünden pratikte kimi zaman mümkün olamamaktadır. Kanunda öngörölen anonim ortaklığa özgü dogmatik hükümler ile ticari hayat içinde dinamik bir unsur olan anonim ortaklığın faaliyetlerine ve yönetişimine ilişkin koşulların bağdaştırılması ise, pay

⁹⁶² Teoman, Bağlı Nama Yazılı Pay (Senedi) ve Halka Açık Anonim Ortaklık Kavramları Üzerine Düşünceler, s. 46; AKBAY Direnç, “Anonim Ortaklık Pay Sahipleri Arasında Yapılan Önalım Hakkı İçeren Sözleşmeler”, İstanbul Hukuk Mecmuası, 2019, s. 701; Yüksel, Paysahipleri Sözleşmeleri, s. 26.

⁹⁶³ Örneğin TTK sistematığı içinde, pay sahiplerinin kişisel niteliklerinin belirleyici etken olduğu bağlam sistemi, anonim ortaklığın katı bir sermaye şirketi olması durumuna istisna teşkil eden kanuni hükümlere bir örnek teşkil eder (bkz. İkinci Bölüm, III/F).

sahiplerinin ortaklığı biçimlendirme araçlarını temel olarak iki minvalde kullanılması ile sağlanmaktadır. Bunlar esas sözleşme ve pay sahipleri sözleşmesidir.⁹⁶⁴.

Kuşkusuz, anonim ortaklığın örgütsel yapısı ve iç ilişkileri kapsamında uygulanan bu biçimlendirme araçlarının kapsamına opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar da girmektedir. Bu alt bölümde, söz konusu haklar ekseninde pay sahiplerinin ortaklığı biçimlendirme araçları olan esas sözleşme ile pay sahipleri sözleşmesinin temel nitelikleri ve unsurları ortaya koyulduktan sonra, haklara ilişkin esas sözleşme ve/veya pay sahipleri sözleşmesi altında yapılan düzenlemelerin ortaklık ve ortaklık ilişkileri üzerindeki etkileri değerlendirilecektir.

B) Esas Sözleşme

1) Kavramın Tanıtılması ve İşlevi

Ortaklıklar hukukuyla ilgili Türk ve mehzaz İsviçre mevzuatında açıkça bir tanımına yer verilmeyen esas sözleşmenin incelenmesinde en uygun yöntem, kanunda kavrama ilişkin yer alan çeşitli unsur ve ilkelerin, öğretideki bakış açıları ışığında değerlendirilmesini içeren tümevarımsal bir yaklaşım olacaktır.

Öncelikle, pay sahiplerinin ortaklığı biçimlendirmekte kullandıkları bir araç olması bağlamında esas sözleşme, anonim ortaklığa uygulanan kanuni hükümlerin, *mümkün olduğu ölçüde*, ihtiyaca göre tamamlanmasına veya değiştirilmesine imkân sağlamaktadır.⁹⁶⁵ Bu özelliği itibariyle, esas sözleşmenin ilke olarak irade serbestisine dayalı çok taraflı bir hukuki işlem olduğunu ve ortaklığın temel düzenini belirleyen kurallar getirmesi itibariyle, analogi yoluyla bir devletin anayasasına benzer bir nitelik taşıdığını ifade etmek mümkündür.⁹⁶⁶

Bu minvalde esas sözleşme, anonim ortaklığın kurumsal yapısı ile iç ve dış ilişkilerini; pay sahiplerinin ortaklığa ve birbirlerine karşı hak, yetki ve

⁹⁶⁴ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 5; Héritier Lachat, **Le contrat dans tous ses états**, s. 102.

⁹⁶⁵ KARASU Rauf, **Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, 2. Bası, Ankara: Yetkin, 2015, s. 29.

⁹⁶⁶ Bahtiyar, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi**, s. 9-10. Dernek, vakıf ve sermaye ortaklıkları gibi tüzel kişilerin kurucu sözleşmeleri için *tüzel kişiliğin anayasası* kavramının kullanılması ve esas sözleşmeye dernek/vakıf gibi yapılarda objektif normlar getiren tüzük ile benzer bir etki atfedilmesinin kaynağı, Alman hukukunda derneğe ilişkin düzen hükümlerine ilişkin “anayasa” (*Verfassung*) kavramının kullanılmasıdır (bkz. VEZİROĞLU Cem, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, İstanbul: On İki Levha, 2021, s. 167, dn. 43 ve orada anılan yazarlar; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 84 vd.

yükümlülüklerini düzenleyen; şekle tabi, katılıma açık ve çok taraflı bir sözleşme olarak tanımlanabilir⁹⁶⁷.

Esas sözleşmenin, ortaklığın kurumsal yapısını, iç ve dış ilişkileri ilişkilerini ve pay sahiplerinin ortaklıkla bağlantılı tüm unsurlarla etkileşimini düzenleyen bu yapısı göz önünde bulundurulduğunda, kanaatimizce esas sözleşme kavramını, bir ortaklığın tüm *paydaşlarıyla*⁹⁶⁸ olan ilişkisine ve etkileşimine ilişkin kurallar ve ilkeleri düzenleyen iltihaki bir sözleşme olarak tanımlamak mümkündür⁹⁶⁹.

Esas sözleşmenin ortaklık açısından birkaç temel işlevi olduğunu ifade etmek mümkündür. Ortaklık tüzel kişiliği esas sözleşmenin kurucular tarafından hazırlanarak ticaret sicil müdürlüğünde tescil ettirilmesi ile tezahür eder⁹⁷⁰. Bu durum ise esas sözleşmenin *kurucu işlevini* ifade etmektedir⁹⁷¹. İkinci olarak, kurucuların irade beyanlarının ortaya konulması ile ortaya çıkan esas sözleşme, tescil edilip ortaklığın kuruluşunu sağladıktan sonra, esas sözleşme hükümleri kurucuların iradelerinden bağımsız hale gelerek ortaklık paydaşları için objektif birer norma dönüşürler⁹⁷². Söz konusu durum ise esas sözleşmenin *düzenleyici işlevini* işaret eder. Esas sözleşmede ortaklığa ilişkin ticaret unvanı, merkezi, işletme konusu gibi hususların yer alması, esas sözleşmenin *bireyselleştirme işlevini* gösterir. Esas sözleşmenin ticaret sicil müdürlüğünde tescil edilmesini müteakip olarak TTSG’de yayımlanmasıyla birlikte isteyen herkes bu bilgilere ulaşma imkânı kazandığı gibi, TTK m. 36 ve m. 354, f. 1 hükümlerinin sonucu olarak belirli esas sözleşme hükümleri tüm üçüncü kişiler üzerinde etki doğurmaya başlamış sayılır; bu durum ise esas sözleşmenin *aleniyet*

⁹⁶⁷ MOROĞLU Erdoğan, “Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği”, Prof. Dr. M. Kemal Oğuzman’ın Anısına Armağan, İstanbul, 2000, s. 515; Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 118.

⁹⁶⁸ Buradaki paydaş kavramını, iktisat ve kurumsal yöneti(şi)m disiplinleri altında incelenen *paydaşlık teorisi (stakeholder theory)* kapsamında, bir işletmenin faaliyetlerini etkileyen ve/veya bu faaliyetlerden etkilenen bileşenlerin (pay sahipleri, yöneticiler, müşteriler, alacaklılar vb.) tümünü ifade eden tanım altında değerlendirmek mümkündür (bkz. LIN Tom C. W., “**Incorporating Social Activism**”, Boston University Law Review C. 98, 2018, s. 1535-1605; FREEMAN R. Edward / REED David L., “**Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance**”, California Management Review, C. 25, S. 3, 1983, s. 88-105; GRANTHAM Ross, “**The Doctrinal Basis of the Rights of Company Shareholders**”, The Cambridge Law Journal, Kasım 1998, s. 569). Türk hukuk öğretisinde bu kavram *diğer menfaat grupları* biçiminde de ifade edilmektedir (bkz. Karasu, **Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, s. 47).

⁹⁶⁹ Bkz. İkinci Bölüm, III/B/2 vd.

⁹⁷⁰ Bahtiyar, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi**, s. 6.

⁹⁷¹ Veziroğlu, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 168.

⁹⁷² Karasu, **Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, s. 30. Esas sözleşmenin objektif norm teşkil etmediğine ilişkin görüş ve bu yönde açıklamalar için bkz. Veziroğlu, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 200 vd.

sağlama işlevine örnek teşkil eder.⁹⁷³ . Esas sözleşmenin *koruma işlevi* ise aslında bir bakıma tüm diğer işlevlerin bir bileşimini ifade eder. Şöyle ki, esas sözleşmenin herkesin uyması gereken objektif normlar getirmesi, değiştirilmesinin belirli prosedürlere tabi olması ve bu ekseninde sahip olduğu özellikler hem ortaklığın kendisinin hem de üçüncü kişilerin de dahil olduğu diğer paydaşların korunmasına yardımcı olur.⁹⁷⁴

2) Hukuki Nitelik Meselesi

Esas sözleşme kavramına ilişkin öğretide getirilen farklı tanımlar göz önünde bulundurulduğunda, her bir tanımın aslında esas sözleşmenin farklı bir yönüne odaklandığını tespit etmek mümkündür. Esas sözleşme kavramının analitik olarak incelenmesi kapsamında ortaya çıkan bu farklılıklar ise, kavramın hukuki niteliğine ilişkin farklı teorilerin oluşmasına neden olmuştur. Çalışmanın kapsamı itibariyle, söz konusu teorilerin ayrıntılı biçimde değerlendirilmesi, çalışma konusunun ana ekseninden uzaklaşılmasına sebep olacaktır. Bununla birlikte, opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden hakların esas sözleşme hükümlerine yansıtılması ve bu hükümlerin etkisine ilişkin değerlendirmelere temel teşkil etmek üzere, bu yaklaşımların ana hatlarıyla ortaya konulması faydalı olacaktır.

Türk hukuku ile İsviçre-Alman hukuklarında esas sözleşmenin hukuki niteliğine ilişkin üç temel yaklaşımdan söz etmek mümkündür. Bunları *sözleşme teorisi*, *norm teorisi* ve bu teorilere ilişkin unsurların çeşitli biçimlerde bağdaştırıldığı *karma görüşler* olarak sıralamak mümkündür.⁹⁷⁵

Esas sözleşmenin, hukuki anlamda da borçlar hukuku bağlamında sözleşmesel bir işlem olduğu kabulünden hareket eden sözleşme teorisi kapsamında, esas sözleşmenin bu yaklaşıma uygun biçimde değerlendirilmesi ve yorumlanmasında klasik anlamda sözleşmelerin yorumlanmasına ilişkin kuralların uygulanması gerektiği ileri sürülmektedir.⁹⁷⁶ Bu yaklaşıma göre, kuruluş aşamasında müstakbel pay

⁹⁷³ Moroğlu, *Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği*, s. 523; Karasu, *Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi*, s. 31.

⁹⁷⁴ Bahtiyar, *Anonim Ortaklık Anasözleşmesi*, s. 13.

⁹⁷⁵ Bahtiyar, *Anonim Ortaklık Anasözleşmesi*, s. 21 vd.; Veziroğlu, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları*, s. 181 vd.; Ayoğlu, *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*, s. 47 vd.

⁹⁷⁶ Bahtiyar, *Anonim Ortaklık Anasözleşmesi*, s. 22; Altay, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler*, s. 266; Veziroğlu, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas*

sahipleri tarafından irade serbestisine dayalı olarak oluşturdıkları esas sözleşmenin borçlar hukuku bağlamındaki sözleşme niteliği, tescilden sonra da aynı şekilde devam etmektedir⁹⁷⁷. Esas sözleşmenin klasik anlamda bir borçlar hukuku sözleşmesi olarak değerlendirilmesi durumunda, hem esas sözleşmede herhangi bir değişiklik yapılması için tüm pay sahiplerinin oybirliğine ihtiyaç vardır hem de örneğin ortaklığa yeni bir pay sahibi gelmesi durumunda, diğer tüm pay sahiplerinin pay devrini onaylamak suretiyle sözleşmeye yeni taraf olacak kişiye onay vermesi gerekecektir⁹⁷⁸.

Esas sözleşmenin nitelik değerlendirmesinde ikinci yaklaşımı ifade eden norm teorisi ya da objektif norm teorisine göre ise, esas sözleşme, tüm pay sahipleri bakımından geçerli olan ve sonuç doğuran objektif kurallar ve hükümler ihdas eden bir belge niteliğini haizdir⁹⁷⁹. Bu yaklaşıma göre, her ne kadar pay sahipleri kuruluştan önce irade serbestisine dayalı olarak esas sözleşmeyi hazırlamış olsalar da tescil ile birlikte esas sözleşme tarafların iradelerinden bir bakıma bağımsız hale gelerek, ortaklar-arası ilişkiler ile ortaklarla şirket arasındaki ilişkiler bakımından objektif norm niteliği kazanmaktadır⁹⁸⁰.

Sözleşme teorisi ile objektif norm teorisinin belirli unsurlarının bileşiminden oluşan yaklaşımlar uyarınca, esas sözleşmenin hukuki niteliğini ifade etmek için çeşitli bağdaştırıcı görüşler ortaya çıkmıştır. Genel olarak karma görüş olarak adlandırılan bu yaklaşımların ortak noktası, esas sözleşmenin hem borçlar hukuku anlamında akdi bir ilişki olmasından ileri gelen unsurları hem de genelgeçer kurallar ihdas eden objektif norm niteliklerinin sentezlerini ortaya koymasındır⁹⁸¹. Söz konusu karma görüş

Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları, s. 182. Bu yaklaşımın *Savigny*'nin farazi (varsayımsal) kişilik teorisinden kaynaklandığına ilişkin bkz. Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 48.

⁹⁷⁷ Veziroğlu, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 183.

⁹⁷⁸ Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 48; Veziroğlu, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 187; Bahtiyar, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi**, s. 21; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 88.

⁹⁷⁹ Bahtiyar, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi**, s. 21; Veziroğlu, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 186; Moroğlu, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği**, s. 523. Norm teorisinin kaynağının *Otto von Gierke*'ye ait gerçek kişilik teorisine dayandığına ilişkin bkz. Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 48.

⁹⁸⁰ Bahtiyar, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi**, s. 21; Altay, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler**, s. 266; ÖZTÜRK AKKARTAL Hanife / KANDIRALIOĞLU Çağla Ceylan, “**Şirketler Hukukunda Yan Sözleşmeler**”, İstanbul Kültür Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 15, S. 2, Temmuz 2016, s. 392.

⁹⁸¹ *Veziroğlu*'ya göre bu bağdaştırıcı yaklaşımlarda ileri sürülen “karma”, “sui generis” veya çifte karakter” gibi kavramlar aslında kendi içinde esaslı birtakım farklılıklar içermektedir. Bu bakımdan

uyarınca hukuki nitelik meselesine genel yaklaşım, esas sözleşmenin tescilinden önce ve sonra olmak üzere iki farklı değerlendirme yapmak yönündedir. Buna göre, esas sözleşme, ortaklık tüzel kişilik kazanmadan önce irade serbestisi kapsamında kurucular tarafından girilen akdi bir ilişkiyi ifade etmekteyken, tescil ile birlikte payları kuruluş tarihinden sonra iktisap edenler de dahil olmak üzere tüm pay sahipleri üzerinde kendiliğinden etki doğuran bir korporatif (normatif) belge niteliği kazanmaktadır. Bağdaştırıcı yönü ağır basan bu görüşün, esas sözleşmenin hukuki niteliğine ilişkin Türk hukuk öğretisindeki baskın görüşü ifade ettiğini de belirtmek gerekir⁹⁸².

C) Pay Sahipleri Sözleşmesi

1) Kavram ve Pay Devrinde Özellik Arz Eden Haklar ile Bağlantısı

TTK düzeni içinde katı bir sermaye şirketi olarak kurgulanan anonim ortaklıkta, pay sahiplerinin ortaklık ve birbirleri ile ilişkilerinde bir *anonimlik* unsurunun mevcudiyeti varsayılır. Ne var ki, günümüzde aktif sermaye şirketleri arasında çoğunluğu teşkil eden kapalı anonim ortaklıklarda⁹⁸³, ekonomik hayatın gerekleri ve pay sahiplerinin ortaklığa iştirak ederken güttükleri amaçlar nedeniyle pay sahipleri arasındaki ilişkilerin, esas sözleşme hükümlerinin kapsamını aşacak biçimde düzenlenmesi gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Temel olarak bu nedenlerle pay sahipleri ve ortaklık arasında bulunduğu varsayılan *anonimlik* vasfının çoğu durumda silikleştiğini tespit etmek mümkündür. Bu bağlamda, pay sahiplerinin ortaklıktaki ilişkilerinin, çeşitli olumlu ve/veya olumsuz edimler yoluyla düzenlendiği pay sahipleri sözleşmelerinin akdedilmesi gerekli olmaktadır. Genel olarak pay sahipleri

Yazar, esas sözleşmenin niteliğine ilişkin üçüncü alternatif teori olarak tek bir “karma görüş”e atıf yapılması yerine, bu yaklaşımlardaki esasa ilişkin farklılıklara göre norm teorisinden sözleşme teorisine doğru bir spektrum içinde birden fazla yaklaşımın sınıflandırılabilirliğini ifade etmektedir. Kanaatimizce de bu yaklaşım tutarlıdır fakat bu konudaki ayrıntılar bu çalışma kapsamındaki konuların ana hatlarının dışına çıkacağından, bu farklılıkların ayrıntılarına girmeksizin, tüm bu yaklaşımları “karma görüş” başlığı altında ifade etmeyi tercih ediyoruz (“Değiştirilmiş Norm Teorisi”, “Karma Görüşler” ve “Borç ve Organizasyon Sözleşmesi” biçiminde yapılan ayrıma dair bkz. Veziroğlu, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları*, s. 193 vd.).

⁹⁸² Bahtiyar, *Anonim Ortaklık Anasözleşmesi*, s. 31; Moroğlu, *Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği*, s. 523; Ayoğlu, *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*, s. 51; ERDEM H. Ercüment, “*Nama Yazılı Hisse Senetlerine İlişkin Olarak Uygulamada Ortaya Çıkan Bazı Sorunlar ve Yeni TTK’nın Çözümleri*”, *Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu XXV*, Ankara, 2011, s. 103; Yüksel, *Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 29; Karasu, *Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi*, s. 30; Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 89-90.

⁹⁸³ Bkz. dn. 149.

arasındaki bu yatay ilişkilerin⁹⁸⁴ ortaklığın korporatif düzleminden ayrı olarak, borçlar hukukuna tabi akdi nitelikteki hükümler ekseninde düzenlendiği sözleşmeler, pay sahipleri sözleşmeleri⁹⁸⁵ olarak ifade edilmektedir.⁹⁸⁶

Pay sahipleri sözleşmelerinin, içerik itibarıyla ortaklıkla ilgili konularda, pay sahipleri arasındaki ilişkilerle bağlantılı hemen her konuda hüküm ihdas etmesi mümkündür. Bu minvalde, genel olarak pay sahipleri sözleşmelerinin içeriğini, ortaklığın organizasyon yapısı ve organların oluşumuna ve pay sahipliğine bağlı haklar içeren hükümler ile oy sözleşmelerine ve payların devriyle bağlantılı konulara ilişkin hükümler oluşturmaktadır⁹⁸⁷. Birleşme ve devralmalar pratiğinde, pay sahipleri sözleşmelerinin temel olarak iki durumda akdedilmesi söz konusu olmaktadır: İlk olarak, birden fazla pay sahibinin kurucu sıfatıyla bir araya geldiği durumlarda, pay sahipleri ortaklığın kuruluş işlemleriyle eşzamanlı olarak bir pay sahipleri sözleşmesi de akdetmektedir⁹⁸⁸. İkinci olarak ise, halihazırda mevcut olan bir ortaklığın paylarını konu alan bir pay devir işlemi kapsamında, pay devir sözleşmesine ek olarak, payların devri gerçekleştikten sonra pay sahipleri arasındaki ilişkileri düzenlemek üzere bir pay sahipleri sözleşmesi akdedilmektedir⁹⁸⁹. Bu bağlamda pay sahipleri sözleşmesinin yerine getirdiği çift fonksiyondan söz etmek mümkündür. Sözleşme hem ortaklık ile pay sahipleri arasındaki dikey etkileşim bakımından hem de pay sahiplerinin kendi aralarındaki yatay etkileşim bakımından düzenlemeler getiren bir araçtır.⁹⁹⁰ Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer haklar ise, genellikle pay sahipleri sözleşmelerinin pay devir sınırlamaları ve pay devrine ilişkin hususları düzenleyen

⁹⁸⁴ Bloch, **Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse**, s. 5.

⁹⁸⁵ Kavram Türk hukuk uygulamasında *hissedarlar sözleşmesi* veya ortaklar sözleşmesi olarak da ifade edilmektedir. İsviçre hukukunda ise *convention d'actionnaire* ifadesi en yaygın kullanım olmasına rağmen, *convention* sözcüğü yerine *accord*, *pacte*, *pool*, *consortium* veya *syndicat* sözcüklerinin de kullanımı vakidir (bkz. Bloch, **Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse**, s. 13).

⁹⁸⁶ LEROY Caroline, **Le pacte d'actionnaires dans l'environnement sociétaire**, Université Paris-Est Creteil Val de Marne, 2010, Yayınlanmamış Doktora Tezi, s. 19; Bloch, **Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse**, s. 14; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 89-90; Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 174; Yılmaz, **Tag Along & Drag Along Rights**, s. 13; DEMİRKOL Berk, **"Paysahipleri Sözleşmesi ile Getirilen Pay Devir Kısıtlamaları"**, Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. IX S.2, İstanbul, 2012, s. 852.

⁹⁸⁷ Jaccard / Leis, **Enseignement pratiques pour la rédaction de conventions d'actionnaires**, s. 132; Rouiller *et. al*, **La société anonyme suisse**, s. 304-305.

⁹⁸⁸ Bu durumda ortaya çıkan "iki boyutlu ortaklık" kavramına ilişkin bkz. İkinci Bölüm, III/D/1.

⁹⁸⁹ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 288.

⁹⁹⁰ Martin, **Transfert des actions dans les sociétés anonymes de famille – Conventions de blocage entre actionnaires**, s. 376. Pay sahipleri sözleşmesine ortaklığın taraf olması tartışmaları için bkz. İkinci Bölüm, III/C/2/c.

bölümlerinde yer almaktadır.⁹⁹¹ Dolayısıyla, bu bölümde, çalışma konusu haklarla pay sahipleri sözleşmesinin yakın ilişkisi göz önünde bulundurularak, pay sahipleri sözleşmesini genel özellikleri ve hukuki niteliğine ilişkin kavramsal arka plan, çalışma konusu haklar ekseninde ortaya konulacaktır.

2) Pay Sahipleri Sözleşmesinin Unsurları

a. Hukuki Nitelik

Pay sahipleri sözleşmesinin hukuki niteliği bahsinde belirtilmesi gereken temel nokta, sözleşmenin taraflar arasında borçlar hukukuna tabi bir borç ilişkisi doğurduğudur. Pay sahipleri sözleşmesinin borçlar hukukuna tabi bir hukuki işlem olmasından kaynaklanan doğal sonuç, sözleşmenin nispi etkisidir. Bu bakımdan, pay sahipleri sözleşmesi yalnızca tarafları üzerinde bağlayıcı etki doğurur; taraf olmayan pay sahipleri dahil diğer kişiler üzerinde etki doğurmadığı gibi anonim ortaklık ve organları üzerinde de herhangi bir bağlayıcı etkiyi haiz değildir.⁹⁹²

Dolayısıyla, sözleşmenin geçerlilik koşulları, taraflar üzerinde doğurduğu etki ve hükümlerine uygulanacak yorum kuralları bakımından borçlar hukuku ilkeleri geçerli olacaktır.⁹⁹³ Ne var ki, bu temel varsayıma binaen sözleşmenin tipolojik karakteri konusunda yapılacak değerlendirme için göz önünde bulundurulması gereken birden çok kriter ortaya çıkmaktadır.

Ortaklıklar hukuku uygulamasında, pay sahipleri sözleşmelerine ekseriyetle iki durumda başvurulduğu gözlenmektedir. Bunlardan ilki payların devralınmasına ilişkin (*acquisition*) işlemlerin bir parçası olarak, hedef ortaklıktaki çoğunluk ve azınlık pay sahipleri arasındaki güç ve menfaat dengesinin ayarlanması amacıyla pay sahipleri sözleşmelerinin akdedilmesi durumudur. Diğerisi ise, stratejik yatırımlara ilişkin kurulan sermayeye katılmalı ortak girişim şirketlerinde, uzun vadede ortaklık

⁹⁹¹ Colette Lassere Rouiller / Nicolas Rouiller, **Droit et gestion d'entreprise – Le cadre juridique et réglementaire de l'activité des entreprises**, s. 44. Bazı istisnai durumlarda, pay sahiplerinin salt söz konusu hakları düzenlemek için ayrı bir opsiyon sözleşmesi veya pay devrinde özellik arz eden diğer haklara ilişkin sözleşme yaptıkları uygulamada görülmektedir. Fakat belirtmek gerekir ki, söz konusu düzenlemeler genellikle, ortaklığa ilişkin diğer hususlarla yakından bağlantılı olarak, deyim yerindeyse, bir *haklar paketi*nin parçası olarak düzenlenmekte, dolayısıyla pay sahipleri sözleşmesinin içeriğindeki diğer hükümlerle yakın bir ilişki içindedir. Dolayısıyla, birleşme ve devralmalar uygulamasında, paylara ilişkin, yalnızca tek bir konuyu düzenleyen ayrı bir opsiyon sözleşmesi veya diğer haklara ilişkin sözleşme yapılması, nadir görülen bir uygulamadır.

⁹⁹² Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 79.

⁹⁹³ Bloch, **Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse**, s. 17; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 133.

ilişkilerinin belirlenmesi ve bu ilişkilerin esas sözleşme kapsamını aşan düzeyde ayrıntılarla düzenlenmesi amacıyla pay sahipleri sözleşmelerinin akdedildiği durumdur.⁹⁹⁴ Bu noktada, hukuki nitelik tartışmalarına ilişkin olarak, devralma işlemleri kapsamında ortaklıkta *işletmeci pay sahibi* ve genellikle azınlık pay sahibi niteliğini haiz *finansal yatırımcı pay sahibi* arasında akdedilen pay sahipleri sözleşmeleriyle, sermayeye katılmalı ortak girişim biçiminde yapılmış ortaklıklarda imzalanan ve temel sözleşme olarak adlandırılan⁹⁹⁵ ve pay sahipleri sözleşmesi niteliğini haiz olan sözleşmeleri ayrı ayrı inceleyerek, sonuca bir sentez yoluyla ulaşmaya çalışmak faydalı olacaktır.

Anonim ortaklıklarda, bir devralma işleminin hemen ardından çoğunluk ve azınlık pay sahipleri (veya işletmeci pay sahibi ve finansal yatırımcı pay sahibi) arasında yapılan, şirketin idaresi, denetim hakları, finansmanı vb. çeşitli konuları içeren pay sahipleri sözleşmesi ile tarafların düzenleme yapabilecekleri oldukça geniş bir alan mevcuttur. Bu geniş alanda getirilebilecek düzenlemelerin kapsamı da aynı ölçüde geniş olma potansiyelini taşıdığından, pay sahipleri sözleşmelerinin tipolojik olarak doğrudan tek bir sınıfa sokulması mümkün olmamaktadır. Dolayısıyla, pay sahipleri sözleşmesinin nitelik olarak kanunda düzenlenen *tipik (isimli)* sözleşmelerden olmadığı da göz önünde bulundurulduğunda, bu tip sözleşmelerin hukuki niteliğinin araştırılmasında ve belirlenmesinde, içerdiği çeşitli düzenlemelerin getirdikleri edim yükümlülüklerine bakılması ve buna göre sonuca ulaşılması gerekmektedir. Bu çerçevede, pay sahiplerinin açıkça ortak bir amaç etrafında buluştukları ve ilişkilerinin adeta bir adi ortaklık teşkil ettiği durumlarda sözleşmenin bir adi ortaklık sözleşmesi olarak kabul edilmesi⁹⁹⁶, bu durumun tersini işaret eden, yani pay sahiplerinin ortak bir amaktan ziyade ortaklık içindeki güç ve menfaat ilişkilerini düzenlemek için bir sözleşme ilişkisi içinde girdikleri durumda, sözleşmenin bir isimsiz/atipik (*sui generis*) bir sözleşme olarak nitelenmesine ilişkin bir yaklaşımın öğretide egemen olduğunu ifade etmek mümkündür.⁹⁹⁷

⁹⁹⁴ Ayoğlu, *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*, s. 176.

⁹⁹⁵ Altay, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler*, s. 266.

⁹⁹⁶ BARLAS Nami, *Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri*, 4. Bası, İstanbul: Vedat, 2016, s. 117-118; Altay, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler*, s. 243; Akkartal / Ceylan, *Şirketler Hukukunda Yan Sözleşmeler*, s. 390.

⁹⁹⁷ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Payscaleleri Sözleşmeleri*, s. 78; Ayoğlu, *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*, s. 187; Yüksel, *Payscaleleri Sözleşmeleri*, s. 53; Uçar, *Önalım ve Öncelik Hakları*, s. 133; Probst, *Le contrat de*

Tarafların açıkça bir adi ortaklık kurma saikiyle hareket ettikleri durumda ise, akdedilen temel sözleşmenin hukuki niteliği konusunda ortak amacın mevcudiyetine göre bir ayırım yapmak mümkün olmayacaktır. Çünkü bir adi ortaklıktan söz edilebilmesi için taraflar arasında bir amaç birliğinin olması zaten zaruridir. Bu kapsamda, sermayeye katılmalı ortak girişim karakteri taşıyan anonim ortaklıklarda akdedilen temel sözleşmenin niteliği konusunda, Türk ve İsviçre hukuk öğretilerinde hâkim görüş söz konusu ilişkinin adi ortaklık teşkil ettiği yönündedir⁹⁹⁸.

Fakat belirtmek gerekir ki, adi ortaklığa ilişkin kanunda öngörülen birtakım hükümler, sermayeye katılmalı ortak girişimlerin temel işleyişleri ve fiili karakterleri ile birtakım temel çelişkiler içermektedir. Bu çelişkilerden belki de en bariz olanı, belirsiz süreli adi ortaklığın altı aylık bir ihbar öneline uyulması koşuluyla serbestçe feshedilebilmesi imkânıdır. Sermayeye katılmalı bir ortak girişim biçiminde kurulan anonim ortaklıkta bulunduğu farz edilen çift ortaklık yapısında, anonim ortaklık mevcut olduğu sürece bu ortaklığa temel teşkil eden pay sahipleri sözleşmesinin de prensip olarak yürürlükte kalması esastır⁹⁹⁹. Fakat adi ortaklığa ilişkin altı aylık önele dayalı ihtiyari fesih hakkı veren hükümler (TBK m. 640, f. 1 ve İsviçre Borçlar Kanunu art. 546, al. 1) vasıtasıyla tanınan olağan fesih hakkı, fiili olarak anonim ortaklık pay sahipliği ve buna bağlı olarak taraflar arasında pay sahipliği ilişkisi devam ederken, bu ilişkiye temel teşkil eden ve tarafların detaylı düzenlemelerle ortaklık koşullarını düzenledikleri sözleşmenin olağan biçimde feshedilebilmesine imkân sağlamaktadır. Söz konusu durumun ise, özellikle ortada feshi gerektirecek önemli bir sebebin veya esaslı bir ihlalin (*material breach*) bulunmadığı durumlarda, taraflar arasında menfaat

joint venture, s. 55; Bloch, *Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse*, s. 43. *Yazar* sözleşmenin hükümleri bakımından dekonstrüktif bir yaklaşım ile her bir hükmün ayrı ve kendi bağlamı içinde değerlendirilmesi gerektiğini ifade ederek, işlemin bir karma sözleşme teşkil ettiğini belirtmektedir (bkz. KUNTALP Erden, **Karışık Muhtevalı Akit**, (Karma Sözleşme), 2. Bası, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2013, s. 157); Pichonnaz et al., **La force contraignante des conventions d'actionnaires: quelques aspects de droit suisse et turc**, s. 517. Bununla birlikte, öğretide *Barlas*, pay sahipleri sözleşmesi söz konusu olduğunda kurulan ilişkinin basit bir tek tarafa ya da iki tarafa borç yükleyen sözleşme niteliğinde olabileceğini, böyle durumlarda genellikle bir adi ortaklık ilişkisinin mevcut olduğunu ifade etmektedir (bkz. Barlas, **Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri**, s. 117 vd.). Benzer biçimde *Moroğlu* da oy sözleşmesi bağlamında kurulan ilişkinin çok taraflı bir işlemi işaret ettiği durumlarda, adi ortaklıktan söz edilebileceğini belirtmektedir (bkz. MOROĞLU Erdoğan, **Oy Sözleşmeleri**, 4. Bası, İstanbul: Vedat, 2007, s. 48 vd). Pay sahipleri sözleşmelerine adi ortaklık hükümlerinin hemen hiçbir durumda uygulanmaması gerektiği yönündeki görüş için bkz. Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 288 vd.).

⁹⁹⁸ Bloch, *Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse*, s. 43; Claude Reymond, *Le contrat de joint venture*, in: *Innomnatverträge, Festgabe zum 60. Geburtstag von Malter R. Schluep*, Zurich 1988, s. 386 vd. (Aktaran: Barlas, **Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri**, s. 306); Barlas, **Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri**, s. 310; Altay, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler**, s. 243.

⁹⁹⁹ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 405.

denmesini gözetmeyen ve ortaklığın devamlılığına hâlel getirebilecek bir sonuca yol açtığını ifade etmek mümkündür.¹⁰⁰⁰ Bu nedenle, öğretide adi ortaklığa ilişkin bu kanuni düzenlemelerin¹⁰⁰¹ ortak girişim mefhumunun temel nitelikleriyle bağdaşmadığı gerekçesiyle, temel sözleşme niteliğindeki pay sahipleri sözleşmesinin isimsiz (*sui generis*) bir sözleşme olarak nitelendirilmesi gerektiği yönünde görüşler de mevcuttur.¹⁰⁰² Belirtmek gerekir ki, söz konusu hükümlerin emredici nitelikte olmaması ve tarafların aksini kararlaştırabilmeleri de temel olarak bu değerlendirmede bir farklılık yaratmamalıdır. Zira bu durum, pay sahipleri sözleşmesinin adi ortaklık hükümleri ile uyumu bakımından olumsuz bir gösterge niteliğindedir. Söz konusu ilişkiye adi ortaklık hükümlerinin uygulanacağı kabul edilirse, tipik bir pay sahipleri sözleşmesindeki ilişkinin mahiyeti gereği tarafların, örneğin TBK m. 640, f. 1 hükmündeki altı aylık önelin uygulanmayacağını hemen her zaman açıkça düzenlemeleri gerekecektir. Bir hukuki ilişkiye uygulanması önerilen hukuki kavrama ilişkin kanuni hükümlerin çoğunlukla aksinin kararlaştırılmasının gerekmesi ise, söz konusu hukuki ilişki ile hukuki kavram arasındaki uyumsuzluğun bir göstergesidir.¹⁰⁰³

Tüm bu açıklamalar ışığında, pay sahipleri sözleşmesinin hükümlerine ilişkin nitelik tespiti ile bu hükümlerin yorumlanması ve uygulanmasında, hangi ilkelerin temel alınacağı önem arz etmektedir. Bu doğrultuda, pay sahipleri sözleşmesinin temelde bir adi ortaklık sözleşmesi olduğu yönünde bir faraziye hareket edildiği durumda, adi ortaklığa ilişkin kanuni rejimin genel olarak anonim ortaklık pay sahipleri sözleşmelerine uygulanması söz konusu olacaktır. Bu yaklaşımın alternatifi ise, pay sahipleri sözleşmesini *sui generis* sözleşme niteliğini haiz sinallagmatik bir

¹⁰⁰⁰ Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 184 ve dn. 408.

¹⁰⁰¹ Bu düzenlemelerin emredici olarak kabul edilmediği varsayımına dayalı olarak tarafların sözleşmeden aksini kararlaştırabilecekleri ve ortak girişim sözleşmesi bakımından söz konusu sakıncaların bertaraf edilebileceğini ilişkin olarak bkz. Bloch, **Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse**, s. 57; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 406; Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 292 vd.

¹⁰⁰² Bu durumun ortak girişim şirketinin feshi için haklı neden oluşturmaya ilişkin tartışmalar için bkz. Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 183, dn. 407.

¹⁰⁰³ Ayoğlu, bu noktada pay sahipleri sözleşmesi altında sözleşmenin bir fesih ihbarı yoluyla sona erdirilmesinin engellenmesi için, tarafların sözleşmede bu imkânı açıkça kaldıran hükümlere yer vermeleri veya sözleşmenin niteliğine uygun düşecek ölçüde uzun bir önele yer verilmesini önermektedir. Yazara göre böylelikle pay sahipleri sözleşmesinin adi ortaklık ilişkisi olarak nitelendirilmesi durumunda TBK m. 640, f. 1 hükümlerinin uygulanmasının önüne geçilebilecek; sözleşmenin hukuki niteliği isimsiz sözleşme olarak kabul edildiğinde ise, borçlar hukukundaki genel prensiplerden olan belirsiz süreli sözleşmelerin fesih ihbarı yoluyla sona erdirilebilmesi imkanının da kullanılması engellenmiş olacaktır (bkz. Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 184 ve dn. 413).

hukuki işlem olarak veya aynı minvalde, sözleşmedeki hükümlerin türüne ve düzenlenme biçimine göre, karışık muhtevalı akit olarak nitelendirmektir.

Birleşme ve devralmalar pratiğinde pay devir işlemlerinin bir parçası olarak akdedilen pay sahipleri sözleşmeleri, pay sahipleri arasındaki ilişkiler üzerindeki etkisi ve düzenledikleri konular bakımından çok boyutlu hükümler içermektedir. Bu özellikleri itibarıyla, pay sahipleri sözleşmelerinin etki alanı ve düzenleme konusu olarak adi ortaklık ilişkisine yaklaşan tarafları olduğu kuşkusuzdur. Fakat, anonim ortaklığın organlarının ve idaresinin işleyişinden, payların devrine ilişkin hükümlere ve opsiyon haklarına; pay sahipleri haklarının kullanılmasına ilişkin esaslardan, pay sahiplerinin rekabet etmeme gibi yan yükümlülüklerine kadar geniş bir yelpazede hak ve borçları düzenleyen pay sahibi sözleşmelerinin, kapsam ve konu bakımından tipik adi ortaklık yapısının kalıplarını aşan bir karaktere sahip olduğu da bir yadsınamaz bir olgudur. Buna ek olarak, söz konusu nitelik değerlendirmesinde, her hukuki işlemde olduğu gibi, taraf iradelerinin ne şekilde meydana geldiği, araştırılması elzem hususlardan biridir. Bir pay sahipleri sözleşmesinin akdedilmesinde, tarafların bir adi ortaklık kurma saikiyle hareket ettikleri ve bu yönde açık veya zımni irade ortaya koyduklarını tespit etmek genellikle güçtür. Bu güçlük, esas olarak birleşme devralma işlemlerinin taşıdığı temel dinamikten kaynaklanmaktadır. Taraflar örneğin bir devralma işleminin başından sonuna kadar birçok noktayı değerlendirmekte, işleme ilişkin çok sayıda konuyu uzun bir müzakere sürecinde karşılıklı olarak görüşmekte ve bu görüşmeler neticesinde anlaşılan hususları detaylı olarak işlem sözleşmeleri olarak nitelenen pay devir sözleşmesi, pay sahipleri sözleşmesi ve somut işlemin gerektirdiği birtakım başka yan sözleşmeler (örn. yediemin sözleşmesi, distribütörlük sözleşmesi, lisans sözleşmesi vb.) düzenleyerek kayıt altına almaktadır. Görüldüğü üzere, pay sahipleri sözleşmesi, bu işlem bütünün bir parçası ve tarafların pay devir işlemi gerçekleştikten sonra aralarındaki ilişkiyi düzenleyecek bir sözleşme olarak akdedilmektedir. Dolayısıyla bu şekilde meydana gelen oldukça kompleks bir işlem yapısı içinde, kuralları katı biçimde belirlenmiş adi ortaklığa ilişkin hükümlerin, hukuki işleme birincil olarak uygulanacağı yönünde yapılacak bir değerlendirme, çoğunlukla fiili gerçeklikle tam olarak uyumlu olmayacaktır¹⁰⁰⁴. Ayrıca hatırd tutulması gereken diğer bir konu ise, sözleşmenin sona ermesi dahil birçok unsurun detaylı biçimde hükümlerde taraflarca düzenlendiğidir. Hal böyle iken, sözleşmeye

¹⁰⁰⁴ Aynı yönde bkz. Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 295.

öncelikli olarak TBK'daki adi ortaklığa ilişkin hükümlerin uygulanması, tarafların birçok konuda ortaya koymuş oldukları açık iradelerinin hilafına sonuç doğmasına neden olabilecektir¹⁰⁰⁵.

Sonuç olarak kanaatimizce, pay sahipleri sözleşmelerinin temel olarak sinallagmatik bir borç ilişkisi içeren isimsiz (*sui generis*) bir sözleşme olarak değerlendirilmesi daha uygun bir yaklaşımdır. Böylelikle, sözleşmenin içerdiği hükümlere göre, ilgili hükmün en yakın olduğu hukuki ilişki türüne dair kuralların kıyasen uygulanması ve tarafların sözleşme hükümleri altında ortaya koydukları iradelerine uygun bir yorum yöntemi belirlenmesi mümkün olacaktır. Kuşkusuz, bu durum pay sahipleri sözleşmelerine adi ortaklık hükümlerinin hiçbir zaman uygulanmayacağı yönünde bir yorum teşkil etmez. Örneğin, tarafların az sayıda ve sınırlı kapsamda hükümler içeren ve birçok konuyu açıkça düzenlemedikleri bir pay sahipleri sözleşmesi akdetmeleri durumunda, bu ilişkiye büyük ölçüde adi ortaklık hükümlerinin uygulanması söz konusu olabilir. Ancak uygulamada tarafların genellikle en ince ayrıntısına kadar aralarındaki ilişkiye uygulanacak kuralları pay sahipleri sözleşmeleri altında belirledikleri görülmektedir. Bu minvalde, tarafların iradesini ön plana koyan bir hukuki nitelik değerlendirmesinin hem dogmatik hukuk perspektifinden daha adil hem de hukuk ve ekonomi perspektifinden daha etkin bir sonuç vermesi mümkündür.

b. Sözleşmenin Şekli

Kanunda düzenlenmeyen isimsiz bir sözleşme olan pay sahipleri sözleşmesi de tüm sözleşme ilişkilerinde olduğu gibi şekil serbestisini ana ilke, şekil şartını ise istisna olarak düzenleyen TBK m. 12 hükmüne tabidir¹⁰⁰⁶. Dolayısıyla pay sahipleri sözleşmelerinin geçerli olabilmesi için herhangi bir şekil şartı bulunmamaktadır¹⁰⁰⁷.

Bununla birlikte, kavramsal olarak geçerli olan bu değerlendirme ile fiili gerçeklik arasında tam bir örtüşme, birkaç nedenden dolayı çoğunlukla mümkün olamamaktadır. Bu nedenlerden ilki, pay sahipleri sözleşmesinin ana uygulama alanı olan birleşme ve devralmalar pratiğinin kompleks yapısı ve bu yapının gerektirdiği

¹⁰⁰⁵ Örn. çoğunlukla taraflar pay sahipleri sözleşmesine açıkça bir madde ekleyerek, sözleşmenin akdedilmesiyle birlikte aralarında bir ortaklık ilişkisi kurulmayacağını (*no partnership clause*) kayıt altına almaktadır (aynı yönde bkz. Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 186, dn. 412).

¹⁰⁰⁶ Bkz. Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 1**, s. 145.

¹⁰⁰⁷ Bloch, **Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse**, s. 42.

işlem güvenliği ve ispat şartlarına ilişkin gerekliliklerdir. Buna göre, anonim ortaklıkta pay devir işlemlerini müteakip olarak ortaya çıkan ortaklık yapısında veya birden fazla pay sahibinin katılımıyla kurulan anonim ortaklıklarda, pay sahipleri arasındaki ilişkileri düzenlemek için akdedilen pay sahipleri sözleşmesi, belirli nitelikleri ve işlevi bakımından adeta esas sözleşmeyi tamamlayan bir etkiyi haizdir. Bu özelliği itibarıyla pay sahipleri sözleşmeleri, ortaklık ilişkilerine getirdiği subjektif etki bakımından zaman zaman esas sözleşme ile yarışan bir nitelik kazanmaktadır. Dolayısıyla, anonim ortaklık gibi çok boyutlu bir yapıyı düzenleme amacıyla akdedilen bir sözleşmenin genellikle yazılı şekilde yapılması beklenen ve hemen her zaman vaki olan bir durumdur.

İkinci olarak, kanunda sözleşmenin geçerliliği için bir şekil şartı öngörülmüş olmamasına rağmen, ispat şartı olarak belirli bir şekle uyma mevcudiyeti öngörülmüş olabilir. Söz gelimi HMK¹⁰⁰⁸ m. 200 hükmünde düzenlenen kurala göre parasal değeri 2500 Türk lirasını aşan hukuki işlemlerde, senetle ispat kuralı getirilmiştir. Buna göre, böyle bir durumda söz konusu sözleşmenin geçerli sayılması için herhangi bir engel bulunmamasına rağmen, sözleşmeden doğan borçların ifasına ilişkin hukuki takip yollarına başvurulabilmesi için hukuki işlemin senetle ispat edilmesi gerekmektedir. Birleşme ve devralma işlemlerinde ise, işlem değerleri ve buna bağlı olarak pay sahipleri sözleşmesi gibi tamamlayıcı hukuki işlemlerdeki borçların ekonomik karşılığı çok daha yüksektir. Bu yüzden, pay sahipleri sözleşmesi açısından yazılı şekil şartı *de jure* olarak bir geçerlilik şartı olmasa bile *de facto* bir geçerlilik şartı olarak kabul edilebilir. Zira aksi takdirde herhangi bir uyuşmazlık durumunda, tarafların hukuki işleminden doğan borçların kanuni takip yollarına başvurabilmeleri ve karşı tarafı ifaya zorlayabilmeleri oldukça zorlaşacağından, sözleşmenin kanuni olarak geçerli sayılmasından dolayı elde edebilecekleri menfaat çok sınırlı olacaktır.

Son olarak, pay sahipleri sözleşmesinin bir karma sözleşme (karışık muhtevallik akit) olarak nitelendirildiği durumda, içerdiği edim yükümlerine göre içerisinde farklı sözleşme tipleri bulundurması söz konusu olmaktadır. Şekil şartına ilişkin olarak yapılacak değerlendirmede, bu durumun da göz önünde bulundurulması elzemdir. Kuşkusuz böyle bir durumda, pay sahipleri sözleşmelerinin içerdiği farklı sözleşme

¹⁰⁰⁸ R.G. T. 04.02.2011, S. 27836.

tiplerine uygulanan şekil şartlarının, pay sahipleri sözleşmesinin tabi olacağı şekil şartı belirlenirken göz önünde bulundurulması elzemdir.

Pay sahipleri sözleşmelerine uygulanan şekil şartı bakımından değinilmesi gereken bir diğer husus ise sözleşmenin tahkim şartı içermesi durumudur. Pay sahipleri sözleşmeleri, yer aldıkları birleşme ve devralmalar pratiğinin bir uzantısı olarak kompleks ve uzmanlık gerektiren hükümler içerdikleri için¹⁰⁰⁹, sözleşmede tarafların uyuşmazlıkların çözümüne ilişkin tahkim şartı kararlaştırmaları yerleşik bir uygulamadır¹⁰¹⁰. Bu çerçevede, tahkim anlaşmasının yazılı şekil şartına tabi olduğuna ilişkin kural ihdas eden HMK m. 412, f. 3 hükmü gereği, tahkim şartı/sözleşmesi içeren pay sahipleri sözleşmesinin de yazılı şekilde yapılması gerekli olabilir¹⁰¹¹. Pay sahipleri sözleşmesinin içeriğinde opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer hakların bulunduğu durumlarda ise, bu hakları düzenleyen sözleşmeler bakımından şekil serbestisi prensibi geçerlidir. Bu noktada konu bütünlüğünün sağlanması amacıyla, senetle temsil edilmeyen payları¹⁰¹² konu alan opsiyon hakları ve benzeri haklara ilişkin sözleşmelerin şekil şartına tabi olup olmayacağını incelemek gerekir. Bu tür payların devri alacağın temlik hükmüne tabidir. Peki alacağın temlik sözleşmesi yazılı şekil şartına bağlı iken, alacak temlik vaadi sözleşmesi mahiyetinde değerlendirilebilecek söz konusu opsiyon ve benzeri haklara ilişkin sözleşmelere de yazılı şekil şartı uygulanacak mıdır? Bu soruya verilecek yanıt olumsuzdur. Zira TBK m. 163, f. 2 hükmünde bu tür sözleşmelerin özel bir şekil şartına bağlı olmadığı belirtilmiştir. Nitekim öğretideki genel kabul de bu yöndedir¹⁰¹³. Bununla birlikte, tarafların hem ispat yükümlülüklerinden kaynaklanan nedenlerden dolayı hem de hak yükümlülerinin ifaya zorlanması konusunda muğlaklıktan kaçınmak ve uygulanacak hükümleri açıkça ortaya koyma saikiyle, bu hükümleri içeren sözleşmelerin de TBK m. 17, f.1 hükmü ışığında iradi şekil şartına bağlı olarak yazılı biçimde yapılması makul bir beklentidir.

¹⁰⁰⁹ Ayoğlu, *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*, s. 226.

¹⁰¹⁰ Bloch, *Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse*, s. 325.

¹⁰¹¹ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 74.

¹⁰¹² Bkz. Üçüncü Bölüm, II/C/1.

¹⁰¹³ GÜMÜŞ Mustafa Alper, “*Alacağın Temlik Sözleşmesinin Şekli*”, İstanbul Kültür Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Y. 10, C. 10, S. 2, 2011, s. 13.

c. Sözleşmenin Tarafları

i. Genel Olarak

Pay sahipleri sözleşmesinin mutlak taraflarının, anonim ortaklığın pay sahipleri olması, terminolojik olarak doğal bir sonuçtur. Fakat bununla birlikte, tüm pay sahiplerinin pay sahipleri sözleşmesine taraf olması gerekmediği gibi, bazı durumlarda pay sahibi olmayan kişilerin de sözleşmeye taraf olmaları söz konusu olabilmektedir.¹⁰¹⁴ Bu durumun ilk görünüm biçimi, henüz anonim ortaklık kurulmadan önce müstakbel pay sahipleri arasında imzalanan pay sahipleri sözleşmeleri ile, bir pay devir işlemi kapsamında, henüz pay devri gerçekleşmemişken pay devir sözleşmesine taraf olan kişinin sözleşmeye taraf olmasıdır. Bir başka ihtimal ise, anonim ortaklıkta pay sahibi olmamakla birlikte, pay üzerinde örneğin bir intifa veya rehin hakkı vasıtasıyla bir menfaati bulunan kişinin pay sahipleri sözleşmesine taraf olması biçiminde ortaya çıkabilir.¹⁰¹⁵ Benzer biçimde, örneğin opsiyon hakları içeren bir pay sahipleri sözleşmesinde, hakların icrasını kolaylaştırmak amacıyla kurulan bir yediemin ilişkisi çerçevesinde, yediemin sıfatı taşıyan kişi de pay sahipleri sözleşmesine taraf olabilir. Fakat bu örneklerde dikkat edilmesi gereken husus şudur: Pay sahipleri sözleşmesi esas olarak, pay sahipleri arasında ortaklığa ilişkin hususları düzenlemek için yapılan bir sözleşmeyi işaret eder. Pay sahipleri ve müstakbel pay sahipleri dışında üçüncü kişilerin sözleşmeye taraf olduğu durumlarda ise, pay sahipleri sözleşmesinin karma sözleşme niteliğinin ağır bastığı durumlar ve hükümler söz konusu olabilir. Bu çerçevede, pay sahipleri sözleşmesinin farklı hükümleri vasıtasıyla ortaya çıkan, yan sözleşme niteliğindeki düzenlemelere, pay sahibi olmayan kişilerin taraf olduğunu ifade etmek mümkündür.

ii. Ortaklığın Pay Sahipleri Sözleşmesine Taraf Olması Meselesi ve Hakimiyet Sözleşmesi Bakımından Değerlendirme

Pay sahipleri sözleşmesine konu olan ortaklığın, aynı zamanda sözleşmenin tarafı olması meselesine ilişkin öğretide bir görüş birliği bulunmamaktadır. Bu konuda görüş bildiren yazarların bir kısmı, ortaklığın pay sahipleri sözleşmesine taraf

¹⁰¹⁴ Yüksel, *Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 52; Uçar, *Önalım ve Öncelik Hakları*, s. 131.

¹⁰¹⁵ Yüksel, *Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 52.

olmasına, bu durumun TTK'daki ortaklığın iradesinin oluşumuna ilişkin esaslar¹⁰¹⁶ ile eşit işlem ilkesine aykırılık¹⁰¹⁷ teşkil edeceği ve ortaklık bakımından şirketler hukuku düzenine ait normların bertaraf edilmesi sonucu doğurabileceği¹⁰¹⁸ gerekçeleriyle karşı çıkmaktadır. Aksi yönde görüş bildiren yazarlar ise, pay sahibi sözleşmelerinden ortaklık düzlemine ilişkin bir borç doğmayacağı, bu bağlamda sözleşmeye ortaklığın taraf olmasının tek borç ve eşit işlem ilkelerine aykırılık teşkil etmeyeceği gerekçeleriyle, ortaklığın sözleşmeye taraf olmasında bir sakınca olmadığı yönünde görüş bildirmekte ve yalnızca ortaklığın iç işleyişini ilgilendiren konularda meseleye temkinli yaklaşılması gerektiğini belirtmektedir.¹⁰¹⁹

Kanaatimizce, ortaklığın pay sahipleri sözleşmesine taraf olması meselesine ilişkin toptancı bir yaklaşımla sonuca ulaşmaktan kaçınmak gerekir. Zira, ortaklığın salt pay sahipleri sözleşmesine taraf olması, doğrudan ortaklığın sözleşme altında emredici hükümleri dolanır nitelikte edimler yüklendiği anlamına gelmeyeceği gibi bu durum, TTK tarafından getirilen normatif düzeni bozan bir etkiye de sahip olmayabilir. Nitekim her sözleşme ilişkisinde olduğu gibi pay sahipleri sözleşmesinde de tüm tarafların hak ve borçları ayrı ayrı belirlenmiştir. Bu minvalde ortaklığın pay sahipleri sözleşmesine taraf olması durumunda, ortaklık bakımından getirilen hükümler ve ortaklık tarafından üstlenilen borçlar göz önünde bulundurularak bir değerlendirme yapılması gereklidir. Bu şekilde yapılacak değerlendirmeye göre, ortaklığın organlarının, özellikle genel kurulun, iradesinin oluşumuna ilişkin üstlendiği yükümlülüklerin ifa edilebilmesi fiilen daima mümkün olmayabilir. Bu durum ise yalnızca emredici hükümlere aykırılık ve korporatif düzlemdeki normların bertaraf edilmesinde kaynaklanmaz; söz konusu durumda, taahhüt altına giren organ (yönetim kurulu) ile taahhüdü yerine getirmesi gereken organ (genel kurul) bir uyumsuzluk söz konusudur. Zira, örneğin genel kurulun iradesinin oluşumuna ilişkin bir taahhüt / oy sözleşmesi durumunda, bu iradeyi oluşturan özne ortaklığın tüzel kişiliği değil pay

¹⁰¹⁶ Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 55 vd.; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku II**, K.N. 998c; Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 312; Altay, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler**, s. 259 vd.

¹⁰¹⁷ ESİN İsmail Gökhan, “Hissedarlar Sözleşmesi”, Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. II, S. I, 2005, s. 479.

¹⁰¹⁸ Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 203.

¹⁰¹⁹ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 312 vd. ile dn. 11 ve orada anılan yazarlar. Pay sahipleri sözleşmesinin bir joint venture sözleşmesi olarak imzalandığı ve bu sözleşmeye ek olarak akdedilecek yan sözleşmelerin (*uydu sözleşmelerin*) bulunması durumunda ortaklığın sözleşmeye taraf olmasının zaruri olduğu yönünde bkz. Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 52; Reymond, **Reflexions sur la nature juridique du contrat de joint-venture**, s. 484.

sahipleridir. Dolayısıyla ortaklığı borç altına sokma yetkisi bulunan organ olan yönetim kurulunun kendi uhdesinde bulunmayan bir konuda bir yükümlülük altına girmesi taahhüdün ifası bakımından bir uyumsuzluk doğurur.¹⁰²⁰ Fakat bazı durumlarda, sözleşmeye ortaklığı da taraf yaparak pay sahipleri sözleşmesindeki hükümlerin pay sahipleri tarafından uygulanmasının ortaklık tarafından gözetilmesi ve/veya sözleşmenin uygulanmasına ortaklığın da katılmasıyla ifanın kolaylaştırılması amacının güdülmesi söz konusu olabilir. Böyle bir durumda ise ne emredici hükümlerin arkasında dolanılması ne de ortaklığa ilişkin kanuni düzenin bertaraf edilmesi söz konusudur. Bütün bu nedenlerle ortaklığın pay sahipleri sözleşmesine taraf olmasının kural olarak mümkün olduğu düşüncesindeyiz.¹⁰²¹

Anonim ortaklık tüzel kişiliğinin, ortaklıkla ilgili pay sahipleri sözleşmesine taraf olmasının yaratabileceği bir başka potansiyel komplikasyon ise, böyle bir durumda sözleşmenin şirketler topluluğu hükümleri bağlamında hakimiyet sözleşmesi olarak nitelendirilme riskidir. TTK’da şirketler topluluğunun oluşma koşullarını ortaya koyan m. 195 hükmünde, bir şirketin diğer bir şirket üzerinde hakimiyetinin bulunduğu faraziyelerden birisi de *bir sözleşme* vasıtasıyla iki şirket arasında yönetim kontrolü ilişkisi bulunmasıdır.¹⁰²² Buradaki sözleşme kavramının hakimiyet sözleşmesini işaret ettiğine dair doğrudan kanuni bir atıf bulunmamakla birlikte madde gerekçesinde kavram ile kastedilenin hakimiyet sözleşmesi olduğu belirtilmektedir.¹⁰²³ Bir şirketin kendi sevk ve idare yetkisini başka bir şirketin kontrolüne bıraktığı sözleşme türü olarak tanımlanan hakimiyet sözleşmesinin geçerlilik şartları, yazılı olarak yapılması ve ticaret sicilinde tescil ve ilan edilmesidir.¹⁰²⁴

Pay sahipleri sözleşmesinde, niteliği gereği, ortaklığın idaresine ve kontrolünün paylaşımına ilişkin düzenlemeler yer almaktadır ve bu düzenlemeler yoluyla pay

¹⁰²⁰ Belirtmek gerekir ki bazı durumlarda, yönetim kurulu bakımından üçüncü kişinin edimini taahhüt veya bağımsız garanti sözleşmesi içeren bir yapıdan bahsetmek mümkün olabilir.

¹⁰²¹ Pay sahipleri sözleşmesine ortaklığın tüzel kişiliğinin de âkit olarak katıldığı durumlarda uygulamacılara tavsiyemiz, sözleşmeye eklenecek bir veya birkaç hüküm marifetiyle ortaklığın sözleşmeyi imzalamasındaki amacın ve üstlendiği yükümlülüklerin mahiyetinin açıkça ortaya koyulmasıdır. Buradaki amaç hem emredici hükümlerin etrafından dolanmak suretiyle normatif düzenin bertaraf edilmesinin amaçlanmadığının hem de tarafların hakimiyet sözleşmesi akdetme iradesine sahip olmadıklarının sözleşme sistematığı içine dahil edilmesidir. Böylelikle hem ortaklığın pay sahipleri sözleşmesi altında imzacı olmasının yarattığı hukuki tereddütler hem de böyle bir durumda sözleşmenin hakimiyet sözleşmesi sayılmasından doğan riskler azaltılmış olacaktır.

¹⁰²² Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 551.

¹⁰²³ Bkz. TTK Gerekçe m. 195, f. 1.

¹⁰²⁴ YANLI Veliye, **Hakimiyet Sözleşmeleri**”, Regesta, C. 3, S. 1, 2013, s. 5.

sahiplerinden birisi söz konusu hususlarda belirleyici etkiye sahip olmaktadır. Ortaklık tüzel kişiliğinin de pay sahipleri sözleşmesine taraf olması durumunda, yönetim yetkisini haiz ortak ile diğer ortaklar arasında bulunan kontrol ve hakimiyet ilişkisinin ortaklık tüzel kişiliğine de uzanması ihtimali ortaya çıkmaktadır. Bu durum ise ortaklığın da taraf olduğu pay sahipleri sözleşmesinin hakimiyet sözleşmesi olarak değerlendirilmesi meselesini ortaya çıkartmaktadır.¹⁰²⁵ Zira böyle bir durumda sözleşmenin ticaret siciline tescil ve ilanı bir geçerlilik şartı olarak kabul edilecek, bu durum ise pay sahipleri sözleşmesinin imzalanmasında tarafların temel saiklerinden biri olan gizlilik/kamuya açık olmama¹⁰²⁶ niteliğini bertaraf edecektir.

Peki ortaklık tüzel kişiliğinin de taraf olduğu pay sahipleri sözleşmelerinin hakimiyet sözleşmesi olarak nitelendirilmesi somut ve olası bir ihtimal midir? Kanaatimizce bu soruya verilecek yanıt, birkaç nedenden dolayı olumsuzdur. Bu nedenlerden ilki, ortaklık tüzel kişiliğinin pay sahipleri sözleşmesi altında üstlenebileceği yükümlülüklerin mahiyetinin, hakimiyet sözleşmesi anlamında bir kontrol devrine yol açmaya uygun olmamasıdır. Bu başlık altında daha önce belirtildiği üzere, ortaklık tüzel kişiliğinin organların iradesinin oluşumuna ilişkin pay sahipleri sözleşmesi altında bir yükümlülük altına girmesi mümkün değildir; sözleşme altında bu yönde bir yükümlülüğe yer verilmiş olsa dahi, bu yükümlülük emredici hükümlere aykırılıktan dolayı zaten geçerli olmayacaktır.¹⁰²⁷ İlkiyle yakın ilişkisi bulunan ikinci neden ise TSY¹⁰²⁸'nin hakimiyet sözleşmesine ilişkin aradığı kriterlerden kaynaklanmaktadır. TSY m. 106, f. 1 hükmünde, hakimiyet sözleşmesi tanımında yer alan unsurlardan birisi de “(...) taraflardan birisinin sermaye şirketi olan diğerinin yönetim organına hiçbir şarta bağlı olmaksızın talimat verme yetkisi (...)” içermesidir. Ne var ki, ortaklık tüzel kişiliğinin pay sahipleri sözleşmesine taraf olmasının, diğer taraflara ortaklık yönetim kuruluna talimat verme yetkisi tanınması söz konusu değildir. Sonuç olarak, hakimiyet sözleşmesi yapma saikiyle akdedilmemiş olan ve tipik pay sahipleri sözleşmesi hükümleri içeren bir işlem söz konusu olduğunda, ortaklık tüzel kişiliğinin bu sözleşmeye taraf olması, sözleşmenin hakimiyet sözleşmesi olarak nitelendirilmesi sonucunu doğurmayacaktır.

¹⁰²⁵ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 462 vd.; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 135; Esin, **Hissedarlar Sözleşmesi** Esin, "Hissedarlar Sözleşmesi", s. 477-478.

¹⁰²⁶ Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 199 vd.

¹⁰²⁷ Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 136.

¹⁰²⁸ R.G. T. 27.01.2013, S. 28541.

d. Sözleşmenin Geçerliliği

Pay sahipleri sözleşmesinin kavramsal olarak ortaklıklar hukuku alanından ziyade borçlar hukuku alanında etki doğuran bir sözleşme olduğu bir vakiadır. Bu özelliği itibariyle, pay sahipleri sözleşmesini TBK m. 26 altında açıkça zikredilen sözleşme özgürlüğü ilkesi çerçevesinde değerlendirmek ve kural olarak geçerli bir sözleşme türü olduğunu öncelikle ortaya koymak gerekir¹⁰²⁹. Bununla birlikte, pay sahipleri söz konusu olduğunda, borçlar hukuku ilkeleriyle ortaklıklar hukuku ilkeleri arasında çok yakın bir etkileşim olduğu yadsınamaz. Çünkü sözleşme altında düzenlenen konuların hemen hepsinin ifasında, ortaklıklar hukukuyla kesişen birçok alan olması kaçınılmazdır.¹⁰³⁰ Bu bakımdan, pay sahipleri sözleşmesinin geçerliliğine ilişkin münferit hükümleri temel alarak yapılacak hukuka uygunluk araştırmasında, ortaklıklar hukuku ilkelerinin de göz önünde bulundurulması gerekmektedir.

Sözleşmelerin geçerliliği bakımından sözleşme özgürlüğünün sınırları, kavramsal olarak kanunda¹⁰³¹ öngörülen sınırlara yapılan atıfla TBK m. 26 ve m. 27, f.1 hükümlerinde belirlenmiştir. Buna göre sözleşme özgürlüğünün sınırlarını çizen unsurlar emredici kanun hükümlerine, ahlaka, kamu düzenine, kişilik haklarına aykırı olmaması ve sözleşme konusunun imkânsız olmamasıdır. Aksi takdirde sözleşmeye uygulanacak yaptırım kesin hükümsüzlüktür.

Sözleşme özgürlüğü ilkesini sınırlandıran ilk husus olan emredici hükümlere aykırılık kavramını, pay sahipleri sözleşmesi bağlamında TTK hükümleri ve genel olarak ortaklıklar hukuku ilkelerinden bağımsız değerlendirmek mümkün değildir. Tanım itibariyle emredici hükümler, hukuk kurallarının öznesi olan kişiler tarafından bertaraf edilemeyen ve aksi kararlaştırılamayan mutlak nitelikteki hukuk kurallarıdır.¹⁰³² Emredici hukuk kuralları dışında kalan ve yedek hukuk kuralları olarak nitelenen hükümler ise taraflar ve hukuki ilişki üzerinde mutlak bir etki yaratmamakta; taraflar bu hükümlerin aksini kararlaştırabilmektedir.

¹⁰²⁹ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 113; Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 52; Uçar, **Önahlım ve Öncelik Hakları**, s. 137; Bloch, **Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse**, s. 6.

¹⁰³⁰ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 306.

¹⁰³¹ Belirtmek gerekir ki, kanundaki sınırlara yapılan atıftan yalnızca TBK, TTK ya da başka spesifik bir kanun metni değil, söz konusu sözleşmeye uygulanabilecek tüm emredici kanun hükümlerinin anlaşılması gerekir (bkz. Karasu, **Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, s. 199).

¹⁰³² Oğuzman / Barlas, **Medeni Hukuk, Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar**, s. 82.

Pay sahipleri sözleşmesinin geçerlilik sınırlarının tespitinde, TTK hükümlerinin emredici nitelikleri belirleyici önemi haizdir. Bu çerçevede, spesifik bir pay sahipleri sözleşmesi hükmünün geçerliliğini araştırırken, TTK'da bu hükmün düzenlediği konulara ilişkin getirilen kurallar ışığında bir değerlendirme yapmak gerekir.¹⁰³³

*Moroğlu*¹⁰³⁴ tarafından genel kurul kararlarının geçerliliği bağlamında ve aynı doğrultuda *Yüksel*¹⁰³⁵ tarafından pay sahipleri sözleşmesi bağlamında uyarlanarak ortaya koyulan yaklaşıma göre, geçerlilik denetimine ilişkin yapılacak değerlendirmede, emredici hükümlerin niteliklerine göre ikili bir ayrıma gidilmesi gerekmektedir. Bu kapsamda mutlak emredici hükümler doğrudan kamu menfaatinin ilgilendiren bir konuda, bir eylemi yapma veya yapmama edimi getirirler. Buna karşılık nispi emredici hükümlerin etki alanı kamu menfaati gibi mutlak bir mefhumu değil bireylerin özel menfaatlerini kapsar. Bu ayrıma göre, TTK'da doğrudan bir işlem ya da tasarrufu yasaklayan hükümler ile kamu düzenine ilişkin olduğu değerlendirilen azınlığı, alacaklıları, pay sahibinin vazgeçilmez haklarını ve ortaklığın malvarlığının korunmasını amaçlayan hükümleri mutlak emredici hükümler olarak değerlendirmek gerekir. Fakat örneğin esas sözleşmenin zorunlu içeriğine ilişkin TTK hükümleri, korporatif düzlemde pay sahipleri arasındaki ilişkinin sınırlarını çizmek için getirilmiş olan, ortaklığa ilişkin düzenlemelerdir. Nispi emredici hüküm niteliğindeki bu düzenlemelerin, borçlar hukuku ilkelerine tabi olarak akdedilen pay sahipleri sözleşmesinin geçerliliğine etkili olmayacakları ifade edilebilir. Sonuç olarak, TTK'nın mutlak emredici hükümlerinin şirket ile pay sahibi arasındaki ilişkiler bakımından emredici nitelikte olduğunu ancak pay sahiplerinin kendi aralarındaki ilişkilerde, bu hükümlerin aksine düzenlemeleri kararlaştırabileceklerini ifade etmek mümkündür. Örneğin pay sahipleri sözleşmesinde eşit işlem ilkesine aykırı olarak nitelendirilebilecek bir düzenleme, pay sahipleri arasındaki düzlemde geçerli olacakken, aynı hükmün esas sözleşmeye taşınması durumunda şirket ile pay sahipleri arasındaki ilişkiler bakımından etki doğurması mümkün olmayacaktır.

¹⁰³³ Bu noktada belirtmek gerekir ki, pay sahipleri sözleşmesinin geçerlilik araştırmasında temel alınan emredici hükümlerin mahiyeti ile esas sözleşme özgürlüğü çerçevesindeki emredici hükümler ilkesi birbirinden farklıdır. Burada inceleme konusu olan husus ilgili TTK hükümlerinin kavramsal olarak emredici nitelikte olup olmadığıdır. Emredici hükümler ilkesi ise, korporatif düzlemde esas sözleşmenin içeriğinde yer alabilecek düzenlemelerle ilgilidir (bkz. Karasu, **Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, s. 45 vd.; ayrıca emredici hükümler ilkesi hakkında detaylı bilgi için bkz. İkinci Bölüm, III/D/2/a).

¹⁰³⁴ MOROĞLU Erdoğan, **Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararının Hükümsüzlüğü**, İstanbul: Beta, 2004, s. 55 vd.

¹⁰³⁵ Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 62-63.

Geçerlilik değerlendirmesinde göz önünde bulundurulması gereken bir diğer kriter ise sözleşmenin (ilgili sözleşme hükmünün) konusunun ahlaka aykırı olmamasıdır. Nitelik olarak sınırları göreceli ve muğlak olan ahlaka aykırılık kavramına ilişkin değerlendirme birtakım zorluluk içerir. Bu zorlukların en önde geleni kavramın sınırlarının kanunda net bir şekilde çizilmiş olmamasıdır. Bununla birlikte kavramsal bir nitelendirme yapmak gerekirse, bir sözleşmenin “*aydın, vicdanlı, makul ve namuslu insanların doğruluk ve insaf duygularını inciten taahhütler ihtiva etmesi*” halinde ahlaka aykırı olduğu söylenebilir.¹⁰³⁶ Ahlaka aykırılık durumu, sözleşmenin konusu ile sözleşmenin içerdiği edimlerin niteliği bakımından¹⁰³⁷ ortaya çıkabileceği gibi sözleşmenin yöneldiği amaç bakımından da ortaya çıkabilir.¹⁰³⁸ Pay sahipleri sözleşmesinde, konu itibarıyla ahlaka aykırılık için ortaya çıkabilecek en yaygın örneklerden birisi oy hakkının ivazlı olarak bir başkası lehine kullanılması yani oy satımı durumudur.¹⁰³⁹ Sözleşmenin yöneldiği amaç bakımından ahlaka aykırılık durumu ise, kanunen korunan menfaatlerin sözleşme yoluyla bertaraf edilmesi veya bu menfaatlerin etkisizleştirilmesi söz konusu olduğunda ortaya çıkabilir. Bu yönüyle amaç bakımından ahlaka aykırılık ile mutlak emredici hükümlere aykırılık arasında bir örtüşme mevcuttur. Zira, ahlaka aykırı biçimde kanunen korunan bir menfaatin ihlal edilmesi durumunda, çoğunlukla bir mutlak emredici hükmün de ihlal edilmesi söz konusu olacaktır. Amaç bakımından ahlaka aykırılık teşkil edecek bir duruma örnek olarak, ortaklığın faaliyetlerinin kanuna ve/veya genel ahlak kurallarına aykırı amaçlara ulaşmak gayesiyle yönlendirilmesine yönelik düzenlemeler içeren bir pay sahipleri sözleşmesi gösterilebilir. Benzer biçimde kamu düzenine aykırılık da emredici hükümlere aykırılık ile paralellik taşımaktadır. Toplumun önemli ve doğrudan doğruya menfaatlerini koruyan hukuk kurallarını ifade eden kamu düzenini kavramı¹⁰⁴⁰, genellikle kanunun emredici hükümleri yoluyla korunmaktadır. Dolayısıyla her iki kavram, sözleşmenin geçerlilik tespiti bakımından benzer kriterlerin göz önünde bulundurulması sonucunu doğurur.

Ahlaka aykırılık aynı zamanda kişilik haklarının ihlalini de kapsamaktadır.¹⁰⁴¹ Pay sahipleri sözleşmesi tahtında verilen taahhütlerin niteliğine bağlı olarak, pay

¹⁰³⁶ Tekinay / Akman / Burcuoğlu / Altop, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 27.

¹⁰³⁷ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 124.

¹⁰³⁸ Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 64.

¹⁰³⁹ Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 66.

¹⁰⁴⁰ Tekinay / Akman / Burcuoğlu / Altop, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 402.

¹⁰⁴¹ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 124.

sahiplerine ait kişiye sıkı sıkıya bağlı haklar ve/veya ekonomik özgürlüğünün kısıtlanması, kişilik haklarının ihlaline neden olabilir. Bununla birlikte, pay sahipleri sözleşmesi genel olarak pay sahipliği sıfatıyla ilişkili hususları düzenlediği için, pratikte pay sahipliğine bağlı hakların kişiye sıkı sıkıya bağlı hakları ihlal etmesi çok sık rastlanan bir durum değildir.¹⁰⁴² Bu bakımdan ekonomik özgürlüğün aşırı kısıtlanması sonucu kişilik haklarının ihlal edilmesi daha muhtemeldir. Örneğin, kâr payı hakkı gibi paya bağlı hakların, kişinin temel geçim kaynağını oluşturduğu durumlarda, bu hakların pay sahipleri sözleşmesi yoluyla aşırı derecede kısıtlanması kişinin ve ailesinin geçimini tehlikeye sokabileceği için ahlaka aykırılık durumu oluşturabilir.¹⁰⁴³

Son olarak, pay sahipleri sözleşmesinin yapıldığı sırada sözleşmenin konusunu teşkil eden edimlerden birinin objektif olarak¹⁰⁴⁴ imkânsız olması, sözleşmenin kesin hükümsüzlüğü sonucunu doğuracaktır. Bu minvalde pay sahipleri sözleşmesinin hukuki ya da maddi imkânsızlıktan dolayı kesin hükümsüz sayılması ancak sözleşme konusunu oluşturan edimin ya da tasarrufun hukuk düzenince yasaklanmış olması ya da tanınmıyor olması durumunda söz konusu olabilecektir. Ancak bu tür bir durumun pay sahipleri sözleşmesi hükümler bakımından pratikte ortaya çıkma olasılığı düşüktür.¹⁰⁴⁵

¹⁰⁴² Bu duruma istisna oluşturacak bir örnek olarak pay sahipleri sözleşmesi tahtında, tarafların ortaklık organlarının kararlarına karşı dava açmamayı taahhüt etmeleri gösterilebilir.

¹⁰⁴³ Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 72-73. Bununla birlikte taahhüdün süresinin aşırı uzun olmasının da kişilik haklarını ihlal teşkil edebileceği ve bu bakımdan sözleşmenin geçersizliği sonucu doğurabileceği belirtilmektedir (bkz. Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 125). Fakat bu durumun pay sahipleri sözleşmesine özgü olarak somutlaşmasının pek muhtemel olmadığını belirtmek gerekir. Zira pay sahipleri sözleşmelerinin süresi anonim ortaklıktaki pay sahipliği süresi ile doğrudan bağlantılıdır ve pay sahipliği ilişkisi sürerken pay sahipleri sözleşmesi altındaki taahhüt süresinin aşırı uzun olduğunu iddia etmek, istisnai durumlar hariç, oldukça güçtür. Bu bakımdan taahhüt süresinin uzunluğu, pay sahipleri sözleşmesi bakımından muhtemel bir geçersizlik nedeni teşkil etmekten uzaktır.

¹⁰⁴⁴ Objektif / subjektif imkânsızlık kavramlarına ilişkin detaylı bilgi için bkz. Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 1**, s. 94 vd. Buna göre taraflardan birinin edimi kişisel olarak yerine getiremeyecek olması (subjektif imkânsızlık) sözleşmeyi geçersiz kılmaz; ancak edimi yerine getiremeyen kişinin bundan dolayı sorumluluğu doğar.

¹⁰⁴⁵ **Okutan Nilsson, Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 122.

3) Pay Sahipleri Sözleşmesinin İşlevi Bağlamında Kapsamı

a. Anonim Ortaklığı Biçimlendirme Aracı Olarak Pay Sahipleri Sözleşmesi

Sistematik olarak TTK hükümleri ile pay sahipleri sözleşmelerinin aynı konuları düzenlediğini ifade etmek mümkündür. Söz gelimi hem TTK hükümleri hem de pay sahipleri sözleşmesindeki çeşitli hükümler anonim ortaklığın örgütlenmesine ve faaliyetlerine ilişkindir. Bu bakımdan hem kaynağını TTK'dan alan esas sözleşmenin hem de daha çeşitli kaynaklardan beslenen pay sahipleri sözleşmesinin yorumunda bu ilişkinin göz önünde bulundurulması gerekmektedir.¹⁰⁴⁶ Fakat TTK ve dolayısıyla esas sözleşme hükümlerinin pay sahipleri arasındaki ilişkinin tüm yönleriyle düzenlenmesi için gerekli ve yeterli araçların tümünü sağlamadığı da bir gerçektir. Hal böyle iken, pay sahipleri arasındaki genel olarak menfaat dengesinin sağlanması ve zaman zaman da menfaat çatışmalarının engellenebilmesi için ortaklığın çeşitli yönleriyle biçimlendirilmesi ihtiyacı pay sahipleri sözleşmesini ortaya çıkarmıştır.¹⁰⁴⁷

Pay sahipleri sözleşmesinden kaynaklanan biçimlendirme imkanları çeşitli biçimlerde tezahür etmektedir. Örneğin menfaatleri genel olarak örtüşen birden fazla pay sahibinin taraf olduğu pay sahipleri sözleşmesindeki oy hakkının kullanımına ilişkin hükümler marifetiyle, bir *çoğunluk sözleşmesi (accord de majorité)* oluşturularak ortaklıktaki güç dengesi stabil ve öngörülebilir hale getirilebilmektedir.¹⁰⁴⁸ Yine benzer biçimde birden fazla azınlık pay sahibinin taraf olduğu pay sahipleri sözleşmesindeki hükümler sayesinde, bir *azınlık sözleşmesi (accord de minorité)* ¹⁰⁴⁹ kurularak, çoğunluk pay sahiplerinin ortaklık iş ve işleyişinde azınlığın bakış açısını ve menfaatlerini de gözetmesi sağlanabilmektedir.¹⁰⁵⁰

Pay sahipleri sözleşmesinde düzenlenen opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların işlev bağlamında en önemli etkisi, pay sahipliği yapısının korunmasında belirgin hale gelmektedir. Bu kapsamda, pay sahipleri sözleşmesinde yer verilen pay devrini sınırlayıcı hükümler ve pay devrinde özellik arz eden haklar

¹⁰⁴⁶ Bloch, *Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse*, s. 9.

¹⁰⁴⁷ Yüksel, *Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 41.

¹⁰⁴⁸ Bloch, *Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse*, s. 10.

¹⁰⁴⁹ Bloch, *Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse*, s. 9.

¹⁰⁵⁰ Ayoğlu, *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*, s. 197.

vasıtasıyla şirketin pay sahipliği yapısının korunması ve bu yapıdaki değişikliklerin kontrollü biçimde gerçekleşmesi sağlanmaktadır.¹⁰⁵¹

Şüphesiz pay sahipleri sözleşmesinin ortaklığı biçimlendirme işlevine bağlı içeriği yukarıda sayılanlarla sınırlı değildir. Bunlar haricinde ortaklığın organlarının oluşumuna ilişkin konular, finansman ihtiyacının nasıl ve hangi koşullarda karşılanacağı, şirket faaliyetlerinin yürütülmesine ilişkin iş planı ve bütçenin belirlenmesine yönelik hükümler gibi birçok farklı husus, ortaklığın biçimlendirilmesi sürecinde önemli unsurlardır.¹⁰⁵² Bu unsurlarla bağlantılı olarak, pay sahiplerinin kural olarak serbestçe belirleyebildikleri içeriğe dair hükümler, sözleşmenin amaçladığı işlevi yerine getirebilmesi için farklı biçimlerde düzenlenebilirler.

b. *Affectio Societatis* Unsurunun Güçlendirilmesi

Pay sahipleri sözleşmelerinin temel işlevlerinden birisi de sözleşmeye taraf olan pay sahipleri arasındaki tikel ilişkilerin, ortaklığın kolektif işleyişine teşmil edilmesidir.¹⁰⁵³ Pay sahipleri arasındaki bu ilişkinin temel unsurlarından birisinin de *ortak bir amaç doğrultusunda birlikte hareket etme iradesi* olarak tanımlanan *affectio societatis* olduğunu ifade etmek mümkündür.¹⁰⁵⁴ Zira sözleşmeyi akdederek ortaklıktaki kişisel faktörlerin etkisini arttıran pay sahiplerinin amacı, ortaklığı mutabık kaldıkları güç ve menfaat paylaşımı esaslarına uygun olarak belirlenen strateji doğrultusunda yönetmek ve bu faaliyetler neticesinde ortaya çıkan kazanımları elde etmektir. Bu kazanımlar, ortaklıktan elde edilecek kâr payı biçiminde ortaya çıkabileceği gibi özellikle işletmeci pay sahibi için önemli olabilecek, ortaklığın

¹⁰⁵¹ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 77. Pay sahipleri çevresinin korunmasına ek olarak pay sahibinin ortaklıktaki halefini belirlemek için de bu yapının kullanılması söz konusu olabilir. Örneğin kişisel nitelikleri şirket için önem arz eden bir kurucu pay sahibinin ölümü durumunda, şirket faaliyetlerinin devamlılığını sağlamak için bir pay sahipleri sözleşmesi yoluyla pay devrine ilişkin çeşitli usul ve koşullar belirlenebilir. Fakat böyle bir durumda işlem ölüme bağlı tasarruf (*act mortis causa*) söz konusu olduğu için işleme bağlı şekil şartlarına uyulması gerekmektedir (bkz. Bloch, *Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse*, s. 11).

¹⁰⁵² Reymond, *Reflexions sur la nature juridique du contrat de joint-venture*, s. 488; Wilhelm / Varrin, *L'exercice mesuré des droits et l'abus de majorité en droit suisse de la société anonyme*, s. 97.

¹⁰⁵³ Leroy, *Le pacte d'actionnaires dans l'environnement sociétaire*, s. 22.

¹⁰⁵⁴ Altay, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler*, s. 241. Pay sahiplerinin ortaklığın amacının gerçekleştirilmesine yönelik olarak faaliyetlere katılma ve bu yönde birbirleriyle işbirliği yaparak müşterek amacın gerçekleştirilmesi için katkıda bulunmalarını ifade eden unsur olan *affectio societatis* kavramının kökenlerinin Roma hukukunda bulunduğu konusunda bkz. ŞENER Oruç Hami, “**Roma Hukuku’nun Modern Ortaklıklar Hukuku’na Etkileri**”, Prof. Dr. Ömer Teoman’a 55. Yaş Günü Armağanı, İstanbul, 2002, s. 711.

sürdürülebilir biçimde devamlılığına bağlı olarak elde edilebilecek parasal olmayan faydalar da olabilir.¹⁰⁵⁵

Fakat, *affectio societatis* kavramı tüm ortaklık tiplerinde bulunan bir unsur olsa bile, etkisi kişisel özelliklerin önem arz etmediği anonim ortaklık yapılarında zayıflamaktadır. Buna karşın, sermayeye katılmalı ortak girişim biçiminde kurulan anonim ortaklıklar ile sonradan gerçekleşen pay devirleri neticesinde bu niteliği kazanan anonim ortaklıklarda, pay sahipleri sözleşmesinin içerdiği hükümler sayesinde somutlaşan ve etkisi artan *affectio societatis* unsuru, esas sözleşme temelinde meydana gelen korporatif düzene de sirayet etmektedir.¹⁰⁵⁶ Esasında pay sahipleri sözleşmesi ile *affectio societatis* unsuru arasında iki yönlü ve birbirini besleyen bir etkileşim olduğunu belirtmek mümkündür. Ortaklık ilişkisinin içkin bir ögesi olan *affectio societatis*, pay sahipleri sözleşmesinin kapsamında düzenlenen tipik hükümlerin ortaya çıkmasına neden olmakta; pay sahipleri sözleşmesi hükümlerinin mevcudiyeti ise *affectio societatis*in somutlaştırılması sonucunu doğurmaktadır.

c. Pay Sahiplerinin Sadakat Yükümü Sorunsalı ve Sadakat Yükümlülüğüne Sözleşmesel Bir Alternatif

Pay sahiplerinin birbirlerine veya ortaklığa karşı sadakat borcu, ortaklıklar hukukunun dogmatik yapısı içinde anonim ortaklıklar bakımından açıkça düzenlenen bir kavram değildir.¹⁰⁵⁷ Fakat bir hukuki ilişkinin taraflarının, ilişki kapsamında birbirlerinin menfaatlerini gözetmek yoluyla, ilişkinin ve birliğin amacına ulaşması için gereken çabayı göstermesi ve aksi yönde davranışlardan kaçınması olarak tanımlanan¹⁰⁵⁸ sadakat yükümlülüğü, esas olarak anonim ortaklığın pay sahipliği ekseninde şekillenen unsurlarına yabancı bir kavram değildir. Kaynağını tüm medeni hukuk ilişkileri üzerinde etkisi olan TMK m. 2'deki dürüstlük kuralından alan¹⁰⁵⁹ sadakat yükümlülüğü, temel olarak anonim ortaklık gibi pay sahiplerinin belli bir amaç çerçevesinde bir araya geldikleri bir yapıda, ilişkinin mahiyetine mutlak (*per se*) bir karşıtlık teşkil etmez. Ancak, anonim ortaklıklar hukukunda pozitif bir düzenlemeden

¹⁰⁵⁵ Örneğin ortaklığın, aynı şirketler grubu içindeki başka bir ortaklığın yürüttüğü üretim faaliyetleri için hammadde tedarik ettiği bir yapıda, ortaklığın kârlılığı pay sahipleri için ikincil önemi haiz olabilir.

¹⁰⁵⁶ Altay, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler*, s. 243.

¹⁰⁵⁷ Kavramın limited şirketlerde *bağlılık yükümü* olarak düzenlenmesine ilişkin bkz. TTK m. 613.

¹⁰⁵⁸ Nomer, *Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Sadakat Yükümlülüğü*, s. 5; Altay, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler*, s. 626;

¹⁰⁵⁹ Akın, *Şirketler Hukukunda ve Özellikle Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Sadakat Borcu*, s. 3.

yoksun bulunan pay sahiplerinin sadakat yükümlülüğü konusunda, öğretide bir görüş birliği bulunmamaktadır.

Meseleyi, ortaklıklar hukukundaki tek borç ilkesi ekseninde değerlendiren yazarlara göre pay sahibinin kural olarak ne birbirlerine karşı ne de ortaklığa karşı bir sadakat yükümlülüğü bulunmaktadır¹⁰⁶⁰. Bu görüşe karşın, *Nomer*¹⁰⁶¹ ve *Akın*¹⁰⁶² tarafından savunulan görüşe göre, sadakat yükümlülüğünün temeli dürüstlük kuralına dayandığı için, yükümlülüğün esası tek borç ilkesiyle çelişmemektedir. Dolayısıyla pay sahiplerinin birbirlerine ve ortaklığa karşı bir sadakat yükümlülükleri olduğunu belirtmek mümkündür¹⁰⁶³. *Tekinalp* ise, kural olarak anonim ortaklıklarda pay sahipleri bakımından sadakat yükümlülüğünün bulunmadığını belirtmekle birlikte kişisel öğelerin ağır bastığı atipik anonim ortaklık yapılarında meseleye daha esnek yaklaşmanın, dolayısıyla bu özellikleri haiz anonim ortaklıklarda sadakat borcuna yaklaşan nitelikte bir yükümlülüğün bahsetmenin mümkün olduğunu ifade etmektedir¹⁰⁶⁴.

Anonim ortaklıkta pay sahiplerinin birbirlerine ve/veya ortaklığa karşı üstlendikleri sadakat yükümlülüğü konusunda hangi yaklaşım kabul edilirse edilsin, meselenin muğlak bir zeminde bulunduğu açıktır. Özellikle anonim ortaklıktaki tek borç ilkesi ve bu bağlamda teşkil ettiği katı sermaye şirketi özelliğinin bir sonucu olarak, sadakat borcu, ortaklar arasındaki bireysel ilişkilerle daha yakından ilgidir ve bu nedenle anonim ortaklık düzenine yabancıdır. Fakat az sayıda pay sahibi bulunan ve pay sahipleri arasındaki kişisel ilişkilerin¹⁰⁶⁵ anonim ortaklık düzeninde öngörülen etkileşimin ötesine geçtiği anonim ortaklıklarda, pay sahipleri arasında dürüstlük kuralını aşan ve *affectio societatis* temeline dayanan bir bağlılık yükümlülüğünün

¹⁰⁶⁰ Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi II*, s. 1990-1991; Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 36, s. 40 ve s. 260; Altay, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler*, s. 633 (*Yazar* özellikle TTK altında limited ortaklıklar bakımından pay sahibinin sadakat borcu açıkça düzenlenmişken anonim ortaklıklar bakımından aynı düzenlemenin getirilmemiş olmasının kanun koyucunun bilinçli bir tercihi olarak yorumlanması gerektiğini belirtmektedir).

¹⁰⁶¹ Nomer, *Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Sadakat Yükümlülüğü*, s. 46-47.

¹⁰⁶² Akın, *Şirketler Hukukunda ve Özellikle Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Sadakat Borcu*, s. 149-150.

¹⁰⁶³ Pay sahiplerinin yalnızca ortaklığa karşı bir sadakat yükümlülüğü bulunduğuna ilişkin bkz. Moroğlu, *Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararının Hükümsüzlüğü*, s. 194; *Yazarın* dürüstlük kuralı çerçevesinde hem birbirlerine hem de ortaklığa karşı bir sadakat yükümlülüğü bulunduğuna ilişkin bkz. Moroğlu, *Oy Sözleşmeleri*, s. 25, dn. 54.

¹⁰⁶⁴ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), *Ortaklıklar Hukuku II*, K.N. 1020.

¹⁰⁶⁵ Meier-Hayoz / Forstmoser, *Droit suisse des sociétés*, s. 691.

düzenlenmesine ihtiyaç vardır¹⁰⁶⁶. Pay sahipleri sözleşmesinin kapsamındaki hükümler vasıtasıyla, pay sahipleri üzerinde hem diğer pay sahiplerinin hem de ortaklığın menfaatlerini gözetmeye ilişkin yükümlülükler ihdas edilebilmektedir¹⁰⁶⁷. İşte bu özelliği itibarıyla pay sahipleri sözleşmesinin işlevlerinden birisi de anonim ortaklıkta, çeşitli yapma ve yapmama (*non-facere*) edimlerine ilişkin hükümler yoluyla sadakat yükümlülüğüne özdeş unsurlar içeren kurallar ihdas edilebilmesidir.

D) Pay Sahipleri Sözleşmesi Hükümleri ve Esas Sözleşme Hükümleri Ayrımının Anonim Ortaklıkta Yarattığı Düalite Sorunu

1) İki Boyutlu Ortaklık Düzeni Kavramı

Anonim ortaklık düzeninin dogmatik yapısı çerçevesinde, pay sahiplerinin kendi aralarındaki ilişki ve ortaklıkla olan ilişkileri esas sözleşme hükümleri altında belirlenmektedir. Kaynağını *sözleşme özgürlüğünden alan borçlar hukuku alanında etki doğuran* bir hukuki işlem türü olan pay sahipleri sözleşmesi, genel olarak ortaklıklar hukukuna ait kuralları tamamlayıcı nitelikte¹⁰⁶⁸ olan ve esasen anonim ortaklığa uygulanan kanunun emredici hükümleri, esas sözleşme ve genel kurul kararları silsilesiyle devam eden kurallar hiyerarşisi içinde bulunmayan bir yapı¹⁰⁶⁹ olarak değerlendirilmektedir. Bu değerlendirmenin kaynağında temel olarak iki neden bulunmaktadır: Bunlardan birincisi ve meselenin hemen ilk katmanında mevcut olan neden, pay sahipleri sözleşmesinin kanunda düzenlenmemesidir¹⁰⁷⁰. Özellikle, anonim ortaklıklar bakımından önemli bir yer tutan emredici hükümler ilkesi ışığında, kaynağını açık bir kanuni hükümden almayan bir işlem türü olan pay sahipleri sözleşmesi ortaklığın korporatif düzenine nüfuz edememektedir¹⁰⁷¹. Değerlendirmenin ikinci ayağını oluşturan neden ise anonim ortaklık tüzel kişiliği ile pay sahiplerinin kişiliğinin ayrı olmasıdır. İlk bakışta ortaklığın organlarında ortaya çıkan irade bir bakıma pay sahiplerinin kollektif iradesi olarak yorumlanmaya müsait olsa da pay sahiplerinin bu organlar dışında beyan ettikleri iradelerinin tüzel kişiliğin iradesinden farklı olacağı aşikardır. Bu nedenle de tüzel kişilik düzlemi dışında tezahür

¹⁰⁶⁶ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 260.

¹⁰⁶⁷ Wilhelm / Varrin, *L'exercice mesuré des droits et l'abus de majorité en droit suisse de la société anonyme*, s. 102.

¹⁰⁶⁸ Meier-Hayoz / Forstmoser, *Droit suisse des sociétés*, s. 565.

¹⁰⁶⁹ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 43.

¹⁰⁷⁰ Reymond, *Quelques réflexions sur les conventions d'actionnaires*, s. 195.

¹⁰⁷¹ Veziroğlu, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları*, s. 160.

eden pay sahipleri sözleşmeleri, ortaklık düzeninin bir parçasını teşkil edememektedir.¹⁰⁷²

Hal böyle iken, pay sahipleri sözleşmesini ortaklık düzeninden ve ortaklık düzenindeki unsurların etkileşiminden tamamen ari kabul etmeye yetecek kadar kesin bir ayırmadan bahsetmek, ortaklığın kompleks yapısı ve düzeni göz önünde bulundurulduğunda mümkün değildir. Normatif temelini tek bir kaynaktan (yani emredici hükümler ve dolayısıyla esas sözleşmeden) alan tek bir anonim ortaklık düzeni mevcut olduğu argümanı, özellikle *kişisel özelliklerin baskın olduğu*.¹⁰⁷³ anonim ortaklık yapılarında sıklıkla başvurulanan pay sahipleri sözleşmesi uygulaması ve bu uygulamaya pay sahiplerinin subjektif olarak atfettikleri önem göz önünde bulundurulduğunda, oldukça tartışmaya açık bir zemin teşkil etmektedir. Nitekim, esas sözleşmeyle düzenlenebilecek hususlar konusunda, zorunlu içerik ve emredici hükümler ilkesi çerçevesinde somutlaşan sınırlı hareket alanı.¹⁰⁷⁴, pay sahiplerinin ortaklık rejiminde gerçekleştirmek istedikleri düzenlemeler için ana araç olarak pay sahipleri sözleşmesine başvurmaları sonucunu ortaya çıkarmaktadır.¹⁰⁷⁵ Bu durum ise, pay sahipleri ile ortaklığı kapsayan etkileşim kümesine, esas sözleşme, iç yönergeler ve genel kurul kararları kadar pay sahipleri sözleşmesinin de dahil olmasına neden olmaktadır.¹⁰⁷⁶ Kısaca, fiiliyatta ortaklık düzeninin ana kaidelerini belirleme açısından, pay sahipleri sözleşmesinin de en az esas sözleşme kadar etkili olduğunu ifade etmek mümkündür. Her ne kadar kavramsal olarak esas sözleşme ile pay sahipleri hükümleri özdeş olmasa da – başka bir ifade ile pay sahipleri sözleşmesine atfedilen bu özellikler, pay sahipleri sözleşmesinin ortaklık düzeninde esas sözleşme hükümleriyle aynı etkiyi doğuracağını göstermese de – kurulan benzerlik pay sahipleri sözleşmesinin ortaklık düzeni içindeki yerini işaret etmek bakımından faydalıdır.¹⁰⁷⁷ Nitekim öğretide *Ay'ın karanlık yüzü* analogisiyle tasvir edilen pay sahipleri sözleşmesi, gerçekten de üçüncü kişiler için *Ay'ın görünen yüzü* olan esas sözleşmeden

¹⁰⁷² Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 44.

¹⁰⁷³ Meier-Hayoz / Forstmoser, *Droit suisse des sociétés*, s. 691.

¹⁰⁷⁴ Nitekim öğretide bu durum “çelik korse” (bkz. MOROĞLU Erdoğan, *Türk Ticaret Kanunu ile Yürürlük ve Uygulama Kanunu Tasarıları, Değerlendirme ve Öneriler*, 6. Bası, İstanbul: 2009, s. 151) ya da “beton bloklarla çevrili esas sözleşme” (bkz. Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, s. 284 vd.) analogileriyle tasvir edilmektedir.

¹⁰⁷⁵ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 45; Rouiller / Rouiller, *Droit et gestion d'entreprise – Le cadre juridique et réglementaire de l'activité des entreprises*, s. 44.

¹⁰⁷⁶ Veziroğlu, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları*, s. 163.

¹⁰⁷⁷ Nitekim İsviçre hukukunda pay sahipleri sözleşmelerini de kapsayan “geniş anlamda ortaklık düzeni” veya “külli düzen” kavramları için bkz. Veziroğlu, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları*, s. 164, dn. 31 ve orada anılan yazarlar.

farklı olarak, ortaklık düzeninin üçüncü kişilerden saklı ve ilk bakışta fark edilmeyen tarafını temsil etmektedir.¹⁰⁷⁸.

Esas sözleşme ile pay sahipleri sözleşmesi ayrımının ortaklık düzeninde yarattığı dikotomi, ortaklık unsurlarının ilişkilerini düzenleyen tüm hükümler gibi opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklara ilişkin konularda da ikili bir ortaklık düzeninin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.¹⁰⁷⁹. Bu durum ise, söz konusu hakların yalnızca ortaklık düzeninde ve üçüncü kişiler üzerindeki etkisi bakımından değil; aynı zamanda hakları içeren sözleşmelerin ifasına ilişkin konularda da belirleyici olmaktadır. Sonraki alt bölümlerde, bu perspektiften konuya bakılarak, hakları esas sözleşme düzeni bağlamında etkileyen faktörler ve ortaya çıkan sonuçlar incelenerek *de lege lata* durum ortaya konulduktan sonra bu kapsamda *de lege ferenda* çözüm önerileri tartışılacaktır.

2) Esas Sözleşmede İçerik Serbestisi Bağlamında İlkeler ve Ortaklık Düzeni Üzerinde Etkileri

a. Emredici Hükümler İlkesi

i. İlkenin Tanıtılması ve Genel Değerlendirme

Kaynağını medeni hukukun temel kavramları olan *emredici hükümler* ile *yedek hükümler* ayrımından¹⁰⁸⁰ alan emredici hükümler ilkesi, ortaklıklar hukuku sistematigine, TTK'nın yürürlüğe girmesi ile birlikte dahil olmuştur. İlkenin en genel biçimde ortaya çıkardığı sonuç, esas sözleşmenin içeriğine ilişkin konularda, kanuni hükümlerden ayırık biçimde düzenleme yapabilmenin ancak, bu konuda kanunun açıkça cevaz vermesi koşuluna bağlı olmasıdır.¹⁰⁸¹.

¹⁰⁷⁸ Hérítier Lachat, *Le contrat dans tous ses états*, s. 113; Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 46.

¹⁰⁷⁹ BÖCKLI Peter, *Les projets de Sàrl révisée et de SA privée*, CEDIDAC- Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne, 1998, s. 92.

¹⁰⁸⁰ Bir hukuki ilişkide, hukuki ilişkinin taraflarınca aksi kararlaştırılamayan ve uyulması zorunlu olan hükümler emredici hükümleri ifade ederken, taraflarca aksi kararlaştırılabilen ya da taraflarca yapılmış irade açıklamalarının yorumunda kullanılan hükümler yedek hükümleri teşkil ederler (bkz. Oğuzman / Barlas, *Medeni Hukuk, Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar*, s. 82 ilâ 85).

¹⁰⁸¹ Karasu, *Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi*, s. 45. *Yazar*, TTK sistematigi içinde artık bu ilkenin anonim şirketler hukukuna hâkim temel ilkelerden birisi olarak yerini aldığı olgusuna karşın bazı kaynaklarda, bu ilkenin temel ilkeler arasında incelenmediğini belirtmektedir. Bu durumu ise; (i) ilkenin TTK henüz tasarı halindeyken ilkenin yeterince tartışılmamış olması ve (ii) emredici hükümler ilkesini düzenleyen TTK m. 340 maddesinin kenar başlığında “emredici hükümler ilkesi”

Anonim ortaklığa hâkim olan diğer ilkelerin aksine, eTK döneminde bulunmayan yeni bir ilkeyi pozitif hukuka getiren TTK m. 340 hükmü, esasında kaynağını AktG m. 23, f.5 hükmündeki düzenlemeden almaktadır.¹⁰⁸² Öğretide düzenlemenin *ratio legis*'i, esas sözleşmenin belli bir standarda bağlanarak hukuki güvenlik ve öngörülebilirlik sağlanması, özellikle azınlık pay sahiplerinin çoğunluk tarafından empoze edilebilecek sıra dışı esas sözleşme hükümlerine karşı korunması ile müstakbel pay sahipleri, şirket çalışanları ve şirket alacaklılarının korunması olarak açıklanmaktadır.¹⁰⁸³ Ancak TTK Gerekçe metninde de belirtildiği gibi mehz hukukta dahi işlevi ve yerindeliği konusunda bir konsensus bulunmayan ilke¹⁰⁸⁴, TTK henüz kanunlaşmadan önce tasarı halindeyken, Türk ortaklıklar hukuku sistemiği içinde ortaya çıktığı günden beri sert eleştirilere maruz kalmıştır.¹⁰⁸⁵ Zira Alman hukukunda dahi şahıs şirketi ile benzer nitelikler taşıyan anonim ortaklık tipi

yerine “emredici hükümler” ifadesinin kullanılmış olması sebepleriyle açıklamaktadır. Ayrıca bkz. Pulaşlı, **Şirketler Hukuku**, s. 286 vd.; Veziroğlu, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 343.

¹⁰⁸² EMİNOĞLU Cafer / DALGIÇ ALTINTAŞ Berrin, “**Türk Ticaret Kanunu'nun 340. Maddesi; Sermaye Şirketleri Hukukunda Sözleşme Özgürlüğünün Sonu mu?**”, Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.9, S.2, 2014, s. 3. Esas sözleşme özgürlüğü bakımından Alman hukukunun en katı kurallara sahip olduğu, ABD’de uygulanan şirketler hukukunun ise en liberal yaklaşımı benimsemesi bakımından iki farklı ucu temsil ettiği, diğer Avrupa ülkelerinde iki uç arasında dengeli bir yaklaşım belirleme çabası olduğuna ilişkin bkz. HOPT Klaus J., “**Directors’ Duties and Shareholders’ Rights in the European Union: Mandatory and/or Default Rules?**”, European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper No: 312/2016, s. 3.

¹⁰⁸³ Karasu, **Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, s. 46 vd.; TEKİNALP Ünal, “**Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Kurumsal Yönetim Felsefesine Yaklaşımı**”, Uğur Alacakaptan’a Armağan, C. II, İstanbul 2008, s. 651. Söz konusu amaçlar, benzer biçimde hukuk güvenliğinin ve belirliliğin artırılması, esas sözleşmede yeknesaklık sağlanması yoluyla yatırımcının ve piyasanın korunması ile ortaklık ilişkisinde zayıf konumdakilerin korunması olarak da ifade edilmektedir bkz. Veziroğlu, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 359 vd.

¹⁰⁸⁴ Alman hukuku öğretisinde, esas sözleşme özgürlüğünü kısıtlayan anonim şirketlere ilişkin emredici hükümlerin hukuk politikası açısından çok tartışmalı olduğu vurgulanmaktadır (bkz. HIRTE Heribert, **Die aktienrechtliche Satzungsstrenge, Kapitalmarkt und sonstige Legimation versus Gestaltungsfreiheit**, in Lutter/Wiedemann (Hrsg.) *Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftrecht*, Deutschland, Europa und USA, ZGR Sonderheft 13, Berlin, New York 1997, Aktaran: Hasan Pulaşlı, **Yeni Şirketler Hukuku**, Ankara: Adalet, 2012, s. 367). İlkenin tarihçesi ve bu bağlamda Alman hukukundaki gelişmelere ilişkin detaylı bilgi için bkz. Veziroğlu, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 349 vd.

¹⁰⁸⁵ Pulaşlı, **Yeni Şirketler Hukuku**, s. 365 vd. *Yazar* emredici hükümler ilkesinin işlevi ve hukuki mahiyetinden ziyade öncelikle TTK sistemiği içine dahil edilmesinin temelindeki gerekçeyi sorgulamaktadır. *Yazara* göre TTK m. 330 ile TTK m. 340 hükümlerinin düzenlenme biçimi, birbirini tamamlar nitelikte olmadığı için uyumlu bir etkileşim yaratmaktan uzaktır. Sorunun kaynağındaki temel hususlardan birisi de İsviçre hukukundan ve Alman hukukundan benzer hükümlerin iktisap edilmesi fakat her iki hukukta ayrı ayrı mevcut olan bu hükümlerin bir karmaca (*potpuri*) halinde kanun metninde bulunmasıdır. Ayrıca bkz. Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 306 vd.; Veziroğlu, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 343 vd. Nitekim Gerekçe metninde, ilkenin kabul edilmesiyle birlikte, ilkenin esas sözleşmenin düzenlenmesinde pay sahiplerinin iradelerine pek az yer bıraktığı; bütün esas sözleşmelerin bir örnek hâle gelmesine sebep olacağı; emredici olmayan hükümlerin belirlenmesi tartışmasını yaratacağı ve ticaret sicili müdürüne geniş takdir yetkisi verilmiş olduğu gibi hususlar sayılarak bu eleştirilerin öngörüldüğü ve bunlara karşı bir bakıma ön alındığını belirtmek mümkündür.

(*personalistische / personenbezogene Aktiengesellschaft*) bakımından ilkenin daha esnek biçimde uygulanması ve bu çerçevede esas sözleşme özgürlüğünün arttırılmasına ilişkin görüşler mevcuttur.¹⁰⁸⁶ Niteliği itibariyle esas sözleşme özgürlüğünün kavramsal olarak karşıt ekseninde bulunan emredici hükümler ilkesi, özellikle kanun sistematigi içinde yeni bir unsurdur. Bu bakımdan yürürlüğe girdiği dönemde, Türk ortaklıklar hukukunda ilkenin uygulanmasına ışık tutacak bir içtihat ya da öğretide yerleşik görüş bulunmamaktaydı. Bu belirsizlikle birlikte ilkenin getirdiği kısıtlayıcı etkiyi yumuşatabilme saikiyle, öğretide ve uygulamada amaca uygun yorumlama (*teleolojik redüksiyon*) eğiliminin benimsendiğini söylemek mümkündür. Fakat bu durum, bir yan etki olarak zaman zaman kanun hükmünü yok sayan ve kanuna aykırı bir yorum ve uygulama yaklaşımının ortaya çıkmasına sebep olmuştur.

Bu durumun temel nedenlerinden birinin, emredici hükümler ilkesinin kanunda düzenlenme biçimi olduğu söylenebilir. İlkenin düzenlendiği hükme ilişkin özellikle “açık izin”, “kanundan sapma” ve “tamamlayıcı sözleşme hükümleri” unsurları, ilkenin yorumlanması ve uygulanması bakımından temel zorlukları teşkil etmektedir.

İlkeyle ilgili ilk problematik olan kanunun *açıkça izin vermesi* hususuna ilişkin öğretide iki temel yaklaşımdan söz etmek mümkündür. Bu yaklaşımlardan ilkinde göre, esas sözleşmede, kanunda yer alan herhangi bir hükmün aksine düzenleme yapılabilmesi için, hükmün lafzında, hükümden sapılabilmesi için açıkça izin verildiğine dair bir unsur aranmalıdır.¹⁰⁸⁷ Zira kanun lafzında söz konusu açık iznin aranmaması durumunda, hükmün emredici niteliğinin yorum yoluyla araştırılması ve bu şekilde sonuca ulaşılması gerekecektir. Fakat bu durum zaten emredici hükümler ilkesi kanunda hiç mevcut olmasaydı başvurulacak yöntem olacaktı.¹⁰⁸⁸

Emredici hükümler ilkesinin uygulamasına ilişkin öğretide hâkim olan görüş ise, *açıkça izin verme* mefhumunun ilgili hükmün doğrudan lafzı ışığında yorumlanması durumunda, esas sözleşme özgürlüğünün orantısız biçimde kısıtlanacağından hareketle, kanunun ilgili hususa izin verip vermediğine ilişkin lafzıyla sınırlı kalmayan

¹⁰⁸⁶ KESKİN Harun, “Emredici Hükümler İlkesinin Borsaya Kote Edilmemiş Anonim Şirketlerde Daha Esnek Yorumlanmasına İlişkin Avusturya Yüksek Mahkemesi (OGH) Kararı”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 31, S. 4, Aralık 2015, s. 198; Schneider, “The American Close Corporation and Its German Equivalent”, s. 231.

¹⁰⁸⁷ Şehirli Çelik (Kırca/ Manavgat), *Anonim Şirketler Hukuku*, C. 1, s. 61; Bahtiyar, *Ortaklıklar Hukuku*, s. 131.

¹⁰⁸⁸ Karasu, *Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi*, s. 49. Yazar açık izin kavramının yorumlanması bakımından daha serbest yaklaşım içeren görüşe katılmakla birlikte, lafzi yorum taraftarlarının görüşlerinin bu biçimde temellendirilebileceğini ifade etmektedir.

bütüncül bir değerlendirme yapılması gerektiği yönündedir¹⁰⁸⁹. Kanaatimizce, emredici hükümler ilkesinin kapsamının belirlenmesinde, lafzi yorumun katı bir biçimde uygulanması, pay sahiplerinin ortaklığı şekillendirme kabiliyetlerini önemli ölçüde sınırlayacaktır. Kaldı ki, TTK m. 340'a ilişkin gerekçe metninde de amaca uygun, adil ve menfaatler dengesini gözeten yorum yöntemiyle kanun hükümlerinden sapabilme imkanının mevcut olduğu belirtilmektedir. Aksi görüşün kabul edilmesi durumunda, esas sözleşmede özgün hükümlere yer verilebilmesi ancak TTK'da "*esas sözleşme ile (...) kararlaştırılabilir*" ya da "*esas sözleşmede aksine bir hüküm yoksa*" ifadeleri ya da bunlara özdeş ifadeler bulunması durumunda mümkün olacaktır ki, kanunda bu imkânın yalnızca bir düzine civarında hükümde bulunduğunu da belirtmek gerekir¹⁰⁹⁰. Bu yaklaşımın kabul edilmesi ise, TTK Gerekçe metninde bahsedilen ancak çeşitli sebeplerle haklı bir eleştiri olmayacağı belirtilen, bütün anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinin tek tip hale geleceğine ilişkin varsayımı haklı çıkaracaktır. Dolayısıyla, kanun gerekçesi ile anonim ortaklık kurumunun gerektirdiği esneklik ve koşullara uyum sağlayabilme kabiliyeti bir arada değerlendirildiğinde, kanunun emredici hükümlerinden sapabilme imkanının lafza dayalı kısıtlayıcı bir yorum metoduna değil, hakkaniyet ilkesi ve menfaat dengesi göz önünde bulundurularak¹⁰⁹¹, her hükmün ve somut durumun şartlarına bağlı olarak başvurulacak bir yorum yöntemine göre tespit edilmesi gerekmektedir¹⁰⁹².

Emredici hükümler ilkesine aykırılık durumunda, aykırılığı oluşturduğu tespit edilen hükmün akıbetine ilişkin olarak kanunda açık bir düzenleme mevcut değildir. Bu bakımdan, esas sözleşme hükümlerinin kural olarak genel kurul kararıyla ihdas edilmesinden hareketle, genel kurul kararlarına ilişkin hükümsüzlük ilkelerinin

¹⁰⁸⁹ Karasu, **Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, s. 50-51; Pulaşlı, **Yeni Şirketler Hukuku**, s. 287; Veziroğlu, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 384; BİLGİLİ Fatih / DEMİRKAPI Ertan, **Şirketler Hukuku**, Bursa: Dora, 2013, s. 233 vd.; Eminoğlu / Altıntaş, **Türk Ticaret Kanunu'nun 340. Maddesi; Sermaye Şirketleri Hukukunda Sözleşme Özgürlüğünün Sonu mu?**, s. 12.

¹⁰⁹⁰ TTK'da söz konusu ifadelerin bulunduğu hükümlerden bazıları için bkz. TTK m. 129/1, m. 131/2, m. 345/1, m. 362/1, m. 370/1, m. 390/1, m. 403/5, m. 409/3, m. 411/1, m. 421/1, m. 437/6, m. 452/1, m. 460, m. 467/1, m. 480/4, m. 482/3, m. 490/1, m. 504/1, m. 536/1, m. 539/3.

¹⁰⁹¹ Pulaşlı, **Yeni Şirketler Hukuku**, s. 288.

¹⁰⁹² İlkenin kaynağını teşkil eden mehz Alman hukukunda ise, kanuni bir hükümden sapma imkanının olup olmadığına ilişkin değerlendirmede, öncelikle söz konusu hükmün lafzına bakılması gerektiği belirtilmekteyse de hükmüne ilişkin amaçsal yorum yoluyla sonuca ulaşılması da dışlanan bir yöntem değildir. Dolayısıyla mehz kanunda da emredici hükümler ilkesinin katı bir normatif yapı getirdiğinden bahsedilmemektedir (bkz. Karasu, **Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, s. 49, dn. 18 ve orada anılan yazarlar).

uygulanması yönünde bir yaklaşım geliştirilmiştir¹⁰⁹³. Bu minvalde öğretide baskın görüş uyarınca, emredici hükümler ilkesini ihlal eden esas sözleşme hükümleri TTK'da genel kurul kararlarının hükümsüzlüğünü düzenleyen m. 447 hükmü ışığında bir analize tabi tutulup, bu hükümlerin yokluk, butlan veya iptal edilebilirlik yaptırımlarıyla malul olması sonucu ortaya çıkacaktır¹⁰⁹⁴. Buna karşın, öğretideki hâkim görüşten bir ölçüde ayrılan *Şehirali Çelik* ise, m. 340 hükmünün genel olarak katı yorumlanması gerektiği görüşüne paralel olarak, emredici hükümler ilkesine aykırılığın yaptırımının her durumda butlan olması gerektiğini ifade etmektedir¹⁰⁹⁵. Kanaatimizce TTK m. 445'te düzenlenen iptal sebepleri ile TTK m. 447'de düzenlenen butlan sebepleri, hükümsüzlüğü doğuran nedenlerin anonim ortaklık yapısı ve düzeni üzerinde doğurduğu etkiler bakımından farklılık arz etmektedir. Bu bakımdan esas sözleşme hükümleri ile genel kurul kararları arasında hükümsüzlük durumları bakımından kurulan benzerlik ışığında, emredici hükümler ilkesi hilafına getirilen bir esas sözleşme hükmü, o hükmün ihdas edildiği genel kurul kararı bağlamında inceleneceğinden, bu incelemenin sonucunda aykırılığın sonucuna göre hükmün iptal edilebilir, butlanla malul ya da yok hükmünde olduğunun değerlendirilmesi tutarlı bir yaklaşım olacaktır. Buna göre TTK m. 445'te sayılan iptal sebeplerinden birisinin ortaya çıkması sonucu doğuran esas sözleşme hükmü iptal edilebilir nitelikte sayılacakken, TTK m. 447 hükmünde sayılan hususlar nev'inden anonim şirketin temel yapısını bozan veya sermayenin korunması hükümlerine aykırı olan esas sözleşme maddeleri butlanla malul sayılmalıdır.

Emredici hükümler ilkesinin, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar bakımından önemi ise, bu hakların esas sözleşmede düzenlenmeye elverişliliği ve esas sözleşme hükmü olarak ortaklık düzeni içindeki etkisi bağlamında ortaya çıkmaktadır. Özellikle eTK döneminde mevcut olmayan emredici hükümler ilkesinin TTK sistematiğine dahil olmasıyla birlikte, söz konusu hakların esas sözleşmede düzenlenebilmesi ve bu hükümlerin etkisi tartışmalı bir hale gelmiştir¹⁰⁹⁶. Bu

¹⁰⁹³ Söz konusu hükmün kuruluş ana sözleşmesinde bulunması durumunda da aynı şekilde bir analizle sonuca ulaşılması gerekir. Zira emredici hükümlere aykırılığın sonuçları bakımından meydana gelen etkide, kuruluş esas sözleşmesindeki hükümler ile genel kurul kararıyla ve esas sözleşme değişikliği ile esas sözleşmeye giren hükümler bakımından bir ayrım bulunmamaktadır (bkz. Karasu, **Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, s. 71; Şehirali Çelik (Kırca/ Manavgat), **Anonim Şirketler Hukuku**, C. 1, s. 176).

¹⁰⁹⁴ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1056; Bilgili / Demirkapı, **Şirketler Hukuku**, s. 235.

¹⁰⁹⁵ Şehirali Çelik (Kırca/ Manavgat), **Anonim Şirketler Hukuku**, C. 1, s. 173 vd.

¹⁰⁹⁶ Önay / Çolgar, **Call and Put Options on Shares in Joint Stock Companies and Comparison between Similar Concepts**, s. 138.

tartışmanın ana akslarını ise, emredici hükümler ilkesi çerçevesinde esas sözleşme hükümlerin tasnif edilmesi ve bu tasnife göre ortaya çıkan esas sözleşme içeriğinin ortaklık yapısına olan etkisi oluşturmaktadır. Bir sonraki alt başlıkta esas sözleşme hükümlerinin, içerik ve hukuki etki unsurlarına göre ayırım kriterleri açıklandıktan sonra, bu kriterlere göre söz konusu hakların esas sözleşmede düzenlenmeye elverişliliği ile ortaklık paydaşları üzerindeki etkisi meselesi konusunda değerlendirme yapılacaktır.

ii. Emredici Hükümler İlkesi Çerçevesinde Esas Sözleşme Hükümlerinin Tasnifi ve Değerlendirilmesi

i. İçerik Unsurları Bakımından

Anonim ortaklığın temel nitelikleri ve özellikleri, esas sözleşmede yer alan çeşitli hükümler aracılığıyla ortaya çıkmakta ve somutlaşmaktadır. Dolayısıyla bu hükümlerin özellikleri ile anonim ortaklığın bir tüzel kişi olarak yapısı arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Esas sözleşmenin içeriğini oluşturan hükümler, nitelik itibariyle öğretide genel olarak, mutlak zorunlu hükümler, koşullu zorunlu hükümler ve ihtiyari hükümler olmak üzere üçlü bir ayırım altında incelenmektedir.¹⁰⁹⁷

Kanun sistematigi içinde *asgari içerik* olarak anılan mutlak zorunlu hükümleri, kurucuların esas sözleşme altında iradelerinin sonuç doğurması ve anonim ortaklığın meydana gelebilmesi için yer verilmesi zorunlu olan hükümler olarak tanımlamak mümkündür.¹⁰⁹⁸ TTK m. 339, f. 2’de sayılan zorunlu içeriğe ilişkin bu hükümlerin bulunmadığı esas sözleşmelerin, ticaret sicili denetiminde tespit edilmesi ve bu aykırılığı giderecek biçimde esas sözleşmenin tamamlanması veya düzeltilmesi için kuruculara iade edilmesi gerekmektedir. Fakat belirtmek gerekir ki, esaslı unsurların birini veya birkaçını içermeyen bir esas sözleşmenin, herhangi bir nedenle ticaret sicilindeki denetimde gözden kaçması sonucu tescil edilmesi durumunda, anonim

¹⁰⁹⁷ İmregün, **Anonim Ortaklıklar**, s. 37; Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s. 133 vd.; Bahtiyar, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi**, s. 103; Moroğlu, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği**, s. 523. Kayıtların zorunlu, mümkün ve yasak hükümler olarak üçlü bir ayrıma tabi olarak incelenmesi için bkz. DOMANIÇ Hayri, “**Anonim Şirket Ana Mukavelelerine Yazılması Gerekli ve Mümkün Unsurlar**”, Ord. Prof. Dr. Halil Arslanlı’nın Anısına Armağan, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1978, s. 309-406. Esas sözleşmede yer alması mümkün olmayan kayıtları da *yasak hükümler* olarak ayrı bir başlık altında incelendiği eser için bkz. Veziroğlu, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 262.

¹⁰⁹⁸ Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 171.

ortaklık yine de tüzel kişilik kazanacaktır.¹⁰⁹⁹ Bu durum, üçüncü kişiler nezdinde yaratılan haklı güvenin korunması ilkesi gereği, tüzel kişiliğin inşası bakımından ticaret sicilinin düzeltici etkisinin bir sonucudur.¹¹⁰⁰ Ancak bu şekilde emredici hükümler ilkesine aykırı biçimde tescil edilen sözleşmenin teşkil ettiği hukuka aykırılığın, kuruluş sonrası TBK m. 27 ve TTK m. 445 ilâ 447 hükümlerine göre açılacak kısmi hükümsüzlük davası veya TTK m. 353 hükümlerine göre pay sahibi, yönetim kurulu veya TTK m. 210 hükümlerine göre Ticaret Bakanlığı'nın inisiyatifıyla açılacak olan bir fesih davası yoluyla giderilmesi gerekecektir.¹¹⁰¹

Esas sözleşmenin objektif anlamda asgari içeriğini teşkil eden mutlak zorunlu hükümlerden farklı olarak, koşullu zorunlu hükümlerin istisnasız bütün esas sözleşmelerde bulunması gerekmez. Kavramı ifade eden terimden de anlaşıldığı gibi, bu hükümlerin esas sözleşmede bulunması yalnızca belli koşullar – hatta tek bir koşul – altında gereklidir. Bu koşul ise, asgari içeriğe ek olarak, pay sahiplerinin ortaklık düzeninde birtakım hususlarda düzenleme yapmak istemeleridir. Bu hususların ortaklık düzeninde etki doğurabilmesi için bunlara esas sözleşmede yer verilmesi şartı aranmıştır. Dolayısıyla koşullu zorunlu hükümler bakımından bir nispilelik unsurundan söz etmek mümkündür.

Koşullu zorunlu hükümlerin işlevi, özellikle TTK'nın esas sözleşme asgari içeriğinde bulunması zorunlu tutulmamış olan fakat kanunun farklı bölümlerinde ortaklık yapısına ilişkin öngörülmüş olan mekanizmaların uygulamaya koyulması durumunda görünür olmaktadır.¹¹⁰² Örneğin bir anonim ortaklıkta imtiyazlı pay çıkarılması zorunlu tutulmamasına rağmen, pay sahiplerinin isterlerse imtiyazlı pay çıkarmalarına bir engel yoktur; hatta TTK'daki imtiyazlı paylara özgü düzenlemeler, bunun kanun koyucu tarafından açıkça öngörülen bir imkân olduğunu göstermektedir. Bu imkânın kullanılabilmesi ise, imtiyazlı paylara ilişkin düzenlemelerin esas sözleşme içinde yer alması koşuluna bağlıdır.¹¹⁰³

¹⁰⁹⁹ Veziroğlu, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları*, s. 265.

¹¹⁰⁰ AKDAĞ GÜNEY Necla, *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Şirketlerde Kuruluş*, İstanbul: Vedat, 2014, s. 294; Karasu, *Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi*, s. 31.

¹¹⁰¹ Karasu, *Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi*, s. 31; Veziroğlu, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları*, s. 265.

¹¹⁰² Domaniç, *Anonim Şirket Ana Mukavelelerine Yazılması Gerekli ve Mümkün Unsurlar*, s. 310.

¹¹⁰³ Bahtiyar, *Anonim Ortaklık Anasözleşmesi*, s. 104.

Koşullu zorunlu hükümlerin mahiyetine ilişkin dikkat çekilmesi gereken diğer bir husus ise bu hükümlerin zorunlu niteliğinin ortaklık düzlemindeki etkisine ilişkindir. Bazı hükümler, nitelikleri gereği ancak esas sözleşmede öngörülebilirler; esas sözleşme dışında bir hukuki işleme konu edilmeleri durumunda ne ortaklık düzeninde ne de taraflar arasındaki nispi düzlemde sonuç doğuracaklardır. Örneğin bir ortaklığın sermaye yapısına veya organlarının işleyişine dair hükümlerin sonuç doğurabilmesi için esas sözleşmede düzenlenmeleri gerekmektedir. Zira bu tür hükümlerin sonuç doğurabilmesi için, bunların ortaklık düzeni içinde yer alması ve ortaklığın bu hükümlerin uygulanması sürecine dahil olması gerekmektedir. Aksi takdirde bu hükümler, olsa olsa pay sahipleri arasında kişisel edim taahhütleri teşkil edeceklerdir. Ortaklık düzeninin kapsamı dışında kalan bu düzenlemelerin ise, doğrudan ortaklığın yapısı ve iradesinin oluşmasına ilişkin fiili olarak etki etmesi mümkün olmayacaktır.¹¹⁰⁴ Ortaklık yapısını doğrudan etkileyen hususlardan farklı olarak, örneğin payların devrine ilişkin getirilen çeşitli hükümler, esas sözleşmede düzenlenmediği durumlarda, ortaklık düzeninde etki doğurmasa da sözleşmesel ilişkinin tarafları arasında geçerli bir borç ilişkisi doğuracaktır.¹¹⁰⁵

Pay sahiplerinin esas sözleşme vasıtasıyla anonim ortaklığı biçimlendirme kabiliyeti bakımından, en zengin kaynağı ise esas sözleşmenin ihtiyari nitelikteki hükümleri teşkil eder. Zira TTK'da öngörülen esas sözleşme içeriğine ilişkin unsurlar, kanunun normatif yapısının doğrudan bir sonucu olarak sınırlı hareket alanı sağlamaktadır. Buna karşın, pay sahiplerinin tercihi doğrultusunda esas sözleşmeye konulabilecek hükümler, emredici hükümler ilkesi ve borçlar kanunu bağlamındaki

¹¹⁰⁴ Aksi yönde bkz. Bahtiyar, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi**, s. 189. *Yazar* sermaye ödeme borcunda temerrüt halinde cezai şart öngören hükmün geçerli sayılması için esas sözleşmede öngörülmesinin şart olduğunu ifade etmektedir. Kanaatimizce bu tür bir ödeme borcu doğuran taahhüt ortaklığın yapısını doğrudan etkileyen bir husus olmadığı için, bunun esas sözleşme dışında (örneğin pay sahipleri sözleşmesinde) öngörülmesi durumunda da taraflar arasında geçerli bir borç ilişkisi doğurduğu kabul edilmelidir.

¹¹⁰⁵ Veziroğlu, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 269. Fakat belirtmek gerekir ki *Yazar*, esas sözleşme dışında öngörülmesi halinde taraflar arasında dahi geçerli olmayacak hükümlere örnek olarak, organların karar nisaplarına ve ortaklığa sermaye getirilmesine ilişkin konuları da saymaktadır. Kanaatimizce bu konularda ortaklık düzeni dışında tarafların aralarında yapacağı düzenlemelerin doğrudan (*per se*) geçersiz olacağını söylemek mümkün değildir. Bu tür düzenlemelerin ifasına ilişkin çeşitli zorlukların ortaya çıkması muhtemel olsa da ifaya ilişkin zorlukların mevcut olması doğrudan borç ilişkisinin geçersiz sayılması için salt bir neden teşkil etmez. Bu hükümlerin, düzenlemenin somut yapısına göre üçüncü kişi yararına sözleşme veya bir üçüncü kişinin edimini taahhüt ilişkisi olarak yorumlanması mümkündür. Bu hükümler nitelik olarak, sermaye ödeme borcu durumunda cezai şart öngörülen hükmün esas sözleşme dışında düzenlenmesi durumundan farklı değildir ve kanaatimizce kural olarak geçersiz sayılmamalıdır (bu örnek özelinde *Yazar* da bu görüşe katılmaktadır (bkz. Veziroğlu, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 269, dn. 436)).

sözleşme özgürlüğüne ilişkin kurallara uygun olmak şartıyla, çok daha geniş bir spektrum oluşturmaktadır.

İhtiyari hükümler, nitelik ve karakter bakımından çeşitli yönleriyle koşullu zorunlu hükümlere benzerlik taşırlar. Zira her iki hüküm tipinde de ihtiyari olma unsuru mevcuttur; bu tür hükümlerin esas sözleşmede yer alması, kanuni bir zorunluluktan değil, pay sahiplerinin belli bir konuyu düzenlemeye ilişkin iradelerinden ileri gelmektedir.¹¹⁰⁶ Genel olarak kanuni bir hükmü tekrarlayan, değiştiren veya kanunun suskun kaldığı bir konuda düzenleme getiren hükümlerin kural olarak koşullu zorunlu hüküm veya ihtiyari hüküm olarak nitelendirilmesi mümkündür. İki hüküm türü arasındaki bu muğlaklığı¹¹⁰⁷ gidermek için başvurulabilecek kriter ise hükmün hangi koşullarda nasıl bir etki doğuracağına ilişkindir. Buna göre söz konusu hüküm esas sözleşmede öngörüldüğünde, hükmün ortaklık düzeni üzerinde korporatif bir etki yaratacağı söylenebiliyorsa, bunu koşullu zorunlu hüküm olarak nitelemek gerekir. Buna karşın, ilgili hüküm hem esas sözleşmede hem de esas sözleşme dışında bir hukuki işlemle düzenlendiğinde yalnızca hukuki işlemin tarafları arasında etki doğuruyor ve fakat ortaklık üzerinde korporatif etki doğurmuyorsa ihtiyari bir hükümden bahsetmek gerekir.^{1108, 1109} Dolayısıyla ihtiyari hükümlerin tanımını esas sözleşme de dahil herhangi bir hukuki işlem ile düzenlenebilen fakat esas sözleşmeye yazıldıklarında dahi korporatif etki doğurmayan hükümler olarak ifade etmek mümkündür. Dolayısıyla bu hükümlerin esas sözleşmeye

¹¹⁰⁶ İmregün, **Anonim Ortaklıklar**, s. 51.

¹¹⁰⁷ Örneğin *Moroğlu*, yönetim kurulu üyelerinin görev süresi, ortaklığın temsil yapısının değiştirilmesi, yönetim kurulu üyelerine kazanç payı verilmesi gibi hükümleri de ihtiyari hükümlerden saymıştır. Fakat bu durumda koşullu zorunlu hükümler ile ihtiyari hükümler arasında ayırım kriterleri silikleşmektedir (bkz. *Moroğlu*, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği**, s. 519). Bu hususların koşullu zorunlu hüküm teşkil ettiğine ilişkin tespitler için bkz. Bahtiyar, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi**, s. 104, dn. 14.

¹¹⁰⁸ Bu çerçevede koşullu zorunlu hükümlerin, yalnızca esas sözleşmede düzenlenebilen hususlar olduğu, ihtiyari hükümlerin ise organ kararı veya borçlar hukuku sözleşmesi gibi farklı bir hukuki işlemle de düzenlenebileceği ekseninde yapılan ayırım tutarsız sonuçlar ortaya çıkarabilecektir (bkz. Bahtiyar, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi**, s. 104; *Veziroğlu*, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 273). Şöyle ki bu yaklaşımın kabul ettiği varsayımın *argumentum e contrario* yorumuna göre koşullu zorunlu hükümlerin bir borçlar hukuku sözleşmesiyle düzenlenemeyeceği sonucuna ulaşmak mümkün olsa da bu biçimde bir düzenleme pekâlâ mümkündür. Zira bir hükmün esas sözleşmede düzenlendiğinde korporatif etki doğurmasıyla bir borçlar hukuku sözleşmesine konu olabilmesi farklı durumlardır. Dolayısıyla bu kriter, kavramsal olarak yapılacak bir değerlendirmede ayırım yapabilmek için doğru bir temel teşkil etmez.

¹¹⁰⁹ Yargıtay 11. HD'nin 2015 tarihli bir kararında esas sözleşmede yönetim kurulu üyelerine pay sahibi olma zorunluluğu getirilebileceğine, zira yönetim kurulu üyelerinin niteliklerini düzenleyen TTK m. 359'un tahdidi bir hüküm olmaması nedeniyle, bu hususta "tamamlayıcı" esas sözleşme hükümleri öngörülebileceğine karar verilmiştir. Burada bahsedilen hükmü koşullu zorunlu hüküm olarak nitelemek gerekir (bkz. Yarg. 11. HD T. 7.7.2015, E. 2014/15813, K. 2015/8851).

aktarılması veya aktarılmamasına ilişkin takdir yetkisi tamamen pay sahiplerinin ihtiyarındadır.

Bu tür hükümlerin uygulamada başvurulduğu en tipik örnekler, pay sahipleri ve diğer ortaklık paydaşları (*stakeholders*)-¹¹¹⁰ arasında düzenlenen borçlar hukuku temelli sözleşmelerindeki hükümlerin, esas sözleşmeye aktarılması durumunda ortaya çıkmaktadır. Mahiyetleri dolayısıyla bu hükümler, kural olarak ancak tarafları arasında etki doğuran, anonim ortaklığın tüzel kişiliğine rağmen objektif norm niteliğini haiz olmayan ve ticaret sicilinin olumlu işlevinden faydalanamadığı için üçüncü kişilere karşı ileri sürülemeyen nitelik taşımaktadırlar.¹¹¹¹ Esas sözleşmenin zorunlu içeriği ile ihtiyari içeriğini oluşturan hükümler arasındaki bu nitelik farkı ise, aşağıdaki alt başlıkta incelenecek olan esas sözleşme hükümlerinin hukuki etki bakımından ayırım noktasını ortaya çıkartmaktadır.

ii. Hukuki Etki Bakımından

(1) Korporatif Esas Sözleşme Hükümleri

Kavramsal ve tek yönlü bir perspektiften bakıldığında, pay sahiplerinin TTK m. 339 uyarınca esas sözleşmede yer verdiği ve TTK m. 354, f. 1 hükmü uyarınca ticaret sicilinde tescil ve TTSG’de ilan edilen hükümlerin tümünün esas sözleşme içeriğine dahil olduğu ve aynı etkiye sahip olduğu düşünülebilir. Fakat, özellikle emredici hükümler ilkesi ile TTK m. 480, f. 1’de kodifiye edilmiş olan *tek borç ilkesi*.¹¹¹²’nin oluşturduğu katı normatif yapı nedeniyle, biçimsel olarak tüm hükümler esas sözleşmeye dahil olsa da ortaya çıkardıkları etki bakımından aynı sonuca ulaşmak mümkün değildir.

Bu çerçevede oluşan ayırımın ilk kolunu *korporatif hükümler (gerçek esas sözleşme hükmü / maddi esas sözleşme hükmü)* olarak adlandırılan hükümler oluşturur. Korporatif hükümlerin sınıflandırılması bakımından genelgeçer bir formülasyon belirlenmesi mümkün olmadığı için, bu hükümlerin değerlendirilmesinde çeşitli kriterlerin göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Bununla birlikte korporatif

¹¹¹⁰ Paydaşları ya da şirketteki çıkar gruplarını pay sahipleri, şirket alacaklıları, şirket çalışanları, şirket yöneticileri ve kamu yararı / toplum olarak nitelendiren yaklaşım için bkz. ŞEHİRALİ ÇELİK Feyzan Hayal, **Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2008, s. 19 vd.

¹¹¹¹ Moroğlu, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği**, s. 518-519.

¹¹¹² Bkz. İkinci Bölüm, III/D/2/b.

hükümleri temel olarak ortaklığa özgü ilişkileri düzenleyen, ortaklığın kendisi de dahil olmak üzere tüm paydaşlar (*stakeholders*) üzerinde objektif olarak etki doğuran hükümler olarak tanımlamak mümkündür.¹¹¹³

Esas sözleşmenin objektif nitelikte etki doğuran hükümleri olarak da tanımlanabilecek olan korporatif hükümleri, korporatif kavramına temel teşkil eden *korporasyon*¹¹¹⁴ sözcüğünün organa ya da organizasyona ilişkin olmasından hareketle yalnızca anonim ortaklığın organizasyon yapısı, unvanı, sermaye yapısı veya organları gibi konuları düzenleyen hükümlerle sınırlı olarak değerlendirmemek gerekir.¹¹¹⁵ Böyle bir değerlendirme, kuşkusuz kavramın ancak sınırlı bir görünüm biçimini oluşturabilecektir. Aslında korporatif hükümlerin işaret ettiği kapsam çok daha geniştir. Ortaklığın unvanı, sermayesi gibi konular esas sözleşmenin zorunlu içeriğini oluşturdukları için genel olarak korporatif esas sözleşme hükmü oluşturdukları söylenebilir.¹¹¹⁶ Fakat zorunlu içerik dışındaki hükümlerin de mahiyet olarak korporatif etki taşımaları mümkündür.¹¹¹⁷ Dolayısıyla bir hükmün korporatif etki taşıyıp taşımadığını değerlendirirken genel olarak iki kriterden yararlanmak mümkündür: bunlardan birincisi ilgili hükmün etkilerinin doğrudan ortaklık bileşenleri üzerinde ortaya çıkması ve ihlal durumunda şirketler hukuku yaptırımlarına başvurulabilmesi; ikincisi ise etki alanının ortaklık, ortaklık paydaşları, müstakbel pay sahipleri ile hükme ortaklıklar hukuku düzeninde bir sonuç bağlanması sonucuna bağlı olarak üçüncü kişiler üzerinde ortaya çıkmasıdır.¹¹¹⁸ Bu kriterler ışığında, korporatif

¹¹¹³ Moroğlu, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği**, s. 519; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 95; Bahtiyar, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi**, s. 235 vd.; Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 56 vd.; Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 32 vd.; Karasu, **Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, s. 32. Konuya ilişkin Yargıtay kararları için bkz. Yarg. 11. HD, T. 23.02.1995, K. 1994-7138/1522; Yarg. 11. HD, T. 21.03.2017 K. 2016-3020/1692; Yarg. 11. HD, T. 01.07.2019, K. 2018-3255/5014.

¹¹¹⁴ Latince kökenli dillerden Türkçe'ye geçmiş olan korporasyon sözcüğünün etimolojik olarak Latince beden, vücut anlamına gelen *corpus* sözcüğünden geldiği ve tecessüm etme/vücut verme anlamındaki *corporare* sözcüğüyle bağlantısı hakkında bkz. Morwood, **Pocket Oxford Latin Dictionary**, Oxford University Press, 2001 ve Kabağa / Alova, **Latince Türkçe Sözlük**.

¹¹¹⁵ Alman hukukundaki yaklaşıma ilişkin karşı. Veziroğlu, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 307, dn. 543 ve orada anılan yazarlar.

¹¹¹⁶ Karasu, **Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, s. 32.

¹¹¹⁷ Aksi görüşte bkz. Şükrü Yıldız, **"Anasözleşme ile Düzenlenen Önalım Hakkı"**, Hukuki Mütalaalar-2, İstanbul: On İki Levha, 2015, s. 51.

¹¹¹⁸ Veziroğlu, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 302. Yazar, bu kriterlerin kümülatif değil alternatif olarak mevcut olmasının bir hükmü korporatif sözleşme hükmü olarak nitelendirmek için yeterli olduğu görüşündedir. Bu görüşüne temel teşkil eden örnekler olarak paya bağlanabilen bir hakkın süreyle kısıtlanması durumunda etki alanı kısıtlanmış olsa da hükmün korporatif niteliğinin devam etmesi ile paya bağlı olarak düzenlenen yan edim yükümlülüklerinin pay devri durumunda müstakbel pay sahiplerine geçmesi fakat bunlara ilişkin

esas sözleşme hükümlerinin, paya bağlı olan.¹¹¹⁹, ortaklığın organizasyonel yapısı, organların yetkileri ve karar alma süreçleri ve temsili gibi konuları ilgilendiren.¹¹²⁰ ancak bunlarla sınırlı olmamak üzere, ortaklıklar hukukuna özgü kuralların uygulanmasının mümkün olduğu; mevcut ve müstakbel pay sahipleri üzerinde etkili olan ve ticaret sicilinin aleniliği ilkesine tabi olan hükümler bakımından üçüncü kişiler üzerinde de etki doğuran hükümler olarak nitelendirmek mümkündür. Esas sözleşmenin âdeta anonim ortaklığın *anayasası* işlevi taşıması ile müstakbel pay sahipleri üzerinde de etkili olan iltihaki bir sözleşme niteliği taşımasının temelinde, korporatif nitelik taşıyan esas sözleşme hükümlerinin doğrudan etkisi vardır.

(2) Şekli Esas Sözleşme Hükümleri

Öğretide, esas sözleşmede yer almasına rağmen ortaklıklar hukukuna özgü kuralların münhasır olarak uygulama alanı bulmadığı, dolayısıyla biçimsel olarak esas sözleşme içeriğine dahil olsa bile özü bakımından esas sözleşme hükmü niteliklerinden uzaklaşan hükümler, *şekli (korporatif olmayan / gerçek olmayan)* esas sözleşme hükümleri olarak nitelendirilmektedir.¹¹²¹ Teknik olmayan bir nitelendirme ile, şirket paydaşları (*stakeholders*) arasında borçlar hukukuna tabi olarak düzenlenen hükümler, yazılı araç (*medium*) olarak alelade bir sözleşme metni yerine esas sözleşmede bulunduğu zaman, şekli esas sözleşme hükümlerinden bahsetmek mümkündür. Esas sözleşme, ortaklıklar hukukuna özgü bir kavramdır ve bu sebeple ortaklıklar

ortaklık bakımından sonuç doğmamasını göstermektedir. Fakat kanaatimizce, korporatif nitelikli bir hüküm söz konusu olduğunda, hemen her zaman bu iki özelliğin kümülatif olarak bir arada bulunacağı söylenebilir. Bu minvalde, bir hükmün süreyle kısıtlanması durumunda, hüküm geçerli olduğu süre boyunca tüm ortaklık paydaşları üzerinde etki objektif nitelikli etki doğuracaktır; bu etkinin belli bir süreyle sınırlanmış olması bu durumu değiştirmemelidir. Durumu bir analogi ile, pay sahiplerinin gelecekte yapacakları bir esas sözleşme tadili ile hükmü ilga etme iradelerini önceden şarta bağlı biçimde kullanmalarına benzetebiliriz. İkinci durumda ise, yan edim yükümlülükleri ortaklığı ilgilendiriyorsa bunlara ilişkin ortaklığın da talepte bulunması mümkündür. Eğer ortaklığın korporatif düzlemde talepte bulunamayacağı bir borç sözleşmesi söz konusu ise zaten hükmün korporatif hüküm sayılması söz konusu olmayacaktır.

¹¹¹⁹ Paya bağlı olma özelliği, anonim ortaklık payının taşıdığı özellikler ile doğrudan bağlantılıdır. Bu minvalde, paya bağlılıktan anlaşılması gereken hususun pay mevhumuna dogmatik olarak yüklenen esas sermayenin bir parçası olma, pay sahipliği mevkiî teşkil etme ile hak ve borçların kaynağı olma özelliği ile birlikte değerlendirilmesi, korporatif hükümlerin paya bağlı olarak objektif sonuç doğurmasıyla doğrudan bağlantılıdır. Bir bakıma bu objektif etki kaynağını, pay kavramının anonim ortaklığın merkezinde yer alması ve müstakbil bir statüyü işaret etmesinden almaktadır. Ayrıca bkz. Birinci Bölüm, I/B/3.

¹¹²⁰ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 95.

¹¹²¹ Ayoğlu, *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*, s. 58; Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 95; Bahtiyar, *Anonim Ortaklık Anasözleşmesi*, s. 236; Moroğlu, *Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği*, s. 519-520; Yüksel, *Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 32-33; Karasu, *Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi*, s. 33; Veziroğlu, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları*, s. 279-280.

hukukunun getirdiği spesifik ilke ve kurallara tabidir. Bu ilke ve kurallar dolayısıyla esas sözleşmenin hem bir hukuki işlem olarak meydana gelmesi hem doğurduğu hukuki etkiler hem de esas sözleşmeye uygulanacak yorum kuralları, harcıâlem borç ilişkisi oluşturan sözleşmesel işlemlerden farklılık göstermektedir. Fakat şekli esas sözleşme hükümleri, esas sözleşme içinde yer almalarına rağmen, esas sözleşmenin ortaklıklar hukuku düzeninin doğrudan sonuç bağladığı özelliklerine tabi olmamaktadır.¹¹²² Esas sözleşmeye bağlı hukuki nitelik ve etkiden yoksun olan bu tür hükümlerin uygulanmasında ve yorumlanmasında, borçlar hukukunun genel prensipleri dikkate alınmaktadır. Dolayısıyla, şekli esas sözleşme hükümlerinin tıpkı pay sahipleri sözleşmesinde düzenlenmiş gibi bir değerlendirilmeye tabi tutulması söz konusudur.

Öğretide şekli esas sözleşme hükümlerinin tadili bakımından da esas sözleşme tadiline ilişkin toplantı ve karar nisaplarının değil, genel sözleşme tadiline ilişkin kuralların uygulama alanı bulacağı belirtilmektedir.¹¹²³ Dolayısıyla bu tür hükümlerin tadil edilebilmeleri için, hükme taraf olan pay sahiplerinin oy birliğinin gerekli olduğu söylenebilir.¹¹²⁴ Mahiyet olarak kişisel borç ilişkisi teşkil eden şekli esas sözleşme hükümlerinden doğan hak ve borçlar, paya ve dolayısıyla payın ifade ettiği alt anlamlara¹¹²⁵ bağlı olmadığı için payın devriyle birlikte yeni pay sahibine aktarılmış sayılmayacak veya bu hükümlere aykırılık teşkil eden genel kurul kararları iptal davasına konu edilemeyecektir. Bu özellikleri itibariyle, şekli esas sözleşme hükümlerine uygulanacak ayırım kriterleri bakımından, bu hükümleri paya bağlı nitelik taşımayan, pay sahipleri arasındaki ortaklığa ilişkin değil kişisel ilişkileri düzenleyen, ortaklıklar hukukuna özgü kuralların uygulanmadığı, etki alanı müstakbel pay sahiplerine teşmil edilmeyen ve üçüncü kişiler üzerinde etki doğurmeyen hükümler olarak nitelendirmek mümkündür.

¹¹²² Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 96.

¹¹²³ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 97; Bahtiyar, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi**, s. 238; Moroğlu, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği**, s. 525.

¹¹²⁴ Fakat, esas sözleşmede yer alan birtakım hükümleri bu biçimde ayrıksı bir muameleye tabi tutmak ve bu hükümleri âdeta esas sözleşmenin yaıtılmış bir bölümünde bulunan ve kişisel borç ilişkisi içeren sözleşme hükümleri olarak nitelendirmek, kanaatimizce esas sözleşmenin mahiyeti ve yapısıyla katı bir tezat oluşturmaktadır. Konuya ilişkin değerlendirme için bkz. İkinci Bölüm, III/D/2/a/i.

¹¹²⁵ Bkz. Birinci Bölüm, I/B.

(3) Korporatif – Şekli Esas Sözleşme Hükümleri Ayırımının Değerlendirilmesi

Esas sözleşmenin biçimsel olarak anonim ortaklığın kurallarını ve anonim ortaklık paydaşları arasındaki ilişkiyi düzenleyen bir tüzük¹¹²⁶ ya da anayasa¹¹²⁷ metnine benzerlik taşıdığını bir vakıa olarak kabul etmek mümkündür. Fakat esas sözleşme hükümlerinin bütünsel olarak bir tüzük ya da anayasa gibi objektif nitelikte, tüm ilgililer üzerinde aynı etkiyi doğurması mümkün olmamaktadır. Bu durumun asli nedeni esas sözleşme özgürlüğü konusunda kanuni statükodan doğan muğlak durumdur.

Konuyu yalın fakat aynı zamanda tek neden yanılığı (*fallacy of the single cause* ya da *causal reductionism*) tuzağına düşmeden ortaya koymak amacıyla, söz konusu muğlaklığın sebeplerini birkaç ana eksende toplamak mümkündür. Bunlardan ilki özellikle TTK m. 340 hükmünde somutlaşan emredici hükümler ilkesinin, esas sözleşme içeriğine ve pay sahiplerinin anonim ortaklığı biçimlendirme kabiliyetine ilişkin yarattığı belirsiz durumdur. Zira söz konusu ilkeye ilişkin hükmün katı biçimde yorumlanması durumunda, esas sözleşmede yer verilebilecek hükümlerin kapsamı ve çeşitliliği son derece sınırlı hale gelecektir. Hatta hükmün katı bir lafzi yoruma tabi tutulması durumunda, kanunda öngörülen esas sözleşme sistematığının, neredeyse tek tip bir esas sözleşme yarattığı söylenebilir. Ekonomik hayatın ve ticari gereklerin ortaya çıkardığı değişken dinamiklere uyum sağlaması elzem olan anonim ortaklık, bu yaklaşımın egemen olması durumunda oldukça statik ve esneklikten uzak bir yapı haline gelme riski taşımaktadır.¹¹²⁸ Bu sakıncayı bertaraf edebilmek için öğretide ve uygulamada emredici hükümler ilkesine daraltıcı, amaçsal ve/veya düzeltici yorum metotları uygulanması yoluyla esas sözleşme özgürlüğünün artırılması ve esas sözleşmeye konulan, geçerliliği tartışmalı hükümlerin de etki doğurmasını sağlayacak çözümler aranmaktadır.¹¹²⁹

Bu çözümlerin odak noktasını ve teorik temelini ise korporatif (gerçek) / korporatif olmayan (şekli) esas sözleşme hükümleri ayırımı teşkil etmektedir. Böylelikle, maddi ve esas olarak objektif norm teşkil etme kabiliyeti bulunmayan esas

¹¹²⁶ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 84 vd.

¹¹²⁷ Bahtiyar, *Anonim Ortaklık Anasözleşmesi*, s. 9-10.

¹¹²⁸ Şehirali Çelik (Kırca/ Manavgat), *Anonim Şirketler Hukuku*, C. 1, s. 6

¹¹²⁹ Veziroğlu, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları*, s. 346.

sözleşme hükümlerinin, alelade borç sözleşmesi hükümleri olarak kabul edilip yalnızca taraflar arasında geçerli sayılması, öğretide üzerinde neredeyse istisnasız görüş birliği bulunan bir yaklaşımdır.¹¹³⁰ Bu yaklaşıma göre, esas sözleşme normu teşkil etmeye uygun olmayan bir hüküm, bu elverişsiz durum nedeniyle geçersiz sayılmayacak; fakat tahvil yoluyla geçerli sayılarak taraflar arasında etkili bir borçlar hukuku işlemi olarak değerlendirilecektir.¹¹³¹ Fakat bu durumda, yalnızca o işlemin tarafları üzerinde etki ve sonuç doğuracak ve normalde ayrı bir sözleşmede kayıt altına alınacak bir borç ilişkisinin, ortaklığın temel kurucu belgelerinden olan ve temelde farklı bir hukuki rejime tabi olan esas sözleşmede düzenlenmesi gibi zorlama bir yapı ortaya çıkmaktadır.

Söz konusu durum esas sözleşmenin temel nitelikleriyle tam olarak bağdaşmamaktadır. Öncelikle, esas sözleşmenin ortaklığın yapısını ve ilgililer arasındaki ilişkileri düzenleyen, genel olarak objektif etki doğurmak üzere ortaklığın temel normlarını düzenleyen bir işlem teşkil ettiği konusunda bir temel varsayımı kabul etmek makuldür. Her ne kadar sözleşmenin tikel olarak hükümleri incelendiğinde, hukuki etki olarak farklı sonuçlara varılabilse de pay sahiplerinin asıl amacının ortaklığın bütüncül olarak tüm konularını düzenleyen bir belge hazırlamak olduğu kabul edilebilir. Zira saik olarak, yalnızca kendi aralarında etki doğurmasını hedefledikleri hükümleri, kendi aralarında yapacakları bir sözleşme yerine, geçerlik, şekil ve içerik bakımından farklı ve sıkı koşullara bağlı, aleni bir belge olan esas sözleşmeye koyacaklarını düşünmek çoğu durumda makul bir varsayım olmayacaktır. Bunun yanında esas sözleşme daima ticaret sicil müdürlüğünün denetiminden geçmekte, bazı spesifik şirket tipleri içinse Ticaret Bakanlığı'nın yanı sıra SPK, Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu gibi düzenleyici kurumların denetiminden geçmektedir. Bu denetimler her ne kadar esas sözleşmenin içeriğine ilişkin asgari koşulların mevcudiyeti temelinde genel (ve bazen yüzeysel) bir değerlendirmeden ibaret olsa da söz konusu kurumların onayından geçen esas sözleşme hükümlerinin geçerli ve etkili olduğu konusunda hem pay sahiplerinde

¹¹³⁰ Çeşitli diğer yazarlar yanında bkz. Ayoğlu, *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*, s. 58; Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 95; Altay, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler*, s. 267; Erdem, *Nama Yazılı Hisse Senetlerine İlişkin Olarak Uygulamada Ortaya Çıkan Bazı Sorunlar ve Yeni TTK'nın Çözümleri*, s. 104; Karasu, *Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi*, s. 33.

¹¹³¹ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 102 vd.; Veziroğlu, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları*, s. 309.

hem de diğer ilgililer üzerinde bir güven veya en azından izlenim oluşturduğu muhakkaktır. Nitekim uygulamada, özellikle birleşme ve devralmalar pratiğinde esas sözleşme hükümlerinin ve/veya değişikliklerinin işlem dinamikleri açısından kritik olduğu durumlarda, ticaret sicil müdürlüğü denetiminden geçen esas sözleşme hükümlerinin tam manasıyla geçerli ve etkili olduğuna ilişkin – hatalı da olsa – bir kanaat oluştuğunu gözlemlemek mümkündür.¹¹³² Bu durumun bir sonucu olarak, taraflar ticaret sicil müdürlüğü ve diğer düzenleyici kurumların denetiminden geçen esas sözleşme hükümlerinin objektif norm niteliği içerecek biçimde sıhhat kazandığı varsayımıyla hareket etmekte; ancak bu hükümlerin bazen şekli esas sözleşme hükmü olarak etki doğurduğu bazense baştan beri hükümsüzlük nedeniyle etki doğurmadığı ancak sonraki evrelerde eğer bir uyuşmazlık meydana gelirse ortaya çıkmaktadır.¹¹³³

Kanaatimizce, esas sözleşme hükümlerinin maddi/şekli olarak ayrılması durumunda ortaya çıkan temel sorunlardan birisi de esas sözleşme gibi görünürde ortaklık düzeninde normatif etki taşıyan bir belgenin, pay sahiplerinin kişisel borç ilişkilerine dair hükümler taşıması durumunun yarattığı çelişkidir. Genellikle birden fazla ortağı olan anonim ortaklığın esas sözleşmesinin bazı hükümlerinin, pay sahiplerinin yalnızca bir kısmı arasında geçerli olduğu ve diğer pay sahipleri üzerinde etki doğurmayacağı temeline dayalı yaklaşım, anonim ortaklık düzenini oldukça karmaşık bir duruma getirmektedir. Kuşkusuz bu vakıa, kanun koyucunun emredici hükümler ilkesi ile getirmeye çalıştığı sınırları belirli, basit ve öngörülebilir dogmatik rejimi desteklememektedir. Bilakis, temel olarak pratik ihtiyaçların getirdiği maddi/şekli hükümler ayrımı ve bu durumla birlikte oluşan ortaklıktaki iki düzlemli yapı, esas sözleşmede etkisi ve geçerliliği muğlak birçok hükmün yer almasına neden olmakta ve belki de daha vahimi bu muğlaklığın giderilmesi bir uyuşmazlık ortaya çıkmadığı sürece mümkün olmamaktadır.

İkinci olarak, şekli esas sözleşme hükümlerinin tadil edilmesinde esas sözleşme hükümlerine ilişkin değişiklik prosedürünün mü uygulanacağı yoksa bunların alelade sözleşme hükümleri gibi genel ilkelere göre mi tadil edilebileceği sorunsalı ortaya çıkmaktadır.¹¹³⁴ Eğer öğretide ekseriyetle desteklenen görüş uyarınca bu tür

¹¹³² Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 99.

¹¹³³ Veziroğlu, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları*, s. 288.

¹¹³⁴ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 97; Bahtiyar, *Anonim Ortaklık Anasözleşmesi*, s. 238; Moroğlu, *Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği*, s. 525.

hükümlerin kural olarak ilgili maddelerin üzerinde etki doğurduğu tarafların oy birliği ile değiştirilebileceği yaklaşımı kabul edilirse, esas sözleşmenin tadil rejimi bakımından da ortaklık düzleminde bir karmaşa ve muğlaklık ortaya çıkması kaçınılmazdır. Zira maddi/şekli esas sözleşme hükümlerinin sınıflandırılması bir yana, bu sınıflandırmaya ilişkin ayırım kriterlerini belirlemek açısından dahi yadsınamayacak bir zorluk mevcuttur.¹¹³⁵ Hal böyle iken, hangi esas sözleşme hükümlerinin tadilinde hangi değişiklik rejiminin etkili olacağı konusunda ortaya çıkacak ek belirsizlik, anonim ortaklığın işleyişi bakımından ortaya çıkacak komplikasyonları artmasına neden olacaktır.

Emredici hükümler ilkesinin sonucu olarak, esas sözleşme hükümlerinin etkisi bakımından gidilen maddi/şekli esas sözleşme hükümlerine ilişkin ayırım, başka konuların yanında opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer haklara esas sözleşmede yer verilmesi konusunda da soru işaretleri doğurmaktadır. Bu hükümlere esas sözleşmede yer verilmesine ilişkin, özellikle TTK m. 480 ve m. 493, f. 7 hükümleri temelinde emredici hükümlere aykırılıktan yola çıkarak, tek borç ilkesi ve payların serbestçe devredilebilirliği ilkesi temelinde farklı yaklaşımlar getirilse de konuya ilişkin sınırları belli ve somut bir yaklaşım tarzı mevcut değildir. Söz konusu meseleye ilişkin değerlendirmeye geçmeden önce, meseleyi etkileyen diğer faktörler olan tek borç, eşit işlem ile payın serbestçe devredilebilirliği ilkelerinin temel özelliklerinin de ana hatlarıyla ortaya konulması faydalı olacaktır. Akabinde tüm faktörleri göz önünde bulunduran bütüncül bir yaklaşım ile sorunsala ilişkin çözüm önerileri aranacaktır.¹¹³⁶

b. Tek Borç İlkesi

i. Kavram

Anonim ortaklığın temel olarak katı bir sermaye ortaklığı olarak nitelendirilmesinin hem nedenlerinden hem de sonuçlarından birisi, pay sahibinin ortaklığa karşı asli borcunun yalnızca taahhüt ettiği sermayeyi ödeme yükümlülüğü olmasıdır.¹¹³⁷ Buna göre, pay sahibi ile ortaklık arasındaki ilişkinin temelinde, taahhüt edilen sermaye borcunun ifa edilmesi karşılığında, ortaklığın çıkardığı payın pay

¹¹³⁵ Bkz. Veziroğlu, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları*, s. 300 vd.

¹¹³⁶ Bkz. İkinci Bölüm, III/D/3.

¹¹³⁷ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 15.

sahibine teslim edilmesi bulunmaktadır. Bu olgu ise, anonim ortaklığın temel ilkelerinden biri olan *tek borç ilkesi* çerçevesinde kavramsal bir temele oturmaktadır. Tek borç ilkesinin anlamı, pay sahibinin ortaklığa karşı ifa etme yükümlülüğü altında bulunduğu yegâne borcun sermayeyi ödeme borcu olduğu ve pay sahibine – kendi rızası hilafına – bu asli borcun doğurduğu yükümlülük ve sorumluluk dışında başka bir sorumluluğun yüklenemeyeceği kuralıdır.¹¹³⁸ Kuşkusuz, esas sözleşmede payın itibari değerini aşan bir primin de ödenmesi öngörülmüşse, bu hususun da tek borç ilkesinin işaret ettiği taahhüt edilen sermaye tutarının içinde olduğu kabul edilmelidir.¹¹³⁹ Bu durum, normatif bakımdan payların itibari değerinden yüksek bir bedelle de çıkarılabileceğini öngören TTK m. 347 ışığında olağan bir sonuç olduğu gibi tek borç ilkesinin kodifiye edildiği TTK m. 480 hükmünde de açıkça belirtilerek kapsam konusunda oluşabilecek tereddütler engellenmiştir.¹¹⁴⁰ Kuşkusuz tek borç ilkesi hem nakit sermaye koyma borcu hem de aynı sermaye koyma borcu bakımından etki doğurur.¹¹⁴¹ Tek borç ilkesinin *ratio legis*ini oluşturan unsurlar arasında payların devredilebilirliğini arttırmak ile anonim ortaklığın güvenli bir yatırım aracı oluşturmalarını temin etmek üzere esas sözleşme hükümlerini – özellikle pay sahibine yüklenen borçlar bakımından – tek tip hale getirmek sayılabilir.¹¹⁴²

Tek borç ilkesi, anonim ortaklığın belki de ortaya çıkışındaki ilk neden olan sınırlı sorumluluk ilkesi ile iç içedir.¹¹⁴³ TTK m. 329 hükmünün açıkça ortaya koyduğu üzere, anonim ortaklık borçlarından dolayı – esas sermayesi ile birlikte – tüm malvarlığıyla sorumludur. Bu bakımdan anonim ortaklığın üstlendiği borçlar bakımından üçüncü kişilere karşı sınırsız sorumluk söz konusu iken, pay sahipleri

¹¹³⁸ Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 527-528; Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1969; Tokcan Ercan, **Anonim Şirketlerde Tek Borç İlkesi**, s.8.

¹¹³⁹ HAMAMCIOĞLU Esra, **Anonim Ortaklıklarda Tek Borç İlkesi**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2005, s. 46.

¹¹⁴⁰ HAMAMCIOĞLU Esra, “**Anonim Ortaklıklarda Tek Borç İlkesine İlişkin Gelişmeler**”, Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 6, S. 1, Haziran 2018, s. 126.

¹¹⁴¹ KAYIŞ Ferhat, “**Anonim Ortaklıkta Tek Borç İlkesi Çerçevesinde TTK 421/2-A Bendinin Değerlendirilmesi**”, Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 30, S. 3, 2022, s. 1215. Aynı yönde bkz. Yarg. 11. HD T. 24.11.2016, E. 12168/9107: “(...) *“tek borç ilkesi uyarınca anonim ortaklıklarda pay sahibinin borcu, taahhüt ettiği payların karşılıklarının ödenmesinden ibarettir. Bu ilke, hem nakdi hem de aynı sermaye taahhütleri için geçerlidir (...)*”.

¹¹⁴² Tokcan Ercan, **Anonim Şirketlerde Tek Borç İlkesi**, s. 7-8.

¹¹⁴³ Gerçekten de kurumsal anlamda şirket ya da ortaklık kavramının kökenlerine ilişkin hukuk tarihi çalışmaları şirket kavramının ortaya çıkışında sorumluluğun sınırlandırılması mefhumunun en önemli etkenlerden biri olduğu belirtilmektedir. Yakın Çağ’da ticari ilişkiler arasında önemli yer tutan deniz ve kara taşımacılığı bağlamında, müteşebbisler *post factum* zararlardan kaçınmak amacıyla, kişisel malvarlıklarıyla ticari faaliyetlerden doğan sorumluluk arasında bir tampon işlevini yerine getirecek şirketleri kullanmaya başlamışlar ve sonraki dönemde şirket kavramı ticari faaliyetlerin odak noktasını oluşturmuş ve bu etki günümüze kadar devam etmiştir (bkz. SCHMITTHOFF M., “**The Origin of the Joint-Stock Company**”, The University of Toronto Law Journal, C. 3, S. 1, 1939, s. 87).

bakımından esas sermaye ile sınırlı bir sorumluluk hali ortaya çıkarmaktadır.¹¹⁴⁴ Bu bağlamda TTK m. 329 ve TTK m. 480, f. 1 hükümleri birlikte yorumlandığında, pay sahiplerinin şirket borçlarından dolayı herhangi bir sorumluluğu bulunmadığı ve aynı doğrultuda taahhüt ettikleri sermaye tutarını aşan ölçüdeki şirket zararlarını üstlenmek zorunda olmadıkları sonucuna ulaşılır.¹¹⁴⁵ Anonim ortaklığın bir bakıma yapıtaşını oluşturan pay kavramının mahiyeti gereği, pay sahibine yüklenen borcun da sınırlandırılması gerekmiştir.¹¹⁴⁶ Anonim ortaklıktaki sınırlı sorumluluk kavramı, sorumluluğun öznesi ve nesnesi olan taraflar bakımından zaman zaman karışıklığa neden olsa da¹¹⁴⁷ bu konudaki genel ilkeyi ortaya koymak mümkündür: anonim ortaklığın üçüncü kişilere karşı borçlarından dolayı sorumluluğu sınırsızdır; kural olarak anonim ortaklığın bütün malvarlığı, anonim ortaklığın alacaklıları tarafından hukuki takip konusu yapılabilir. Dolayısıyla bu açıdan herhangi bir sorumluluk sınırlandırması söz konusu değildir. Sorumluluğun sınırlı olması, anonim ortaklık pay sahiplerinin sorumluluklarının yalnızca taahhüt ettikleri sermaye ile sınırlı olması nedeniyle tezahür etmektedir ve doğrudan ortaklıkla pay sahipleri arasındaki ilişki bakımından geçerlidir. İkinci olarak ise, pay sahipleri ile üçüncü kişiler arasında, ortaklığın borçları bakımından kural olarak herhangi bir ilişki mevcut değildir ve üçüncü kişi alacaklıların tek muhatabı ortaklığın kendisidir. Anonim ortaklık ile pay sahipleri arasında taahhüt edilen sermaye borcunun ödenmesi sorumluluğu bakımından tek sınırlama, taahhüt edilen sermaye tutarına ilişkindir ve bu tutarın ödenmemesi durumunda pay sahibi tüm malvarlığı ile sınırsız olarak sorumludur. Kısaca, pay sahibi için sermaye borcu bakımından sınırlı bir edim yükümlülüğü söz konusudur; fakat bu sınırlı edim yükümlülüğünün ifasından dolayı sınırsız sorumluluk mevcuttur.¹¹⁴⁸ Aynı şekilde anonim ortaklık ile üçüncü kişi alacaklılar arasında da ortaklığın tüm malvarlığını kapsayan sınırsız bir sorumluluk vardır. Ortaklığın üçüncü kişilere karşı borçları ile pay sahipleri arasındaki ilişkide ise, pay sahipleri bu ilişkiye doğrudan dahil değildir. Dolayısıyla, şirketten alacağını tahsil edemeyen bir üçüncü kişinin, sermaye koyma borcunu ifa etmemiş olan bir pay sahibine doğrudan başvurma

¹¹⁴⁴ Ansay, *Anonim Şirketler Hukuku*, s. 39; Hamamcıoğlu, *Anonim Ortaklıklarda Tek Borç İlkesine İlişkin Gelişmeler*, s. 129.

¹¹⁴⁵ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 17; Kayış, *Anonim Ortaklıkta Tek Borç İlkesi Çerçevesinde TTK 421/2-A Bendinin Değerlendirilmesi*, s. 1218; Tokcan Ercan, *Anonim Şirketlerde Tek Borç İlkesi*, s. 17-18.

¹¹⁴⁶ Altay, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler*, s. 176; Hamamcıoğlu, *Anonim Ortaklıklarda Tek Borç İlkesine İlişkin Gelişmeler*, s. 129.

¹¹⁴⁷ Örn. bkz. Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 17 vd.; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi II*, s. 1971 vd.

¹¹⁴⁸ Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi II*, s. 1971.

hakkı bulunmamaktadır. Bu alacaklının ancak şirketin tüzel kişiliği nezdinde talepte bulunabilmesi mümkündür. Ödenmemiş sermaye koyma borcu bakımından ise ancak şirket yönetim kurulunun veya şartlar oluştuğu takdirde iflas idaresi veya tasfiye memurlarının pay sahibine karşı talepte bulunması mümkündür.¹¹⁴⁹ Bu çerçevede anonim ortaklıklar hukukunda geçerli olan sınırlı sorumluluk ilkesinin görünüm biçimlerini, anonim ortaklığın borçlarından yalnızca ortaklığın kendisinin sorumlu olması; pay sahibinin kural olarak yalnızca ortaklığa karşı sorumlu olması ve üçüncü kişilere karşı herhangi bir sorumluluğu bulunmaması ile pay sahiplerinin söz konusu sorumluluğunun yalnızca ödemeyi taahhüt ettikleri sermaye bedeli ile sınırlı olması biçimde ortaya koymak mümkündür.¹¹⁵⁰

Tek borç ilkesinin temsil ettiği kavramsal çerçeve bakımından, ilkenin yalnızca pay sahibi ile ortaklık arasındaki ilişkiye mi uygulanacağı yoksa daha bütüncül bir yaklaşımla pay sahiplerinin kendi aralarındaki ilişkiler de dahil olmak üzere ortaklık çevresindeki tüm paydaşlarla ilişkiler bakımından mı sonuç doğuracağı konusuna değinmek gerekir. Bir bakıma kanuni hüküm, lafzı itibariyle spesifik olarak sermaye borcu ödenmesi ve bu borcun dışında ek bir yükümlülük getirilememesi yönünde bir ilkeyi düzenlediğinden temel olarak yalnızca pay sahipleri ile ortaklık arasındaki ilişkileri düzenlemektedir.¹¹⁵¹ Fakat öğretide ağırlıklı olarak kabul edilen yaklaşıma göre, ilkenin kapsamının belirlenmesinde, hükmün lafzının ötesinde *ratio legis*'i göz önünde bulundurulmalı ve ilkenin pay sahibi üzerinde gerek ortaklığa karşı gerekse diğer pay sahiplerine karşı ek yükümlülük oluşturulmasına engel olacağı yönünde bir değerlendirme yapılmalıdır.¹¹⁵²

Tek borç ilkesinin uygulanacağı borcun niteliği bakımından ise, eTK döneminde ilkenin düzenlendiği hükümde yer alan “ödeme” ifadesi ilkenin yalnızca

¹¹⁴⁹ Belirtmek gerekir ki bir pay sahibinin sermaye koyma borcunu ifa etmemesiyle bağlantılı olarak şirketin alacaklılarına karşı yükümlülüklerini yerine getirememesi ve buna benzer durumlar, sınırlı sorumluluk ilkesi ile sermayenin korunması ilkesi bakımından birtakım çelişkiler doğurabilmektedir. Bu minvalde pay sahibinin menfaatleriyle şirket menfaatleri arasında bir çatışma riski ortaya çıkması söz konusu olabilir. Sınırlı sorumluluk ile sermayenin korunması ilkesi arasındaki ilişki konusunda bkz. MÜLAZIMOĞLU Mehmet, **Anonim Şirketler Hukukunda Sermayenin Korunması İlkesi**, İstanbul: On İki Levha, 2020, s. 17 vd. Ayrıca sermayenin korunması ilkesi ile tek borç ilkesi arasında ilişkiye dair bkz. Tokcan Ercan, **Anonim Şirketlerde Tek Borç İlkesi**, s. 29 vd.

¹¹⁵⁰ Hamamcıoğlu, **Anonim Ortaklıklarda Tek Borç İlkesine İlişkin Gelişmeler**, s. 129.

¹¹⁵¹ Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 14.

¹¹⁵² İmregün, **Anonim Ortaklıklar**, s. 283; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 30; Veziroğlu, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 453, dn. 384. Aksi görüş için bkz. Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 14; TÜRKYILMAZ İsmail, **Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu**, İstanbul: On İki Levha, 2015, s. 33 vd.; Tokcan Ercan, **Anonim Şirketlerde Tek Borç İlkesi**, s. 70.

para borçları bakımından mı uygulanacağı konusunda tereddüt oluşturmuş, bu doğrultuda ilkenin dar yorumlanması ve para borcu dışında kalan yükümlülükler bakımından uygulanmaması gerektiği de savunulmuştur.¹¹⁵³ Fakat buna rağmen, eTK döneminde de öğretide baskın olan yaklaşım, hükmün geniş yorumlanması gerektiği ve pay sahibinin sermaye ödeme borcu dışında başka bir yükümlülük altına sokulamaması kuralının yalnızca para borçları için değil, para borcu dışında kalan diğer yükümlülükler için de geçerli olması gerektiği yönündeydi.¹¹⁵⁴ TTK sistematğinde ise “ödeme” sözcüğü yerine “borç” sözcüğü kullanılarak söz konusu tereddüdün giderilmesi amaçlanmış ve tek borç ilkesi kapsamına dahil olan yükümlülüklerin geniş yoruma tabi tutulması yönündeki yaklaşım kanuni sistematik içine dahil edilmiştir.¹¹⁵⁵

Anonim ortaklık düzeni içinde tek borç ilkesinin işaret ettiği asli borç olan taahhüt edilen sermayeyi ödeme borcunun yanı sıra, pay sahibine ait ikincil yükümlülükler de söz konusu olabilmektedir. İkincil yükümlülükler, *belirli zamanda tekrarlanan ve konusu para olmayan edimler* olarak tanımlanmakta ve kanun sistematği içinde TTK m. 480, f. 4 hükmünde düzenlenerek tek borç ilkesine yasal bir istisna teşkil etmektedir.¹¹⁵⁶ Tanımın da işaret ettiği gibi ikincil yükümlülüklerin iki kriteri karşılaması gerekmektedir: Bunlardan ilki yükümlülüklerin daimî olmamakla birlikte periyodik olarak ifa edilebilir olmasıdır. Dolayısıyla, bir yükümlülüğün bir defalık olması veya pay sahibine aralıksız olarak edim borcu yüklemesi durumunda, yükümlülük TTK m. 480 bağlamında belirtilen kapsama girmeyecektir. Periyodik olarak ifa edilmesi gereken edimler aralıksız bir edim borcu yüklemezler; dolayısıyla ikincil yükümlülük kapsamında değerlendirilmeleri mümkün olur.¹¹⁵⁷ İkincil yükümlülüklerin taşınması gereken bir diğer kriter ise, doğrudan veya dolaylı olarak parasal nitelikte olmamalarıdır. Nitekim parasal nitelik taşıyan edimler, sermaye

¹¹⁵³ Nomer, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Sadakat Yükümlülüğü**, s. 67; Akın, **Şirketler Hukukunda ve Özellikle Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Sadakat Borcu**, s. 149.

¹¹⁵⁴ Domaniç, **Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması**, s. 1115; İmregün, **Anonim Ortaklıklar**, s. 283; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Payscaleleri Sözleşmeleri**, s. 30.

¹¹⁵⁵ Hamamcıoğlu, **Anonim Ortaklıklarda Tek Borç İlkesine İlişkin Gelişmeler**, s. 127. TTK Gerekçe metninde bu durum “(...) Mevcut metin ‘fazla bir şey ödemeye esas mukavele ile dahi mecbur tutulamaz’ diyerek ödeme sözcüğünü vurgulamıştı. Bu da, Türk öğretisinde, hükmün sermaye prim borcu dışındaki diğer para borçlarını kapsamadığı görüşünün ileri sürülmesine sebep olmuştu. Onun için 480’inci maddede ‘borç yükletilemez’ ifadesi bilinerek kullanılmıştır. Hükmündeki borç sözcüğü geniş anlam taşımaktadır.” ifadeleriyle açıkça belirtilmiştir.

¹¹⁵⁶ Tokcan Ercan, **Anonim Şirketlerde Tek Borç İlkesi**, s. 66.

¹¹⁵⁷ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1987; HAMAMCIOĞLU Esra, **Anonim Ortaklıklarda Tek Borç İlkesi**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2005, s. 58.

koyma borcuna mahiyet olarak özdeş olacakları için, tek borç ilkesine istisna oluşturan bu tür yükümlülüklerle çelişkili bir durum ortaya çıkardı.

İkincil yükümlülüklerle şirketler hukuku pratiğinde nadiren rastlansa da bu konuda öğretilde verilen klasik örnekler, pay sahiplerinin ortaklığın faaliyet konusuyla bağlantılı işlerde ham madde teminini kolaylaştırması (örn. belirli dönemlerde bir tarım ürününü rayiç bedel üzerinden şirkete satmak) veya mesleki faaliyetlerinden şirketin yararlanmasının sağlanması,¹¹⁵⁸ kişisel ögeleri ağır basan bir ortaklık düzeni ortaya çıkaran durumlardır.¹¹⁵⁹

Öğretilde, ikincil yükümlülüklerle ek olarak tek borç ilkesinin istisnası olarak kabul edilen durumlar arasında prim (*agio*) ödemesi, temerrüt faizi, cezai şart, kötü niyetle alınan kârın veya hazırlık dönemi faizinin geri ödenmesi ile sadakat yükümlülüğü gösterilmektedir.¹¹⁶⁰

ii. İlkenin Değerlendirilmesi

Öğretilde tek borç ilkesinin *ratio legis*'i, komşu eksenlerde bulunan birbiriyle bağlantılı iki unsur çerçevesinde değerlendirilmektedir. Bunlardan ilki, yapısal olarak çok sayıda küçük sermaye sahibini bir araya getiren bir organizasyon olarak

¹¹⁵⁸ *Dot-Com Dönemi* olarak adlandırılan ve internet / teknoloji şirketlerinin üstel hızla büyüdüğü dönemde hız kazanan ve çalışanlara pay opsiyonları verilmesine ilişkin ABD uygulamasına ilişkin genel bir değerlendirme için bkz. WOOD Robert W., “**Exercising Stock Options: What You (and Your Clients) Need to Know Before Before Joining the Dot-Com World**”, GPSolo, C. 18, S. 1, Getting and Keeping the Client of the Future, Ocak/Şubat 2001), s. 52-64.

¹¹⁵⁹ İkincil yükümlülük kavramının ortaya çıkışında, Almanya’da 19. yüzyılda ekonomik gerekçelerle şeker endüstrinde şeker pancarı üreten çiftçilerin anonim ortaklık olarak örgütlenmesi ihtiyacı etkili olmuştur (bkz. Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1987).

¹¹⁶⁰ Belirtmek gerekir ki doktrinde söz konusu hususların hangilerinin tek borç ilkesine istisna teşkil ettiği konusunda bir görüş birliğinden söz etmek mümkün değildir. Örneğin, *Pulaşlı* sadakat borcu dışında sayılan hususların tamamını tek borç ilkesinin istisnaları arasında değerlendirirken (bkz. Pulaşlı, **Şirketler Hukuku**, s. 593 vd.), *Tekinalp agiolu* payları, ikincil yükümlülükleri ve sadakat yükümlülüğünü tek borç ilkesinin istisnaları arasında kabul etmektedir (bkz. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku II**, K.N. 1020). *Hamamcıoğlu* ise yalnızca ikincil yükümlülüklerin ilkenin istisnası olarak nitelendirilmeye uygun olduğunu fakat, prim ödemesi, temerrüt faizi, cezai şart, kötü niyetle alınan kârın veya hazırlık dönemi faizinin geri ödenmesi durumlarının ya da sadakat veya sır saklama yükümlülüklerinin, ilkenin kanuni mahiyeti çerçevesinde istisna kabul edilmeye uygun konular olmadığını işaret eden değerlendirmeler yapmıştır (bkz. Hamamcıoğlu, **Anonim Ortaklıklarda Tek Borç İlkesine İlişkin Gelişmeler**, s. 134 vd.). Konuya ilişkin çeşitli yazarların değerlendirmelerinin detaylı bir özeti için ayrıca bkz. Kayış, **Anonim Ortaklıkta Tek Borç İlkesi Çerçevesinde TTK 421/2-A Bendinin Değerlendirilmesi**, s. 1222 vd. Son olarak *Tokcan Ercan*, tek borç ilkesinin istisnalarına ilişkin değerlendirmeyi, esas olarak TTK’da öngörülen hususlar olan ikincil yükümlülükler, esas sözleşmesel cezai şart ve dürüstlük kuralından doğan yükümlülükler ile sınırlı tutmuş; TTK m. 198 kapsamındaki bildirim yükümlülükleri, kötü niyetle alınan kârın veya hazırlık dönemi faizinin geri ödenmesi ve tahkim klotu gibi hususlar konusunda kanuni istisnalardan ayrık bir değerlendirme yapmıştır (bkz. Tokcan Ercan, **Anonim Şirketlerde Tek Borç İlkesi**, s. 242 vd.).

kurgulanan anonim ortaklıkta, bu küçük sermaye sahiplerinin ortaklığın yönetimine etki etme kabiliyetlerinin oldukça sınırlı olacağı ön kabulüne dayanmaktadır. Buna göre, sermaye sahiplerinin ortaklık yönetiminin tasarruflarından sorumlu tutulması, hakkaniyet ilkesine aykırı olacağı gibi¹¹⁶¹, bu durum sermayenin tabana yayılarak üretim araçlarının toplumun daha geniş bir kesimi tarafından kontrol edilebilmesi ve âtıl ekonomik kaynakların verimli olarak kullanılabilmesi için gerekli ortamın hazırlanmasını da sekteye uğratacaktır.¹¹⁶² Nitekim bu yaklaşımın bir sonucu olarak pay sahiplerinin, ortaklığın borçlarından dolayı üçüncü kişilere karşı sorumlu olmayacağını ortaya koyan sınırlı sorumluluk ilkesi ortaya çıkmıştır. İkinci unsur ise, sermayenin iadesi yasağı bulunan anonim ortaklık düzeninde, kural olarak pay sahibinin ortaklıktan ayrılmasının yegâne yolunun pay devri olmasından ileri gelmektedir. Buna göre, payın devredilebilirliğini sağlayan en önemli özelliklerden bir tanesi, pay sahipliğine bağlı olarak ortaya çıkabilecek borç ve yükümlülüklerin belirli olması ve beklenmedik hususların ortaya çıkışına kapalı olmasıdır.¹¹⁶³ Zira pay sahibinin ortak olmasıyla birlikte muhtemel bir pay devrine kadar pay sahibi ile ortaklık arasında belirsiz süreli bir ilişki kurulmuş olmaktadır. Böyle belirsiz süreli bir ilişkide, kesin sınırlarla belirlenmiş olmayan bir kapsamda, çoğunluk kararıyla yeni yükümlülükler getirilebilme imkânı hem mevcut pay sahipleri hem de müstakbel pay sahipleri için oldukça olumsuz bir durumu işaret eder.¹¹⁶⁴ Paya bağlı olarak ortaya çıkabilecek borç ve yükümlülüklerin belirsiz olması durumunda, payı devralmaya niyetli olabilecek muhtemel üçüncü kişilerin yatırım isteklerinde azalma olacağı kuşkusuzdur. Kural olarak çıkma hakkının bulunmadığı¹¹⁶⁵ anonim ortaklık yapısı içinde payın devredilebilirliği ilkesinin de haleldar olması durumunda anonim ortaklıktan beklenen sermayenin tabana yayılması ve küçük sermaye sahiplerinin ekonomik olarak verimli yatırımlar gerçekleştirmeleri oldukça zorlaşacaktır.

Tek borç ilkesinin getirdiği dogmatik durum olan, kapsamı belli olsa da sermaye borcunu aşan nitelikte yükümlülüklerin esas sözleşmede yer alsa bile pay sahibine yüklenememesinin, payın devredilebilirliğine katkı sağlayan en önemli unsurlardan biri olduğu ifade edilmektedir.¹¹⁶⁶ Bu değerlendirmenin temelinde yatan

¹¹⁶¹ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 25.

¹¹⁶² İmregün, *Anonim Ortaklıklar*, s. 2-3; Yüksel, *Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 12.

¹¹⁶³ Hamamcıoğlu, *Anonim Ortaklıklarda Tek Borç İlkesine İlişkin Gelişmeler*, s. 126.

¹¹⁶⁴ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 24.

¹¹⁶⁵ Uzel, *Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam*, s. 32.

¹¹⁶⁶ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 25.

gerekçe ise, esas sözleşmede sermaye ödeme borcunu aşan nitelikte yükümlülükler bulunması durumunda, bunların kapsamı ve içeriği belli bile olsa, pay satın almayı değerlendiren üçüncü kişilerin şirket esas sözleşmesini kapsamlı bir biçimde incelemesini gerektirecek olması; böyle bir külfetin ise muhtemel alıcılar bakımından caydırıcı nitelik taşıyacak olması ve sonuç olarak bu durumun payın tedavül kabiliyetine hâlel getireceği yönündedir.¹¹⁶⁷ Fakat bu değerlendirme kavramsal olarak makul görünse de birkaç yönden eleştiriye açıktır.

Öncelikle, pay satın almayı değerlendiren potansiyel alıcı üçüncü kişilerin, salt anonim ortaklığın dogmatik yapısının ortaya çıkardığı duruma güvenerek, ortaklığın esas sözleşmesini incelemeyecekleri varsayımı, hatalı bir sonuca götürmeye müsaittir. Şirketler hukuku ile birleşme ve devralmalar uygulamasında, *due diligence* olarak tabir edilen hukuki inceleme yapılması, oldukça yaygın bir durumdur. Bir ortaklığın belli bir oranda payını iktisap etmek isteyen her üçüncü kişi, ortaklığın esas sözleşmesi de dahil olmak üzere ortaklıkla ilgili birçok belgeyi inceleyerek, pay satın alma kararını bu incelemenin neticesinde ulaştığı sonuca göre vermektedir.¹¹⁶⁸ Hatta taraflar, birleşme ve devralma işlemlerinin *kapanış* diye tabir edilen ve işleme ilişkin genel olarak tasarruf işlemlerinin yapıldığı süreçte, esas sözleşmenin üzerinde mutabık kaldıkları maddelerini tadil etmek yoluna gitmektedir. Dolayısıyla, özellikle kapalı anonim ortaklıklar açısından, ortaklığa pay iktisap ederek dahil olan yeni pay sahibinin, esas sözleşmede bulunan ve pay sahipleri üzerinde çeşitli yükümlülükler getirebilecek hükümlerden habersiz olmaları, güncel şirketler hukuku uygulamasında makul bir varsayım ve değerlendirme teşkil etmemektedir.¹¹⁶⁹ Bu bakımdan, kuruluşta esas sözleşmenin hazırlanmasında aktif olarak yer alan pay sahipleri ile sonradan pay iktisap eden pay sahipleri arasında, yaklaşım olarak bir fark gözetilmemesi yerinde bir uygulama olacaktır.¹¹⁷⁰ Aksi durum, halka açık ortaklıklardaki pay alımları bakımından geçerli olabilir. Zira özellikle küçük yatırımcı olarak tabir edilen ve

¹¹⁶⁷ Hamamcıoğlu, *Anonim Ortaklıklarda Tek Borç İlkesi*, s. 42.

¹¹⁶⁸ Esin, *Birleşme ve Devralmalar*, s. 118 vd.; Altunbaş Sancak, *Anonim Şirket Özelinde Devralma İşlemlerinde Satıcının Ayrıntı Doğan Sorumluluğu*, s. 182 vd.; KUTLAN Serhat, *Birleşme ve Devralmalarda Due Diligence*, Ankara: Yaklaşım, 2004, s. 30 vd.; Esin / Lokmanhekim (yayına hazırlayan), *Uygulamada Birleşme ve Devralmalar*, s. 15 vd.

¹¹⁶⁹ Bu argümana karşılık olarak, şirket devralmalarında bazı küçük ölçekli şirketlerin paylarının satın alınması işlemlerinde, detaylı *due diligence* çalışmaları yapılmadığı ve bu tür işlemlerde potansiyel alıcıların, esas sözleşmede düzenlenmiş olabilecek ve TTK'da öngörülen birtakım haklarına hâlel getirebilecek hükümleri tespit edemeyecekleri ileri sürülebilir. Fakat, kanaatimizce esas sözleşme hükümlerinin incelenmesi, küçük ölçekli pay devir işlemlerinde dahi makul bir beklentidir ve bu beklentinin TBK m. 223 bağlamında alıcının muayene yükümlülükleri ile uyumlu olduğu söylenebilir.

¹¹⁷⁰ Esin, *Birleşme ve Devralmalar*, s. 308.

payları borsada işlem gören ortaklıklara sınırlı bir sermaye ile yatırım yapan kişilerin pay alımlarında, ortaklığın esas sözleşmesindeki hükümler ya da ortaklığın hisse fiyatı üzerinde doğrudan etkili olmayan özellikler nadiren göz önünde bulundurulmakta ve bu tür yatırımcılar genellikle yalnızca piyasadaki spekülative hareketlere bakarak ve/veya pay fiyatına göre yatırım kararlarını almaktadır.¹¹⁷¹ Yine de bu tür ortaklıklar üzerinde SerPK eliyle yoğun bir gözetim ve müdahale uygulaması bulunduğunu ifade etmek mümkündür.¹¹⁷² Bu bakımdan da küçük yatırımcılar pay iktisap etmeden önce ortaklığın esas sözleşmesini detaylı bir incelemeden geçirmeseler bile, esas sözleşmede bu yatırımcıların menfaatlerini kanuni düzene aykırı biçimde zedeleyecek hükümler bulunması engellenmiş olmaktadır.

Tek borç ilkesi ile esas sözleşme düzenlemeleri arasındaki ilişki çerçevesinde ikinci problematik husus ise, tek borç ilkesinin, emredici hükümler ilkesi ile birlikte son derece katı biçimde yorumlanması durumunda, esas sözleşme özgürlüğünün azami seviyede kısıtlanması sonucunun ortaya çıkmasıdır. Tek borç ilkesinin kanuni kaynağını oluşturan TTK m. 480, f.1 hükmünde yer alan ve eTK'daki *ödeme* ifadesinden farklı olan *borç yüklenememesi* olgusunun, ilkenin işaret ettiği yükümlülüklerin kapsamını salt ödeme borçlarından daha ileriye taşıdığı ve genişlettiği kuşkusuzdur. Fakat kanaatimizce, eTK dönemindeki muğlaklığı gidermek amacıyla yapılan bu biçimsel değişiklik ve buna ilişkin olarak gerekçe metninde yer verilen açıklamalar, esas sözleşmede asgari kanuni düzenden farklılaşan ve emredici hükümler ilkesine kendiliğinden aykırılık teşkil etmese bile kanuni yapıdan daha kompleks bir esas sözleşme yapısı getiren hükümler için engel teşkil eden bir hal almaktadır. Şöyle ki, anonim ortaklık düzeninde, pay sahipleri de dahil olmak üzere şirketin tüm bileşenlerinin tabi olduğu hak ve yükümlülüklerin net ve belirlenebilir olması gerektiği ve pay sahiplerinin ortaklığa dahil olduktan sonra beklenmedik ve anonim ortaklığın temel nitelikleriyle uyuşmayan yükümlülüklerle karşılaşmamları gerektiği muhakkaktır. Bununla birlikte anonim ortaklık, pay sahiplerinin yalnızca taahhüt ettikleri sermaye borcunu ödedikleri ve mutlak olarak başka hiçbir külfet veya sorumluluğa tabi olmadıkları bir düzen değildir. Anonim ortaklık düzeninin getirdiği

¹¹⁷¹ Detaylı bilgi için bkz. YÜCE Ayşe / ÖNDER Zeynep / ŞİMGİ MUĞAN Can, **İMKB'deki Küçük Yatırımcıların Tercihleri ve Davranışları**, Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C. 17, S. 2, Aralık 1999.

¹¹⁷² Veziroğlu, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 342. Örn. Seri VII.128-1 numaralı Pay Tebliği m. 6 kapsamında esas sözleşmenin SerPK ilkeleri ile uyumlu hale getirilmesi ve bu doğrultuda hazırlanacak tadil metninin SPK onayına sunulması gerekmektedir.

birtakım başka yükümlülük ve külfetler.¹¹⁷³ de pekâlâ mevcut olabilir; aksi yöndeki anlayış pay sahibiyle anonim ortaklık arasındaki ilişkiyi salt sermaye borcunu ödeme ve karşılığında kâr payı elde etme dinamiğine indirgeyen bir sonuca götürecektir ki, bu durum ne dogmatik yapı ile ne de anonim ortaklık uygulaması ile uyumlu olacaktır.

TTK m. 480 hükmünün gerekçe metninde, tek borç ilkesiyle ulaşılması hedeflenen temel amacın, pay sahipleri sözleşmesi ile meydana gelen *yan düzenin* engellenmesi olduğu ifade edilmektedir.¹¹⁷⁴ Bu yaklaşımda temel alınan varsayımın, analitik bir yaklaşımla, pay sahipleri sözleşmesinde yer alan yükümlülük ve borçların tümü değilse de çoğunun esas sermayeyi ödeme borcu ile özdeş kabul edildiği ve anonim ortaklıkta pay sahiplerine yüklenebilecek tek borcun sermaye borcu olduğundan hareketle pay sahipleri sözleşmesi ile yaratılan yan düzenin engellenmesi olduğu söylenebilir. Gerekçe metninde yer alan ifadelerle bakıldığında, kanun koyucunun, pay sahibinin asli borcunu sermayeyi ödemekle sınırlandırmaktan bir adım daha ileri giderek, pay sahipleri sözleşmesi ile kurulan yan düzeni *güçlüye hukukunu getirmek, hakimiyet kurmak* için kullanılan adeta bir suistimal aracı olarak değerlendirdiği görülmektedir. Ne var ki, anonim ortaklık düzeninde pay sahiplerini *güçlü* ve *güçsüz* olarak, ifade ettikleri anlam bakımından muğlak gruplara ayırmak ve bunlar arasındaki *adaleti* veya *hakkaniyeti* sağlama iddiasıyla esas sözleşme özgürlüğünü daha da kısıtlamak tek borç ilkesini, ilkenin kaynaklarından biri olan sınırlı sorumluluk ilkesinden iyiden iyiye uzaklaştırmaktadır. Anonim ortaklık hukukunda dogmatik olarak *güçlü* veya *güçsüz/mazlum* pay sahibi kavramı mevcut değildir; bu kavramlara yaklaşan azınlık pay sahibi kavramı mevcuttur ve kanunda azlığı korumak üzere çeşitli hükümler ihdas edilmiştir. Bu hükümlerin yeterli olup olmadığı veya genişletilmesine ilişkin gerekler pek tabii tartışılabilir; fakat kanaatimizce tek borç ilkesinin düzenlendiği madde hükmünün gerekçesinde,

¹¹⁷³ Örn. genel kurula katılarak, genel kurulda tartışılan konulara ilişkin belgelerin incelenmesi, gerektiğinde bunlara ilişkin görüş bildirmek ve oylamalarda yer almak, pay sahibi açısından dar anlamıyla bir borç teşkil etmese bile, şirketin işleyişi ve iyi yönetim (*good governance*) bakımından önemli hususlardır. Kuşkusuz pay sahibi ile anonim ortaklığın ilişkisinde benzer birçok başka husus da bu külfetlere örnek gösterilebilir.

¹¹⁷⁴ TTK Gerekçe m. 480, f. 1: “(...) *Tasarı ile ona dayalı esas sözleşme düzenini egemen kılmayı, borçlar hukuku sözleşmeleriyle oluşturulabilecek yan düzenin esas sözleşme düzenini ortadan kaldırmasına sınırsız bir şekilde izin vermemeyi amaçlamaktadır. "Paysahipleri sözleşmesi" veya "ortaklar sözleşmesi" diye Türkçeye çevrilen, (...), çoğu kez ona ve kanuna hükmeden veya ikisini de birden bertaraf eden bir "yan düzen" yaratmıştır (...). Bu yan düzen güçlüye, hukukunu getirmek, hakimiyet kurmak, istediği an istediği fiyatla karşı tarafın paylarını almak veya paylarını satmak hakkını sağlamaktadır. (...). Bu hüküm, yan düzenin esas sözleşmeyle düzenlenmesine engel olduğu kadar emredici niteliği sebebiyle yan düzenin bazı hükümlerini sorgulanabilir konuma getirmektedir. (...)*”

nedensellik bağıını tam olarak açıklamayan ifadelerle pay sahipleri sözleşmelerine olumsuz özellikler atfedilmesi yerinde bir yaklaşım değildir. Pay sahipleri sözleşmesi yoluyla anonim ortaklığı biçimlendirmeyi tercih eden pay sahipleri, çoğunlukla birbirinden çok farklı ekonomik ve ticari gerekçelerle bir araya gelmekte ve aralarında güçlü/güçsüz ayırımına indirgenemeyecek düzeyde kompleks dinamikler bulunmaktadır. Bu bakımdan, pay sahipleri sözleşmesinde getirilen yükümlülükler aracılığıyla taraflardan birinin diğerini mutlak olarak istismar ettiği varsayımı hem anonim ortaklık uygulamasıyla hem de ticari hayatın kompleks yapısıyla uyumlu değildir.

Tek borç ilkesinin yorumlanmasında, ilkeyi düzenleyen hükmün lafzi yorumundan ziyade, ilkenin esasını teşkil eden, pay sahibinin asli mali yükümlülüğünün sermaye borcunu ödemek olduğunun temel alınması fakat ilkenin, pay sahibine anonim ortaklık işleyişi ile ilgili düzenleyici birtakım yükümlülükler getirilmesi durumunda, çok sınırlayıcı ve kısıtlayıcı bir minvalde yorumlanmasından kaçınılması daha doğru bir yaklaşım olacaktır. Bu yaklaşıma ilişkin değerlendirme, özellikle opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer haklar konusunda önemli etkiye sahiptir. Tek borç ilkesinin, pay sahibini etkileyen tüm borç ve yükümlülükleri kapsayacak ölçüde geniş bir kapsamda değerlendirilmesi durumunda, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların tümü bakımından, ilkeye aykırılık durumu söz konusu olabilecektir.¹¹⁷⁵ Fakat, söz konusu haklar hem hukuki mahiyetleri hem de anonim ortaklık ile pay sahipleri üzerindeki etkileri bakımından birbirinden oldukça farklı özellikleri haizdir. Dolayısıyla, söz konusu haklardan birisi, söz gelimi alım hakkı (*call option*) tek borç ilkesine aykırılık teşkil edebilirken, başka bir hak, örneğin öncelik hakları tek borç ilkesinin özü ile herhangi bir çelişki yaratmayabilecektir.¹¹⁷⁶ Kaldı ki, söz konusu hakların da pay sahipleri arasında hangi biçimde düzenlendikleri bu değerlendirme açısından son derece önemlidir. Herhangi bir hakkın ya da yükümlülüğün tek borç ilkesine uygunluğunun değerlendirilmesinde o hakkın ya da yükümlülüğün biçimsel olarak nasıl adlandırıldığından çok esas ve özü belirleyici olmalıdır. Sonuç olarak bu değerlendirme yapılırken toptancı ve şekilsel bir yaklaşımdan ziyade somut olgulara bağlı olarak ve münferit şartlar göz önünde bulundurularak bir analiz yapılması faydalı olacaktır. Nitekim durumun koşullarına

¹¹⁷⁵ Bu konuda, dn. 1151'de yer verilen aksi görüşün benimsenmesi durumunda böyle bir sorun ortaya çıkmayacaktır.

¹¹⁷⁶ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1972.

göre hakların birbirinden nitelik olarak oldukça farklı hukuki durum ve sonuçlar ortaya çıkarmaları mümkündür. Bu durum ise her bir hak türünün tek borç ilkesiyle uyumuna dair genelgeçer ve peşin bir değerlendirme yapılmasını zorlaştırmaktadır.

c. Eşit İşlem İlkesi

TTK sistematigi içinde pay sahiplerinin eşit şartlarda eşit işleme tabi tutulmasını ifade eden eşit işlem ilkesi 357. maddede açıkça düzenlenmiştir.¹¹⁷⁷ İlke kaynağını dürüstlük kuralından (TMK m. 2) almaktadır ve öğretide genel olarak kabul edilen yaklaşıma göre dürüstlük kuralı karşısında özel hüküm (*lex specialis*) teşkil etmemektedir.¹¹⁷⁸

Eşit işlem ilkesinin uygulanması bakımından temel kriter, pay sahiplerinin sermayeye katılım oranlarıdır. Başka bir ifadeyle, sermayenin ve payın anonim ortaklık hukukunun odak noktasını oluşturmasının bir sonucu olarak, sermayeye katılım miktarı eşit olan ve sahip oldukları paylar ekonomik değer bakımından özdeş olan pay sahipleri, kural olarak eşit işlem ilkesinden yararlanma hakkına sahiptir.¹¹⁷⁹ Bu durum eşit işlem ilkesinin izafi yönünü işaret eder ve ilkenin bu yönü nispi eşitlik olarak ifade edilir.¹¹⁸⁰ Dolayısıyla kural olarak eşit şartlar altında olan pay sahiplerine objektif bir sebep bulunan haller dışında eşit muamele edilmesi zorunluluğu *affectio societatis* de pekiştiren bir olgudur.¹¹⁸¹ Bununla birlikte eşit işlem ilkesinin uygulanmasında, bazı durumlarda sermayeye katılım oranı ya da başka bir görelî kriter değil, salt pay sahipliği sıfatı yeterli olur. Bu tür durumlarda eşit işlem ilkesinin mutlaklığından söz etmek mümkündür.¹¹⁸² İlkenin mutlak olarak uygulanması özellikle bilgi edinme ve katılma hakları (oy hakkı hariç olmak üzere) bakımından söz

¹¹⁷⁷ Her ne kadar eTK döneminde ilkeyi düzenleyen açık bir hüküm bulunmasa da dürüstlük kuralının bir uzantısı olarak hem öğretide hem de Yargıtay uygulamasında eşit işlem ilkesinin kabul gördüğünü ifade etmek mümkündür (bkz. NOMER N. Fusun, “**Anonim Ortaklıkta Eşit Davranma (Eşit İşlem) İlkesi**”, Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Armağan, İstanbul, 1998, s. 475; Yarg. 11. HD., T. 06.10.1997, E. 1997/5583, K. 1997/6609; Yarg. 11. HD., T. 20.03.2007, E. 2005/13567, K. 2007/4688).

¹¹⁷⁸ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 891; Nomer, “**Anonim Ortaklıkta Eşit Davranma (Eşit İşlem) İlkesi**”, s. 475; Şehirali Çelik (Kırca/ Manavgat), **Anonim Şirketler Hukuku**, C. 1, s. 123; Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 521; YILDIZ Şükrü, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi**, Ankara: Seçkin, 2004, s. 54; YAĞMUR Setenay, **Anonim Şirketlerde Eşit İşlem İlkesi**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, İstanbul, 2018, s. 50.

¹¹⁷⁹ Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 522.

¹¹⁸⁰ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 891; Nomer, “**Anonim Ortaklıkta Eşit Davranma (Eşit İşlem) İlkesi**”, s. 485.

¹¹⁸¹ Fahiman Tekil, “**Anonim Şirketlerde Eşit İşlem İlkesi**” *Argumentum*, Aralık 1991, S. 17, s. 258; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 148.

¹¹⁸² Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 522.

konusu olur. Örneğin genel kurula katılma ve görüşlerini açıklama hakkı, sorumluluk davası açma veya genel kurul kararlarına karşı iptal davası açma gibi haklar, vazgeçilmez hak nitelikleriyle de uyumlu biçimde, kural olarak tüm pay sahiplerinin kullanabileceği haklardır ve ortaklığın bu hakların kullanımı ve uygulanması bakımından pay sahipleri arasında herhangi bir ayırım gözetmesi mümkün değildir.

Eşit işlem ilkesi, ortaklık ile pay sahipleri arasındaki ilişkilerde geçerli bir kavramdır; dolayısıyla kural olarak pay sahiplerinin birbirleriyle olan ilişkilerinde eşit davranma yükümlülükleri bulunmamaktadır.¹¹⁸³ Bu bakımdan, özellikle opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar bakımından, bu haklar esas olarak pay sahipleri arasında düzenlenen haklar olduğu için ilk tahlilde eşit işlem ilkesinin uygulama alanı bulmayacağı düşünülebilir. Bununla birlikte söz konusu haklar doğrudan anonim ortaklık payının devrine ilişkin süreçlerle bağlantılı olduğundan, birçok durumda anonim ortaklık da bu sürecin etkin bir ögesi konumundadır. Bu etkinlik, pay devirlerinde, devir işleminin pay defterine kaydedilmesi veya kanuni ya da esas sözleşmesel bağlam söz konusu olduğunda yönetim kurulunun devre onay vermesi, kaçış klotunun kullanılması durumlarında görünür olabildiği gibi, söz konusu hakların esas sözleşmede yer alması ve bu bağlamda esas sözleşme hükümlerinin pay sahipleri ve üçüncü kişiler üzerinde muhtemel etkisi bakımından da önem arz etmektedir. Dolayısıyla, söz konusu hakların kullanımı bakımından da özellikle bu hakların bazı durumlarda korporatif nitelik taşıyabileceği varsayımı altında, eşit işlem ilkesine uyum şartı ile ilkedен ödün verildiği durumlarda, bu durumu objektif olarak gerekçelendirebilecek bir nedenin¹¹⁸⁴ varlığının göz önünde bulundurulması gerekecektir.

Eşit işlem ilkesine aykırılık durumunda uygulanacak yaptırımlara ilişkin olarak kanunda aykırılık türünü veya aykırılığa tabi olan işlem türünü gözeterek yapılan sistematik bir ayırım mevcut değildir. Şöyle ki, ilkeye aykırı olarak alınan yönetim kurulu kararlarının butlanla malul olduğu TTK m. 391 hükmünde açıkça belirlenmiş ise de benzer durumdaki diğer işlemlerin, örneğin genel kurul kararlarının akıbeti bakımından herhangi bir düzenleme mevcut değildir. Genel kurul kararları için

¹¹⁸³ Nomer, “Anonim Ortaklıkta Eşit Davranma (Eşit İşlem) İlkesi, s. 472; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 168; Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi I**, s. 603. Aksi görüş için bkz. Yıldız, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi**, s. 55.

¹¹⁸⁴ Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 523.

öğretide iptal edilebilirlik yaptırımının uygulanması gerektiği belirtilmektedir.¹¹⁸⁵ Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer hakların konusu olduğu sözleşmelere, anonim ortaklığın da taraf olduğu durumlarda, anonim ortaklık tarafından gerçekleştirilen bu işleme ilişkin olarak, eşit işlem ilkesi bakımından yapılacak değerlendirmede ise, sözleşmenin akdedilmesine temel teşkil eden işlemin bir organ kararı olması durumunda, yerine göre kararın butlanla malul ya da iptal edilebilir olarak nitelendirilmesi mümkündür. Fakat kural olarak organ kararlarına ilişkin geçersizlik yaptırımlarının temsil yetkisinin kullanıldığı durumlara uygulanması mümkün olmadığı için¹¹⁸⁶, bu tür durumları sözleşme özgürlüğünün sınırları çerçevesinde değerlendirmek yerinde olacaktır. Temel prensip olarak, kanunun emredici hükümlerine aykırı olan sözleşme hükümlerinin kesin hükümsüzlük yaptırımına tabi olduğunu ortaya koyan TBK m. 27 hükmü doğrultusunda, TTK'nın dogmatik düzeninde, anonim ortaklığın temel ilkelerinden birisi olması dolayısıyla emredici hükümlerden birisi olan eşit işlem ilkesini (TTK m. 357) ihlal eden sözleşme hükümleri de aynı geçerlilik denetimine tabi olacaktır.¹¹⁸⁷

d. Payın Devredilebilirliği İlkesi

Payın devredilebilirliği, pay kavramının anonim ortaklığın merkezinde yer alan unsurlardan biri olmasıyla yakından bağlantılı bir ilkedir. Ortaklığın anonim karakterinin bir sonucu olarak, pay sahipliği mevkiinin pay sahibinin kimliğinden veya kişisel özelliklerinden bağımsız olarak işlerlik kazanması gerekmektedir. Bir başka ifadeyle pay sahibi, ortaklığın perspektifinden sermaye sağlayan herhangi bir kaynak konumundadır ve söz konusu sermaye temin edildiği sürece ortaklık bakımından sermayeyi kimin temin ettiğinin herhangi bir önemi yoktur.¹¹⁸⁸ Bu anlayışın simetriğini oluşturan yaklaşım ise, ortaklığın sermaye alacağını tahsil etme kabiliyetine halel gelmeksizin pay sahibinin istediği zaman payını devrederek

¹¹⁸⁵ Nomer, “Anonim Ortaklıkta Eşit Davranma (Eşit İşlem) İlkesi, s. 483; Bilgili / Demirkapı, *Şirketler Hukuku*, s. 220; Yağmur, *Anonim Ortaklıkta Eşit İşlem İlkesi*, s. 230; Kendigelen, *İlk Tespitler*, s. 242. Bununla birlikte *Moroğlu*, eşit işlem ilkesine aykırı olan genel kurul kararlarına ilişkin ikili bir ayrıma gidilmesi gerektiğini belirtmekte ve ihlalin süreklilik gösterdiği durumlarda butlanın, tek seferlik ihlallerde ise iptal edilebilirlik yaptırımının uygulanması gerektiğini ifade etmektedir (bkz. *Moroğlu, Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararının Hükümsüzlüğü*, s. 37-38)

¹¹⁸⁶ Uçar, *Önalım ve Öncelik Hakları*, s. 158.

¹¹⁸⁷ Esin / Lokmanhekim (yayına hazırlayan), *Uygulamada Birleşme ve Devralmalar*, s. 68; Uçar, *Önalım ve Öncelik Hakları*, s. 159.

¹¹⁸⁸ JACQUEMOUD Philippe / AUBERSON Camille, “L’escape clause dans les ventes d’actions nominatives liées: Réflexions sur l’achat d’actions propres et la valeur réelle”, *Gesellschafts und Kapitalmarktrecht*, s. 348.

ortaklıktan ayrılma imkanını haiz olmasıdır¹¹⁸⁹. Nitekim anonim ortaklıkta hem sermaye azaltımı imkanının belirli koşullara bağlı olması hem de başka bir yolla sermayenin iadesinin mümkün olmamasından dolayı, pay sahiplerinin ortaklıktan ayrılmaları kural olarak mümkün değildir¹¹⁹⁰. Payın devredilebilirlik özelliği, pay sahiplerine uygun gördükleri bir zamanda ortaklıktan ayrılma ve ödedikleri sermaye tutarını likide etme imkânı verir. Bu bakımdan ilke, anonim ortaklığın sermaye sahiplerinin elindeki kaynakların ekonomik olarak verimli biçimde değerlendirilebilmesi amacı doğrultusunda yerine getirdiği ekonomik ve sosyal işlevin en önemli unsurlarından biridir¹¹⁹¹. Zira böylelikle pay sahibi, şirkete ortak olurken elinde olan tasarruf miktarını ekonomik olarak değerlendirme fırsatına sahip olmakta, payların değeri yükseldiğinde devrederek kârını realize edebilmekte, payların değeri düşme eğilimine girdiğinde ise zararını sınırlandırabilmektedir¹¹⁹².

Payın devredilebilirliği ilkesi, ilkenin anonim ortaklık düzeni içinde haiz olduğu öneme rağmen mutlak bir norm teşkil etmemektedir. Bu doğrultuda gerek ortaklığın gerekse pay sahiplerinin menfaatlerinin gözetilmesi amacıyla TTK’da ve birtakım başka özel kanunlarda ilkeye istisnalar¹¹⁹³ öngörülmüştür¹¹⁹⁴. TTK’da özellikle nama yazılı paylar bakımından getirilen bağlam kuralları uyarınca payın devrinin ortaklığın onayına tabi kılınabilmesi, ilkenin en önemli istisnasını oluşturmaktadır. Bedeli tam olarak ödenmemiş nama yazılı paylar için öngörülen kanuni bağlam (TTK m. 491) ile bedeli ödenmiş paylar için esas sözleşme hükümleri ile getirilebilen esas sözleşmesel bağlamın (TTK m. 492 vd.), payın devredilebilirliği üzerinde önemli bir etki alanı yaratması söz konusu olabilmektedir¹¹⁹⁵.

¹¹⁸⁹ Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 149. Bu çerçevede payın devredilebilirliği ilkesi ile tek borç ilkesi arasında yakın bir ilişki olduğu söylenebilir (bkz. Tokcan Ercan, **Anonim Şirketlerde Tek Borç İlkesi**, s. 29).

¹¹⁹⁰ Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 582; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 15; Jacquemoud / Auberson, **L’escape clause dans les ventes d’actions nominatives liées: Réflexions sur l’achat d’actions propres et la valeur réelle**, s. 348.

¹¹⁹¹ Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 34.

¹¹⁹² Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 149.

¹¹⁹³ Örn. SerPK, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu, 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun, Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu’na yetki veren ilgili mevzuat, 6112 sayılı Radyo ve Televizyonların Kuruluş ve Yayınları Hakkındaki Kanun vb.

¹¹⁹⁴ BOZKURT Tamer, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, Ankara: Yetkin, 2023, s. 6 vd.; TAŞDELEN Nihat, “**6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun Anonim Ortaklık Pay Devrine Getirdiği Sınırlamalar**”, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. 16, Özel S., 2014, s. 3352.

¹¹⁹⁵ Bağlam hükümleri ile opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden haklar arasındaki etkileşimin detaylı incelemesi için bkz. İkinci Bölüm, III/F.

3) Emredici Hükümler, Tek Borç, Eşit İşlem ve Payın Devredilebilirliği İlkeleri Çerçevesinde Opsiyon Hakları ve Pay Devrinde Özellik Arz Eden Hakların Esas Sözleşmede Düzenlenme Sorunu

Çalışmanın önceki bölümlerinde¹¹⁹⁶ değinildiği üzere opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakları oluşturan kavramların her biri hem düzenlenme biçimleri hem de meydana getirdikleri etki itibarıyla çeşitli farklılıklar içermektedir. Dolayısıyla söz konusu hakların tümünün yeknesak biçimde, anonim ortaklığın temel ilkelerinden olan emredici hükümler, tek borç, eşit işlem ve payın devredilebilirliği ilkeleri ışığında değerlendirilmeleri pratik olarak mümkün değildir. Bu bakımdan, spesifik olarak hakların türleri ve düzenlenme biçimlerini göz önünde bulundurarak, söz konusu ilkeler ışığında esas sözleşmede yer almalarının doğuracağı muhtemel etkiler üzerinde bir analiz yürütmek faydalı olacaktır. Bu minvalde aşağıdaki başlıklarda opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar, çalışmada benimsenen ayırım kriterlerine göre gruplanarak ayrı ayrı ele alınacak ve hakların esas sözleşmede düzenlenmesine ilişkin argümanlara ilişkin, emredici hükümler, tek borç ve payın devredilebilirliği ilkeleri çerçevesinde bir değerlendirme yapılacaktır. Eşit işlem ilkesi bakımından ise – diğer ilkelerden farklı olarak – hakların her biri için ayrı bir değerlendirme yapma gereği bulunmadığından, bölümün sonunda eşit işlem ilkesi için genel bir değerlendirmeye yer verilecektir.

a. Öncelik Hakları Bakımından Değerlendirme

Emredici hükümler ilkesi bağlamında, söz konusu haklar TTK'da açıkça düzenlenmiş olmadığı gibi bu hakların esas sözleşmede düzenlenebileceğini öngören başka bir kanun hükmü de mevcut değildir. Bununla birlikte TTK düzenlemeleri arasında söz konusu haklara esas sözleşmede yer verilmesini açıkça yasaklayan bir hüküm de mevcut değildir. Dolayısıyla sözleşme özgürlüğü ilkesine bir istisna oluşturan TTK m. 340 hükmünün, istisnaların geniş yorumlanmaması prensibine (*singularia non sunt extendenda*) uygun¹¹⁹⁷ olarak değerlendirilmesi gerekir¹¹⁹⁸. Bu minvalde kural olarak hem opsiyon haklarının hem de pay devrinde özellik arz eden

¹¹⁹⁶ Bkz. Birinci Bölüm, II/C/1.

¹¹⁹⁷ İlke hakkında ayrıntılı değerlendirme için bkz. YONGALIK Aynur, “İstisnalar Dar Yorumlanır Kuralı ve Değerlendirilmesi”, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 60, S. 1, 2011, s. 1-15.

¹¹⁹⁸ Bu konuda emredici hükümler ilkesinin dar veya geniş yorumlanması hakkındaki görüşler ve ilkenin, esas sözleşme özgürlüğü bakımından daha serbest bir yaklaşımla yorumlanması yönündeki kanaatimiz için bkz. İkinci Bölüm, III/D/2/a.

diğer hakların esas sözleşmede yer almasına, emredici kurallar ilkesinin, kural olarak engel teşkil etmediğini ifade etmek mümkündür. Bununla birlikte emredici hükümler ilkesinin diğer ilkelerle etkileşimi, hakların hem esas sözleşmede yer alıp alamayacağı hem de esas sözleşmede yer alsalar bile nasıl bir etki doğuracakları konusunda bir problematik yaratmaktadır.

Konuyu ilk olarak öncelik hakları bakımından ele almak gerekirse, salt emredici hükümler ilkesinin etkisiyle, öncelik haklarının esas sözleşmede düzenlenmesine engel teşkil eden bir durum bulunmadığını ifade etmek mümkündür. Kanunda söz konusu hakları doğrudan düzenleyen bir hüküm bulunmadığından, ilk bakışta herhangi bir hükümden sapılması durumu da söz konusu değildir. Bu bakımdan öncelik haklarının esas sözleşmede yer almasının tek borç veya payın devredilebilirliği ilkeleriyle ilişkisini göz önünde bulundurarak bir sonuca varmak isabetli olacaktır.

Hem üçüncü kişinin inisiyatifiyle tetiklenen öncelik haklarının (teklifi öncelikli reddetme hakkı – *right of first refusal*) hem de pay sahibinin inisiyatifiyle tetiklenen öncelik haklarının (ilk teklifi verme hakkı – *right of first offer*) temelinde, payların devredilmesine ilişkin olarak üçüncü kişi ile bir devir sözleşmesi kurulması söz konusu olduğunda, bu durumun öncelikle diğer pay sahiplerine bildirilerek, bu kişilerin payları öncelikli olarak devralabilmeleri için bir fırsat tanınması yükümlülüğü bulunmaktadır. Bu yönüyle söz konusu hak, pay sahibi üzerinde pay devir sürecine ilişkin olarak fazladan bir yükümlülük getirmektedir. Söz konusu yükümlülük ise öncelik hakları ile hem tek borç ilkesi hem de payın devredilebilirliği ilkesi arasındaki etkileşimin incelenmesi gereğini doğurmaktadır. Tek borç ilkesi yalın ifadesiyle pay sahibine, taahhüt edilen sermaye borcunu ödemenin haricinde ek bir yükümlülük getirilememesini ifade eder.¹¹⁹⁹ Bu yönüyle, tek borç ilkesi tamamen lafzi ve oldukça katı bir biçimde yorumlanırsa, öncelik hakkının doğurduğu yükümlülük, sermaye borcunu aşan bir mahiyette olarak değerlendirilebilir. Fakat kanaatimizce böyle bir yorum tek borç ilkesinin *ratio legis*'ini orantısız biçimde aşan nitelikte olacağı gibi anonim ortaklığın dinamikliği ve ekonomik koşullara uyum sağlayabilen yapısına da aykırı olacaktır.

Öncelik hakkının usuli unsurlarından olan diğer pay sahiplerine başvurma yükümlülüğünü, sermaye koyma borcu ile kıyaslamak ve özdeş bir borç olarak değerlendirmek kanaatimizce mümkün değildir. Zira sermaye koyma borcu, ekonomik

¹¹⁹⁹ Bkz. İkinci Bölüm, III/D/2/b.

bir kurum olan anonim ortaklığın yapıtaşlarından birisidir ve pay sahibinin ödeme kabiliyeti ile doğrudan bağlantılıdır. Dolayısıyla kural olarak her bir pay sahibinin ekonomik gücü vasıtasıyla taahhüt edebileceği pay bedeli birbirinden farklıdır. Tek borç ilkesinin temelinde de bu durum yatmaktadır: Her bir pay sahibi kendi ödeme gücü ile orantılı olarak belirli bir pay bedeli karşılığında sermaye taahhüt borcu altına girer ve tek borç ilkesi bu borcun kapsamının genişlemeyeceğine ilişkin bir güvence sağlar. Fakat öncelik hakkının işleyişinde bulunan diğer pay sahiplerine bildirimde bulunma yükümlülüğü, mahiyet olarak sermaye koyma borcundaki ödeme yükümlülüğünden oldukça farklıdır. Bu yükümlülüğü ekonomik gücünden bağımsız olarak tüm pay sahiplerinin aynı şekilde yerine getirmesi mümkündür. Dolayısıyla bir bakıma söz konusu yükümlülük pay devrinde uyulması gereken diğer usuli koşullardan (örn. pay senetlerinin ciro ve teslim edilmesi ile pay devrinin şirkete bildirilmesi) farklı bir karakterde değildir. Sonuç olarak, öncelik hakları ile getirilen yükümlülüklerin, tek borç ilkesi temelinde öncelik haklarının esas sözleşmede düzenlenmesine engel bir durum teşkil etmediği sonucuna ulaşmak gerekir.

Öncelik haklarına esas sözleşmede yer verilmesi imkanının değerlendirilmesinde, payın devredilebilirliği ilkesi bağlamında, TTK m. 493, f. 7 hükmü de belirleyici etkiye sahiptir.¹²⁰⁰ Söz konusu madde, payın devir şartlarının esas sözleşme hükümleriyle ağırlaştırılamayacağı kuralını getirmektedir. Buna göre, TTK m. 493'te düzenlenen bağlam hükümlerinin¹²⁰¹ haricinde öngörülen tüm sınırlamalar pay devir şartlarının ağırlaştırılması olarak kabul edilmektedir.¹²⁰² Fakat araştırılması gereken asıl husus, öncelik hakkı ile getirilen düzenlemelerin pay sahibi üzerinde payın devir şartlarını gerçekten ağırlaştıran bir etki yaratıp yaratmadığıdır. Kanaatimizce bu soruya verilecek yanıt olumsuzdur.¹²⁰³ Zira diğer pay sahiplerine

¹²⁰⁰ Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 139.

¹²⁰¹ Bağlam hükümleri ile opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden hakların etkileşimine ilişkin detaylı açıklamalar için bkz. İkinci Bölüm, III/F/4.

¹²⁰² Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku II**, K.N. 1159.

¹²⁰³ Aksi yönde bkz. Tekinalp, **Önalım**, s. 352; Karasu, **Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, s. 141; Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 142; NOMER ERTAN, Füsün N. “**Anonim Şirket Paylarının Devrinde Ön Alım Hakkı**”, Yürürlüğünün 9. Yılında ve Yargıtay Kararları Işığında Türk Ticaret Kanunu Sempozyumu - V - (Tebliğler - Tartışmalar) 1 Ekim 2021, İstanbul: On İki Levha, 2022, s. 41; Yusuf Murat Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, İstanbul: Vedat, 2014, s. 140 vd.; Tokcan Ercan, **Anonim Şirketlerde Tek Borç İlkesi**, s. 364. Belirtmek gerekir ki *Tekinalp*, söz konusu eserde belirtilen görüşünü TTK döneminde yazdığı çalışmasında değiştirmiş ve esas sözleşmede öngörülen öncelik haklarının ortaksal bir hak mahiyetinde olacağını belirtmiştir. Bu görüşünün gerekçesi olarak öncelik haklarının payın devrini objektif olarak sınırlayan bir mahiyeti haiz olmadığı ve gerekirse payın gerçek değeri ile öncelik hakkına sahip pay sahibi hesabına ortaklık tarafından satın alınmasına hiçbir engel olmadığını ifade etmiştir (bkz. TEKİNALP Ünal, **Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları**, İstanbul: Vedat, 2012 (“*Bağlam*”), s. 86; ayrıca bkz. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 857 vd.).

öncelik hakkı tanındığı durumlarda, pay sahibinin paylarını elinde çıkarabilme kabiliyetine halel gelmemektedir. Payın devredilebilirliği ilkesinin temelinde, pay sahibinin payı elinden istediği zaman çıkarabilme imkanına sahip olması gerektiği anlayışı bulunmaktadır. Öncelik haklarından herhangi biri ise, pay sahibinin elindeki payları ekonomik olarak istediği koşullarda elinden çıkartabilmesine engel teşkil etmemektedir. Nitekim hem üçüncü kişinin inisiyatifıyla tetiklenen öncelik hakları hem de pay sahibinin inisiyatifıyla tetiklenen öncelik hakları bakımından, payların satılmasının söz konusu olduğu potansiyel işlemin koşullarının diğer pay sahiplerine yalnızca bildirilmesi yükümlülüğü bulunmaktadır. Dolayısıyla öncelik hakkının kullanılması durumunda, pay sahibinin paylarını elden çıkaracağı işlemin ekonomik koşullarında olumsuz bir etki doğmamakta, yalnızca işlemin karşı tarafı bakımından bir değişiklik söz konusu olmaktadır. Kanaatimizce payın devredilebilirliği kapsamında önem arz eden husus payın ekonomik olarak karşılığının ödenmesi suretiyle pay sahibinin payı likide etme imkanına sahip olmasıdır. Pay devir işleminin karşı tarafının üçüncü kişi veya öncelik hakkı pay sahiplerinden biri olmasının bu duruma herhangi bir halel getirmemesi gerekir.

TTK'nın dogmatik düzeninin, esas sözleşmede öncelik haklarına yer verilebilmesine cevaz verdiğine ve bu durumun anonim ortaklığın temel ilkelerine doğrudan bir aykırılık teşkil etmediğine ilişkin bir başka gösterge ise bağlam hükümleri arasında yer alan TTK m. 493, f. 1 hükmüdür. Kaçış klozu (*escape clause*) olarak ifade edilen bu hüküm, esas sözleşme ile payların devrinin sınırlandırıldığı bir anonim ortaklıkta, bir pay devri durumunda ortaklığa devre konu payları, payların gerçek değerini ödemek yoluyla kendi, diğer pay sahipleri ya da üçüncü kişiler adına satın alma önerisinde bulunma hakkı tanıyan düzenlemedir. Böylelikle ortaklığa, genel olarak bağlam hükümlerinin uygulaması için gerekli olan önemli bir sebep öne sürmesine gerek kalmaksızın satış işlemi üzerinde bir etki doğurma hakkı tanımaktadır.¹²⁰⁴ Bu düzenleme, pay sahibinin herhangi bir ekonomik kayba uğramadığı sürece payları devrettiği kişinin kimliğinin TTK düzeninde kritik önemi haiz olmadığını göstermektedir. Kaldı ki, *Tekinalp*'in de ifade ettiği gibi, TTK'nın genel olarak bağlam hükümlerinde görünür olan *pay sahipleri çevresine verdiği önem*

¹²⁰⁴ Jacquemoud / Auberson, *L'escape clause dans les ventes d'actions nominatives liées: Réflexions sur l'achat d'actions propres et la valeur réelle*, s. 349; YÜKSEL Sinan, "Borsaya Kote Edilmemiş Bağlı Nama Yazılı Payların Devrinde Şirketin Alım Önerisinde Bulunarak Onay İstemini Reddetme Hakkı (Kaçış) Klozu", GSÜHFD, 2/2012 - Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Saygı Sempozyumu, s. 165.

göz önünde bulundurulduğunda, öncelik haklarına esas sözleşmede yer verilmesini kısıtlayacak biçimde yapılacak bir yorumlama, kanundaki düzenlemelerin ruhuyla bağdaşan bir yaklaşım olmayacaktır.¹²⁰⁵

Yukarıdaki değerlendirmeler ışığında öncelik haklarına anonim ortaklık esas sözleşmesinde yer verilmesine hem emredici hükümler ilkesi bakımından hem de tek borç veya payın devredilebilirliği ilkeleri bakımından kanuni bir engel bulunmadığını ifade etmek mümkündür. Bu minvalde, kanaatimizce esas sözleşmede yer verilen öncelik hakkı içeren düzenlemelerin de doğurdıkları hukuki etki bakımından kural olarak korporatif esas sözleşme hükmü niteliğini haiz olacaklarını da belirtmek gerekir. Zira, öncelik hakkının esas sözleşmede, korporatif esas sözleşme hükümlerinin taşıdığı nitelikler olan, hükmün etkilerinin doğrudan ortaklık bileşenleri üzerinde ortaya çıkması, ihlal durumunda şirketler hukuku yaptırımlarına başvurulabilmesi ve etki alanının ortaklık paydaşları ile birlikte üçüncü kişilere teşmil edilebilmesi kriterlerine uygun olarak düzenlenme imkânı mevcuttur.

b. Opsiyon Hakları Bakımından Değerlendirme

Çalışma kapsamında opsiyon hakları olarak nitelendirilen¹²⁰⁶ önalım, geri alım, alım ve satım haklarının esas sözleşmede düzenlenebilme imkanına ilişkin olarak, emredici hükümler ilkesi bakımından, hakların esas sözleşmede yer almasını açıkça engelleyen bir hükmün mevcut olmadığını öncelikle ifade etmek gerekir. Bu noktadan hareketle araştırılması gereken husus, hakların esas sözleşmede öngörülmesini etkileyecek başka herhangi bir hüküm nedeniyle, emredici hükümler ilkesinin dolaylı olarak ihlal edilip edilmeyeceğidir.

Opsiyon hakları, kural olarak payını devretmek isteyen pay sahibinin bu amacını gerçekleştirmesine engel bir durum teşkil etmezler. Zira hakların temelinde, muhtemel bir pay devri durumunda, pay sahibinin işlemi gerçekleştirmesine engel teşkil edecek bir mekanizma değil, payların herhangi bir zamanda (önalım hakkına özgü durumlar hariç olmak üzere¹²⁰⁷) kural olarak yenilik doğuran bir hakkın kullanılması yoluyla satın alınması veya devredilmesi söz konusudur.¹²⁰⁸ Dolayısıyla, opsiyon haklarının

¹²⁰⁵ . Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 860; aynı yönde bkz. **Meier-Schatz, C. J.**, Statutarische Vorkaufrechte unter neuem Aktienrecht, SZW 1992, s. 224 vd. (Aktaran: Karasu, **Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, s. 141).

¹²⁰⁶ Bkz. Birinci Bölüm, II/C/1.

¹²⁰⁷ Bkz. İkinci Bölüm, I/C/3/a.

¹²⁰⁸ Bkz. İkinci Bölüm, I/C/3/b.

payın devredilebilirlik kabiliyetini etkilemediğini ve bu yüzden opsiyon haklarına şirket esas sözleşmesinde yer vermenin kural olarak payın devredilebilirliği ilkesine aykırılık oluşturmayacağını ifade etmek mümkündür.

Opsiyon haklarına esas sözleşmede yer verilebilmesi konusunda asıl sorunsal, tek borç ilkesi ekseninde ortaya çıkmaktadır. Zira, opsiyon haklarının borçlusu olan pay sahibi, gerekli koşullar yerine geldiğinde paylarını opsiyon hakkı sahibi olan kişiye devretme borcu (satma hakkı söz konusu olduğu durumlarda hak sahibinden devralma borcu) altına girmektedir. Bu durumun, esas sözleşmede pay sahibine pay bedelini ödemek dışında ifa borcu yükletilemeyeceğini ifade eden tek borç ilkesi bakımından şekli bir aykırılık oluşturduğu kuşkusuzdur. Bununla birlikte söz konusu durumun tek borç ilkesinin esasına ilişkin olarak bir aykırılık teşkil edip etmediğinin de değerlendirilmesi gerekir. Bu değerlendirmede göz önünde bulundurulması gereken temel kriterlerden biri, TTK’da “borç yükletilemez” ifadesiyle somutlaşan, tek borç ilkesinin kapsamına giren borçların geniş anlamda yükümlülük kavramını kapsamasıdır.¹²⁰⁹ Bu minvalde gerek önalım ve geri alım gerekse alım veya satım haklarına ilişkin düzenlemelerde, hak yükümlüsü olan pay sahibi ya paylarını hak sahibine satıp devretme ya da hak sahibinin elindeki payları satın alıp devralma yükümlülüğü altına girmektedir. Hakların uygulaması kapsamında hak yükümlüsü tarafından üstlenilen borçların, nitelik olarak TTK m. 480’de ifade edilen borç kavramının kapsamına girdiğini ifade etmek mümkündür.¹²¹⁰ Hatta eTK’da dönemindeki “ödeme” sözcüğünün yalnızca para borçlarını kapsayan yükümlülükleri işaret ettiği yönündeki yaklaşım kabul edilseydi dahi, opsiyon haklarına tek borç ilkesi kapsamında esas sözleşmede korporatif etkiyi haiz biçimde yer verilmesinin mümkün olmayacağını belirtmek gerekir.¹²¹¹

Opsiyon haklarının korporatif etkiyi haiz esas sözleşme hükmü olarak düzenlenemeyeceklerine ilişkin yaklaşım, eTK döneminde olduğu gibi mevcut TTK sistematigi içinde de ekseriyetle kabul edilmektedir.¹²¹² Bununla birlikte *Tekinalp*,

¹²⁰⁹ eTK döneminde “ödeme” olarak kanunda yer alan ifade yerine TTK’da “borç” sözcüğü kullanılmış ve eTK döneminde öğreti ve Yargıtay uygulamasında da benimsendiği gibi, kavramın para borcu dışında kalan yükümlülükleri de kapsamı yaklaşımı kanun metnine de yansıtılmış durumdadır (Bkz. İkinci Bölüm, III/D/2/b).

¹²¹⁰ Tekinalp, *Yeni Hukuk*, s. 161.

¹²¹¹ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 249; Veziroğlu, *Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları*, s. 314.

¹²¹² Birçok farklı yazar yerine bkz. Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 249; Yüksel, *Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 144; Tekinalp, *Önalım*, s. 352; Ayoğlu,

genel olarak bu görüşe katıldığını ifade etse de bu hakların düzenlenme biçimleri, modaliteleri ve ortaklık unsurları arasındaki ilişkiyi göz önünde bulundurmadan, tek borç ilkesi bağlamında *per se* bir aykırılıktan bahsetmenin, ilkenin amacını aşan katılımda bir uygulama olacağını savunmaktadır.¹²¹³ *Yazara* göre, opsiyon hakları ile tek borç ilkesinin etkileşimi değerlendirilirken toptancı bir yaklaşımdan kaçınmak ve somut olayda hakların düzenlenme biçimleri ve meydana getirdikleri etki temelinde bir değerlendirme yapmak gerekir. Bu çerçevede değerlendirmenin, hakları içeren hükümlerin getirdikleri yükümlülüklerin, hukuken haklı görülebilecek bir sebebe dayanıp dayanmadıklarına göre yapılması daha uygun olacaktır.¹²¹⁴

Kanaatimizce söz konusu yaklaşım, opsiyon hakları ile tek borç ilkesi arasındaki etkileşimde, somut durumun gereklerini göz önünde bulundurulmasını önermesi bakımından dikkat çekicidir. Zira tek borç ilkesinin dogmatik anlamıyla sınırlı kalmaksızın, ilkenin *ratio legis*ine ilişkin yapılacak bir değerlendirme temelinde, hakların düzenlendiği hükümlerin ortaklık düzenine etkisi tespit edilmeye çalışılmaktadır. Fakat kavramsal ve akademik düzlemde bu denli detaylı bir değerlendirmenin yapılabilmesi mümkün olabilirse de bu yaklaşımın TTK düzeni altında, ortaklıklar hukuku uygulaması da göz önünde bulundurulduğunda, uygulanmasının oldukça zor olduğunu belirtmek gerekir. Nitekim TTK m. 480 hükmünde pay sahiplerine sermaye ödeme borcu dışında herhangi başka bir “borç” yüklenemeyeceği açıkça düzenlenmiştir. Ayrıca, emredici hükümler ilkesinin kodifiye edildiği TTK m. 340 hükmü de kanunda öngörülen düzenlemelerden ancak “açık izin” bulunması halinde sapılabileceğini düzenlemektedir. Açık izin kavramının daha liberal bir bakış açısıyla dar yorumlandığı ve kanunun lafzında buna ilişkin bir emare bulunmasa da ilgili esas sözleşme hükmünün özünü dikkate alan bir değerlendirme yapılması gerektiği yönündeki yaklaşım kabul edilse bile, opsiyon haklarının TTK m. 480 hükmü ile uyumlu olabilmesi güçtür. Nitekim, pay devrinin kısıtlanması ve bağlam rejimine ilişkin olarak TTK kadar katı kurallar taşımayan eTK döneminde

Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim, s. 213 vd.; Bahtiyar, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi**, s. 252.

¹²¹³ Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 162-163.

¹²¹⁴ Bu yaklaşım çerçevesinde, örneğin ortaklık paylarına ilişkin satım sözleşmesi kurulurken, alıcı tarafa ortaklığın devir tarihinden itibaren belirli bir süre içinde belirli bir finansal hedefe (örn. EBITDA rakamı veya kârlılık gibi) ulaşamaması durumunda payları satıcıya geri devretme hakkı tanınmışsa ve bu finansal hedefler ile payları geri devretmeye ilişkin şartlar da *dürüst resim ilkesi* çerçevesinde objektif ve sarıh kriterlere bağlanmışsa, payların iadesine ilişkin getirilen satma hakkına ilişkin esas sözleşme hükümlerinin, tek borç ilkesine aykırılık teşkil etmeyeceği ve bu çerçevede korporatif etkiyi haiz olabileceği sonucuna ulaşılabilecektir.

dahi, söz konusu hükümlerin bağlam sisteminin amacını aştıkları için tüm pay sahipleri üzerinde etki doğuracak gerçek esas sözleşme hükmü niteliği taşıyamayacakları genel olarak kabul gören yaklaşımdır.¹²¹⁵ Hal böyle iken, pay devrinin kısıtlanması ve devir şartlarının ağırlaştırılması konusunda çok daha katı kurallar getiren TTK rejiminde.¹²¹⁶ söz konusu hükümleri, yorum yoluyla tek borç ilkesinin kapsamı dışına çıkarıp bu tür hükümlere korporatif etki atfetmek kanunun dogmatik yapısı itibariyle mümkün görünmemektedir.

Sonuç olarak, opsiyon haklarının esas sözleşmede düzenlenebilme kabiliyetleri ve bu hakları içeren hükümlerin ortaklık düzenindeki etkisi bakımından yapılacak değerlendirmede, payın devredilebilirliği ilkesine herhangi bir aykırılığın ortaya çıkmadığını ifade etmek mümkündür. Fakat, bu hakların özü itibariyle hak yükümlüsü üzerinde doğurdukları, yenilik doğuran haktan kaynaklanan, payları devralma veya devretme yükümlülükleri, tek borç ilkesinin ifade ettiği pay sahibinin asli ve tek yükümlülüğünün sermaye ödeme borcu olmasına açık bir çelişki teşkil etmektedir. Zira özellikle satma hakkı söz konusu olduğunda, hak yükümlüsü olan pay sahibinin önemli miktarda bir bedel karşılığında ödeme yaparak hakka konu olan payları satın alma yükümlülüğü ortaya çıkabilmektedir. Bunun yanında alım, geri alım veya önalım hakkı yükümlüsü olan pay sahibi ise, her ne kadar hakkın kullanımı ile birlikte nakit bir bedeli ödeme yükümlülüğü altına girmese de hakkın düzenlenme biçimine bağlı olarak payların bedeline ilişkin hesaplama formülasyonunun etkisiyle paylarını piyasa değerinin çok daha altında bir bedel karşılığında devretme yükümlülüğü altına girebilecektir. Her iki durumda da pay sahibinin esaslı bir ekonomik külfet altına girmesi söz konusu olabilir. Daha önce belirttiğimiz gibi¹²¹⁷, tek borç ilkesinin temelinde, pay sahibinin ortaklığa dahil olurken üstlenmesi gereken ekonomik külfetin ve yükümlülüklerin öngörülebilir olması yatmaktadır. Böylece müstakbel yatırımcı konumundaki kişiler, pay sahibi olmadan önce yatırımlarına ilişkin riskleri ve fırsatları etkin biçimde değerlendirebilmektedir. Fakat opsiyon haklarını içeren hükümlerin esas sözleşmede korporatif etki taşıyacak biçimde düzenlenmesi durumunda, asli ekonomik külfetin sermaye ödeme borcunun çerçevesini aşması ve hatta bazı durumlarda (örneğin payların piyasa değerinin nominal değerinin çok üzerine çıkması durumunda) sermaye ödeme borcunun katbekat üzerine çıkması mümkündür. Korporatif esas

¹²¹⁵ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 249; Tekinalp, **Önalım**, s. 352.

¹²¹⁶ Bkz. İkinci Bölüm, III/F/1.

¹²¹⁷ Bkz. İkinci Bölüm, III/D/2/b.

sözleşme hükümleri, kural olarak ortaklığın kendisi ve tüm ortaklık paydaşları üzerinde objektif etkiye sahip birer norm niteliğinde olduğu için, esas sözleşmenin tadiline ilişkin kurallar çerçevesinde getirilen hükümler de tüm pay sahipleri üzerinde etki doğurma potansiyeline sahiptir. Opsiyon haklarının korporatif esas sözleşme hükmü niteliği taşıyacağı yönündeki yaklaşım kabul edilirse, payların yarısını temsil eden pay sahiplerinin katılımı ve katılanların çoğunluğunu temsil eden pay sahiplerinin olumlu oyu ile, opsiyon haklarından doğan yükümlülüklerin sermaye ödeme borcunun kapsamını aşacak biçimde esas sözleşmeye eklenmesi mümkün olacaktır. Bu durum ise, pay sahiplerinin üstlendikleri yükümlülüklerin öngörülebilirliği ilkesi ve gereksiniminin ihlal edilmesi anlamına gelecektir.

c. Birlikte Satma ve Birlikte Satışa Zorlama Hakları Bakımından Değerlendirme

Birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarının emredici hükümler ilkesi çerçevesinde değerlendirilmesinde, diğer benzer haklarda olduğu gibi, tek borç ve payın devredilebilirliği ilkeleri ışığında bir analiz yapmak gereklidir. Zira yine tıpkı diğer benzer haklarda olduğu gibi, birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarının potansiyel olarak ihlal edebileceği kanun hükümlerinin TTK m. 480, f.1 ve TTK m. 493, f.7 olduğunu ifade etmek mümkündür.

Payın devredilebilirliği ilkesi bağlamında, birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarının ilk bakışta payın devredilebilirliğine hanel getirmedeği söylenebilir. Çünkü, hakların işleyişinde sürecin tetiklendiği olgu, üçüncü bir kişinin hakka konu payları devralmaya ilişkin yapacağı *bona fide* nitelikler taşıyan bir tekliftir¹²¹⁸. Bu teklifin üzerine hak sahibi veya hak yükümlüsünün, ilişkideki karşı tarafa yapacağı bildirim üzerine, payların üçüncü kişiye devir işlemine katılım söz konusu olmaktadır. Bu özelliği itibarıyla ne birlikte satma hakkı ne de birlikte satışa zorlama hakkı, paylarını devretmek isteyen bir pay sahibini bu amacını gerçekleştirmekten alıkoyacaktır.

Fakat biçimsel olarak varılan bu sonucun aksine, meselenin özüne ilişkin bir değerlendirme yapılırsa, özellikle birlikte satma hakkının bu doğrultuda bir sonuç doğurması ihtimali mevcuttur. Şöyle ki, birlikte satma hakkında hak yükümlüsü olan pay sahibine ait paylar için üçüncü kişiden bir teklif gelmesi durumunda, hak sahibi

¹²¹⁸ Bkz. İkinci Bölüm, III/E/2.

olan pay sahibinin kendi paylarını da bu satım işlemine dahil etme hakkı ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, ilk planda payları devralmak için bir teklifte bulunan üçüncü kişi bakımından, pay devir işlemini gerçekleştirebilmek için, birlikte satma hakkı sahibinin paylarının bedelinin oluşturduğu esaslı ikincil bir maliyet ortaya çıkması mümkündür. Bu durumun payları devralmak isteyen üçüncü kişi için caydırıcı bir etki yaratması ihtimali azımsanmayacak düzeydedir. Bu minvalde, birlikte satma hakkının dolaylı da olsa, hak yükümlüsü pay sahibinin paylarını devredebilme kabiliyeti üzerinde olumsuz bir etki yaratması ve sonuç olarak payın devredilebilirliği ilkesine hâlel getirmesi olası bir sonuçtur.

Birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarının esas sözleşmede yer alması ve ortaklık düzenine etkileri bakımından belirleyici olan bir diğer kriteri, hakların tek borç ilkesi perspektifinden incelenmesi teşkil eder. Hakların yer aldığı düzenlemelerin taraflar üzerine yükledikleri borçların mahiyetiyle söz konusu düzenlemelerin hukuki mahiyeti yakından ilişkilidir. Önceki bölümde belirtildiği üzere,¹²¹⁹ birlikte satma ve birlikte satışa zorlama hakkına ilişkin düzenlemeler *sui generis* nitelik taşımaktadır ve tarafların hakları düzenledikleri modalitelere bağlı olarak farklı hukuki mahiyetlere tabi olmaları mümkündür. Söz gelimi hakların teorik olarak yenilik doğuran hak, ön sözleşme ilişkisi içinde düzenlenen kendine özgü bir hak çeşidi, üçüncü kişi lehine düzenlenmiş şarta bağlı satım opsiyonu veya şarta bağlı bir üçüncü kişinin fiilini taahhüt sorumluluğu gibi farklı hukuki ilişkiler kapsamında değerlendirilmesi mümkündür. Bu bakımdan, konunun tek borç ilkesi çerçevesinde değerlendirilmesi amacıyla söz konusu modaliteleri ikili bir ayırım altında incelemek ve bu ayırımın alt kümelerine göre ayrı bir değerlendirme yapmak konuyu kavramsal olarak değerlendirmek için faydalı bir yaklaşım olacaktır.

Buna göre ayırımı oluşturan temel kırılımı, yenilik doğuran hak teşkil eden düzenlemeler ile yenilik doğuran hak teşkil etmeyip hak borçlusu üzerinde birtakım davranış yükümlülüğü getiren düzenlemeler biçiminde ortaya koymak mümkündür. Bu ayırmada temel kriteri, hakların kullanılmasıyla birlikte payların devrine ilişkin doğrudan ve herhangi başka bir ara işleme veya edime gerek kalmaksızın edim borcu doğuran düzenlemeler ile böyle mutlak bir edim borcu oluşturmayan ve adeta tarafları sözleşme müzakerelerine davet niteliği taşıyan düzenlemeler oluşturmaktadır. Bu kriterin temelinde yenilik doğuran hakların en tipik özelliği olan tek taraflı bir irade

¹²¹⁹ Bkz. İkinci Bölüm, I/C/4/c.

beyanıyla bir hukuki ilişkiyi kurma, değiştirme veya sonlandırma kabiliyeti bulunmaktadır. Bu ayrım çerçevesinde uygulanabilecek yöntemi kısaca şu şekilde ortaya koymak mümkündür: yenilik doğuran hak mahiyetindeki düzenlemeler opsiyon haklarında olduğu gibi hak yükümlüsü olan pay sahibi üzerinde payların devredilmesine ilişkin etkin bir borç ortaya çıkarmakta ve bu edim borcunun bir sonucu olarak pay sahibinin sermaye ödeme borcunu aşacak nitelikte ekonomik bir külfetin altına girmesi söz konusu olabilmektedir. Bu durumun özellikle birlikte satışa zorlama hakkı kapsamında, payların satış bedelinin piyasa bedelinin altında bir fiyatla belirlendiği durumlarda ortaya çıkması muhtemel bir durumdur. Bununla birlikte, satış bedeli objektif olarak düşük olmasa bile, hak yükümlüsü olan pay sahibinin ortaklıktan kendi rızası hilafına ayrılmaya zorlanması söz konusu olmaktadır. Bu durum ise, anonim ortaklıkta, istisnalar haricinde, ortaklıktan çıkarma mekanizmasının mevcut olmaması ve pay sahibinin paylarını elinden çıkartmaya zorlayacak bir edim yükümlülüğü altına sokulamaması anlayışıyla çelişki yaratacaktır.

Birlikte satma hakkı durumunda ise, taraflar arasındaki ilişkinin mahiyeti daha farklıdır. Bu alternatifte, hak sahibinin hak yükümlüsü ile üçüncü kişi arasındaki satış işlemine katılma konusunda bir seçim hakkı bulunmaktadır. Bu haliyle, ilişkinin özünde hak yükümlüsü üzerinde doğan ve tek borç ilkesine aykırılık teşkil edecek mutlak bir edim yükümlülüğünün bulunmadığı söylenebilir. Mevcut olan ilişki daha çok, hak yükümlüsünün üçüncü kişi ile kuracağı ilişkide göz önünde bulundurulması gereken birtakım yükümlülüklerle ilişkindir. Bu yükümlülüklerinse hak borçlusu üzerinde mutlak biçimde ekonomik olarak sermaye borcu ödemeyi aşan mahiyette bir borç oluşturduğunu söylemek her zaman mümkün değildir. Bu başlık altında daha önce belirtildiği gibi, birlikte satma hakkının anonim ortaklık düzeni üzerinde yarattığı etki, birlikte satma hakkının potansiyel alıcı bakımından ortaya çıkardığı ek usuli şartlar ve caydırıcılık nedeniyle, tek borç ilkesinden ziyade payın devredilebilirliği bağlamında ortaya çıkmaktadır.¹²²⁰

¹²²⁰ *Tekinalp* hukuku geliştirme kuramı çerçevesinde, alım ve satım opsiyonlarının tek borç ilkesine *per se* aykırı sayılmaması gerektiği görüşüyle benzer biçimde, birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarının da tek borç ilkesine aykırı sayılmayabileceğini ifade etmektedir (bkz. *Tekinalp, Yeni Hukuk*, s. 162-163). Kanaatimizce, birlikte satma hakkının tek borç ilkesiyle ilişkisi konusunda daha esnek bir tutum benimsemek mümkün olsa da birlikte satışa zorlama hakkının getirdiği payları elden çıkarma zorunluluğunu, tek borç ilkesiyle uyumlu olacak biçimde yorumlamak önemli zorluklar ortaya çıkartmaktadır. Bu zorlukların temelini ise, pay sahibini rızası hilafına ortaklıktan çıkarma mefhumunun kural olarak bulunmadığı anonim ortaklık düzenine, birlikte satışa zorlama hakkının yabancı olması ve hakkın pay sahibi üzerinde potansiyel olarak doğurabileceği ekonomik maliyet bulunmaktadır.

Sonuç olarak hem birlikte satma hakkı hem de birlikte satışa zorlama hakkının emredici hükümlere aykırı karakterler taşıdığından bahsetmek mümkündür. Bu aykırılık her iki hak için farklı nedenlerden kaynaklanmaktadır: birlikte satışa zorlama hakkı, mahiyeti itibariyle pay sahibini paylarını rızası hilafına elden çıkartmaya zorlayabileceği için tek borç ilkesine esas itibariyle aykırılık yaratmaktadır. Birlikte satma hakkı ise, ortaya çıkardığı yükümlülükler itibariyle kural olarak sermaye ödeme borcunu aşan nitelikte bir borç yaratmasa da hak yükümlüsü bakımından payların devredilebilirliği ilkesine halel getirmektedir. Bu nitelikleri göz önünde bulundurulduğunda hem birlikte satma hakkının hem de birlikte satışa zorlama hakkının emredici hükümler ilkesine aykırı olduğunu; dolayısıyla hakların esas sözleşmede yer alması durumunda korporatif etkiyi haiz olamayacaklarını ifade etmek gerekir.

d. Eşit İşlem İlkesi Bakımından Değerlendirme

Eşit işlem ilkesinin, temel olarak ortaklığa getirdikleri katkı ekonomik olarak eşit veya özdeş olan pay sahipleri bakımından uygulama alanı bulduğunu, bu minvalde ilkenin izafi bir yönü olduğundan daha önce bahsedilmişti¹²²¹. Dolayısıyla, opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden hakların eşit işlem ilkesi çerçevesinde değerlendirilmesinde, hakların düzenlenme biçimi ve pay sahipleri arasında nasıl uygulandığı belirleyici önemi haizdir.

Esas itibariyle haklara konu olan paylar ve/veya hak sahibi ile yükümlüsü pay sahiplerinin tespit edilebilmesi, hakların işleyişi için zorunlu bir koşuldur. Nitelik bakımından yapılan bu ayırım ise, uygulamada çoğunlukla farklı pay grupları tesis edilmesi biçiminde gerçekleştirilmektedir. Söz gelimi opsiyon hakları veya pay devrinde özellik arz eden diğer hakların tanındığı bir anonim ortaklıkta, bu hakların esas sözleşmeye yansıtılması durumunda, hak alacaklısı ve hak yükümlüsü pay sahiplerine ait paylar, farklı pay grupları yaratılması yoluyla ayrıştırılmakta ve haklar bu pay grupları çerçevesinde somutlaştırılarak pay sahiplerine özgülenmektedir. Bu durumun temelindeki neden, pratik ve fiili gerekliliklerden ileri gelmektedir. Şöyle ki, pay sahipleri ve paylar arasında mutlak bir özdeşlik bulunan ve bütün payların ortaya çıkardığı hak ve borçların tümüyle aynı olduğu bir anonim ortaklık yapısı içinde¹²²²,

¹²²¹ Bkz. İkinci Bölüm, III/D/2/c.

¹²²² Belirtmek gerekir ki söz konusu ortaklık yapısı genel olarak halka açık ortaklıklarda rastlanan bir durumdur; ortaklığın borsada işlem gören payları ekseriyetle birbiriyle özdeş ve herhangi bir imtiyaz

yalnızca opsiyon hakları veya pay devrinde özellik arz eden diğer hakların öngörülmesi oldukça nadir rastlanacak bir durumdur. Bu tür düzenlemelere ihtiyaç duyulan ortaklık yapılarında çoğunlukla, oy haklarında farklılıklar, kâr payı dağıtımına ilişkin özgün yapılar, veto hakları gibi çeşitli durumlar da ortaklık dinamiklerinin doğurduğu bir sonuç olarak ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla bu tür haklar farklı pay grupları yaratılması ve hakların bu gruplara bağlanması yoluyla anonim ortaklık düzenine dahil edilmektedir. Uygulamada opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar da bu düzenlemelerin bir parçası olarak ortaklar arası ilişkilerde yer verilen unsurları oluşturmaktadır. Bu durum, söz konusu hakların anonim ortaklıkta farklı pay grupları oluşturularak düzenlendiği olgusu göz önünde bulundurulduğunda, farklı pay grupları arasında bir nispiyet durumu oluşturmakta ve bu nedenle, ilkeye kural olarak herhangi bir aykırılık teşkil etmemektedir. Nitekim çeşitli hak ve yükümlülükler getiren farklı gruplara ait payların değerlemesinde grupların teşkil ettiği özellikler göz önünde bulundurulduğundan, farklı gruplara ait payların değerlemesinde dahi birbirinden farklı ekonomik kriterler kullanılmaktadır.¹²²³ Ayrıca, esas sözleşme hükmü vasıtasıyla getirilen farklı gruplar yoluyla paylar arasında ayırım objektif bir nitelik kazanmakta ve bu ayırım temelinde farklı pay türlerini elinde bulunduran pay sahiplerine farklı koşul ve hükümlerin uygulanması mümkün olmaktadır. Dolayısıyla opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden diğer hakların esas sözleşmede yer almasının kural olarak eşit işlem ilkesine aykırılık teşkil etmeyeceği sonucuna ulaşmak mümkündür. Fakat bu yaklaşım, söz konusu hakların eşit işlem ilkesi ile etkileşimi bakımından mutlak bir kural teşkil etmez. Özellikle hakların borçlusu veya alacaklısının ortaklığın kendisi olduğu veya haklarla kaçış klozu arasında bir bağlantının mevcut olduğu durumlarda, eğer pay grupları yaratılması yoluyla ortaklığın belirli pay sahiplerinin payları üzerinde yapacağı işlemlere meşru bir gerekçe sağlanamazsa, eşit işlem ilkesine aykırı durumların ortaya çıkmasından söz edilebilecektir.¹²²⁴

veya benzer bir farklılık içermezler. Zaten kural olarak bu payların devrine ilişkin esas sözleşmede kısıtlama ve sınırlandırmalara, istisnai durumlar hariç olmak üzere, SPK tarafından cevaz verilmez.

¹²²³ LEVY Haim, “Evaluation of Voting Power of Common Stock”, The Journal of Finance, C. 38, S. 1, Mart 1983, s. 80 vd.

¹²²⁴ Zira bu durumda haklara ilişkin düzenlemeler, ortaklar arasında, ortakların karşılıklı olarak taahhüt altına girdikleri düzenlemeler olmaktan çıkıp ortaklığın da dahil olduğu ve ortaklığın eylemlerinin pay sahipleri üzerinde etki doğurduğu işlemler haline gelmektedir. Bu durumda ise konunun eşit işlem ilkesi çerçevesinde de değerlendirilmesi gereği ortaya çıkmaktadır (bkz. Nomer, “Anonim Ortaklıkta Eşit Davranma (Eşit İşlem) İlkesi”, s. 472; bkz. Şehirali Çelik (Kırca/ Manavgat), *Anonim Şirketler Hukuku*, C. 1, s. 139; Uçar, *Önalım ve Öncelik Hakları*, s. 153).

Yukarıdaki değerlendirmenin bir uzantısı olarak, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların, bu haklara esas sözleşmede yer verilmesi durumunda, imtiyaz olarak değerlendirilebilmesi konusuna da değinmek gerekir. İmtiyaz kapsamında değerlendirilebilecek düzenlemeler bakımından öğretide kabul gören yaklaşım, doğrudan paya bağlı olmayan haklara ilişkin getirilen ayrık düzenlemelerin imtiyaz olarak nitelendirilemeyeceği yönündedir.¹²²⁵ Dolayısıyla bu yaklaşım doğrultusunda savunulan görüşlerden birine göre söz konusu hakları içeren hükümlerin işlevi, paya bir üstünlük bahşetmekten ziyade, payın devir şartları bakımından çeşitli külfetler getirmekten ibarettir; bu yüzden bu tarz düzenlemelerin imtiyaz olarak değerlendirilememesi gerekir.¹²²⁶ Kanaatimizce, TTK'daki imtiyaz rejimi bakımından bu hakların imtiyaz olarak nitelendirilmesi mümkün olmasa bile hakların ortaya çıkardığı etkiye ilişkin olarak daha kapsamlı bir analiz yapılması gerekir. Zira opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden diğer haklar, bazı durumlarda pay devir prosedürüne ilişkin ek külfetler getiriyor olsa da bunların hiçbir zaman payları elinde bulunduran hak sahibine üstünlük bahşetmediğini söylemek mümkün değildir. Söz gelimi teklifi öncelikli reddetme hakkı (*right of first refusal*) bulunan bir pay sahibi, bu hakla birlikte potansiyel olarak ortaklığın yönetim kontrolünü ve/veya payların tümünü iktisap edebilme potansiyelini de elinde bulundurmaktadır. Pay sahibinin elinde bulunan salt bu imkân dahi, pay sahibine ait payları, bu imkânı bahşetmeyen diğer paylardan daha değerli ve makbul hale getirebilmektedir. Bu durumun temel nedenini, hakkı haiz payların içerdiği kontrol primi kadar hakkın hak sahibine sağladığı pazarlık gücü de teşkil etmektedir.¹²²⁷ Bu minvalde, esas sözleşmede korporatif esas sözleşme hükmü olarak düzenlenebilme kabiliyetini haiz bir hükümle getirilen bir opsiyon hakkı veya pay devrinde özellik arz eden başka bir hakkın, kavramsal olarak imtiyazlı pay niteliğini taşıması mümkün olmasa bile, söz konusu payların diğerlerine oranla fiili olarak daha avantajlı özellikler taşıması ve bu paylara *de facto* olarak daha yüksek bir değer atfedilmesi mümkündür.

¹²²⁵ Bkz. KENDİGELEN Abuzer, **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, İstanbul: Beta, 1999, s. 32; Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1728.

¹²²⁶ TEOMAN Ömer, **Yaşayan Ticaret Hukuku: Hukuki Mütalaalar**, C. 1, Kitap 4, İstanbul: Kazancı, 1995, s. 11-12; KARAYALÇIN Yaşar, **Özel Hukukta Meseleler ve Görüşler**, s. 111, Kendigelen, **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, s. 33; Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, s. 1728.

¹²²⁷ VARAIYA Nikhil P., “**Determinants of Premiums in Acquisition Transactions**”, *Managerial and Decisions Economics*, C. 8, S. 3, Eylül 1987, s. 177 vd.

E) Hakların İleri Sürülebileceği Çevre ve Üçüncü Kişilere Karşı İleri Sürülebilmeleri Sorunu

Opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden haklar nitelik olarak nispi hak teşkil ederler ve nispiilik özelliğinin doğrudan bir sonucu olarak yalnızca hukuki ilişkinin tarafları üzerinde etki doğururlar. Bu bakımdan, temelde sinallagmatik bir sözleşme ilişkisinin unsuru olarak ortaya çıkan söz konusu hakların, bu ilişkiye yabancı olan üçüncü kişiler üzerinde herhangi bir etki doğurmaması beklenir. Bununla birlikte, özellikle birleşme ve devralmalar pratiğinde, pay sahipleri arasındaki borçlar hukukuna tabi sözleşme ilişkileri çerçevesinde düzenlenen hakların, ortaklık ve ortaklığın paydaşları üzerinde objektif nitelikte norm teşkil eden iltihaki bir sözleşme olarak tanımlanabilecek¹²²⁸ esas sözleşmeye aktarılması oldukça yaygın bir uygulamadır. Hakların esas sözleşmeye aktarılması, haklara ilişkin düzenlemeler içeren hükümlerin korporatif ya da şekli hüküm olma nitelikleriyle yakından ilgili olduğu kadar, ticaret sicil kayıtlarının üçüncü kişiler üzerindeki etkisi ile de bağlantılıdır. Söz konusu hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesi kabiliyetini arttırmak amacıyla başvuru yöntemlerinden bir diğeri ise, haklara ilişkin kayıtların, hakka konu olan payları temsil eden pay senetleri üzerine işlenerek, payları iktisap eden üçüncü kişilerin durumdan haberdar olmasını sağlamak ve iyiniyet ilkesi bağlamında tasarruf işleminin geçerlilik denetimi altında sokulmasına neden olmaktadır. Bu başlık altında, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların üçüncü kişilere dermeyeran edilme meselesi kapsamında başvuru yöntemleri ve bunların ortaklık düzeni ve özellikle üçüncü kişiler nezdinde yarattığı etki incelenecektir.

1) Ticaret Sicilinin Aleniliği ve Etkisi Bağlamında Hakların Esas Sözleşmede Öngörülmesi

Ticaret sicil kayıtlarının aleniyeti esastır ve herkes ticaret sicilinde bulunan kayıtları inceleme ve bu kayıtlar hakkında bilgi sahibi olma hakkını haizdir¹²²⁹. Ticaret sicilinin bu özelliğinin işaret ettiği nitelik çerçevesinde, opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden diğer haklara, ticaret sicil kayıtlarında yer alan ve TTSG’de ilan edilen bir belge olan esas sözleşmede yer verilmesi yoluyla hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilir hale gelmesi yönünde bir çabadan bahsetmek

¹²²⁸ Bkz. İkinci Bölüm, I/B/2.

¹²²⁹ NOMER ERTAN Füsün (/ÜLGEN Hüseyin / HELVACI Mehmet / KENDİGELEN Abuzer / KAYA Arslan), **Ticari İşletme Hukuku**, 5. (Tıpkı) Bası, İstanbul: On İki Levha, 2015, s. 358.

mümkündür.¹²³⁰ Bu çabanın altında yatan temel saiklerden birisi, haklar ihlal edilerek yapılan pay devirlerinde, bu işlemin iptal edilerek üçüncü kişiden payın mülkiyetinin iadesini talep edebilme imkanına kavuşmaktır.

Sicilin olumlu etkisi olarak nitelendirilen kural uyarınca, kanunda sicile kaydedilmesi öngörülen bir hususun, sicilde kayıt ve ilan edilmesinden sonra üçüncü kişilerin bu hususu bildikleri farz edilmektedir.¹²³¹ Fakat, sicilin olumlu etkisi bakımından TTK m. 354 hükmü, sicilin olumlu etkisinden yararlanabilecek esas sözleşme hükümlerini sınırlı sayı ilkesine tabi olarak belirlemekte ve bu özelliği nedeniyle opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer hakların sicilin olumlu etkisinden yararlanmasına engel teşkil etmektedir. Buna göre, her ne kadar anonim ortaklık esas sözleşmesinin tamamının ticaret siciline kaydedilmesi ve TTSG’de ilan edilmesi öngörülmüş olsa da sicilin olumlu etkisini işaret eden TTK m. 36 hükmü çerçevesinde yalnızca sınırlı sayıda unsur (örn. şirketin unvanı, sermayesi, temsil biçimi vb.) bu kapsama dahil edilmiştir. Söz konusu haklar ise bu unsurlar arasında yer almamaktadır. Bu bakımdan temel olarak esas sözleşme hükümleri arasında opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların yer alması durumu, üçüncü kişilerin iyiniyetine ve dolayısıyla hakların hilafına yapılan işlemlerin geçerliliğine etki etmeyecektir. Ayrıca, hukuki sebebi bulunmayan veya geçersiz bir kayda dayanarak hak iktisap eden iyiniyetli kişinin bu iktisabının korunmasını ifade eden sicile güven ilkesi, tapu kayıtları için geçerli olsa da aynı durum ticaret sicili için söylenemez.¹²³² Dolayısıyla söz konusu hakların esas sözleşmede yer alması ve böylelikle ticaret siciline kaydedilmeleri, haklara aynı etki kazandırmayacaktır.¹²³³

Hakların esas sözleşmede yer alması dolayısıyla ticaret sicilinin olumlu etkisinden yararlanma bahsinde, korporatif etkiyi haiz olan esas sözleşme hükümleri ile üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilme arasındaki ilişkiye de değinmek elzemdir. Gerekli koşulların sağlandığı durumlarda, söz konusu haklardan bazılarını içeren esas sözleşme hükümlerinin korporatif etkiyi haiz olabileceği konusuna daha önce değinmiştik.¹²³⁴ Peki hakların maddi esas sözleşme hükmü niteliğini haiz biçimde

¹²³⁰ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 250.

¹²³¹ KARAEGE Özge, “**Ticaret Sicili Kayıtlarının Üçüncü Kişiler Bakımından Etkisi**”, Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi, C.10, S.2, s. 464.

¹²³² ARKAN Sabih, **Ticari İşletme Hukuku**, 21. Bası, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2015, s. 258.

¹²³³ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 253; Teoman, **Payları Öncelikle Alım Hakkı**, s. 149.

¹²³⁴ Bkz. İkinci Bölüm, III/D/3.

korporatif etkiye sahip hükümlerle düzenlendiği durumlarda, hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesi konusunda varılan sonuçta bir değişiklik olacak mıdır? Kanaatimizce bu soruya verilecek yanıt olumsuzdur. Opsiyon hakları ve benzeri düzenlemelere korporatif etki tanınabileceği TTK hükümleri altında açıkça ifade edilen limited ortaklıklarda dahi söz konusu haklar, ancak TTK m. 587, f.1, (j) hükmünde yapılan açık düzenleme sayesinde üçüncü kişilere karşı da etki doğurabilmektedir. Ancak anonim ortaklıklar bakımından aynı yönde düzenleme mevcut değildir.¹²³⁵ Anonim ortaklıklar hukukunda bir esas sözleşme hükmünün korporatif etki taşıması, o hükmün mutlaka sicilin olumlu etkisinden de yararlanabilmesi imkânı sağlamaz. Sicilin olumlu etkisinden yararlanabilen hükümler TTK m. 354'te sayılan hususlarla sınırlıdır. Aynı şekilde anonim ortaklıkta da her ne kadar bu tür esas sözleşme hükümlerini ortaklığa özgü ilişkileri düzenleyen, ortaklığın kendisi de dahil olmak üzere tüm paydaşlar (*stakeholders*) üzerinde bağlayıcı olan hükümler olarak tanımlamak mümkün.¹²³⁶ olsa da hükmün korporatif etki taşıması ona aynı etki kazandırmayacağı için bu hakların hilafına pay devralan üçüncü kişi bakımından durum değişmeyecektir. Söz konusu hüküm, kural olarak ne payları devreden kişinin ne de devralan kişinin tasarruf yetkisini sınırlandıran bir durum teşkil edecektir.¹²³⁷ Dolayısıyla, pay devir işleminin geçersiz olmasını veya devredilen payların mülkiyetinin hak sahibine iade edilmesini gerektiren bir husustan söz edilemez. Bu durumun tek istisnası, söz konusu hakların bağlam kurallarına entegre edilmesi yoluyla anonim ortaklık pay devir prosedürünün, objektif bir norm biçiminde değiştirilmesi durumunda ortaya çıkabilir. Bu alternatifte, haklar nispi bir ilişkinin sınırlarını aşıp payların devrine ilişkin uyulması gereken usuli bir kural halini alacaklardır. Dolayısıyla kavramsal olarak işlemin sıhhati nispi bir hakkın devreden kişinin tasarruf yetkisine teşmil etmesine değil, TTK m. 494 uyarınca esas sözleşmede öngörülen pay devir mekanizmasına uygun hareket etmemekten dolayı hükümsüz sayılabilecektir. Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların bağlam kurallarıyla etkileşimi aşağıda detaylı olarak ele alındığı için.¹²³⁸, bu başlık altında şimdilik bu açıklamalarla yetiniyoruz.

¹²³⁵ Cankat, **Limited Ortaklıklarda Opsiyon Hakları**, s. 44.

¹²³⁶ Moroğlu, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği**, s. 519; Bahtiyar, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi**, s. 235 vd.; Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 56 vd.; Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 32 vd.; Karasu, **Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, s. 32.

¹²³⁷ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 253.

¹²³⁸ Bkz. İkinci Bölüm, III/F.

2) Haklara İlişkin Pay Senetleri Üzerinde Yer Verilen Kayıtların Etkisi

Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların üçüncü kişilere karşı öne sürülebilmesi konusunda öğretide ve uygulamada değerlendirilen bir başka yöntem ise, haklara konu olan payları temsil eden pay senetleri üzerine, söz konusu hakların mevcudiyetini işaret eden kayıtlar konulmasıdır.¹²³⁹ Pay senetleri, anonim ortaklıkta pay devir sürecinde direkt olarak yer alan ve devralanın hakimiyet alanına doğrudan temas eden bir unsurdur. Bu bakımdan, haklara ilişkin kayıtların pay senetleri üzerinde yer almasının, devralan kişinin bu hakların varlığından haberdar olabilmesine ilişkin bir karine oluşturacağından söz etmek mümkündür. Peki bu karine, pay senedi üzerindeki kaydı görüp, paya ilişkin haktan haberdar olan üçüncü kişinin, bu hakkın hilafına yaptığı pay iktisabının hükümsüz olmasına neden olabilir mi?

Kanaatimizce bu soruya verilecek yanıt, birkaç nedenden dolayı, olumsuz olmalıdır. İlk olarak, pay senetleri üzerinde haklara ilişkin kayıtlara yer verilmesindeki temel amaç, üçüncü kişinin hakkın varlığına ilişkin bilgi sahibi olması ve dolayısıyla işlemdeki iyiniyetin ortadan kaldırılmasıdır.¹²⁴⁰

İyiniyet kavramının hukuki ve felsefi kökenlerine ilişkin ayrıntılı açıklamalar getirmeye çalışmak, kuşkusuz bu çalışmanın amacını ve kapsamını aşacak bir çaba olacaktır. Fakat, çalışma konusu hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesi bahsiyle bağlantılı olarak, iyiniyet kavramının esasına ilişkin temel birtakım açıklamaların ortaya konulmasının, üçüncü kişilerin bu haklardan haberdar olmalarının iyiniyet ilkeleri çerçevesinde etkisini değerlendirmek için faydalı olacağı kanaatindeyiz. İsviçre hukukuna ilişkin Fransızca metinlerde *bonne foi*, Türk hukukunda hem dürüstlük kuralı.¹²⁴¹ olarak nitelendirilen ve TMK m. 2’de kodifiye edilmiş olan ilkenin, hem de iyiniyet kuralı.¹²⁴² olarak nitelendirilen ve TMK m. 3’te kodifiye edilmiş olan ilkenin karşılığı olarak kullanılan kavramdır. Bu çerçevede

¹²³⁹ Tekinalp, **Önalım**, s. 356; BAHTİYAR Mehmet, “Anonim Ortaklıkta Payların Üçüncü Kişilere Satılması Durumunda Diğer Ortaklara Önalım Hakkı Tanıyan Ana Sözleşme Hükümleri ve Etkileri” (“*Önalım*”), Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi C. 21, S. 2, 2001, s. 115; Demirkol, **Paysahipleri Sözleşmesi ile Getirilen Pay Devir Kısıtlamaları**, s. 864.

¹²⁴⁰ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 254; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 311.

¹²⁴¹ Le Code Civil Suisse art. 2: Chacun est tenu d’exercer ses droits et d’exécuter ses obligations selon les règles de la bonne foi. L’abus manifeste d’un droit n’est pas protégé par la loi.

¹²⁴² Le Code Civil Suisse art. 3: La bonne foi est présumée, lorsque la loi en fait dépendre la naissance ou les effets d’un droit. Nul ne peut invoquer sa bonne foi, si elle est incompatible avec l’attention que les circonstances permettaient d’exiger de lui.

dürüstlük kuralı, hakların kullanılması ve borçların ifasında dürüst davranma yükümlülüğü getirirken, iyiniyet ise bir hakkın kazanılmasında veya bir hukuki etkinin ortaya çıkmasında, durumun gerektirdiği özenin gösterilmesine rağmen, buna ilişkin bir engelden haberdar olmamak şeklinde ifade edilebilir.¹²⁴³

Dürüstlük kuralının ifade ettiği temel anlam, dürüstlük kuralının açıkça hilafına olacak şekilde kullanılan bir hakkın sonuçlarının hukuki korumadan mahrum kalacağıdır.¹²⁴⁴ İyiniyet kavramının temelinde ise, kişinin bir hakkın iktisabına ilişkin engeli bilmesine veya *makul* olarak bilebilecek durumda olmasına rağmen yine de bu farkındalığına karşın gerçekleştirdiği işlemin iyiniyet esaslarına uygun sayılamayacağı anlayışı bulunmaktadır.¹²⁴⁵ İyiniyet kavramında bir bakıma, dürüstlük kuralındaki *açıkça ihlal* koşulunun bir *makullük* kriteri ile ikmal edildiği söylenebilir. Zira, iyiniyet kuralında aranan, durumun gereklerine göre beklenen özeni gösterme unsuru, dürüstlük ve iyiniyet edimlerini mutlak bir çerçeveden çıkartıp makullük testi çerçevesine dahil etmektedir.¹²⁴⁶

Bu çerçevede, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar bağlamında iyiniyet ve dürüstlük kavramının esas olarak iki durumda görünür olmaktadır: Bunlardan birincisi teklifi öncelikli reddetme hakkı (*right of first refusal*)¹²⁴⁷ ile birlikte satma hakkı (*tag-along right*) ve birlikte satışa zorlama hakkı (*drag-along right*)¹²⁴⁸ çerçevesinde iyi niyet ilkelerine uygun biçimde (*bona fide offer*) yapılması gereken teklife ilişkin olarak ortaya çıkar. İkinci durum ise, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların genelinin üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesi bağlamında, özellikle esas sözleşmenin haklara atıf yapması ile pay senetleri üzerinde haklara ilişkin kayıtlara yer verilmesinde ortaya çıkan iyiniyetin bertaraf olup olmayacağı meselesidir. Bu kapsamda öncelikle reddetme, birlikte satma ve birlikte satışa zorlama hakkı çerçevesinde söz konusu olan üçüncü kişiden gelen teklifin, somut, ciddi ve kesin şartlarla mevcut olması koşulunu ifade eden *bona fide offer*¹²⁴⁹ kavramının, TMK m. 2 çerçevesinde dürüstlük kuralına işaret ettiğini

¹²⁴³ Oğuzman / Barlas, **Medeni Hukuk, Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar**, s. 232.

¹²⁴⁴ SANDOZ Suzette, “La bonne foi, pilier de notre droit privé”, Zeitschrift für juristische Weiterbildung und Praxis, Bern: Stämpfli, 2008, s. 47

¹²⁴⁵ Oğuzman / Barlas, **Medeni Hukuk, Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar**, s. 232 vd.; AKYOL Şener, **Dürüstlük Kuralı ve Hakkın Kötüye Kullanılması Yasağı**, İstanbul: Filiz, 1995, s. 10.

¹²⁴⁶ Sandoz, **La bonne foi, pilier de notre droit privé**, s. 48.

¹²⁴⁷ Bkz. İkinci Bölüm, I/C/2/b.

¹²⁴⁸ Bkz. İkinci Bölüm, I/C/4/b.

¹²⁴⁹ Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 132, dn. 359.

belirtmek mümkündür. Zira burada esas olarak, namuslu, doğru, dürüst davranma yükümlülüğü, hakkın kullanım koşullarının temelini teşkil etmektedir.¹²⁵⁰ Hakka mündemiç olan *bona fide* teklif kavramı, hakkın kullanılma prosedüründeki temel unsurlardan biri olan üçüncü kişinin teklifinin, salt hakkın kullanımını tetikleyebilmek için manipüle edici bir mahiyette, tabiri caizse kurmaca bir nitelik taşımaması gerektiğini ifade etmektedir. Hakkın bu şekilde açıkça kötüye kullanılması, kuşkusuz hukuk düzeni tarafından korunmayacaktır.¹²⁵¹

Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların, ilgili payları temsil eden pay senetlerinin üzerine şerh edilmesi durumu ise, daha çok TMK m. 3 kapsamındaki iyiniyet kuralıyla bağlantılıdır. Zira pay senetlerinin üzerinde haklara ilişkin kayıtlara yer verilmesi yoluyla üçüncü kişinin payları devralmadan önce bu durumdan haberdar edilmesi ve bu haklara uygun biçimde hareket etmeye yönlendirilmesi amaçlanmaktadır. Yöntemin işleyiş mantığı çerçevesinde, üçüncü kişinin bu beklentinin aksine hareket etmesi durumunda, hakların hilafına olacak biçimde pay iktisap eden üçüncü kişiye karşı hak sahibi tarafından bir talep hakkı doğması gerekmektedir. Fakat, her ne kadar üçüncü kişinin pay senetlerinin üzerindeki kayıtlardan dolayı TMK m. 3 bağlamında iyiniyetinin bertaraf olduğu ileri sürülebilirse de bu durum tek başına işlemin sıhhatini etkileyebilecek bir husus değildir. Zira, iyiniyetten yoksunluğun bir hakkın kazanılmasına engel oluşturması için, kanunda bu hakkın iktisabı ile iyiniyet durumu arasında açık bir bağlantı öngörülmesi koşulu elzemdir.¹²⁵² Kısaca, kanunun iyiniyet kuralına açık bir sonuç bağlamadığı durumlarda, işlemin sıhhati bakımından hukuk düzeninin herhangi bir müdahalesi söz konusu olmayacaktır. Buna ek olarak, hukuk düzeninin bir iktisap işlemine ilişkin iyiniyet ilkesi ile bağlantılı olarak koruyucu etki yaratabilmesi için elzem olan koşullardan birisi de işlem taraflarından birinin tasarruf yetkisinde noksanlık bulunmasıdır.¹²⁵³ Başka bir deyişle bir işlemin iyiniyet ilkesinden kaynaklanan bir nedenle üçüncü kişilerin müdahalesine açık hale gelmesi için – örneğin – devreden tarafın tasarruf yetkisini tam olarak haiz olmaması gerekir. Fakat söz konusu haklar bakımından böyle bir durumun varlığından söz etmek mümkün

¹²⁵⁰ Oğuzman / Barlas, **Medeni Hukuk, Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar**, s. 235.

¹²⁵¹ Sandoz, **La bonne foi, pilier de notre droit privé**, s. 47.

¹²⁵² Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 254.

¹²⁵³ Demirkol, **Paysahipleri Sözleşmesi ile Getirilen Pay Devir Kısıtlamaları**, s. 865; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 311; Oğuzman / Barlas, **Medeni Hukuk, Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar**, s. 233.

değildir. Payların konu olduğu haklar, payları devreden pay sahibinin mülkiyet hakkı ve bu haktan doğan tasarruf yetkisi üzerinde herhangi bir değişiklik yaratmamaktadır. Dolayısıyla, pay senetleri üzerindeki kayıtları görmesine rağmen yine de payları hakların hilafına iktisap eden üçüncü kişinin işlemdeki karşı tarafı malik sıfatıyla noksansız bir tasarruf yetkisini haiz olan pay sahibidir. Bu nedenle söz konusu kayıtlar öne sürülerek opsiyon hakkı ya da benzer haklara sahip olan kişi tarafından devralan üçüncü kişiye herhangi bir talep yöneltilebilmesi mümkün değildir ve üçüncü kişinin bu iktisabı korunur.

Pay senetlerinin kıymetli evrak niteliği bağlamında¹²⁵⁴, pay senetleri üzerinde yer alan kayıtların devralanın iyiniyeti üzerinde olumsuz etki doğurup doğurmayacağı ve dolayısıyla bu anlamda muhtemel bir kötüniyet iddiasının kıymetli evrak hükümleri bağlamında değerlendirilmesi de kanaatimizce gereklidir. Kural olarak emre yazılı senetlerde (dolayısıyla anonim ortaklık tarafından çıkartılan pay senetlerinde¹²⁵⁵) usulüne uygun bir ciro silsilesi ile senedi iktisap etmiş olan hamil, yalnızca senedi iktisap ederken kötüniyetle davranmışsa veya ağır kusuru varsa senedi iade etmekle yükümlüdür (TTK m. 686, f. 2). Peki pay senetleri üzerine konulan opsiyon hakları veya benzer haklarla ilgili kayıtlar, bu hakların hilafına payı iktisap eden kişi, yani hamil bakımından bir kötüniyet iddiasına temel teşkil edebilir mi? Bu sorunun yanıtlanması için kilit unsur kıymetli evrak hukukunda kötüniyetli iktisap kavramının mahiyetidir. Bu kavramın temelinde, bir senedin önceki hamilinin elinde iken senedin kaybolması, çalınması, irade sakatlığının söz konusu olması gibi devir iradesinin haleldar olduğu veya hiç bulunmadığı durumların mevcut olması ve senedi iktisap edenin de bu durumu bilmesi veya bilebilecek durumda olması yatar¹²⁵⁶. Fakat payların söz konusu haklara konu olması durumunda, ne pay sahibinin devre ilişkin tasarruf yetkisinde zaaf mevcuttur ne de pay senetlerinin pay sahibinin rızası hilafına elinden çıkması durumundan bahsedilebilir. Bu nedenle, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklardan herhangi birinin pay senedi üzerine işlenmesi, kıymetli evrak hukuku bağlamında da devir kabiliyeti bakımından herhangi bir farklılık oluşturmayacaktır¹²⁵⁷. Bu durumun doğal bir sonucu olarak ise pay senedi üzerindeki bu kayıtlara rağmen payları devralan üçüncü kişilerin iktisaplarının geçerli

¹²⁵⁴ Bkz. Birinci Bölüm, I/D.

¹²⁵⁵ Bkz. Birinci Bölüm, I/D/3.

¹²⁵⁶ ADIGÜZEL Burak, “Yargıtay Kararları Işığında Kambiyo Senetlerinde Bile Bile Borçlu Zararına Hareket”, *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, C. 4, S. 2, Aralık 2018, s. 133.

¹²⁵⁷ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 255.

olacağı ve payları hak sahibi kişiye iade borcu altında bulunmayacaklarını ifade etmek mümkündür.¹²⁵⁸

Son olarak, bazı durumlarda pay senetlerinin üzerine koyulan kayıtların, anonim ortaklık payının devri bakımından kanunda öngörülen prosedür göz önünde bulundurulduğunda, devralan kişinin iyiniyeti üzerinde herhangi bir etki yaratmaması da mümkündür. Şöyle ki, kural olarak anonim ortaklık payının devri TTK m. 490, f. 2 hükmünde açıkça düzenlendiği üzere nama yazılı pay senedinin devreden tarafından ciro edilmesi ve devralana teslimi ile birlikte gerçekleşmiş sayılır. Dolayısıyla, ciro ve teslim koşulları gerçekleştiği anda, başkaca bir işleme gerek kalmaksızın payların mülkiyeti el değiştirmiş olur.¹²⁵⁹ Bu çerçevede, konusunu anonim ortaklık payının devrinin oluşturduğu bir hukuki işlemde, teknik olarak devralanın, pay senetleri ciro ve teslim edilene kadar, başka bir ifade ile, tasarruf işlemi gerçekleştirilinceye kadar pay senetlerini ve üzerindeki kayıtları görmemesi mümkündür. Devralan taraf, pay senetlerini teslim aldıktan sonra üzerindeki kayıtlardan haberdar olsa bile ne borçlandırıcı işlemin ne de tasarruf işleminin gerçekleşme anında devre konu haklar üzerinde bir üçüncü kişiye ait opsiyon hakkı veya benzeri haklar bulunduğunu bilmektedir. Dolayısıyla işlemde, devralanın iyiniyetini bertaraf edecek bir unsur mevcut olmayabilir. Fakat belirtmek gerekir ki söz konusu durumun ortaya çıkması, anonim ortaklık payının devrini ihtiva eden, özellikle büyük hacimli birleşme ve devralma işlemlerinde, uygulamadaki dinamikler göz önünde bulundurulduğunda nadiren ortaya çıkabilir. Zira çalışma kapsamında daha önce de değinildiği gibi¹²⁶⁰, bir anonim ortaklıkta pay iktisap etmeyi değerlendiren potansiyel bir alıcının, aralarında pay senetlerinin de olduğu, şirkete ilişkin birçok bilgi ve belgeyi incelediği *due diligence* sürecini tamamlamadan ne borçlandırıcı işlemi ne de tasarruf işlemini tamamlaması gerçekçi bir ihtimaldir. Dolayısıyla, payları devralan kişinin, paylar üzerindeki opsiyon ve benzeri haklara ilişkin mevcut olabilecek kayıtlardan ancak ciro ve teslim ile gerçekleşen devirden sonra haberdar olmasının, oldukça nadir ortaya çıkacak bir durumu işaret ettiğini de ifade etmek gerekir.

¹²⁵⁸ Aksi görüş için bkz. ve karşı. Gönen Eriş, **Ticari İşletme ve Şirketler**, 3. Bası, Ankara: Seçkin, 2017, s. 2523.

¹²⁵⁹ Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 240.

¹²⁶⁰ Bkz. İkinci Bölüm, III/D/2/b/ii.

F) Opsiyon Hakları ile Pay Devrinde Özellik Arz Eden Hakların Bağlam Kuralları ile Etkileşimi

1) Giriş

Çalışma kapsamında incelenen kavramlar olan opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların teşkil ettiği *sui generis* yapıdan kaynaklanan belki de en önemli komplikasyon, hakların anonim ortaklık uygulamasında yarattıkları etki ve sonuç bakımından ortaya çıkan belirsizlikle ilgilidir. Bu durum temelde – genel olarak pay sahipleri sözleşmeleri, spesifik olarak ise söz konusu hakların düzenlendiği sözleşmeler olmak üzere – borçlar hukukuna tabi işlemlerin anonim ortaklık düzenine entegre edilmesindeki zorluk ve buna bağlı oluşan iki boyutlu ortaklık düzeni sorunsalından kaynaklanmaktadır.¹²⁶¹ Zira, anonim ortaklık payları üzerinde öngörülen ve doğurdıkları hukuki etki ve sonuçlar bakımından birçok farklılık içeren bu haklar, temelde nispi mahiyette ve taraflar arası yükümlülük doğuran sözleşmesel işlemlerle düzenlenmekteyse de çoğu durumda taraflar bu hakları, anonim ortaklık düzenine de etki edecek biçimde korporatif etkiyi haiz hükümlerle düzenlemeyi amaçlamaktadır. Fakat daha önce açıklandığı üzere¹²⁶², anonim ortaklık hukukunun dogmatik yapısından kaynaklanan ve emredici hükümler, tek borç, payın devredilebilirliği ile eşit işlem ilkeleri bağlamında görünür olan birtakım sınırlamalar neticesinde bu hakların korporatif düzlemde etki doğurması her zaman mümkün olmamaktadır.¹²⁶³ Dahası çoğu durumda, haklar bir şekilde esas sözleşmeye taşınsa bile, bu hakların düzenlendiği esas sözleşme hükümlerinin maddi esas sözleşme hükmü mü yoksa şekli esas sözleşme hükmü mahiyetinde mi olduğu, bu konuda bir uyumsuzluk söz konusu olana kadar ortaya çıkamamakta ve bu durum birleşme ve devralmalar pratiği ile birlikte anonim ortaklıklar hukuku uygulamasında yadsınamayacak bir hukuki belirsizliğe neden olmaktadır.

Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklara ilişkin düzenlemelerin temelinde, anonim ortaklıktaki pay devirlerine ilişkin, pay sahipleri arasında çok çeşitli nitelikler arz eden farklı modaliteler oluşturulması amacı yatmaktadır. Bu düzenlemelerle hedeflenen amaç, çoğunlukla payların üçüncü kişilere devrinin engellenmesinden ziyade, payların hangi üçüncü kişilere, ne tür koşullar altında

¹²⁶¹ Bkz. İkinci Bölüm, III/D/1.

¹²⁶² Bkz. İkinci Bölüm, III/D/2/a/ii/ii/3).

¹²⁶³ Örn. bkz. Teoman, **Payları Öncelikle Alım Hakkı**, s. 163.

devredilebileceğine ilişkin bir rejim oluşturulmasıdır. Dolayısıyla, söz konusu hakların iskeletini oluşturan temel kavramdan biri de – dolaylı da olsa – esas sözleşme veya pay sahipleri sözleşmeleri yoluyla payların devrine ilişkin getirilen kısıtlamalardır.

Daha önce değinildiği üzere, anonim ortaklıkta payların serbestçe devredilebilmesi ilkesi esastır.¹²⁶⁴ Dogmatik hukukta bu ilkeye ilişkin en önemli istisnayı ise nama yazılı paylar bakımından öngörülen bağlam hükümleri teşkil etmektedir.¹²⁶⁵ Başka bir ifade ile bağlam hükümleri, anonim ortaklıkta payların devrine ilişkin serbestlik rejiminden, kanuni olarak çerçevesi ve koşulları somut olarak belirlenmiş biçimde sapma olanağı sağlayan yegâne imkânı işaret eder. Bu bakımdan, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer hakların korporatif düzlemdeki yeri ve etkisi bakımından oluşan muğlaklığın, bu hakların bağlam kurallarıyla bağdaştırılabildiği ölçüde giderilmesi ve uygulamada hukuki güvenlik ve açıklık sağlanması mümkündür. Öğretide bu durum söz konusu hakların bağlam hükümleri ile güçlendirilmesi tabiriyle nitelendirilmektedir.¹²⁶⁶ Bu nitelendirmeye kavramsal olarak katılmakla birlikte esasa ilişkin yönden nitelendirmenin farklı şekilde ele alınması gereklidir. Bu yaklaşımın temelinde haklar ile bağlam kuralları arasındaki etkileşim, söz konusu hakların ana unsur olduğu ve bağlam hükümlerinin bu ana unsuru destekleyen yan unsur teşkil ettiği bir çerçeve içinde değerlendirilmektedir. Bununla birlikte kanaatimizce, hakların bağlam hükümleri çerçevesinde önemli (haklı) sebep kavramı ile birlikte değerlendirilmesi ve bu kapsamda bağlam hükümlerine mündemiç bir unsur olabilme imkanının değerlendirilmesi önem arz etmektedir. Kısaca, bu başlık altında, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların, bağlam hükümleri kapsamında anonim ortaklıktaki pay devir rejimi içine dahil edilebilmesi imkânı değerlendirilecek ve bu minvalde hakların esas sözleşmesel bağlam hükümlerine temel teşkil eden önemli sebepler kapsamındaki yeri ve etkileri araştırılacaktır. Kuşkusuz söz konusu hakların hem nitelik hem de işlev bakımından kapsamları, bu konuda tek ve genelgeçer bir sonuca ulaşılmasını engellemektedir. Bu nedenle, öncelikle esas sözleşmesel bağlam hükümleri çerçevesinde önemli (haklı)

¹²⁶⁴ Bkz. İkinci Bölüm, III/D/2/d.

¹²⁶⁵ Tekinalp, **Bağlam**, s. 3 vd.; Pulaşlı, **Bağlı Pay Senetleri**, s. 111 vd.; Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 14 vd.; Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 93.

¹²⁶⁶ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 255 vd.; Demirkol, **Paysahipleri Sözleşmesi ile Getirilen Pay Devir Kısıtlamaları**, s. 880; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 312. Esas sözleşmede yer alan tahkim hükmünün bağlam hükümleriyle bağdaştırılması konusunda bkz. Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 73 vd.

sebeup kavramı genel hatlarıyla ortaya konulduktan sonra, söz konusu hakların bu kapsamda esas sözleşmede bağlam hükümlerinin bir unsuru olarak düzenlenebilme imkânı, her bir hakka özgü olarak ayrı ayrı değerlendirilecektir.

2) Genel Olarak Bağlam Kavramı

Bağlam kavramı, geniş anlamıyla bir anonim ortaklıkta nama yazılı payların devri üzerinde yasaklama veya sınırlandırma getiren sebepleri ifade etmektedir.¹²⁶⁷ Dolayısıyla kavramın işaret ettiği olgu, kanunda ve/veya esas sözleşmede öngörülen belirli nedenlere istinaden, anonim ortaklık payının devrinin şirketin onayına tabi tutulması ve bu yolla devrin kısıtlanması veya zorlaştırılmasıdır.¹²⁶⁸

TTK sistematğinde bağlam hükümleri, esasen kanuni bağlam ve esas sözleşmesel bağlam olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Kanuni bağlamı ifade eden TTK m. 491 hükmü uyarınca, bedeli tamamen ödenmemiş olan payların devrinde, devir işlemine onay vermeme yetkisi şirkete verilmiştir.¹²⁶⁹ Bu durum, görünüşte payların serbestçe devredilebilirliği ilkesine getirilmiş kanuni bir istisnayı ifade etse de bir bakıma borçlar hukuku bağlamında borcun nakline ilişkin ilkelerin doğrudan bir sonucudur. Zira, bedeli tam olarak ödenmemiş bir nama yazılı pay, pay sahibinin şirkete karşı henüz ifa etmediği bir sermaye ödeme borcu olduğunun göstergesidir.¹²⁷⁰ Henüz sermaye borcunu ödeme edimini tam olarak ifa etmeyen bir pay sahibinin, paylarını üçüncü kişiye devretmesi durumunda, sermaye borcunu ödeme yükümlülüğü de paya bağlı olarak üçüncü kişiye geçeceği için, bu işlem esasında bir borcun üstlenilmesi işlemi teşkil etmektedir. Bu minvalde, TBK m. 196 hükmünün açık bir sonucu olarak, üstlenme sözleşmesi alacaklının işleme dahilini gerektirdiği için, sermaye ödeme borcunun alacaklısı olan şirketin bu işleme onay vermesi koşulu, tutarlı bir sonucu işaret eder.¹²⁷¹ Fakat bu ihtimalde dahi şirketin pay devrine onay vermeme yetkisi sınırsız değildir. Bu yetki, ancak devralanın ödeme kabiliyetine ilişkin şüphe bulunması ve buna rağmen devralanın ödemeye kabiliyetinin emaresi olarak teminat göstermekten kaçınması koşullarının birlikte gerçekleşmesi durumunda

¹²⁶⁷ Tekinalp, **Bağlam**, s. 3; Pulaşlı, **Bağlı Pay Senetleri**, s. 111;

¹²⁶⁸ Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 13; ALTGEN Christian, “Special Issue: Reform of Germany's Private Limited Company (GmbH): The Acquisition of GmbH Shares in Good Faith”, German Law Journal, C.9, S.9, s. 1143.

¹²⁶⁹ Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 97.

¹²⁷⁰ Karasu, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Nama Yazılı Payların Devrinin Sınırlandırılması**, s. 131.

¹²⁷¹ Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 18.

kullanılabilir. Dolayısıyla, bu iki koşulun gerçekleşmediği durumlarda, paylara ilişkin sermaye borcu tam olarak ödenmiş olmasa dahi, şirket bu devre onay vermekten kaçınmaz.¹²⁷² Dolayısıyla bir bakıma TTK m. 491 bağlamında, anonim ortaklıkta payların devredilebilirliği kuralının, borcun nakli sözleşmesine ilişkin alacaklı onayı aranması kuralına üstün geldiğini ifade etmek mümkündür.¹²⁷³

Çalışma konusu olan opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar bakımından önem arz eden husus ise, yasal bağlam hükümlerinden ziyade esas sözleşmeye dayanan bağlam hükümleridir. Zira bu hakların çıkış kaynağı, *inter pares* etkiyi haiz borçlar hukuku sözleşmeleridir ve söz konusu hakların, borçlar hukukuna ilişkin nispi özelliklerini aşip anonim ortaklık düzeninde mutlak sonuç doğurmasını sağlamak için başvurulabilecek araç, esas sözleşmesel bağlam hükümleridir.¹²⁷⁴ Bu bakımdan, bağlam hükümleri ile opsiyon hakkı ve benzeri hakların etkileşimi meselesine ilişkin, esas sözleşmesel bağlam hükümlerinin kavramsal olarak özelliklerini ve koşullarını öncelikle ortaya koymak faydalı olacaktır.

3) Esas Sözleşmesel Bağlam

TTK düzeninde, payların devrine ilişkin esas sözleşmede öngörüleebilecek hükümler bakımından göreceli olarak katı ve sınırları belirli bir bağlam rejimi öngörülmüştür. Bu özelliği itibarıyla bağlam rejimi, eTK döneminde yürürlükte olan rejime göre temelde birtakım esaslı farklılıklar içerir. eTK'ya göre esas sözleşmede düzenlenebilecek bağlam hükümleri açısından geniş bir serbesti mevcuttu.¹²⁷⁵ Zira, yönetim kurulunun bir pay devrine onay vermemesi için sınırları belirsiz, subjektif ve hatta keyfi nedenlere dayanması ve bu şekilde devre onay vermekten kaçınması mümkündür.¹²⁷⁶ Anonim ortaklık hukukunda payın devredilebilirliği ilkesi ile ilk bakışta esaslı bir çelişki oluşturan bu yaklaşımın, yine eTK döneminde geçerli olan *bölünme teorisi* ışığı altında değerlendirildiğinde kendi içinde tutarlı bir sonuca götürdüğünü ifade etmek mümkündür. Şöyle ki, bu yaklaşım çerçevesinde, payın

¹²⁷² Tekinalp, **Bağlam**, s. 30.

¹²⁷³ Ek olarak, kanuni bağlam hükümleri, bir devir sözleşmesi içeren hukuki işlemler bakımından geçerlidir; payların miras, cebri icra, evlilikte mal rejimi gibi yasal olarak geçtiği durumlarda kanuni bağlam hükümleri uygulanmayacaktır (bkz. CANKAT Rifat, “**Borsaya Kote Edilmemiş Nama Yazılı Payların Kanuni İktisabına İlişkin Yapılan Tartışmalar**”, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2016/1, s. 180).

¹²⁷⁴ Pulaşlı, **Bağlı Pay Senetleri**, s. 124.

¹²⁷⁵ Vakıanın İsviçre hukukundaki kaynağı için bkz. Mustaki / Schwab, **Les clauses statutaires relatives au transfert des actions de la société anonyme**, s. 269 vd.

¹²⁷⁶ Tekinalp, **Bağlam**, s. 15.

mülkiyeti ile pay sahipliği hakları arasında bir ayrıma gidilmekte ve yönetim kurulu tarafından gerçekleştirilmesine onay verilmeyen bir pay devri söz konusu olduğunda, bu paylara ilişkin mülkiyet hakları ile diğer malvarlığı hakları devralan tarafından iktisap edilebilirken, yönetim hakları devredende kalmaya devam etmektedir.¹²⁷⁷ Yani bir bakıma, bölünme teorisi çerçevesinde, pay senedinin bir ekonomik değer olarak kıymetli evrak niteliğinde tedavülüne şirket müdahale edememekte ve devrin ekonomik sonuçları gerçekleşmekteyse de payın işaret ettiği niteliklerden biri olan pay sahipliği mevkiinin geçişi konusunda şirket neredeyse sınırsız takdir yetkisine tabi olabilmekteydi. Kısaca, eTK’da öngörülen bağlam sistemi uyarınca, payların devralan tarafından iktisap edilmesi engellenememekte fakat devralan kişinin şirket nezdinde pay sahibi sıfatı kazanması engellenmektedir.¹²⁷⁸ Bu yapının bir sonucu olarak, eTK döneminde şirket yönetim kurulunun herhangi bir sebep göstermeksizin pay devir işlemine onay vermeyerek devir işlemini pay defterine kaydetmekten kaçınması mümkündü. Bu durum da nama yazılı paylara temel teşkil eden devir koşullarının spektrumunu oldukça genişletmekte ve opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer haklar da bu koşullar arasına kolaylıkla dahil edilebilmekteydi.¹²⁷⁹

eTK’da benimsenen ve şirkete geniş bir takdir yetkisi tanıyan bu yaklaşıma karşın, TTK sisteminde nama yazılı paylara uygulanan bağlam rejimi esaslı biçimde değişikliğe uğramıştır. Buna göre, payların devrini sınırlandıran bağlam hükümleri, sınırları ve kapsamı belirlenmiş bir çerçeve içine alınarak, payın devrinin serbestliği ilkesi kanunkoyucu tarafından öncelenmiş ve özellikle esas sözleşmesel bağlamın getirilebilmesi, öngörülebilir nitelikte birtakım kanuni sebeplerin mevcut olduğu durumlara özgülenmiştir.¹²⁸⁰ Ayrıca bağlam rejiminde yapılan bu değişiklikler ile aynı doğrultuda, malvarlığı hakları ile yönetsel pay sahipliği haklarının iktisabının farklı koşullara tabi olduğu bölünme teorisi de terkedilmiştir. Böylelikle, nama yazılı payların devrinin şirket onayına tabi olduğu durumlarda, gerekli onay verilene kadar hem payların mülkiyetinin hem de paya bağlı diğer tüm hakların devredende kalacağı

¹²⁷⁷ Pulaşlı, **Bağlı Pay Senetleri**, s. 179. Kavramın İsviçre hukukundaki kaynağı için bkz. Defferrard *et al.*, **Développements récents en droit commercial IV**, s. 18-19.

¹²⁷⁸ Tekinalp, **Önalım**, s. 357; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 258; Bahtiyar, **Önalım**, s. 116.

¹²⁷⁹ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 256.

¹²⁸⁰ Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 36; Akkartal / Ceylan, **Şirketler Hukukunda Yan Sözleşmeler**, s. 387, dn. 30.

düzenlenmiş ve hak ve borçların geçişinde *birlik teorisi* bağlam rejimi bakımından yeni statüyü teşkil eder hale gelmiştir.¹²⁸¹

Çalışma kapsamındaki haklar bakımından meselenin özünü teşkil eden borsada işlem görmeyen paylar (başka bir ifadeyle borsaya kote olmayan paylar¹²⁸²) için, konunun ana eksenini iki temel sütun belirlemektedir: Bunlardan birincisi sözleşmesel bağlam hükümleri getirilebilmesi için mevcudiyeti gerekli bir koşul olan *önemli sebep* kavramı; diğeri ise, aynı şekilde eTK döneminde mevcut olmayan ve fakat TTK sistematüğinde bağlam hükümleri bakımından önemli bir işlevi haiz olan *kaçış klozu* diye tabir edilen şirkete, devre konu payları, iktisap etme hakkı tanıyan hükümdür.¹²⁸³

a. Önemli Sebep Kavramı

TTK sistematüğü içinde, bağlam rejiminin temelinde bulunan unsurlardan belki de en belirleyici olanı önemli sebep kavramıdır. Zira, şirketin payları gerçek değeri üzerinden satın almayı önererek pay devrine onay vermekten kaçınması dışında pay devri üzerinde etki sağlayabilmesi için tek olanak, esas sözleşmede öngörülen önemli bir sebebe dayanmasıdır.¹²⁸⁴ Dolayısıyla, önemli sebep kavramının kapsamı ve yorumlanması, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer hakların bağlam hükümleri ile hangi mertebede bağdaştırılabileceği hususuyla yakın bir ilişki içindedir.

Kanun metninde önemli sebep kavramı, pay sahipleri çevresinin bileşimi, şirketin işletme konusu ve işletmenin ekonomik bağımsızlığı kavramlarıyla bağlantılı olarak kullanılmıştır. Hatta bağlam hükümlerinin etki doğurabilme kabiliyetiyle bu

¹²⁸¹ Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 212. Kanunkoyucunun bu tercihi, TTK m. 493'e ilişkin gerekçe metninde de açıkça ortaya konularak, yapılan düzenleme ile kıymetli evrak hukukundaki senedin devri ile malvarlığı haklarının geçişi ilkesine bir istisna teşkil ettiği ve intikalın onay işlemine bağlandığı belirtilmiştir (bkz. TTK Gerekçe m. 493, f.1). Kavramın İsviçre hukukundaki kaynağı için bkz. Defferrard *et. al*, **Développements récents en droit commercial IV**, s. 17; Rouiller *et. al*, **La société anonyme suisse**, s. 174 vd.

¹²⁸² “Borsada işlem görme” ve “borsaya kote olma” ifadelerinin değerlendirilmesi ve TTK'daki terminolojinin eleştirisine ilişkin bkz. Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 62 vd. *Yazarın* da isabetli olarak belirttiği gibi, “borsaya kote olma” olgusu “borsada işlem görme” olgusunu kapsayan ve ondan daha geniş bir durumu ifade etmektedir. Zira, halka açılmak üzere başvuru yapan ve kotasyon koşullarını taşıyan bir ortaklığın tüm payları teknik olarak borsa kotuna alınmakta ancak çoğunlukla bu payların yalnızca bir kısmı borsada işlem görmeye başlamaktadır. Böyle bir şirketin borsada işlem görmeyen payları için ise, TTK m. 495 vd. hükümleri değil TTK m. 493 hükümleri uygulanmaktadır. Dolayısıyla, TTK sistematüğünde bağlam rejimi farklı olan pay türü aslında, fiilen borsada alım-satım işlemlerine konu olan paylardır ve bunlar için “borsada işlem gören” nitelemesi daha uygun olacaktır.

¹²⁸³ Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 36; Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 67.

¹²⁸⁴ Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 586. Payların gerçek değeri üzerinden satın alınması önerisine dayanan kaçış klozu hakkında değerlendirmeler için bkz. İkinci Bölüm, III/F/3/b.

kavramlar arasında bir neden sonuç ilişkisi kurulmuş durumdadır. Dolayısıyla, önemli sebep kavramının açıklanmasında, bu kavramların mahiyetlerini bütüncül olarak göz önünde bulunduran analitik bir yaklaşım izlenmesi gereklidir.

Önemli sebebin¹²⁸⁵ mevcudiyeti, esas sözleşme kapsamında nama yazılı paylar için bağlam hükmü getirilebilmesi için bir önkoşul oluşturur¹²⁸⁶. Fakat somut olarak hangi durumların önemli sebep teşkil edebileceğinin değerlendirilmesinde, TTK m. 493 hükmünün ikinci fıkrasındaki unsurlara bakmak gereklidir.

TTK m. 493 hükmü, lafzi bir yoruma tabi tutulduğunda, pay sahipleri çevresinin korunmasına ilişkin her hükmün bağlam kuralları çerçevesinde önemli sebep olarak düzenlenemeyeceği sonucuna varmak mümkündür. Zira, madde metnine göre pay sahipleri çevresinin korunmasının şirketin işletme konusu veya işletmenin ekonomik bağımsızlığı bakımından haklı bir gerekçe oluşturması aranmaktadır¹²⁸⁷. Fakat, söz konusu maddenin gerekçe metninde kullanılan ifadede şirketin konusu ve işletmenin bağımsızlığına ek olarak pay sahipleri çevresinin korunması da başlı başına bir önemli (haklı) sebep olarak belirtilmektedir¹²⁸⁸. Maddenin yorumlanmasında metindeki ifadenin mi yoksa gerekçenin mi öncelikli olarak dikkate alınması gerektiği, esas sözleşmede öngörülebilecek bağlam hükümlerinin kapsamı konusunda ulaşılabilecek sonuç üzerinde belirleyici etkiyi haizdir. Gerekçe metni, her ne kadar kanun hükümlerinin doğrudan bir parçası olmasa bile, yardımcı hukuk kaynağı olarak nitelendirilmektedir. Bu bakımdan, kanun hükmünün yorumlanmasında ve

¹²⁸⁵ Hem Türk borçlar hukuku hem de Türk ticaret hukukunda mehz kanun teşkil eden İsviçre Borçlar Kanunu'nda *juste motif* (*Alm. wichtiger Grund*) olarak kullanılan kavram, mehz hukukta yeknesak olarak kullanılmasına rağmen, kavramın TBK ve TTK altında hem *önemli sebep* hem de *haklı sebep* olarak adapte edildiği çeşitli maddeler mevcuttur. Bu durum öğretide bazı yazarlar tarafından konuya ilişkin farklı yaklaşımların benimsenmesine neden olmuştur. Örneğin Akın, kavramın TTK altında da yeknesak olarak *haklı sebep* olarak kullanılmamasını, “*özensiz kanun yapmanın bir örneği*” olarak göstermekte, bağlam hükümleri bakımından da kavramın TTK Gerekçe metnindeki kullanımıyla paralel biçimde *haklı sebep* olarak anılması gerektiğini ifade etmektedir (bkz. Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 37, dn. 141). Buna karşın Bozkurt, İsviçre mevzuatında tek bir kullanım mevcut olmasına rağmen kullanılan ifadenin farklı maddeler bağlamında farklı anlamları ifade ettiğini, bağlam hükümlerindeki sebeplerin, şahıs şirketleri ve devamlı borç ilişkilerinde söz konusu olan *haklı neden*'den farklı olduğu için TTK m. 493 bağlamında kavramın *önemli sebep* olarak kullanılmasının yerinde bir tercih olduğu yönünde görüş bildirmiştir (bkz. Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 74-75). Ayrıca bkz. Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 248 vd.

¹²⁸⁶ Kaçış klozuna ilişkin düzenlemelerin bu kuralın bir istisnasını oluşturduğunu belirtmek gerekir.

¹²⁸⁷ Tekinalp, **Bağlam**, s. 42; Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 37; Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 81.

¹²⁸⁸ Bkz. TTK Gerekçe m. 493, f. 2: “(...) Hükümde haklı sebep kategorileri (1) paysahipleri çevresinin bileşimi, (2) şirketin konusu ve (3) işletmenin bağımsızlığı olarak belirlenmiştir. (...)”.

aydınlatılmasında gerekçe metninden yararlanılması elzemdir.¹²⁸⁹ Aynı minvalde, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklara uygulamada başvurulmasına ilişkin temel gerekçelerden birinin pay sahipleri çevresinin korunması ve bu yolla ortaklıkta yabancılaşmanın engellenmesi olduğu göz önünde bulundurulduğunda,¹²⁹⁰ madde ve gerekçe metni arasındaki farkın yarattığı alternatif yaklaşım, söz konusu hakların önemli sebep olarak düzenlenebilme kabiliyetleri üzerinde daha da büyük bir etkiye sahiptir.¹²⁹¹

Bu konuda öğretide benimsenen yaklaşımlardan ilkinde göre, bağlam kuralı getirilmesinde gerekçe olabilecek nedenler değerlendirilirken, yalnızca TTK m. 493 metninin lafzi yorumuyla sınırlı kalınmamalı, *pay sahipliği çevresinin bileşimi* de önemli sebep olarak değerlendirilmelidir.¹²⁹² Alternatif olan ve görece daha geniş bir grup tarafından benimsenen yaklaşıma göre ise, önemli sebep kavramının mehz hukuktaki yorumuyla uygun olarak dar anlamda ve kanun metnine sadık kalınarak mutlaka işletme konusu veya işletmenin ekonomik bağımsızlığı temelinde bir hususla desteklenmesi gerekmektedir. Diğer bir ifadeyle, salt pay sahipleri bileşiminin korunması saiki, işletme konusu veya işletmenin ekonomik bağımsızlığının korunması unsurlarından biriyle desteklenmediği sürece, geçerli bir bağlam hükmüne temel olamayacaktır.¹²⁹³

TTK m. 493, f. 2 hükmünün, mehz kanun olan İsviçre Borçlar Kanunu art. 685b, al. 2 hükmünün¹²⁹⁴ doğrudan adaptasyonu olduğu ve orada benimsenen sistematığın TTK'ya entegre edildiği konusunda tereddüt bulunmamaktadır. Bu

¹²⁸⁹ DURAL Mustafa / SARI Suat, **Türk Özel Hukuku, Temel Kavramlar ve Medeni Hukukun Başlangıç Hükümleri**, C. 1, İstanbul: Filiz, 2004, s. 103; Oğuzman / Barlas, **Medeni Hukuk, Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar**, s. 74. Ayrıca bkz. Yarg. HGK, T. 14.2.1990, E. 1989/10-391, K. 1990/83.

¹²⁹⁰ Bkz. İkinci Bölüm, II/A/2.

¹²⁹¹ Aynı yönde, önalım ve öncelik hakları ile sınırlı olarak yapılan tespiti ilişkin bkz. Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 316.

¹²⁹² Erdem, **Nama Yazılı Hisse Senetlerine İlişkin Olarak Uygulamada Ortaya Çıkan Bazı Sorunlar ve Yeni TTK'nın Çözümleri**, s. 120; Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 99-100. Ayrıca bkz. Yarg. 11. HD., T. 24.5.2016, E. 2015/11944, K. 2016/5634 (Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 316, dn. 117).

¹²⁹³ ALTAY Anlam, "Türk ve İsviçre Anonim Ortaklıklar Hukuku'nda Esas Sözleşmesel Bağlam, İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Ticaret Kanunu'na Etkileri", İstanbul: Vedat, 2009, ("Bağlam"), s. 597 vd., Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 222; Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 82; Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 285; Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 234; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 318.

¹²⁹⁴ DEFFERRARD Francine / CHAPPUIS Benoît / MACALUSO Alain / PHILIPIN Edgar, **Développements récents en droit commercial IV**, CEDIDAC- Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne, 2015, s. 2.

bakımdan, kanaatimizce, TTK'daki madde metniyle gerekçe metni arasındaki çelişkinin yorumlanmasında, mehzaz kanundaki düzenlemenin de göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Madde ile gerekçe metni arasındaki *önemli sebep – haklı sebep* ayrımı bir yana, İsviçre Borçlar Kanunu art. 685b, al. 2 hükmü ile hükmün tercümesi niteliğinde TTK m. 493, f. 2 metni arasında bir tutarsızlık vardır. Her ne kadar gerekçe metninde pay sahipleri çevresinin bileşimi, bağlama esas teşkil edecek ayrı bir unsur gibi anlaşılmaya müsait ise de TTK hükmünün tamamı mehzaz hüküm ile birlikte değerlendirildiğinde, hükümdeki unsurlar arasında bir bütünlük ilişkisinin mevcut olduğu görülmektedir. Pay sahipleri çevresinin bileşimi, bağlam sebepleri bakımından bir geniş küme olarak ele alınırsa, işletme konusu ve işletmenin ekonomik bağımsızlığı unsurları bunun birer alt kümesini teşkil etmektedir. Dolayısıyla, bağlama temel teşkil eden önemli sebebin bu alt kümelerden birine dahil olması durumunda, bu sebep doğrudan pay sahipleri çevresinin bileşiminin ifade ettiği geniş kümeye de dahil olmaktadır.¹²⁹⁵

Sonuç olarak, kanaatimizce, pay sahipleri çevresine ilişkin kompozisyonun korunmasını, esas sözleşmesel bağlam hükmü getirilebilmesi için tek başına bir önemli sebep olarak değerlendirmek, mevcut kanun sistemi içinde mümkün değildir. Bununla birlikte, pay sahipleri bileşiminin korunmasının önemli neden bağlamında tek başına bir unsurdan ziyade bir geniş küme veya ilk (dış) halka¹²⁹⁶ oluşturmaktan hareketle, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer hakların, bağlam kapsamından doğrudan ve tamamen dışlanması söz konusu olmamalıdır. Bu hakların düzenlenmesinin, birçok durumda şirketin işletme konusu veya ekonomik bağımsızlığı ile ilişkilendirilmesinin mümkün olduğu kanaatindeyiz. Bu argümanı temellendirmek amacıyla, öncelikle bağlama ilişkin önemli sebep oluşturan alt kümelerin bu unsurları genel hatlarıyla açıklandıktan sonra spesifik haklara özgü olarak, bunların bağlam hükümleri için önemli sebep teşkil etme kabiliyetleri değerlendirilecektir.

¹²⁹⁵ Nitekim Altay tarafından, henüz TTK tasarı halindeyken önerilen tercüme şu şekildedir: “Paysahipleri çevresinin bileşimine ilişkin olup, şirketin işletme konusu veya işletmenin bağımsızlığı yönünden onayın reddini haklı gösteren esas sözleşme hükümleri, önemli sebep oluşturur” (bkz. Altay, **Bağlam**, s. 598, dn. 104. Maddenin Fransızca versiyonu “Sont considérés comme de justes motifs les dispositions concernant la composition du cercle des actionnaires qui justifient un refus eu égard au but social ou à l'indépendance économique de l'entreprise.”).

¹²⁹⁶ Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 82.

i. Ortaklığın İşletme Konusu

Normatif düzende, nama yazılı payların devrinin bağlam hükümleriyle kısıtlanabilmesi için gerek ve yeter koşullardan birisi, kısıtlamanın ortaklığın işletme konusunun¹²⁹⁷ gerçekleştirilmesine ilişkin muhtemel engelleri bertaraf edebilmesidir. Buna göre, ortaklıktaki pay sahipleri kompozisyonun, ortaklığın amacının gerçekleştirilmesinde kritik bir önemi haiz olduğu durumlarda, payların devrinin şirketin onayına tabi kılınması, TTK sistematigi dahilinde mümkündür¹²⁹⁸. Zira böyle bir durumda kanun, şirketin pay sahiplerinin kim olduklarının ve kişisel özelliklerinin, şirketin ticari faaliyetlerini verimli bir biçimde sürdürebilmesi için önemli olduğu, bunlarda meydana gelebilecek bir değişikliğin şirketin işletme konusunun gerçekleştirilmesini önemli ölçüde zorlaştıracığı ve bu bakımdan pay sahiplerinde meydana gelebilecek potansiyel bir değişikliğin, şirketin onayından geçmesi gerektiği yaklaşımını ortaya koymaktadır¹²⁹⁹. TTK'daki bağlam rejiminin genel yaklaşımıyla uyumlu olarak, hangi durumların ortaklığın işletme konusu bakımından önemli sebep oluşturacağı tüketici olarak sayılmamakla birlikte¹³⁰⁰, rakiplerin ortaklığa dahil olması¹³⁰¹, bir mesleğe veya aileye¹³⁰² mensup olma gibi birtakım kişisel nitelikler ile yabancılik unsuruna bağlı özellikler, genel olarak ortaklığın işletme konusunun gerçekleştirilmesine ilişkin engel teşkil edebilecek ve dolayısıyla bağlam hükümleri çerçevesinde önemli sebep olarak addedilebilecek hususlar olarak öne çıkmaktadır¹³⁰³. Bu örnekler temel olarak şirketin işletme konusuna ilişkin ret sebepleri açısından yol gösterici niteliği haizdir. Bununla birlikte esas sözleşmede payın devrinin sınırlanabileceği olgular, kuşkusuz bunlarla sınırlı değildir. Şirketin işletme konusuna ilişkin nedenler, bağlama ilişkin önemli sebepler bakımından esas sözleşme özgürlüğünü sınırlandıran bir çerçeve getirirler: Bağlam hükümlerine temel

¹²⁹⁷ Mehaz İsviçre kanununda *şirketin işletme konusu* kavramı yerine *şirketin amacı* kavramının kullanılmasına ilişkin değerlendirme ve TTK'daki terim tercihinin bağlam hükümlerinin amacını gerçekleştirmek bakımından daha isabetli olduğu hakkında bkz. Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 78-79.

¹²⁹⁸ Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 285.

¹²⁹⁹ Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 251.

¹³⁰⁰ Altay, **Bağlam**, s. 601.

¹³⁰¹ Rakiplerin ortaklığa dahil olmasını hem işletme konusunun gerçekleştirilmesi hem de işletmenin ekonomik bağımsızlığı kavramları ile ilişkilendirmek mümkündür.

¹³⁰² Aile klotlarının bağlam hükümleri kapsamında önemli sebep olarak kabul edilmesine mesafeli yaklaşımlar için bkz. Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 125; Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 55-56; Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 261.

¹³⁰³ Tekinalp, **Bağlam**, s. 43 vd.; Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 52 vd.; Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 83 vd.; Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 286 vd.; Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 264.

teşkil eden neden(ler)in bu çerçeve içinde kalması şarttır; fakat bu nedenlere ilişkin örnekler çok çeşitli olabilir ve sınırlı sayı ilkesine tabi değildir.

Öğretide şirketin işletme konusuna dair bağlam hükümlerine verilen örnekler genel olarak mesleki nitelikler, rakiplerin pay sahibi olmasının engellenmesi ve yabancılik unsuruna ilişkin konular etrafında yoğunlaşmaktadır¹³⁰⁴. Söz gelimi, mali müşavirlik hizmetleri veren bir şirkette mali müşavirlik niteliklerini karşılamayan kişilere yapılacak pay devirlerinin onaya tabi olması veya avukatlık ortaklıklarında¹³⁰⁵, pay sahiplerinin avukat olması zorunluluğuna bağlı pay devir sınırlamaları sıklıkla başvuru örneklerdir¹³⁰⁶. Meslek kriterlerine dayanan bağlam hükümlerinin geçerliliği ve mahiyetleri üzerinde çoğu zaman tereddüt bulunmamaktadır. Çünkü bu tip hükümlere, çoğunlukla ortaklarının kanuni olarak belirli kişisel niteliklere sahip olmasını gerektiren ve spesifik regülasyonlara tabi alanlarda faaliyet gösteren ortaklıklarda başvurulmaktadır. Benzer biçimde, yabancı uyruklu bir kişi tarafından yapılacak pay iktisaplarının da bağlam hükümlerine tabi kılınması, ekseriyetle pay sahipliğinde yabancılik unsuruna ilişkin sınırlama getirilmiş olan regüle sektörlerde¹³⁰⁷ faaliyet gösteren şirketlerde görülen bir durumdur. Zira payları devralacak kişinin yabancı uyruklu olmasının, tek başına işletme konusunun gerçekleştirilmesi konusunda objektif olarak bir zorluk veya imkânsızlık doğuran haklı bir sebep oluşturması beklenemez¹³⁰⁸. Dolayısıyla yabancılik unsurunun bir bağlam hükmü kapsamında önemli sebep olarak belirlenebilmesi için, bu durumun kanunen bir engel teşkil etmesi çoğu durumda gerekli bir koşuldur¹³⁰⁹.

Tıpkı meslek ve yabancılik klotlarında olduğu gibi, rakiplere yapılacak pay devirleri bakımından getirilen bağlam hükümleri de ticaret ortaklığı kavramının içkin özellikleri ile doğrudan ilişkilidir¹³¹⁰. Zira bir rakibin anonim ortaklıkta pay sahibi

¹³⁰⁴ Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 252 vd.

¹³⁰⁵ Mevcut düzenlemelere göre Türkiye uygulamasında avukatlık ortaklıkları sermaye şirketi olarak kurulamamaktadır. Ancak mukayeseli hukuktaki aksi yönde uygulamaların ileride Türkiye’de de benimsenmesi durumunda, söz konusu durum avukatlık ortaklıkları bakımından da geçerli olabilecektir.

¹³⁰⁶ Tekinalp, **Bağlam**, s. 45; Pulaşlı, **Bağlı Pay Senetleri**, s. 118; Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 52.; Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 85; Meier-Hayoz / Forstmoser, **Droit suisse des sociétés**, s. 586; Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 288.

¹³⁰⁷ Örn. 6112 sayılı Radyo ve Televizyonların Kuruluş ve Yayınları Hakkındaki Kanun m. 19; Ticari Hava Taşıma İşletmeleri Yönetmeliği (SHY-6A) (R.G. T. 16.11.2013, S. 28823), m. 9; Kılavuzluk ve Römorkörcülük Hizmetleri Hakkında Yönetmelik (R.G. T. 8.1.2020, S. 31002), m. 7.

¹³⁰⁸ Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 273.

¹³⁰⁹ Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 68.

¹³¹⁰ Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 257.

olması, pay sahibinin kural olarak sadakat borcunun bulunmadığı bir düzlemde, esaslı bir menfaat çatışması yaratacaktır.¹³¹¹ Bununla birlikte rakip klotları bakımından rakip ve rakibe yakın duran kişiler kavramının somutlaştırılması ve hangi durumlarda rakip niteliğindeki bir kişinin pay sahibi olmasının ortaklık açısından bir menfaat çatışması yaratacağına ilişkin çerçevenin mümkün olduğunca net bir biçimde çizilmesi, bu türden bağlam klotlarına ilişkin temel komplikasyonları teşkil etmektedir.¹³¹²

İşletme konusuna ilişkin bağlam hükümlerine ilişkin olarak örnek gösterilen durumlardan bir diğeri ise kişisel durumlar olarak nitelenen ancak özünde siyasi, dini, felsefi görüş farklılıklarını içeren özelliklerdir.¹³¹³ İsviçre hukukunda spesifik bir konuya özgülenmiş şirketlere ilişkin ortaya çıkan bu yaklaşım¹³¹⁴ söz konusu kişisel özelliklerin, şirketin amacına ulaşması için elzem olması durumunda işlevsellik kazanabilmektedir. Fakat belirtmek gerekir ki bu tür gerekçelere ilişkin öğretide genel olarak başvurulmuş örnekler arkaik nitelikte kalmaktadır. Söz gelimi belli bir dini görüşü (örn. Protestanlık) ve/veya siyasi görüşü savunan bir gazeteyi işleten bir şirkete bu görüşe karşı olan bir kişinin pay sahibi olması¹³¹⁵ veya kürk gibi hayvansal ürünleri işleyip bu konuda üretim yapan bir şirkete, amacı hayvansal ürünlere dayalı üretimin engellenmesi olan bir derneğin ortak olması¹³¹⁶ gibi durumlar bu tip bir bağlam hükmü getirilmesi için meşru neden teşkil edecek durumlar olarak gösterilmektedir. Ancak görüldüğü gibi bugünkü şirketler hukuku uygulaması bakımından bu tip durumlar oldukça teorik düzeyde kalmaktadır. Bu haliyle *kişisel durumlardan* kaynaklanan nedenler, zamanın ruhunun oldukça gerisinde kalan bir paradigmayı işaret etmektedir. Günümüzde bu tip siyasi, dini veya felsefi görüş farklılıklarının, ticari hayatın önemli aktörlerinden olan şirketler ve pay sahipliği dinamikleri üzerinde belirleyici etki yaratabilecek kadar kesin ve sınırları belli olması, ancak çok istisnai durumlarda söz konusu olabilir. Nitekim bu hususun Türk hukukunda uygulanmasının genel olarak çoğu durumda mümkün olmadığı, zira TTK uygulaması bakımından söz konusu

¹³¹¹ Tekinalp, *Bağlam*, s. 43; Akın, *Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler*, s. 57.

¹³¹² Bozkurt, *Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)*, s. 95-96.

¹³¹³ Uzel, *Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam*, s. 255.

¹³¹⁴ Bkz. Bozkurt, *Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)*, s. 88, dn. 323 ve orada anılan yazarlar.

¹³¹⁵ Akın, *Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler*, s. 53.

¹³¹⁶ Bozkurt, *Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)*, s. 89.

nedenlerin, şirketin işletme konusunun bakımından objektif gerekçe teşkil etmeyeceği ifade edilmektedir.¹³¹⁷

Bağlam hükümleri bakımından gerekçe teşkil edecek nedenler arasında değinilmesi gereken başlıca hususlardan biri de – belirli bir ailenin üyeleri dışında yapılan pay devirlerinin şirket onayına tabi olduğu – aile klozlarıdır. Tipik bir aile şirketinin üç temel niteliği haiz olduğunu ifade etmek mümkündür. Bunlardan birincisi şirket yapısındaki ailevi etkilerin baskınlığı, ikincisi aile üyelerinin şirket üzerindeki sahip olduğu yönetim kontrolü ve üçüncüsü ise bu hususlara ilişkin *status quonun* korunmasına yönelik iradedir.¹³¹⁸ Her ne kadar aile klozları, temel olarak işletmenin ekonomik bağımsızlığı kavramıyla bağdaştırılmaktaysa da bunların halin şartlarına göre şirketin işletme konusuna ilişkin bir bağlam hükmü olarak öngörülmesi de mümkündür. Ancak belirtmek gerekir ki, şirketin işletme konusuyla bağlantılı olarak öngörülen bir aile klozu, temelde meslek klozlarında olduğu gibi pay sahiplerinin kişisel nitelikleriyle yakından ilgili bir bağlam gerekçesi teşkil edecektir.¹³¹⁹

Bağlam rejiminin eskiye göre daha sıkı kurallara tabi kılındığı normatif düzende, bağlam hükmü içeren aile klozlarına daha muhafazakâr yaklaşılması gerektiği ifade edilmektedir.¹³²⁰ Bu çerçevede hem İsviçre hem de Türk hukuklarında konuya ilişkin farklı yaklaşımlar mevcuttur. İşletmenin ekonomik bağımsızlığı perspektifinden, payların belli bir ailenin mülkiyeti altında kalmasının sağlanması, şirketin yönetim kontrolünün örneğin başka bir şirketler topluluğunun eline geçmesinin engellenmesi bakımından haklı bir gerekçe oluşturacaktır.¹³²¹ Fakat şirketin işletme konusunun gerçekleşmesi bakımından, payların belirli bir aileye ait olmasının payların devrini

¹³¹⁷ Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 90; Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 53, dn. 187; Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 288. Ayrıca, atıf yapılan yazarlar tarafından, söz konusu sebeplerin Türk hukukunda uygulanmasına ilişkin bir başka engelin ise 5237 sayılı Türk Ceza Kanunu (R.G. T. 12.10.2004, S. 25611) m. 122 hükmü gereği nefret ve ayrımcılık suçunun oluşmasına da sebebiyet verebileceği öğretide üzerinde durulan bir husustur.

¹³¹⁸ Martin, **Transfert des actions dans les sociétés anonymes de famille – Conventions de blocage entre actionnaires**, s. 376.

¹³¹⁹ Aksi görüş için bkz. Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 261.

¹³²⁰ Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 125; Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 54; Tekinalp, **Bağlam**, s. 45-46.

¹³²¹ Peter Böckli, **Aktionärbindungsverträge, Vinkulierung und statutarische Vorkaufsrechte unter neuem Aktienrecht**, ZBJV 129 (1993) 492 vd. (ZBJV 129) (Aktaran: Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 54). *Hostile takeovers* (hasmane devralmalar) kavramı çerçevesinde şirket kontrolünün potansiyel olarak hasmane bir tutumla ele geçirilmesine karşı önlem mahiyetinde bağlam hükümlerinin kullanılmasına ilişkin bkz. Şehirali Çelik, **Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler**, s. 283 vd.

sınırlandıracak objektif nitelikte bir gerekçe teşkil etmesi güçtür¹³²². Bu alternatif ancak, şirketin işletme konusuna ilişkin faaliyetlerin ancak belirli bir aileye mensup kişiler tarafından gerçekleştirilebileceği durumlarda mümkün olabilir. Böyle bir durumda ise bir aileye mensubiyetten ziyade pay sahibinin kişisel birtakım başka özelliklerinin belirleyici olması söz konusudur¹³²³.

Kanaatimizce, payları devralan kişilerin belirli bir aileye mensup olmasını bağlam hükümleri kapsamında önemli sebep olarak düzenleyen hükümler kural olarak geçerlidir. Bununla birlikte, bağlama ilişkin aile klotlarının geçerliliği bakımından göz önünde bulundurulması gereken ana kriter, bağlam hükmünün objektif biçimde, net sınırlara bağlı ve öngörülebilir biçimde belirlenebilmesidir. Bu kriter dışında aile klotlarının bağlam hükmü olarak belirlenip belirlenemeyeceğine ilişkin yapılacak peşin değerlendirmeler doğru bir sonuç ortaya çıkarmayabilir. Söz gelimi, farklı alanlarda faaliyet gösteren aile üyelerinin pay sahibi olduğu sermayeye katılmalı bir ortak girişim niteliğini haiz bir şirkette, her bir aile üyesinin temsil ettiği ticari kanat, ortak girişimin farklı bir ihtiyacını karşılıyor olabilir. Böyle bir durumda, payların aile üyeleri dışındaki üçüncü bir kişiye devri durumunda şirketin devre onay vermesi gerektiğini öngören bir esas sözleşmesel bağlam hükmü geçerli olabileceken; aile üyelerinin kimlerden oluştuğunun ve hangi pay devirlerinin şirket onayına tabi olacağının dahi muğlak olduğu bir bağlam hükmü, kuşkusuz TTK altında belirlenen rejimin gereklerini karşılamayacak ve dolayısıyla geçerli hüküm teşkil etmeyecektir.

ii. İşletmenin Ekonomik Bağımsızlığı

Esas sözleşmeyle öngörülebilecek bağlam hükümleri için önemli sebep teşkil edebilecek bir diğer unsur ise, pay sahipleri bileşiminin korunmasının, işletmenin ekonomik bağımsızlığının korunabilmesi için elzem olmasıdır¹³²⁴. Ekonomik bağımsızlık kavramının işaret ettiği temel husus, bir ortaklığın başka bir teşebbüsün veya topluluğun hakimiyeti altında olmaması ve işlerin idaresi ile ticari kararların

¹³²² Hanspeter Kläy, **Die Vinkulierung**, Theorie und Praxis im neuen Aktienrecht, Basel und Frankfurt am Main, 1997 (Aktaran: Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 122).

¹³²³ Türk hukukunda *Tekinalp*, İsviçre öğretisindeki tartışmanın aksine, bir aileye mensubiyet biçiminde getirilen bağlam hükümlerinin, “paysahipleri çevresinin net bir şekilde tanımlanmasına uygun” olmasından hareketle, kural olarak geçerli sayılacağını ifade etmektedir (bkz. *Tekinalp*, **Bağlam**, s. 46). *Tekinalp*’in değerlendirmesinin TMK m. 373 hükümleri çerçevesinde gerekçelendirmesinin eleştirisi için bkz. Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 55-56.

¹³²⁴ Defferrard *et. al*, **Développements récents en droit commercial IV**, s. 5.

alınmasında yalnızca kendi menfaatlerini göz önünde bulundurma kabiliyetini elinde bulundurmasıdır.¹³²⁵

İşletmenin ekonomik bağımsızlığına ilişkin sebepler de tıpkı işletme konusuna ilişkin sebepler gibi, sınırlı sayı kuralına tabi değildir; esas bakımından ekonomik bağımsızlıkla bağdaştırılabilecek ve objektif olarak gerekçelendirilebilecek birçok somut örnek, bu kapsamda değerlendirilebilir.¹³²⁶ Bununla birlikte, söz konusu önemli sebebe ilişkin örnekler, genel olarak, rakiplere ilişkin klozlar, pay sahipliğinde oransal veya sayısal sınırlamalar ile şirketler topluluğu ilkeleri çerçevesinde kontrol değişikliği yaratacak pay devirlerinin şirket denetimine tabi tutulması biçiminde tezahür etmektedir.¹³²⁷ Rakiplere ilişkin bağlam klozları hem işletme konusuna hem de ekonomik bağımsızlığa ilişkin sebepler bakımından benzerlik göstermektedir. Zira rakiplerin ortaklık bünyesine dahil olmasının doğrudan ortaya çıkartacağı ilk sonuç, işletmenin ekonomik bağımsızlığının tehlikeye girmesi iken, bu durumun yaratacağı ikincil sonuç ise, şirketin işletme konusunun gerçekleşmesine yönelik ortaya çıkabilecek engellerdir. Bu bakımdan, rakip klozlarına ilişkin bir üst başlıkta yapılan açıklamalar¹³²⁸, genel manada, işletmenin ekonomik bağımsızlığına ilişkin sebepler bakımından da geçerlidir. Tıpkı bir rakibin ortaklık faaliyetleri üzerinde söz sahibi olmasının ortaklığın işletme konusunu gerçekleştirmesini sekteye uğratacağı gibi, aynı durum işletmenin ortaklık menfaatlerini gözeterek biçimde kararlar almasını ve faaliyet yürütmesini engelleyeceğinden, ekonomik olarak bozucu bir etki ortaya çıkaracaktır.

Ekonomik bağımsızlığın korunmasında anahtar kavram, oy haklarının ve/veya yönetim kontrolünün üçüncü kişilerin eline geçmesi durumunun şirketin denetimine tabi tutulmasıdır. Bu çerçevede, başvurulabilecek yollardan bir tanesi, esasen TTK m. 495, f.1 hükmünde payları borsada işlem gören şirketler bakımından getirilmiş bir yöntem olan, esas sermayenin belirli bir oranın üzerine tekabül eden pay edinimlerinin, şirketin onayına tabi tutulmasıdır.¹³²⁹ Payları borsada işlem görmeyen şirketler bakımından da bu şekilde oransal ve sayısal bir kriter belirlenmesi yoluyla bağlam

¹³²⁵ Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 290; Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 79-80.

¹³²⁶ Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 81.; Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 267.

¹³²⁷ Tekinalp, **Bağlam**, s. 47.

¹³²⁸ Bkz. İkinci Bölüm, III/F/3/a/i.

¹³²⁹ Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 314.

hükmü getirilmesi mümkündür. Fakat kuşkusuz getirilen oransal sınırlanmanın işletmenin ekonomik bağımsızlığını korumak için gerekli ölçüde olması gerekir.¹³³⁰ Başka bir ifade ile, sınırlama getirilen oran, ancak şirketin oy ve/veya yönetim kontrolünün değişmesini etkileyen eşiğe göre belirlenirse, bağlam kuralları açısından önemli bir sebep oluşturur. Aksi takdirde, ölçülük ilkesine uygun olmayacak biçimde getirilen oransal sınırlamalar, bağlam hükümleri bakımından önemli sebep teşkil etme kriterini sağlamayacaktır.¹³³¹ Bu çerçevede söz konusu orana ilişkin eşik için, mutlak sayılar belirlenmesi mümkün değildir. Zira bir ortaklıkta, ekonomik bağımsızlığı etkileyebilecek oran pay sahipliği haklarındaki dağılıma göre söz gelimi yüzde on veya yüzde elli bir olabilir. Dolayısıyla, herhangi bir oransal eşik, ekonomik bağımsızlığın korunması için gerekli olandan daha düşük tespit edilmediği sürece, bu kapsamda cevaz verilen bir önemli sebep olarak öngörülebilir.¹³³²

İşletmenin ekonomik bağımsızlığına hanel getirebilecek durumlardan bir diğeri ise, ortaklığın başka bir şirketler topluluğu bünyesine girmesidir. Şirkette gerçekleşecek bir pay devri neticesinde, söz konusu şirketin başka bir teşebbüs ile arasında hakimiyet ilişkisi kurulması ve yavru şirket niteliğini kazanması durumunda, şirketin salt kendi menfaatlerini göz önünde bulundurarak bağımsız karar alma kabiliyetinin sekteye uğrayacağını karine olarak kabul etmek mümkündür.¹³³³ Dolayısıyla, böyle bir durumun söz konusu olduğu durumlarda, şirkete pay devrine onay verilmesi konusunda takdir yetkisi tanınması suretiyle bağlam hükmü tesisi mümkündür. Ancak, şirketler topluluğuna dahil olunması durumunda ekonomik bağımsızlığın zarar görmesi ihtimali, aksi kanıtlanabilecek bir karinedir. Dolayısıyla çoğu durumda salt ortaklığın kontrol yapısında bir değişiklik olması, bağlam hükümleri bakımından doğrudan önemli bir sebebin ortaya çıkması sonucu doğurmayacaktır.¹³³⁴ Şirketler topluluğuna dahil olma durumuna ilişkin tesis edilecek bağlam hükümlerinde, belirleyici kriter, bu işlem sonucunda şirketin ekonomik bağımsızlığının tehlikeye düşüp düşmeyeceğine ilişkin yapılacak değerlendirmedir. Bu değerlendirme sonunda, şirketin devre onay vermemesine ilişkin makul bir gerekçe

¹³³⁰ Uzel, *Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam*, s. 270.

¹³³¹ Bozkurt, *Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)*, s. 101.

¹³³² Sevi, *Anonim Ortaklıkta Payın Devri*, s. 292.

¹³³³ Bozkurt, *Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)*, s. 108.

¹³³⁴ Sevi, *Anonim Ortaklıkta Payın Devri*, s. 293.

ortaya çıkıyorsa, bu durumda pay devrinin kısıtlanmasına ilişkin şartların meydana geldiği sonucuna varmak mümkün olacaktır.¹³³⁵

b. Kaçış Klozu (*Escape Clause*)

TTK düzeninde baskın olan payın serbestçe devredilebilirliği ilkesi çerçevesinde, nama yazılı paylara ilişkin bağlam hükümleri getirilebilmesinin eTK'daki rejime göre çok daha sıkı kurallara bağlandığından bahsetmiştik. Bununla birlikte, *önemli sebep* kavramıyla iç içe fakat alternatif bir izlekte düzenlenen ve öğretide kaçış klozu.¹³³⁶ olarak adlandırılan mekanizma, söz konusu sıkı rejimi yumuşatan ve bağlam rejimine esneklik getiren bir niteliği haizdir.¹³³⁷ Kaçış klozunun temelde işaret ettiği işlev, bir pay devrinde, şirketin payları gerçek değeri üzerinden satın almayı, devredene önererek pay devrine onay vermekten kaçınabilme imkanındır.¹³³⁸ Kaçış klozunun kullanılabilmesi için gerekli ve yeterli koşul, nama yazılı payların devrinin, esas sözleşme ile şirket onayına tabi tutulmuş olmasıdır. Fakat önemli sebep göstererek pay devrine onay vermekten kaçınmanın aksine, onaydan kaçınmak için herhangi bir gerekçe gösterilmesi gerekmez.¹³³⁹ Bu yönüyle kaçış klozu ilk bakışta kanuni bir red sebebi olarak değerlendirilebilirse de aslında esas sözleşmesel bir bağlam kuralı niteliğini haizdir. Zira esas sözleşmenin pay devrinde şirket onayı gerekliliğine ilişkin bir hüküm içermesi şarttır.¹³⁴⁰

Kaçış klozunun kullanılma şartlarını temel olarak şu şekilde belirlemek mümkündür: İlk olarak payların borsada işlem görmeyen nitelikte olması gerekmektedir. Zira borsada işlem gören (borsaya kote) paylar için öngörülen bağlam rejimi daha farklıdır bu kaçış klozu veya buna benzer bir mekanizma bu rejim içinde yer almamaktadır.¹³⁴¹ İkinci koşul, bir üst paragrafta belirtildiği gibi, ana sözleşmede pay devrini şirket onayına tabi tutan bir hükmün yer almasıdır.¹³⁴² Kaçış klozuna başvurabilmek için ilgili bağlam hükmünde öngörülen nedenlere dayanmak gerekli

¹³³⁵ Akın, *Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler*, s. 66.

¹³³⁶ İng. *escape clause*, Fr. *offre de reprise* veya *clause échappatoire*.

¹³³⁷ Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi II (2014)*, s. 1629; Bozkurt, *Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)*, s. 137.

¹³³⁸ Tekinalp, *Bağlam*, s. 47.

¹³³⁹ Akın, *Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler*, s. 78; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi II (2014)*, s. 1629; Uzel, *Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam*, s. 307.

¹³⁴⁰ Uçar, *Önalım ve Öncelik Hakları*, s. 213.

¹³⁴¹ Sevi, *Anonim Ortaklıkta Payın Devri*, s. 295.

¹³⁴² Yüksel, *Borsaya Kote Edilmemiş Bağlı Nama Yazılı Payların Devrinde Şirketin Alım Önerisinde Bulunarak Onay İstemini Reddetme Hakkı (Kaçış) Klozu*, s. 168.

değildir¹³⁴³. Bununla birlikte, hangi durumlarda kaçış klotuna başvurabileceğinin belirlenmesi ve bu imkânın kullanılmasına ilişkin koşulların somutlaştırılması için esas sözleşmede açık hükümlere yer verilmesi mümkündür. Hatta bu durumun uygulamadaki öngörülebilirliği ve belirliliği arttırması bakımından faydalı olacağını ifade etmek gerekir¹³⁴⁴. Esas sözleşmede yer verilecek bu tür hükümlerin tesisinde eşit işlem ilkesine, yönetim kurulunun uhdesindeki özen yükümüne ve hakkın kötüye kullanılması yasağına uygun biçimde hareket edilmesi elzemdir¹³⁴⁵. Kaçış klotunun kullanılmasında takip edilmesi gereken bir başka usul ise, şirketin pay devrine ilişkin bildirimi¹³⁴⁶ aldıktan sonra üç aylık süre içinde, payları kendi, diğer pay sahipleri veya bir üçüncü kişi hesabına, gerçek değeri üzerinden satın almak için şartsız ve geri dönülemez bir teklifte bulunmasıdır¹³⁴⁷. Ana hatlarıyla bu adımlar izlendikten sonra, paylarını devretmek isteyen pay sahibi, ya şirketin teklifini kabul ederek pay sahipliğinden ayrılacak ya da bu teklifi reddederek şirketin pay devrine onay vermekten kaçınması sonucu şirkette pay sahibi olarak kalmaya devam edecektir¹³⁴⁸.

Şirketin kaçış klotuna başvurması ve payları kendisi veya üçüncü bir kişi hesabına satın almayı teklif ederek devre onay vermekten kaçınması durumunda, payların, bedel de dahil olmak üzere, hangi koşullarda satın alınacağına ilişkin kriterler kanunda açık ve net biçimde ortaya konmuş değildir. Kanun metninde payların gerçek değeri üzerinden satın alınacağına ilişkin bir düzenleme mevcut ise de kanaatimizce, gerçek değer kavramının dayanacağı parametreler ve kriterler muğlaklıktan uzak bir

¹³⁴³ Karasu, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Nama Yazılı Payların Devrinin Sınırlandırılması**, s. 137.

¹³⁴⁴ Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 214.

¹³⁴⁵ Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 79 vd. Dürüstlük kuralı çerçevesinde hakkın kötüye kullanılma yasağına ilişkin bkz. Akyol, **Dürüstlük Kuralı ve Hakkın Kötüye Kullanılması Yasağı**, İstanbul: Filiz, 1995, s. 19 vd.

¹³⁴⁶ *Pulaşlı*, kaçış klotu uygulamasında, pay devrinin önemli bir sebebe istinaden reddedilmesi arasında onay vermeme kararının zamanlaması bakımından bir fark olduğunu ifade etmektedir. Şöyle ki, önemli sebebe dayanarak pay devrine onay verilmemesi durumunda, pay senedi satıp devredildikten sonra yeni malikin şirkete başvuru yaptığını ve şirketin paylar satılıp devredildikten sonra onay vermeme yetkisini kullandığını; fakat kaçış klotunda paylar henüz satıp devredilmeden şirketin bir alım teklifinde bulunup devre onay vermemeyi seçtiğini ileri sürmektedir (bkz. *Pulaşlı*, **Şirketler Hukuku Şerhi II (2014)**, s. 1628-1629). Kanaatimizce ilgili kavramları düzenleyen TTK hükümlerinin lafzında böyle bir ayrıma ilişkin herhangi bir emare olmamakla birlikte, bölünme teorisinin terkedildiği ve yerine birlik teorisinin benimsendiği TTK sistematığında, bağlı nama yazılı paylar bakımından, henüz şirket onayı verilmeksizin payların satıp devredilmesinden bahsetmek mümkün değildir. Dolayısıyla, her iki durumda da şirketin pay devrine onay verme veya payları kendi veya başka bir kişi hesabına satın almayı önererek reddetmesinin, keyfiyetin şirkete bildirilmesi üzerine gerçekleştiğini kabul etmek gerekir (aynı yönde bkz. Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 145-146).

¹³⁴⁷ Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 311.

¹³⁴⁸ Mustaki / Schwab, **Les clauses statutaires relatives au transfert des actions de la société anonyme**, s. 271.

biçimde belirlenmedikçe, uygulamada çeşitli uyuşmazlıklar ortaya çıkması kaçınılmazdır.¹³⁴⁹

Öğretide genel olarak kabul gören yaklaşıma göre, madde hükmünde, yapılacak öneriye ilişkin esaslı unsurlar, devre konu paylar ve ödenecek bedel olmak üzere kanunkoyucu tarafından belirlenmiş durumdadır.¹³⁵⁰ Bu çerçevede, gerçek değer teorik olarak belirlenebilir bir değişken olan piyasa değeriyle paralel olarak, hatta ona özdeş biçimde işlemin esaslı unsurlarından birisini teşkil etmesi mümkün olabilir. Fakat, çoğunlukla ne piyasa değeri ne de aynı doğrultuda gerçek değer, tamamen objektif kriterler ışığında, herkesin tartışmasız üzerinde mutabık kalacağı bir tutarı ifade eder. Pay sahibinin üçüncü bir kişi ile payların devri için yürüttüğü görüşmelerde, diğer bir ifade ile pazarlıklarda, alıcının pay iktisabı konusundaki risk iştahı, işlem den beklediği menfaatler ve benzer subjektif kriterlere bağlı olarak, piyasa değeri ya da gerçek değer olarak nitelendirilen değere göre çok daha yüksek bir bedel ödemeye istekli olması sonucunu doğurabilir. Zira gerçek değer, çeşitli farklı metodolojiler¹³⁵¹ kullanılarak hesaplanan ancak son tahlilde, paylara ilişkin değer skalası bir çan eğrisi biçiminde düşünülecek olursa, bu eğrinin orta noktasına ulaşmayı hedefleyen bir yaklaşımın uygulanması sonucu belirlenmektedir. Fakat pratikte devreden ve devralan arasında gerçekleştirilecek olan işlemin koşulları, zaman zaman bu skalanın farklı uçlarında yer alabilir.¹³⁵² Dolayısıyla, şirketin kaçış klozuna dayanarak onay vermekten kaçındığı bir işlem sonucunda, katı bir *gerçek değer* hesaplamasına dayanarak fiyatın belirlenmesi durumunda, pay sahibi açısından bir ikilem meydana

¹³⁴⁹ Miras yoluyla payların intikali durumunda şirketin, payları gerçek değeri ile almayı önererek pay intikalini pay defterine işlemekten kaçınması durumunda, payların gerçek değerinin hesaplanmasında göz önünde bulundurulacak kriterler ve kaçış klozuna ilişkin gerçek değer kavramıyla bağlantısı hakkında bkz. UZEL Necdet, “**Nama Yazılı Payların Satın Alma Teklifinde Bulunma Hakkına Konu Olması Halinde Gerçek Değer ve Faizin Tespiti ile Kar Payının Mahsup Edilmesine Dair İlkeler**”, Prof. Dr. Ersin Çamoğlu’na Armağan, C.71, S.2, 2013, s. 555-561; Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 154 vd. Anonim şirkette haklı nedenle fesih hükümlerinin alternatifi olarak azlığın ortaklıktan çıkarılması durumunda, gerçek değer hesaplanması ile ilgili tartışmalar için bkz. VEZİROĞLU Cem, “**Buy-Out of the Oppressed Minority’s Shares in Joint Stock Companies: A Comparative Analysis of Turkish, Swiss and English Law**”, European Business Organization Law Review, C: XIX, S: 3, 2018, s. 535 vd.

¹³⁵⁰ Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 156; Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II (2014)**, s. 1630; Tekinalp, **Bağlam**, s. 49; Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 299.

¹³⁵¹ Özellikle kaçış klozu bağlamında gerçek değer hesaplanması bakımından öngörülen çeşitli kriterler ve yaklaşımlar ile konuya ilişkin İsviçre uygulamasının değerlendirilmesi için bkz. Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 96 vd.; Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 318 vd.

¹³⁵² Örneğin şirketin faaliyet gösterdiği sektörde, değerlemeler bakımından esas alınan ortalama EBITDA çarpanının (x) olduğu bir senaryoda, somut işlemde alıcı taraf (1,5x) çarpanıyla payları devralmayı kabul etmiş olabilir.

gelmesi söz konusudur: Bu durumda pay sahibi ya şirket tarafından yapılan öneriyi kabul edip aslında üçüncü kişiye devredebileceği bedelin altında bir fiyatla paylarını devredecek ya da öneriyi kabul etmeyecek ve şirketten ayrılma imkanından mahrum kalmış olacaktır. Bu tür bir yaklaşımın anonim ortaklıkta payın devredilebilirliği ilkesine aykırılık teşkil etmesi ve özellikle TTK m. 493, f. 7 hükümleriyle, normatif olarak da çelişki yaratabileceği gözden kaçırılmamalıdır. Bu çerçevede, kanaatimizce kaçış klozunun kullanılmasında dikkate alınacak olan gerçek değer bakımından, şirketin yapacağı teklifte, onay verilmeyen işleme ilişkin bedelin de göz önünde bulundurulduğu bir yapı, mekanizmanın işleyişi bakımından çok daha yerinde bir düzenleme teşkil ederdi. Örneğin, gerçek değer belirlenmesinde, onay verilmeyen pay devrine ilişkin bedel ile mahkeme tarafından tespit edilen gerçek değerden yüksek olanın kullanılmasına dayanan bir yaklaşımın benimsenmesi hem kanunun öngördüğü amaçlar hem tarafların menfaatlerinin korunması bakımından daha uygun olurdu. Nitekim kaçış klozu bağlamında başvurulacak *gerçek değer* kavramı, ne şişirilmiş bir fiyat üzerinden payların devrine sebep olarak şirketi suistimal aracı olarak kullanılabilmesi ne de pay sahibinin elindeki hisselerin şirket tarafından *içsel değerinin*¹³⁵³ (*intrinsic value*) altında bir bedelle devralma imkânı sağlamalıdır¹³⁵⁴.

Bununla birlikte, taraflar arasında anlaşılan bedelin, gerçek değer kavramının bileşenlerinden biri olarak belirlenmesinin birtakım sakıncalar yaratmasının da mümkün olduğunu ifade etmek gerekir. Örneğin, potansiyel alıcı ile satıcı arasında, adeta bir danışıklı dövüş çerçevesinde, şirketin payları için daha yüksek bir bedel ödemesini sağlamak amacıyla yüksek bir fiyat belirlenmesi veya bu biçimde etik olmayan bir saik bulunmasa bile, alıcının pay devri neticesinde oluşacak sinerjileri veya elde edeceği yönetim kontrolüne istinaden daha yüksek bir bedel ödemeye istekli olması durumunda, şirketin kaçış klozunu kullanması, şirketin menfaati hilafına bir durum oluşturabilir¹³⁵⁵. Bu durumlardan ilkinin önlenmesi için etkili araçlardan birisi, tıpkı öncelik hakları veya birlikte satma veya birlikte satışa zorlama haklarında olduğu gibi dürüstlük kuralından kaynaklanan teklifin ve alıcının *bona fide* niteliğinin

¹³⁵³ Tekinalp, **Bağlam**, s. 49, dn. 6.

¹³⁵⁴ Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 96; Yüksel, **Borsaya Kote Edilmemiş Bağlı Nama Yazılı Payların Devrinde Şirketin Alım Önerisinde Bulunarak Onay İstemini Reddetme Hakkı (Kaçış) Klozu**, s. 202.

¹³⁵⁵ Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 95. Ayrıca bkz. STOFFEL Walter A. / VRACE Alexandra, “**Le droit des sociétés 2019/2020**”, *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier*, 2020, s. 325.

aranması gereğidir.¹³⁵⁶ Bu çerçevede, kaçış klozunun kullanılmasında ödenecek bedelin belirlenmesinde kullanılacak kriterlerin esas sözleşmede ortaya konulması ve/veya örneğin belirli bir formüle göre belirlenecek *gerçek bedel* ile tarafların üzerinde anlaştığı bedelin ortalamasının alınması gibi yöntemlerin benimsenmesi yoluna gidilebilir.¹³⁵⁷

Kaçış klozunun kullanılması, bir bakıma şirket açısından paylara ilişkin bir önalım hakkı tanınması anlamına gelmektedir.¹³⁵⁸ Zira, pay sahiplerinden birinin pay devri gerçekleştirmeye yönelik girdiği bir işlemin şirkete bildirilmesi üzerine tetiklenen bu kloz, şirkete tek taraflı bir beyanla ve payların *gerçek bedelini* ödemek suretiyle kullanabildiği yenilik doğuran hak niteliğinde bir önalım hakkı olarak nitelendirilebilir.¹³⁵⁹ Bununla birlikte, söz konusu önalım hakkı, eşya hukuku bağlamında pay sahibinin iradesi hilafına payların elinden alınması yönünde bir düzenleme getirmemektedir; ortaklığa yalnızca payın satın alınması yönünde bir teklif götürülmesi imkânı getirmektedir. Nitekim söz konusu klozun işletilmesi bir pay devri ile tetiklendiği için, ortaya çıkan durum ile öncelik hakkı uygulaması arasında bir benzerlik kurulması da mümkündür.¹³⁶⁰

Son olarak, kaçış klozu bağlamında şirketin payları kendi, pay sahipleri veya bir üçüncü kişi hesabına satın alma yetkisine değinmek gerekir.¹³⁶¹ Şirketin kaçış klozuna dayanarak kendi hesabına pay iktisap etmesi durumunda, ortaya çıkan temel mesele, söz konusu işlemde TTK m. 379 vd. hükümlerde yer alan, şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin sınırlamaların uygulanıp uygulanmayacağıdır.¹³⁶² Bu konuda öğretide temel olarak iki görüş mevcuttur. TTK Gerekçe metni ile aynı doğrultuda olan bu görüşlerden ilki uyarınca TTK m. 493 kapsamında şirkete verilen yetki, TTK m. 379, f. 1 hükmüne yasal bir istisna teşkil etmektedir ve bu bakımdan şirketin kendi

¹³⁵⁶ Bkz. İkinci Bölüm, III/E/2. Bu niteliğin araştırmasında, TMK m. 2 ve m. 3 hükümlerinin uygulanması ve yorumlanmasında başvurulacak yaklaşımın kullanılması gerekecektir.

¹³⁵⁷ Karş. Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 191. *Yazar*, kanaatimizce isabetli olarak, kaçış klozuna temel teşkil edecek bedelin belirlenmesine ilişkin ölçütlerin esas sözleşmede düzenlenmesi durumunda, bu bedelin payların gerçek değerinden yüksek olmasının eşit işlem ilkesine aykırılık oluşturabileceğini ve bu nedenle bu yöntemle mesafeli yaklaşılması gerektiğini ifade etmektedir. Ancak *Yazarın* da belirttiği üzere, burada ulaşılmak istenen esas amaç, pay sahibinin paylar bağlı olmasaydı devir sonucunda elde edeceği ekonomik duruma, kaçış klozunun kullanılması sonucunda da erişmesidir ve esas sözleşmede bedelin belirlenmesine ilişkin düzenlemeler, bu temel ilkeye dayandığı sürece, bağlam rejimiyle uyumlu sayılabilecektir.

¹³⁵⁸ Tekinalp, **Bağlam**, s. 48.

¹³⁵⁹ Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 147.

¹³⁶⁰ Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 147.

¹³⁶¹ Trindade, **Droits d’emption dans les statuts d’une SARL**, s. 678.

¹³⁶² Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 329.

paylarını iktisabı konusundaki kısıtlamalar, bu kapsamda yapılan iktisaplara uygulanmamalıdır.¹³⁶³ Hatta *Tekinalp*, öğretide bu görüşü savunan yazarlardan bir adım daha ileri giderek, pay bedelinin ödenmesinde serbest yedek akçelerden yararlanmanın şart olmadığını, şirketin dış finansman yoluyla (“*bankadan kredi sağlayarak*”) da bu şartı yerine getirebileceğini ifade etmektedir.¹³⁶⁴ Öğretideki karşıt görüşün taraftarları ise, esas itibarıyla TTK m. 379 hükümlerindeki sınırlamaların şirketin öz kaynaklarını, malvarlığını, alacaklıları ve genel anlamda tüm şirket paydaşlarının menfaatlerini korumak üzere getirilmiş olduğundan hareketle, kaçış klozu kapsamında yapılacak pay iktisaplarında da bu sınırlamalara uygun hareket edilmesi gerektiğini savunmaktadır.¹³⁶⁵

Kanaatimizce bu konuda hem TTK’da şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin kısıtlamaların *ratio legis*’ini hem de bu kısıtlamalarla kaçış klotunun etkileşimine ilişkin TTK Gerekçe metninde de temayüz eden kanunkoyucunun murat ettiği sonucu bağdaştıran amaçsal bir yaklaşım benimsemek uygun olacaktır. Buna göre, şirketin kendi paylarını devralmasına ilişkin kısıtlamaların temelini oluşturan, şirket özkaynaklarının, malvarlığının ve dolayısıyla şirketin tüm *paydaşlarının* (*stakeholder*) korunması amacı çerçevesinde *Tekinalp*’in önerdiği¹³⁶⁶ biçimde yeterli miktarda serbest yedek akçe bulunması kriterini göz ardı etmek ve gerekirse dış finansman yoluyla da kaçış klotu çerçevesinde pay iktisabının mümkün olduğunu kabul etmek, TTK m. 379 vd. hükümlerinin getirdiği rejimin esasını ihlal eden bir yaklaşım olacaktır. Kuşkusuz, şirketin özkaynakları, nakit akışı ve finansal yapısı uygun ise, bu şekilde pay iktisabının dış finansman yoluyla da yapılmasına prensip olarak bir engel bulunmaması gerekir. Sonuç olarak her şirketin nakit akışının yönetimi, ekonomik risklere ilişkin aldığı önlemler (*hedging*) ve finansal yapısının yönetilmesi farklılık arz edebilir. Dolayısıyla, güçlü bir finansal yapıya sahip olan bir şirketin kural olarak bazı ihtiyaçları için dış finansman kaynakları kullanması doğaldır. Fakat zaten finansalları iyi durumda olmayan, tabir caizse, borca batık durumda olan bir şirketin kaçış

¹³⁶³ AYOĞLU Tolga, “Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmeleri ve Karşılıklı Katılmalar Meselesi”, İsviçre Borçlar Kanunu’nun İktisabının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku’nun Türk Ticaret Kanunu’na Etkileri, İstanbul: Vedat, 2009, s. 541-542; Altay, **Bağlam**, s. 604; Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 86 vd..

¹³⁶⁴ Tekinalp, **Bağlam**, s. 49.

¹³⁶⁵ Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 403; Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II (2014)**, s. 1629; Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 168. Şirketin kendi paylarını iktisabı ile özkaynakların korunması arasındaki ilişki bakımından bkz. Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 71 vd.; Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 332 vd.

¹³⁶⁶ Bkz. dn. 1364.

klozundan faydalanmak için daha fazla borç altına girebileceğini ve bu kapsamda getirilen kanuni sınırlamalardan arı olduğu yönündeki değerlendirme, kanaatimizce kanunun *ratio legis* ile uyumlu değildir.¹³⁶⁷ Bununla birlikte kaçış klozuna dayanarak şirketin yapacağı pay iktisaplarında, genel kurulun yetkilendirmesini aramanın gerekli olmayacağını düşünüyoruz. Nitekim hem kaçış klozunun kullanılmasında hem de şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin kısıtlamalar bakımından şirketin farklı menfaatlerini koruma amacı mevcuttur. Pay iktisabına ilişkin kısıtlamaların korumayı amaçladığı menfaatler şirketin özkaynakları, mali yapısı ve alacaklıların korunması yoluyla tüzel kişiliğe güvendir. Kaçış klozu ise şirketin yabancılaşmasını ve kendine özgü niteliklerini kaybetmesini önlemek üzere öngörölmüş bir araçtır.¹³⁶⁸ Farklı menfaatlerin yarıştığı bu ikilem çerçevesinde, TTK m. 381 hükmünde de yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi amacıyla yapılan iktisaplarda bu usuli koşulun aranmayacağı açıkça ifade edilmiştir. Dolayısıyla, kanaatimizce, TTK m. 379 vd. hükümlerindeki kısıtlamalar, kaçış klozu yoluyla yapılacak pay iktisaplarında uygulanmamalıdır.

Kaçış klozu ve opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların etkileşiminde, iki kavramın uygulamasının temel yakınsama noktası ise, payların pay sahipleri veya üçüncü kişi hesabına iktisabı durumudur. Zira bu yolla, söz konusu hakların esas sözleşmede düzenlendiği fakat oluşturdukları korporatif etkinin tartışmalı olduğu durumlarda, hak sahibi lehine kaçış klozuna başvurulması ve hak sahibinin hesabına pay iktisap edilmesi yoluyla, haklara *de facto* bir korporatif etki kazandırılması mümkün olabilir. Ayrıca, iktisabın şirket hesabına değil de hak sahibi hesabına yapılması durumunda, şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin kısıtlamalar da uygulanmayacağı için¹³⁶⁹, bu durum taraflara geniş bir manevra alanı sağlar. Bir sonraki başlıkta, söz konusu hakların bağlam kurallarıyla etkileşimi ele alınırken, yeri geldiğinde kaçış klozuna bu amaçla başvurulmasının koşulları ve sonuçlarına da yer verilecektir.

¹³⁶⁷ Aynı yönde bkz. Bozkurt, *Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)*, s. 168-169.

¹³⁶⁸ Bkz. TTK Gerekçe m. 493, f. 1; Yüksel, *Borsaya Kote Edilmemiş Bağlı Nama Yazılı Payların Devrinde Şirketin Alım Önerisinde Bulunarak Onay İstemini Reddetme Hakkı (Kaçış) Klozu*, s. 161.

¹³⁶⁹ Bozkurt, *Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)*, s. 174; Akın, *Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler*, s. 93.

4) Esas Sözleşmesel Bağlam Hükümleri ile Opsiyon Hakları ve Pay Devrinde Özellik Arz Eden Hakların Etkileşimi

a. Önemli Sebep Kavramı ile Hakların Etkileşimi

Önemli (haklı) sebep kavramı, nama yazılı payların devrinin şirket ve dolaylı olarak diğer pay sahiplerinin onayına tabi hale getirilebilmesi için esas parametreyi teşkil etmektedir. Başka bir ifade ile, esas sözleşmede geçerli bir biçimde bağlam hükmüne yer verilebilmesi için, pay devrine onay verilmemesine dayanak teşkil edecek gerekçelerin, kanunda belirlenen esaslar çerçevesinde esas sözleşmede gösterilmiş olması gerekmektedir. Bu bakımdan, TTK'daki mevcut bağlam rejiminin temel unsurlarının belki de en önemlisi, önemli sebep kavramıdır.

Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar, içkin olarak payın devri mefhumuyla adeta bütünleşmiş durumdadır; zira bu hakların uygulanması ve etkin hale gelmesi, ya pay devir işlemlerini tetiklemekte (örn. alım veya satma hakkı) ya da pay devir işlemleri ile tetiklenmektedir (örn. öncelik hakları, birlikte satma hakkı, birlikte satışa zorlama hakkı). Dolayısıyla söz konusu hakların, bağlama dayanak teşkil eden önemli sebep kavramı çerçevesinde değerlendirilmesi ve paya bağlanan bu tür bir hakkın pay devrinin şirket onayına sunulması için bir gerekçe oluşturup oluşturmayacağı hem teori hem de uygulama bakımından yanıtı kritik bir sorudur.

TTK'daki bağlam rejiminde önemli sebep kavramının, pay sahipleri çevresinin bileşimine ilişkin olmak kaydıyla şirketin işletme konusu veya işletmenin ekonomik bağımsızlığı ile ilişkili gerekçeleri ifade etmesine ilişkin yaklaşımımız, bu eksende öğretilde yapılan değerlendirmelerle birlikte ortaya konulmuştu.¹³⁷⁰ Bu minvalde, salt pay sahipleri çevresinin bileşiminin korunmasını hedefleyen bir gerekçenin bağlam hükmüne dayanak teşkil edecek bir önemli sebep olarak öngörülemez olması, ilk bakışta opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların bir bağlam hükmü çerçevesinde maddi esas sözleşme hükmü olarak düzenlenemeyeceği gibi bir sonuç ortaya çıkarabilir. Fakat, hem söz konusu haklara ortaklıklar hukuku uygulamasında yaygın olarak başvurulmasına ilişkin pratik ve ekonomik temeller hem de bu temellerin işaret ettiği işlev göz önünde bulundurulduğunda, hakların yalnızca pay sahipleri bileşiminin korunması ile ilgili

¹³⁷⁰ Bkz. İkinci Bölüm, III/F/3/a.

olmadığı, aynı zamanda işletmenin amacı ve/veya ekonomik bağımsızlığı ile de yakından ilgili olabileceği görülecektir.

Söz konusu haklara, hemen her zaman, anonimlik özelliğinden ziyade pay sahiplerinin kişisel özelliklerinin¹³⁷¹ şirket işleyişi bakımından önemli etkiyi haiz olduğu, sermayeye katılmalı ortak girişim biçiminde örgütlenmiş ve nispeten az sayıda pay sahibi bulunan ortaklıklarda başvurulmaktadır. Bu durum şirketin, dogmatik olarak öngörülen anonimlik özelliği, yani pay sahiplerinin yalnızca sermaye koyma borcunu yerine getiren ekonomik unsurlar olarak kabul edildiği bir yapı anlayışı ile çelişki içinde görünebilir. Fakat günümüzde birçok anonim ortaklığın hem yapısal hem de idari olarak biçimlenmesinde, pay sahiplerinin kişisel özelliklerinin önemli rol oynadığı yadsınamaz bir gerçektir.¹³⁷² Bu bakımdan, söz konusu özellikleri haiz ortaklıklarda, pay sahipleri çevresinin korunması konusunun çoğu durumda kendiliğinden şirketin işletme konusu ve şirketin ekonomik bağımsızlığı ile iç içe geçtiği ve bu çerçevede bir önemli sebep oluşturabilmesi imkânı belirgin bir biçimde ortaya çıkmaktadır.

Uygulamada, sermayeye katılmalı ortak girişim biçiminde kurulan ve payları üzerinde opsiyon hakları ve/veya pay devrinde özellik arz eden diğer haklara yer verilen birçok anonim ortaklık, aynı zamanda kurucu sıfatını da haiz olan pay sahipleri tarafından, bir *affectio societatis*.¹³⁷³ çerçevesinde adeta *ısmarlama* (*tailor-made*) esaslar ve hükümler çerçevesinde teşkil edilmektedir. Bu çerçevede, pay sahiplerinin bu yapıyı oluşturmaktaki saikleri ve aynı zamanda bir bakıma *affectio societatis* unsurunun da bir parçası olan şirketin işletme konusunun gerçekleştirilmesi, bu ortaklığın temel unsurları olan pay sahiplerinin kimliğinden ve kişisel özelliklerinden bağımsız değildir. Öğretide konsensus ile bağlam rejiminde önemli sebeplerden

¹³⁷¹ Teoman, **Payları Öncelikle Alım Hakkı**, s. 144.

¹³⁷² Uygulamada halka açık ortaklıkların diğerlerine oranla çok daha az sayıda olması da göz önünde bulundurulduğunda, anonim ortaklık çatısı altında faaliyet gösteren işletmelerin bazı durumlarda, kurucuların / pay sahiplerinin ticari faaliyetlerini tüzel kişilik perdesi ardında yürütebilme amacı doğrultusunda kurulduğunu ifade etmek mümkündür. Bu tür ortaklıklarda, pay sahiplerinin kişisel özelliklerinin önem arz etmediği argümanını savunmak oldukça güçtür. Özellikle tek kişilik anonim ortaklıklarda, bu biçimde bir örgütlenme yapısıyla daha sık karşılaşmak mümkündür.

Nitekim Anglo-Amerikan hukukunda 20. yüzyılın başlarından, 1902 tarihli bir içtihatla belirtildiği üzere “[...] bir şirketin payları yalnızca malvarlığı teşkil etmeyip aynı zamanda bir ortaklığa ilişkin, teknik anlamı aşacak biçimde, kişisel bir ilişki tesis eder. (...) Dolayısıyla tıpkı bir işletmede olduğu gibi bir şirkette de kişinin ortaklarını seçmesi bakımından temel bir hakka sahip olduğuna önemli bir itiraz getirmek mümkün değildir” (bkz. CATALDO Bernard F., “**Stock Transfer Restrictions and the Closed Corporation**”, Virginia Law Review, C. 37, S. 2, Şubat 1951, s. 230).

¹³⁷³ Bkz. İkinci Bölüm, III/C/3/b.

olduğu kabul edilen, pay müktesibinin mesleği ve kişisel durumu ile ilgili nitelikler, bahsedilen biçimde teşkilatlanmış ortaklıkların pay sahiplerinin kişisel niteliklerinden temelde farklı değildir. Örneğin doktorluk mesleğini yapan kişilerin kurduğu ve sağlık hizmetlerine ilişkin faaliyette bulunan bir ortaklıkta, payların üçüncü kişilere devrinin şirket onayına tabi olmasına ilişkin bağlam hükümlerinin caiz kabul edildiği gibi, spesifik bir alanda faaliyet göstermek üzere birkaç pay sahibinin kurduğu sermayeye katılmalı bir ortak girişimde de, payların devrine ilişkin çeşitli haklar öngörülmesi ve bu hakların hilafına yapılacak pay devirlerine ilişkin yönetim kurulunun onay vermeme hakkına sahip olması, bağlam rejiminin genel esasları ile çelişki içinde olmayacaktır.

Opsiyon hakları ve benzer hakların bağlamla ilişkisinin değerlendirilmesinde, bağlam için kullanılan aile klozları da faydalı bir karşılaştırma olanağı sağlar. Öğretide, belirli bir aileye mensup olanlar dışında kalan üçüncü kişilere yapılacak pay devirlerinin yönetim kurulu onayına tabi tutulduğu aile klozları, her ne kadar bu klozların bağlam rejimi içindeki işlevine ilişkin muhafazakâr bir yaklaşım benimsenmesi gerektiği ifade edilse de, bağlam kapsamında öngörülebilecek önemli sebeplerin tipik örneklerinden biri olarak gösterilmektedir.¹³⁷⁴ Özü itibarıyla bakıldığında, belirli bir aileye mensubiyetin şirketin işletme konusunun gerçekleştirilmesi ve/veya işletmenin ekonomik bağımsızlığının korunması bakımından pay sahipleri bileşiminin korunmasına dayanak oluşturan önemli bir sebep olarak nitelendirildiği, bu nitelemeye karşı çıkan yazarlarca dahi aile klozlarının bağlam sistemi içindeki yeri konusunda detaylı analizlerin yapıldığı göz önünde bulundurulduğunda.¹³⁷⁵, birkaç pay sahibinin spesifik bir amaç doğrultusunda bir araya geldiği bir ortaklıkta, tarafların murat ettiği pay sahipleri bileşiminin korunması saikinin evleviyetle bu kapsamda değerlendirilmesi gerekir. Zira belirli kişilerin bir aileye mensup olması ve bu mensubiyet sonucu bir ortaklıkta pay sahibi olmaları, çoğu zaman bu kişilerin tamamen inisiyatifi dışında gerçekleşmektedir. Bu bakımdan, ekonomik ve ticari bir perspektiften bakıldığında bu kişilerden oluşan pay sahipleri bileşiminin korunmasının bazı durumlarda şirketin işletme konusu ve/veya ekonomik bağımsızlığı bakımından esaslı bir önem arz etmeyeceği söylenebilir. Buna karşın, aralarında herhangi bir kan bağı bulunmamasına rağmen örneğin üç farklı pay sahibi

¹³⁷⁴ Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 53 vd.; Tekinalp, **Bağlam**, s. 45-46; Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 121 vd.

¹³⁷⁵ Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 259 vd.

tarafından kurulan bir anonim ortaklıkta, *affectio societatis* unsuru çok daha güçlü olabileceği gibi bu kişilerin şirketteki pay sahiplikleri de hem şirketin amacının gerçekleştirilmesi hem de işletmenin ekonomik bağımsızlığı bağlamında çok daha kritik bir önemi haiz olabilir.

Sonuç olarak kanaatimizce, anonim ortaklık payı üzerinde tanımlanan opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden hakların, bağlam hükümlerine ilişkin önemli sebep teşkil edemeyeceklerine ilişkin kategorik kabul yerinde bir yaklaşım değildir. Zira söz konusu hakların öngörülmesinin altında yatan nedenler, her zaman olmasa bile, çoğunlukla şirketin işletme konusu ve/veya ekonomik bağımsızlığı ile ilgili olabilir. Kuşkusuz ilgili esas sözleşme hükümlerinde, bağlam hükümleri ile söz konusu haklar arasındaki bağlantının açık bir biçimde kurulması gerekir. Böylelikle, ilgili hakların bağlama ilişkin hangi nitelikte ve biçimde red nedeni teşkil ettiğine dair kriterlerin belirgin ve objektif biçimde ortaya konulması elzemdir. Fakat belirtmek gerekir ki, bu gereklilikler yalnızca söz konusu haklar bakımından değil, bağlam hükümleri ve önemli sebeplerin tümü bakımından aranacak kriterlerdir.¹³⁷⁶. Dolayısıyla, gerekli kriterler karşılandığı sürece, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların bazılarının bağlam hükümleri kapsamında önemli sebep olarak belirlenmesinin mümkün olduğu kanaatindeyiz. Bu savımızı temellendirmek adına, bir sonraki alt başlıklarda öncelikle, kaçış klozunun nasıl söz konusu haklara anonim ortaklık düzleminde etki kazandırmak amacıyla kullanılabileceğine ilişkin açıklamalara yer verilecektir. Zira kaçış klozu ile haklar arasındaki etkileşim, önemli sebep kavramının doğrudan kapsamında bir konu olmasa da kaçış klozu bağlam rejiminde önemli bir yer tutmaktadır. Akabinde, tikel olarak hakların hem kaçış klozu kapsamında hem de bağlam hükümleri kapsamında önemli sebep mahiyetinde yer alması üzerinde durulacak; en son ise hakların bağlam hükümlerine entegre edilmesinin payın devredilebilirliği ve spesifik olarak TTK m. 493, f. 7 hükümleri ışığında etkisi tartışılacaktır.

b. Kaçış Klozu ile Hakların Etkileşimi

Önceki başlıklarda belirtildiği gibi¹³⁷⁷, esas sözleşmede bağlam hükümlerinin öngörülebilmesinin sıkı koşullara tabi kılındığı TTK'daki bağlam rejimi çerçevesinde, kaçış klozu, bu sıkı koşulların yerine gelmediği durumlarda, şirkete ve

¹³⁷⁶ Bozkurt, *Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)*, s. 68 vd.

¹³⁷⁷ Bkz. İkinci Bölüm, III/F/3/b.

dolayısıyla diğer pay sahiplerine, pay sahipleri çevresine ilişkin bileşimin korunması için esnek bir araç sağlamaktadır.¹³⁷⁸ Bu çerçevede söz konusu hakların, kaçış kloxunun sağladığı imkanlar marifetiyle ortaklık düzenine entegre edilmesi ve korporatif düzlemde de sonuç doğurması mümkün olmaktadır.

Şirketin kaçış kloxuna başvurabilmesi esas sözleşmede ayrıca bu yönde açık bir düzenlemenin yer alması gerekli olmadığından.¹³⁷⁹, kaçış kloxunun kullanımına ilişkin usul ve şartlar kanun hükümleri altında belirlenmiştir. Bu usul ve şartlar dairesinde, kaçış kloxunun kullanımı konusunda TTK'da benimsenen yaklaşımın, bağlama ilişkin rejimin katılığını dengeleyecek biçimde, şirket lehine liberal bir tutum olduğunu ifade etmek mümkündür.

Kanunda belirlenen bu çerçeve kapsamında, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer hakların kaçış kloxu ile etkileşiminde ortaya çıkabilecek sonuçlar neler olabilir? Kanaatimizce, söz konusu hakların temelinde pay sahipleri çevresi bileşiminin korunması düşüncesi bulunduğundan, kaçış kloxunun bu konuda şirkete ve dolaylı olarak diğer pay sahiplerine getirdiği esneklik ışığında, her iki kavramın birbiriyle uyumlu ve hatta birbirini tamamlayan nitelikler ortaya koyduğunu ifade etmek mümkündür. Zira, opsiyon hakları ile benzeri hakların bağlam kuralları çerçevesinde önemli sebep olarak belirlenmesinin mümkün olmadığı durumlarda, kaçış kloxunu temel alan esas sözleşme düzenlemeleriyle benzer bir sonuca ulaşmak mümkün olabilecektir. Bu durum ilk bakışta, kanunun kaçış kloxu için esas sözleşmede spesifik bir hükmün öngörülmesi koşulunu aramaması ile çelişkili görünebilir. Fakat, kanuni olarak şirkete kaçış kloxu ile bağlı nama yazılı payların devrini reddetmek konusunda neredeyse sınırsız bir yetki tanındığı bir düzlemde, bu yetkinin somut ve objektif kriterlere bağlandığı esas sözleşme düzenlemelerine yer verilebilmesi imkânı bulunmalıdır. Bu durum, “çoğun içinde az da vardır” (*maior ad minus*) biçiminde ifade edilen yorum kuralının doğal bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Nitekim kaçış kloxuna temel teşkil eden TTK m. 493, f. 1 hükmü, şirkete söz konusu payları yalnızca kendi hesabına.¹³⁸⁰ satın alabilme imkânı değil aynı zamanda diğer pay sahipleri ya da üçüncü kişiler hesabına da satın alabilme imkânı

¹³⁷⁸ Tekinalp, **Bağlam**, s. 48; Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 139.

¹³⁷⁹ Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 77.

¹³⁸⁰ Şirketin kendi payını iktisabına ilişkin kısıtlamaların kaçış kloxuna uygulanabilirliği konusunda bkz. İkinci Bölüm, III/F/3/b.

tanımıştır. Burada opsiyon hakları ile diğer benzer haklar bakımından anahtar kavram diğer pay sahipleri hesabına da payları satın almayı teklif edebilme yetkisidir. Nitekim, kaçış klozu bu şekilde uygulandığında, şirketin alım teklifini kendi hesabına yapması durumunda TTK m. 379 vd. hükümleri çerçevesinde gündeme gelen kısıtlamalar söz konusu olmayacaktır.¹³⁸¹ Böylelikle bir pay sahibine alım konusunda bir öncelik hakkı veya yenilik doğuran hak tanıyan hakların etkin biçimde icra edilmesi, kaçış klozu marifetiyle şirket tarafından sağlanabilecektir.

Bu çerçevede, bir anonim ortaklığın esas sözleşmesinde söz konusu hakların kaçış klozu usulleri ile desteklendiği hükümlere yer verilmesi durumunda, hem hakların uygulaması kanunda belirlenen esas sözleşmesel bağlam rejimiyle uyumlu olacak hem de esas sözleşmesel etkisi tartışmalı olan hakların icra edilebilirliği, bağlam hükümleriyle güçlendirilmiş olacaktır. Bu tür esas sözleşme düzenlemeleri yapılırken, özellikle kaçış klozu ile ilgili hakkın birbiriyle entegre biçimde kullanılmasına ilişkin usul hem de bu usule ilişkin ekonomik parametrelerin belirlenmesi yararlanması olacaktır. Zira, kaçış kloxunun uygulanmasında, özellikle gerçek değer kavramı ve gerçek değer belirlenmesi hususları, uyumsuzluk doğurması en olası unsurları oluşturmaktadır. Bu minvalde, söz konusu haklara konu olan payların devrinde, hakların etkin biçimde uygulanmasını sağlamak için, şirketin payları gerçek değer üzerinden satın almayı önerme hakkı detaylandırılarak bu konunun esas sözleşmede açık ve objektif biçimde bir prosedüre bağlanması rasyonel bir yaklaşım olacaktır. Nitekim öğretide de opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden hakların bağlam çerçevesinde esas sözleşmeye entegre edilmesine mesafeli duran bazı yazarların, kaçış kloxunu temel alan düzenlemeler yoluyla hakların bağlamla güçlendirilebilecekleri yönünde görüş bildirdiklerini tespit etmek mümkündür. Örneğin *Uzel*, pay devri onayının reddi için gereken önemli sebep kriterlerinin karşılanmadığı durumlarda, yönetim kurulunun, pay devrinin onaylanmasına ilişkin talebi alması üzerine, pay sahiplerini bilgilendireceği ve pay sahiplerinin belirli bir süre içinde verecekleri yanıtlar doğrultusunda, payları ortaklık veya diğer pay sahipleri hesabına satın alabileceği düzenlemelerin öngörülebileceğini ifade etmektedir.¹³⁸²

¹³⁸¹ Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 174 vd.

¹³⁸² *Uzel*, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 142-143. Benzer biçimde bkz. Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 142; Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 223 vd. Konuyu esas sözleşmede yer alan tahkim kloxunun geçerliliği ve etkisi bakımından ele alan *Ayoğlu* ise, pay devri durumunda tahkim kloxunun etkisini yitirmesini engellemek amacıyla, payları devralan kişinin tahkim kloxunu kabul ettiğine ilişkin yazılı beyan

Kanaatimizce de bu çerçevede mahiyet ve modalite olarak uygun olan opsiyon hakları ve/veya pay devrinde özellik arz eden hakların, kaçış klozu ile entegre edilerek kullanımı faydalı olacaktır. Bu hükümlerde, söz konusu mekanizmanın işleyişine ilişkin usul ve koşulların detaylı ve objektif biçimde ortaya koyulması, hakların anonim ortaklık nezdinde geçerlilik tereddütlerini asgari düzeye indirecek ve hem normatif hem de pragmatik açıdan uygulamanın önünü açacaktır. Hakların bağlam kurallarıyla etkileşiminin spesifik olarak incelendiği alt başlıkta¹³⁸³, hangi hakların kaçış klotuyla ilişkilendirilmesinin mümkün olabileceği ve buna ilişkin koşullar, her bir hak türü özelinde incelenecektir.

c. Hakların Bağlam Hükümleriyle Etkileşiminin Payın Devredilebilirliği İlkesi ve TTK m. 493, f. 7 Hükümü Işığında Etkisi

Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların maddi hüküm niteliğini haiz biçimde esas sözleşmede yer almasına ilişkin öğretide yapılan itirazların çoğunluğu, esas sözleşmede pay devir koşullarının ağırlaştırılamayacağını düzenleyen TTK m. 493, f. 7 hükmünü temel almaktadır.¹³⁸⁴ Fakat belirtmek gerekir ki, pay devir koşullarının ağırlaştırılması hususu, oldukça muğlak ve spekülasyona açık bir kavramı işaret etmektedir. Bu minvalde hangi durumların hem fiilen hem de esasen devir koşullarını ağırlaştırıcı etki taşıdığına ilişkin çerçevenin ortaya konulması önem arz etmektedir.

Öncelikle belirtmek gerekir ki bütün opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların mündemiç olarak pay devir koşullarını ağırlaştıran unsurlar olduğuna ilişkin toptancı varsayım, isabetli değildir. Daha önce de belirtildiği gibi¹³⁸⁵, payın devredilebilirliği ilkesi, ortaklıktan çıkma benzeri bir hakkın bulunmadığı ve ödenen sermayenin iadesinin ancak istisnai durumlarda mümkün olduğu anonim ortaklıkta pay sahibinin, deyim yerindeyse, ortaklıkta sıkışıp kalmasını engellemek üzere ortaya çıkmıştır. Fakat sonuç olarak bu serbestinin, payın makul şartlarda adil olarak temsil ettiği ekonomik bedeli elde ederek devredilmesi dairesinden çıkartılması hatalı

vermekten kaçındığı durumlarda şirkete kaçış klotuna dayanarak payların devrine engel olma imkânı tanınabileceğini ifade etmiştir (bkz. Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 73-74). *Yazarın* bu yaklaşımının analogi yoluyla opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar için de uygulanması kanaatimizce mümkündür.

¹³⁸³ Bkz. İkinci Bölüm, III/F/4/d.

¹³⁸⁴ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku II**, K.N. 1159; Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 219 vd.; Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 272; Defferrard *et. al.*, **Développements récents en droit commercial IV**, s. 10-11.

¹³⁸⁵ Bkz. İkinci Bölüm, III/D/2/d.

sonuçlar doğurmaktadır. Bu serbesti kapsamında pay sahibi, devre ilişkin her hüküm ve koşul üzerinde mutlak takdir yetkisi bulunan *kadir-i mutlak* bir özne olarak değildir. Payın devriyle ilgili yapılan herhangi bir düzenlemenin bu yetkiyi sınırlandıracağı düşüncesiyle adeta bir tabu olarak görülmesi, kanaatimizce, sakıncalı bir yaklaşımdır. Bu yaklaşımın bir örneği, payları devralacak sözleşme tarafının seçilmesinin de TTK m. 493, f. 7 kapsamında değerlendirilmesi olarak tezahür etmektedir.¹³⁸⁶ Anonim ortaklığın anonimlik özelliğinin en temel göstergelerinden birisi pay sahipliği mevkiinin ekonomik bir değeri ifade etmesidir. Diğer bir deyişle ortaklık için aslanan, paya karşılık gelen sermaye bedelinin ödenmesi; pay sahibi için aslolansa bu ödemeye karşılık gelen haklardan yararlanılması ve istendiğinde payların makul bir bedel karşılığında elden çıkartılabilesidir. Dolayısıyla, söz konusu ekonomik karşılık elde edildiği sürece, pay sahibinin payları kime devrettiği hususu, TTK m. 493, f. 7 uyarınca korunan menfaatlerden birisi olmamalıdır. Sonuç olarak, pay sahibinin elindeki payları ekonomik bir kayba uğramaksızın devrine bir engel teşkil etmediği sürece, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer hakların payın devredilebilirliği ve spesifik olarak TTK m. 493, f. 7 hükmüne aykırı olarak değerlendirilmemesi gerekir.

Kuşkusuz bu ilkesel yaklaşım, ortaya çıkabilecek her somut durumda kayıtsız şartsız doğru kabul edilecek bir husus değildir. Payların bu haklara tabi kılındığı bazı durumlarda, ekonomik olarak payların devredilebilirliğine hanel gelmesi mümkündür. Bu biçimde hakların TTK m. 493, f. 7 hükmüne aykırılık oluşturması durumunda, zaten haklar esas sözleşmeye taşınamayacaktır. Fakat, söz konusu hakların toptancı bir yaklaşımla payın devredilebilirliği ilkesine aykırılıktan dolayı geçersiz olacağı veya etki doğurmayacağı sonucuna peşinen ulaşmak yerine, hakların somut olayda düzenlenme biçimini, modalitelerini ve esas sözleşmenin diğer hükümleriyle etkileşimini göz önünde bulundurmak, yerinde bir yaklaşım olacaktır.

d. Spesifik Hak Türlerinin Bağlam Hükümleri ile Etkileşimi

i. Öncelik Hakları

Pay devrinde özellik arz eden bir hak türü olan ve hakkın konu olduğu payların devri söz konusu olduğunda, hak sahibine payları iktisap edebilme imkânı sağlayan

¹³⁸⁶ Karş. Akın, *Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler*, s. 221.

öncelik hakları¹³⁸⁷, benzer diğer haklar arasında bağlam hükümleri ile entegrasyon bakımından en uyumlu aracı teşkil etmektedir. Bu iddiayı iki temel gerekçe ile desteklemek mümkündür. Bunlardan birincisi, öncelik haklarının işlevsel (*operatif*) yönüyle bağlantılıdır. Öncelik hakları, öz itibarıyla payların devredilmesine ilişkin gerçek manada bir engel teşkil etmemektedir. Zira bu haklara konu olan payların devrinde, hak yükümlüsü ve hak sahibi bakımından izlenmesi gereken birtakım ek prosedürler ortaya çıkmaktadır; fakat bu prosedürler yerine getirildiği sürece, pay sahibinin payları elinden çıkarmasının engellenmesi söz konusu değildir. Söz konusu durum hem üçüncü kişinin hem de pay sahibinin inisiyatifiyle tetiklenen öncelik hakları bakımından geçerlidir. Hak yükümlüsü olan pay sahibinin her iki durumda da yerine getirmesi gereken temel koşul, pay devrine ilişkin keyfiyeti hak sahibine bildirmektir. Hakkın ortaya çıkaracağı operasyonel sonuçlar hakkın modalitesine göre değişiklik gösterecek olmakla birlikte, hak yükümlüsü sürecin sonunda paylarını – en azından bu hak hiç mevcut olmasaydı istifade edebileceği ekonomik koşullardan daha elverişsiz olmayan koşullarda – elinden çıkarabilecektir. Bu itibarla, kanaatimizce, öncelik hakkının konusu olan nama yazılı payların devrinin şirketin onayına tabi tutulması ve öncelik haklarına ilişkin gerekli prosedürler yerine getirilmeksizin payların devrine ilişkin teşebbüslerin, şirket yönetim kurulu tarafından reddedilmesi suretiyle bu haklara ortaklık düzleminde de etkinlik kazandırılması mümkündür. Bu durumda, payların öncelik haklarına konu olmasının, bağlam rejimi kapsamında önemli sebep teşkil edip edemeyeceğine ilişkin soru ortaya çıkacaktır. Kuşkusuz kural olarak, paylar üzerinde kurulan bu hakların şirketin işletme konusu veya işletmenin ekonomik bağımsızlığı hususlarıyla ilişkilendirilebilmesi, hakların bağlam hükümleriyle bağdaştırılabilmesinin önkoşuludur. Önceki başlık altında değinildiği gibi¹³⁸⁸, pay sahipleri bileşenlerinin korunmasının bu hususlarla gerekçelendirilebildiği durumlarda, zaten öncelik hakkının kullanımına başvurulmaksızın şirket yönetim kurulu pay devrine onay vermekten imtina edebilecektir. Fakat, bağlam hükümlerinin öncelik haklarıyla bütünleşik olduğu ve pay devrine verilecek onayın, öncelik haklarına ilişkin prosedürün izlenmesi koşuluna bağlandığı durumlarda hak yükümlüsü, payların devrinde öncelik hakkına ilişkin yükümlülüklerin ifasına teşvik edilmiş olacaktır. Bu yaklaşıma ek olarak, kanaatimizce öncelik haklarının önemli bir sebep olarak düzenlenebilmesinin mümkün

¹³⁸⁷ Bkz. İkinci Bölüm, I/C/2.

¹³⁸⁸ Bkz. İkinci Bölüm, III/F/4/c.

olmadığı durumlarda dahi, haklara ilişkin prosedüre uyulmaması durumunda yönetim kuruluna pay devrine onay vermeme ve kaçış klozunu kullanma hakkı tanınabilmelidir. Zira öncelik hakları özü itibariyle pay devrini engelleyen bir etki taşımamaktadır. Bundan hareketle, öncelik hakkının bir unsur olarak yer aldığı bağlam hükümlerinin düzenlenmesinde liberal bir yaklaşım benimsenmesi, TTK'daki bağlam rejiminin özü ile çelişmemektedir. Bu argüman ise, konuyu öncelik haklarının bağlam ile entegrasyona uygun bir yapıda olması konusundaki ikinci nedene getirmektedir.

Bağlama ilişkin çerçeve kapsamında, önemli sebep kavramıyla birlikte iki ana taşıyıcı unsurdan biri olan kaçış klozu, mahiyet itibariyle bir bakıma şirkete kanunen tanınmış bir öncelik hakkı teşkil etmektedir. Öncelik hakları, her ne kadar esas itibariyle önalım hakkından belirli farklılıklar arz etse de her iki hak türü, hak sahibine tanıdığı öncelikli iktisap hakkı bakımından benzerlik taşımaktadır. Nitekim bu sebeple öncelik hakları literatürde, gerçek olmayan önalım hakkı veya önalım benzeri hak olarak da adlandırılmaktadır.¹³⁸⁹ Kaçış klozu bu özelliğinden ötürü, öncelik haklarının esas sözleşmede korporatif etkiyi haiz biçimde yer alabilmesi için önemli bir gösterge ve gerekçe niteliğini haizdir.¹³⁹⁰ Zira, kanun sistematüğinde bağlı nama yazılı payların devrinde, şirket paylar için satın alma teklifinde bulunduğu takdirde, pay devrine onay vermemek için herhangi bir gerekçe dahi göstermek zorunda değildir. Hal böyle iken, payları devretmek isteyen pay sahibinin, ekonomik olarak bir kayba uğramaması temin edildiği sürece, bu alım yetkisinin prensip olarak şirket değil de başka bir pay sahibi (yani öncelik hakkı sahibi) tarafından kullanılabilmesi evleviyetle mümkün olmalıdır. Zira kaçış klozuna ilişkin uygulama esasları arasında, şirkete diğer pay sahipleri adına payları satın almak için teklifte bulunulması imkânı da tanınmıştır. Şirketin bu imkânı kullanarak pay devrine onay vermekten kaçınması ve payları aynı zamanda öncelik hakkı sahibi de olan pay sahibi hesabına satın alması durumunda, fiilen öncelik hakkı kullanılması ile aynı sonuç ortaya çıkacaktır.

Hatta kaçış klozunun önalım hakkı ile entegre edildiği bir düzenleme yerine, esas sözleşmede öncelik hakkını temel alan bir bağlam düzenlemesi getirilmesinin, tüm tarafların menfaatleri bakımından tercihe şayan olduğunu ifade etmek mümkündür. Şöyle ki, anonim ortaklık payına ilişkin önalım hakkının söz konusu olduğu durumlarda, hakkın kullanılabilir hale gelmesi, devre ilişkin bir satım sözleşmesi

¹³⁸⁹ Tekinalp / Poroy (/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, K.N. 855.

¹³⁹⁰ Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 222.

kurulması ve/veya tasarruf işleminin gerçekleşmesi ile vuku bulmaktadır. Bu durumda, hak yükümlüsü fiili bir dilemma ile karşı karşıya kalmaktadır. Hak sahibinin payları önalım hakkını kullanmak suretiyle iktisap etmesi durumunda, hak yükümlüsü olan pay sahibi, üçüncü kişi ile yaptığı pay devir sözleşmesinden doğan devir borcunu ifa edemeyecek ve kaçınması mümkün olmayan bir borca aykırılık durumu ortaya çıkacaktır. Payların satılıp devredilmiş olması durumunda ise, bu sefer önalım hakkını doğuran sözleşme altındaki edim yükümlülüğünü yerine getirememiş olacak ve yine kaçınması mümkün olmayan bir borca aykırılık durumu ortaya çıkacaktır.

Buna karşın, öncelik hakkına ilişkin prosedürlere uyulmaksızın gerçekleştirilecek pay devir işlemlerinde, şirket yönetim kuruluna devri onaylamama hakkı veren bir bağlam hükmü öngörülmesi, pay sahibine, payların devrine ilişkin *bona fide* karakterli bir teklif alması üzerine, ilk olarak öncelik hakkına ilişkin prosedürü işletmesi ve gerekli koşulların oluşması durumunda payları öncelik hakkı sahibine devredebilmek için hem bir imkân hem de teşvik sağlayacaktır. Böylelikle, önalım hakkında olduğu gibi herhangi bir borca aykırılık durumu ortaya çıkmaksızın paylara ilişkin öncelik hakkına işlev kazandırılmış olacaktır.

Bu noktada üzerinde durulması gereken konulardan bir diğeri ise, yönetim kurulunun esas sözleşmede öngörülen yetkiye dayanarak pay devrine onay vermediği bir durumda, pay devir sözleşmesinin akıbetinin ne olacağıdır. Yönetim kurulunun devre onay vermemesinin, TTK m. 494, f. 1 hükmü ışığında, payların mülkiyetinin geçişine engel teşkil edeceği aşikardır¹³⁹¹. Dolayısıyla payların devrine ilişkin tasarruf işleminin gerçekleşmesi mümkün olmayacak ve borçlandırııcı işlem niteliğindeki pay devir sözleşmesi, ifa imkansızlığı nedeniyle sona ermiş sayılacaktır. İfa imkansızlığı, mahiyet itibarıyla borcun doğmasından sonra ifanın yerine getirilme imkânının kalmaması olarak tanımlanmaktadır¹³⁹². Yönetim kurulunun ret kararı pay devir sözleşmesi bakımından bu sonucu doğurmaktadır. Ortaya çıkan imkansızlığın pay devir borçlusu bakımından sonucunun değerlendirilmesinde ise, borçluya atfedilebilecek kusurun mevcut olup olmadığını göz önünde bulundurmak gerekir¹³⁹³. Eğer borçluya atfedilebilecek bir kusur bulunmuyorsa, TBK m. 136, f. 1 uyarınca borç sona erecek ve herhangi bir tazmin borcu ortaya çıkmayacaktır. Fakat aksi durumda, yani borçluya bir kusur atfedilebilirse, her ne kadar payın mülkiyetinin devredilmesi

¹³⁹¹ Türkyılmaz, **Beyan ve Tekeffüller**, s. 92.

¹³⁹² Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 1**, s. 584.

¹³⁹³ Tekinay / Akman / Burcuoğlu / Altop, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 904.

mümkün olmasa da borcun içeriği değişecek ve pay devir borcu tazminat borcuna dönüşecektir. Örneğin pay devir borçlusunun aynı zamanda hâkim ortak olduğu ve yönetim kurulunda pay devrine ilişkin karar üzerinde kontrolü haiz olduğu bir durumda, kusursuz ifa imkansızlığından söz etmek, hem dürüstlük kuralı (TMK m. 2) hem de TBK m. 136 hükümleri uyarınca mümkün değildir. Fakat devir borçlusunun genel olarak yönetim kurulu kararını herhangi bir şekilde etkileme kabiliyetinin olmadığı varsayımında, kusursuz imkansızlıktan ve bu nedenle borçlandırıcı işlemin sona ermesinden söz etmek mümkün olabilir. Bununla birlikte, Yargıtay uygulamasında verilen bir kararda borçlunun, başka hukuki ilişkiler dolayısıyla girdiği sözleşme ilişkisini ifa edememe riskini üstlenerek yine de bir borçlandırıcı işlemi yapması halinde, bunun TBK 136 kapsamında kusursuz imkânsızlık olarak kabul edilemeyeceğine hükmedilmiştir.¹³⁹⁴ Bu çerçevede, önalım veya öncelik hakkına konu olan payların devrine ilişkin üçüncü kişi ile bir pay devir sözleşmesi yapan pay sahibinin, daha sonra söz konusu haklara istinaden pay devir talebinin yönetim kurulunca reddedilmesi durumunda, kusursuz ifa imkansızlığına dayanmasının güç olabileceği sonucuna ulaşmak mümkündür. Kanaatimizce, bağlam hükümleriyle entegre edilmiş bir önalım veya öncelik hakkına tabi olan payların devrine ilişkin bir borçlandırıcı işleme, TBK m. 136, f. 1 hükümlerinin uygulanması, genel olarak mümkün olmamalıdır. Zira, pay sahibinin söz konusu pay devrine ilişkin belirli koşulların yerine getirilmesi gerektiğini ve bu bağlamda yönetim kurulunun pay devrine onay vermeyebileceğini göz önünde bulundurması ve buna uygun şekilde hareket etmesi gerekmektedir.

Sonuç olarak, öncelik haklarının bağlam hükümleriyle entegre edilmesi ve bağlama dayanak teşkil etmesi bakımından varılan sonucu şu şekilde özetlemek mümkündür: Pay sahiplerinden biri veya birkaçına öncelik hakkı verilmesi yoluyla pay sahipleri çevresi bileşiminin muhafaza edilmesinin, şirketin işletme konusu ve/veya işletmenin ekonomik bağımsızlığı bakımından haklı bir dayanak oluşturduğu durumlarda, bu yönde bağlam hükümleri getirilmesine herhangi bir engel bulunmamaktadır.¹³⁹⁵ Bu durum zaten TTK sistematığında mevcut olan bağlam

¹³⁹⁴ Yarg. 13 HD. 5/11/1991, E.1991/7755 K.1991/10072.

¹³⁹⁵ Karş. Yarg. 11. HD, T. 24.05.2016, E. 2015/11944, K. 2016/5634. Söz konusu kararda Yargıtay, önalım hakkı olan adlandırdığı ama karardan anlaşıldığı üzere aslında bir öncelik hakkına aykırı olarak yapılan devir işleminin iptal istemini reddetmiştir. Kararda önalım (öncelik) hakkının bağlam kuralı olarak etkisi bakımından herhangi bir değerlendirme yapılmamış, Yargıtay, hakkın nispi niteliğini esas alarak, satıp devredilen paylara ilişkin işlemin geriye etkili olarak iptal edilmesi talebini haklı

rejiminin genel esaslarına herhangi bir istisna teşkil etmemektedir. Bununla birlikte bu tür bir bağlam hükmünde, şirketin onayı şartına ilişkin önemli sebep kriterinin değerlendirilmesinde, daha liberal bir yaklaşım, diğer bir ifadeyle önemli sebebe ilişkin esas değerlendirmesinde bağlam hükmünün geçerliliğini önceleyen bir yaklaşım benimsenmesi mümkündür. Zira böyle bir hüküm, standart bir bağlam hükmünde olduğu gibi şirkete pay devrine onay vermekten kaçınma imkânı sağlamamakta, dolayısıyla pay sahibinin şirketten ayrılmasının engellenmesi imkânı vermemektedir. Öz itibarıyla bu mekanizma, pay sahibinin esas sözleşmede öngörülen bir öncelik hakkına uygun olarak pay devir işlemlerini gerçekleştirdiği sürece, paylarını devredip şirketten ayrılabilmesine imkân vermektedir. Dolayısıyla, gerçek manada pay devrini engelleyen veya mutlak olarak sınırlandıran bir etkiyi haiz değildir. İkinci olarak, *Uzel*'in de önerdiği gibi¹³⁹⁶, öncelik haklarının kaçış klotuna bağlanması ve devre konu paylar üzerinde bu tür bir hakkın bulunması durumunda, devre onay talebini müteakiben ortaklığın hak sahibi olan pay sahiplerine bildirimde bulunması ve gerekirse payları onların hesabına satın almayı teklif ederek onay vermekten kaçınması mümkündür. Fakat bu seçenekte, paylarını devretmek niyetindeki pay sahibi, şirkete başvurma anından önce üçüncü kişi ile bir satış sözleşmesi kurmuş olacağı için, söz konusu pay sahibi açısından borca aykırılık durumu oluşması kaçınılmaz olacaktır.¹³⁹⁷ Bu bakımdan, öncelik haklarına, bu hakların kaçış klotu ile ilişkilendirilmesi suretiyle etki kazandırılmasından ziyade, öncelik hakkına açıkça bir bağlam kuralı olarak yer verilmesi ve bu hakkın gerektirdiği prosedürün yerine getirilmemesi durumunda pay devrine onay verilmeyeceğinin baştan herkesçe bilinmesi durumunda, tüm tarafların ne şekilde hareket etmesi gerektiği konusunda bir açıklık sağlanacaktır. Bu biçimde kurulacak bir yapı, ortaya çıkabilecek uyuşmazlıklardan kaçınmak için daha etkin bir yöntem teşkil edecektir.

bulmamıştır. Karşı oy yazısında ise, önalım (öncelik) hakkının bir bağlam hükmü biçiminde düzenlendiğinden hareketle bağlam kuralına aykırı olarak yönetim kurulunun pay devrini pay defterine kaydetmesinin hatalı bir işlem olduğu görüşü savunulmuştur.

¹³⁹⁶ Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 142-143.

¹³⁹⁷ Borca aykırılık ile TBK m. 136 etkileşimi bakımından, yukarıda aynı başlıkta yapılan açıklamalara bkz.

ii. Opsiyon Hakları (Önalım, Geri Alım, Alım ve Satma Hakları)

Çalışma kapsamında opsiyon hakları olarak nitelendirilen ve bu başlık altında incelenen¹³⁹⁸ önalım, geri alım, alım ve satma haklarının bağlam hükümleriyle entegre edilmesi, öncelik haklarına kıyasla daha fazla zorluk ihtiva etmektedir.

Opsiyon hakları çerçevesinde ilk ayrımı oluşturan önalım hakkı hem hakkın özü hem de kullanılması sonucu doğurduğu etki bakımından öncelik haklarıyla önemli benzerlikler içermektedir. Bu bakımdan, öncelik haklarının bağlam hükümleri kapsamında hem pay devrine onay verilmemesine ilişkin önemli sebep olarak düzenlenmesi hem de bu hakların kaçış klotuyla etkileşimine ilişkin bir üst başlıkta yapılan açıklamaları, neredeyse özdeş biçimde önalım hakkı için de tekrarlamak mümkündür. Nitekim, şirketin nama yazılı paylar bakımından kaçış klotuna başvurusu, esas olarak şirket lehine bir öncelik hakkı; dolayısıyla mahiyet olarak önalım hakkıyla yakın ilişki ve benzerlik ihtiva eden bir durum ortaya çıkarmaktadır. Bu yüzden, gerek önemli sebepler ekseninde yapılacak değerlendirme gerekse kaçış klotunun işleyişi bakımından öngörülecek spesifik düzenlemelerin bağlam hükümlerine entegre edilmesinde, öncelik hakları ile sözleşmesel olarak düzenlenen önalım hakkı arasında esaslı bir paralellik mevcuttur. Bu konuda vurgulanması gereken en önemli farklılık, önalım hakkının bağlam hükümleri çerçevesinde önemli neden olarak düzenlenmesi durumunda ortaya çıkacaktır¹³⁹⁹. Zira, böyle bir durumda, pay sahibinin karşı karşıya kaldığı zorunlu ihlal ikileminden kurtulması, öncelik haklarının aksine, mümkün olamayacaktır. Bu farklılık dışında her iki hak türü bakımından yapılacak değerlendirme birbiriyle nitelik bakımından neredeyse tamamen örtüşecektir.

Geri alım, alım ve satma hakları ise bağlam hükümleriyle entegrasyona uygun değildir. Bu haklar, hakka konu olan payların muhtemel devriyle bağlantılı olarak ortaya çıkmadıkları veya kullanılabilir olmadıkları için, nitelik olarak bir pay devir sınırılması teşkil etmezler. Başka bir ifade ile, bu hakların kullanım prosedüründe, üçüncü kişiye yapılacak bir devir ve dolayısıyla üçüncü kişinin dahil olduğu bir hukuki

¹³⁹⁸ Bkz. Bölüm İkinci Bölüm, I/C/3.

¹³⁹⁹ Bu konuda bkz. Yarg. 11. HD, T. 18.02.2015, E. 2014/17122, K. 2015/2152. Söz konusu kararda Yargıtay, önalım hakkının prensip olarak esas sözleşmede önemli sebep olarak öngörülebileceğini kabul etmiş fakat somut olayda kısıtlamanın bağlam rejiminin öngördüğünden çok daha ileri gittiği, çünkü payların bedelinin belirlenmesinin tamamen şirket inisiyatifine bırakıldığından hareketle esas sözleşmede öngörülen kısıtlamanın geçerli olmayacağına hükmetmiştir.

işlemin mevcudiyeti gerekli olmadığı için, haklar ile üçüncü kişiye yapılacak bir pay devir süreci arasında doğrudan bir bağlantı yoktur. Bu yönüyle, paylar üzerinde öngörülen geri alım, alım ve satma haklarının bağlam hükümlerine entegre edilmesi ve bu hakların önemli sebep teşkil edecek biçimde pay sahipleri çevresi bileşenlerinin korunması hususuyla ilişkilendirilmesi mümkün görünmemektedir. Zira paylar üzerinde salt bir yenilik doğuran hak bulunması hususu ne kavramsal bakımdan ne de pratikte şirketin işletme konusu ve/veya işletmenin ekonomik bağımsızlığı konularıyla ilişkilendirebilir. Dolayısıyla bu hakların kural olarak tek başlarına bağlam hükümlerine entegre edilerek bir anonim ortaklıktaki bağlam rejiminin bir parçası olarak düzenlenemeyeceğini ifade etmek mümkündür.

Bununla birlikte, geri alım¹⁴⁰⁰ ve alım hakkı bakımından, bu hakların öncelik haklarıyla birlikte düzenlendiği çeşitli modalitelerde, bu hakları bağlam hükümleri ile ilintilemek mümkün olabilir. Şöyle ki, geri alım veya alım hakkına konu olan paylar bakımından, hak sahibi lehine bir öncelik hakkı da düzenlenmesi söz konusu olabilir. Böyle bir durumda, geri alım veya alım hakkına konu söz konusu payların, henüz bu paylar üzerindeki yenilik doğuran haklar kullanılmadan bir üçüncü kişiye devri söz konusu olduğunda, paylar üzerinde kurulan öncelik hakkı marifetiyle bu payların devrinin bağlam rejimi ile ilişkilendirilmesi ve bu biçimde hak sahibinin payları üçüncü kişiye devir gerçekleşmeden iktisap ederek, dolaylı yoldan da olsa geri alım veya alım hakkına etki kazandırılması mümkün olabilir. Ancak vurgulamak gerekir ki, burada geri alım veya alım hakkına bağlam hükümleri yoluyla etkinlik sağlanması dolaylı yoldan, yani öncelik haklarının bağlam hükümleriyle uyumlu mahiyetinin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Yine de opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların birbiriyle yakın ilişki içinde olduğu bir vakıadır ve bu yakın ilişkiyi, birleşme ve devralmalar pratiğinde akdedilen sözleşmelerde, bu hakların çeşitli kombinasyonlar altında birbiriyle etkileşime sokulduğu pay devir rejimlerinde açık

¹⁴⁰⁰ Yargıtay'ın geri alım hakkının kullanımına ilişkin verdiği bir kararda yaptığı değerlendirmeler dikkat çekicidir (bkz. Yarg. 11. HD, T. 09.03.2016, E. 2015/3775, K. 2016/2651). Söz konusu kararda, taraflar arasında yapılan fakat esas sözleşmeye yansıtılmamış olan geri alım hakkı hilafla yapılan devrin iptali ve payların geri alım hakkı sahibine teslim edilmesi talebi reddedilmiştir. Kararda dikkat çekici olan husus ise, Yargıtay'ın bu kararını geri alım hakkının korporatif düzlemde etki doğurmayacağı argümanına değil, geri alım hakkına ilişkin esas sözleşme, pay defteri veya pay senetleri üzerinde herhangi bir kayıt yer almamasına dayandırmasıdır. Bu karardaki gerekçenin mefhum-u muhalifinden (*argumentum e contrario*) çıkan sonuç hakkın esas sözleşmede, pay defterinde hatta pay senetleri üzerinde yer alması durumunda üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesi imkanının mevcut olacağıdır. Yargıtay'ın bu görüşüne, özellikle pay defteri ve pay senetleri bakımından (bkz. İkinci Bölüm, III/E/2), katılmamakla birlikte, bu kararın da gösterdiği gibi Yargıtay uygulamasında farklı yorumlara rastlamak mümkündür.

biçimde tespit etmek mümkündür. Dolayısıyla, bu hakların bağlam hükümleriyle olan ilişkisi de dahil, teorik ve pratik temelleri ile ilgili hemen her konuda birbirinden izole edilmiş biçimde değil, birlikte değerlendirileceği bir yaklaşım belirlemek önem arz etmektedir.

iii. Birlikte Satma ve Birlikte Satışa Zorlama Hakları

Hem birlikte satma hem de birlikte satışa zorlama haklarının kullanılmasında, haklara tabi olan payların devrine ilişkin süreçte, hak yükümlüsü ile hak sahibi arasında ortak hareket etme zorunluluğu söz konusudur. Bu bakımdan, bu hakların bağlam hükümleri ile entegre edilebilmesi ancak, taraflardan birinin bu gerekliliğe uygun biçimde hareket etmediği pay devir işlemlerine şirketin onay vermemesi temelinde oluşturulacak esas sözleşme hükümleri çerçevesinde mümkün olabilir. Fakat bu esas sözleşme hükümlerinin TTK'da öngörülen bağlam rejiminin gerekleriyle ne derece uygun olacağı, değerlendirilmeye muhtaç temel husustur.

Bağlam rejimindeki ana unsur olan önemli sebep kavramının temelinde, pay sahipleri çevresinin korunması ihtiyacı ve bu ihtiyacın işletme konusunun gerçekleştirilmesi ve/veya işletmenin ekonomik bağımsızlığı hususlarından en az biri ile gerekçelendirilebilmesi bulunmaktadır.¹⁴⁰¹ Birlikte satma ve birlikte satış zorlama haklarının kullanılmasındaki pratik rasyonellerden birinin pay sahipleri çevresinin bileşimi olduğu söylenebilir. Fakat söz konusu haklar bakımından bu rasyonel, bir bakıma dolaylı etkiyi haizdir. Şöyle ki hem birlikte satma hem de birlikte satışa zorlama hakkının temelinde, hak yükümlüsü veya hak sahibinden birinin şirketteki paylarını devredecek olması durumunda, diğer tarafın da bu işleme katılması ve şirketten ayrılması saiki bulunmaktadır. Dolayısıyla hakların uygulamaya koyulması sonucu ortaya çıkan durumda, korunması amaçlanan pay sahipleri çevresi de genellikle ortadan kalkmış olmaktadır. Diğer opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden haklara başvurulmasının ekonomik ve pratik rasyonelleriyle¹⁴⁰² paralel olarak, birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarının kullanım amaçlarının

¹⁴⁰¹ Yılmaz, *Tag Along & Drag Along Rights*, s. 262.

¹⁴⁰² Bkz. İkinci Bölüm, II/A ve B.

ortaklıkta yabancılaşmanın engellenmesi.¹⁴⁰³ ile ortaklık paylarının, daha iyi ekonomik koşullarda satışının kolaylaştırılması olduğu söylenebilir.

Ortaklık paylarının daha kolay elden çıkarılabilmesi amacı, hakların kullanılması ile birlikte paylara ilişkin kontrol priminden yararlanabilme imkânı ile yakından bağlantılıdır. Zira, birlikte satışa zorlama hakkı söz konusu olduğunda, paylarını devretmek niyetindeki hak alacaklısı, kendi paylarına ek olarak hak yükümlüsüne ait olan payları da içeren bir devir işlemi yapma fırsatını elde etmektedir. Böylelikle, örneğin kendi paylarının oranının, şirketin yönetim kontrolü için yeterli olmadığı bir durumda, birlikte satışa zorlama hakkına konu olan payları da satış kapsamına alarak, işleme *kontrol primi* unsurunu da dahil edebilmekte.¹⁴⁰⁴ ve böylelikle daha elverişli şartlarda paylarını elden çıkarabilme imkanına kavuşmaktadır.¹⁴⁰⁵ Birlikte satma hakkı söz konusu olduğunda ise, hak sahibinin örneğin bir azınlık pay sahibi olması durumunda, şirketteki yönetim kontrolünün, hiç tanımadığı ve/veya şirkette pay sahibi olduktan sonraki tutumu konusunda öngörü sahibi olmadığı bir kişiye devrolması ihtimali karşısında, birlikte satma hakkını kullanarak pay sahipleri çevresinde oluşacak yabancılaşmadan etkilenmesini engellemesi mümkün olmaktadır. Bu durumda bağlam hükümlerinden farklı olarak, şirkette meydana gelecek yabancılaşmadan doğacak sonucun engellenmesi, üçüncü kişiye yapılacak pay devrinin engellenmesi yoluyla değil, yabancılaşmaya maruz kalacak pay sahibinin de şirketten ayrılması şeklinde sağlanmaktadır. Bu yönüyle,

¹⁴⁰³ Belirtmek gerekir ki birlikte satma veya birlikte satışa zorlama haklarının kullanılması durumunda, ortaya çıkan asıl etki, hak yükümlüsü ve/veya hak sahibinin ortaklık bileşiminde meydana gelmesi muhtemel yabancılaşmadan etkilenmemesidir. Zira bu hakların kullanılabilir hale geldiği durumlarda, ortaklığın pay sahipleri çevresinde değişiklik halihazırda meydana gelmiş olmaktadır. Yine de bu haklara ilişkin düzenlemeler, hak yükümlüsü tarafından yapılacak pay devirlerinde hak sahibinin de menfaatlerinin gözetilmesini gerektirdiğinden, bu hakların bir bakıma ortaklık çevresini koruyucu bir etki doğurduğunu savunmak mümkündür.

¹⁴⁰⁴ Booth, **Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings**, s. 130.

¹⁴⁰⁵ Hakların ortaklık paylarının satışının daha kolay ve daha iyi ekonomik koşullarda yapılmasını sağlamak için kullanımına örneklerden biri de girişim sermayesi yatırım ortaklıklarıdır (bkz. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri III-48.3) (R.G. T. 09.10.2013, S. 28790). Gelişme potansiyeli taşıyan ancak aynı zamanda kaynak ihtiyacı da olan bir ortaklık türünü tanımlayan girişim sermayesi yatırım ortaklıklarında yatırım yapmak suretiyle pay sahibi olan kişiler, tipik olarak yaptıkları yatırımın karşılığında, bir süre sonra şirketteki paylarını belirli bir kazançla devrederek şirketten ayrılmayı amaçlar. Bu çerçevede, ortaklığa ilişkin yapılacak pay sahipleri sözleşmesi kapsamında, birlikte satma ve birlikte satışa zorlama hakları birbirini dengeleyici unsurlar olarak yer almakta ve hem çoğunluk pay sahibinin pay satış işlemini daha yüksek bir pay miktarıyla yapabilmesini sağlamakta hem de azınlık pay sahibi statüsündeki yatırımcılara, çoğunluk (lider) pay sahibi tarafından yapılacak muhtemel bir pay satışına katılarak kârlarını realize etmelerine imkan vermektedir (bkz. YILMAZ Gülşah, “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği Açısından Girişim Sermayesi Yatırımlarına İlişkin Sözleşmeler”, İstanbul Barosu Dergisi, 2005, C. 93 S. 4, 2019, s. 172; İNCE Salih Tayfun, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Payscaleleri Sözleşmesi**, İstanbul: On İki Levha, 2019, s. 118).

birlikte satma hakkının kullanılması ile bağlam hükümlerinin ortaya çıkardığı sonuç esaslı bir farklılık ihtiva etmektedir.¹⁴⁰⁶.

İşlevsel özellikleri bakımından, birlikte satışa zorlama hakkını bağlam hükümleri ile uyumlu biçimde düzenlemek ve hakkın etkisini bu yolla arttırmak olası görünmez. Zira öz itibarıyla bu hak, normal koşullarda eylemsiz kalacak olan pay sahibini, gerçekleşecek olan bir pay devir işlemine katılmaya zorlamaya yöneliktir. Buna karşın bağlam hükümleri, pay devrine ilişkin bir teşebbüsün şirket yönetim kurulu eliyle engellenmesini ifade eder. Dolayısıyla, birlikte satışa zorlama hakkına, bağlam hükümleri marifetiyle yapılacak bir pay devir kısıtlamasıyla etkinlik kazandırmak söz konusu değildir; çünkü payları asıl devretmek isteyen taraf hak sahibidir ve pay devrine ilişkin herhangi bir kısıtlama, hak yükümlüsünün işleme katılarak paylarını devretmesini sağlayamayacaktır.

Birlikte satma hakkı ise, mahiyet olarak bağlam hükümleri ile ilişkilendirilmeye daha uygundur. Nitekim, birlikte satma hakkı bir bakıma, (üçüncü kişinin söz konusu payları satın almasına ilişkin fiilin taahhüt edildiği) bir satma hakkı (*put option*) niteliğindedir.¹⁴⁰⁷. Hak yükümlüsünün kendi paylarını satarken, hak sahibine ait payların üçüncü kişi tarafından satın alınmasını sağlama yükümlülüğünü yerine getirmemesi durumunda, pay devir işleminin şirket tarafından onaylanmayacağına ilişkin bir bağlam hükmünün işlevsel olarak öngörülmesi mümkündür. Fakat bu durumda, salt hak sahibine ait payların da işleme dahil edilmemesinin, bağlama ilişkin hükümler çerçevesinde önemli sebep olarak kabul edilip edilemeyeceğinin araştırılması gerekir.

Birlikte satma hakkı, getirdiği birlikte hareket etme zorunluluğu nedeniyle bir bakıma, paylarını devredecek olan hak yükümlüsünün hareket alanını kısıtlayarak pay sahipleri çevresinin bileşimini koruyucu etki yaratmaktadır. Bu etki öncelik ya da önalım haklarındaki gibi doğrudan ortaya çıkmamaktadır; fakat örneğin hak sahibinin hiç tanımadığı bir çoğunluk pay sahibi ile ortak olmaya zorlanarak şirkette iyiden iyiye etkisiz bir konuma itilmesini engelleyebilir.¹⁴⁰⁸. Ancak kuşkusuz, TTK'daki bağlam rejiminin bir gereği olarak, bu amacın şirketin işletme konusu ve/veya işletmenin ekonomik bağımsızlığıyla ilişkili bir nedenle gerekçelendirilebilmesi gerekir. Tıpkı

¹⁴⁰⁶ Yılmaz, *Tag Along & Drag Along Rights*, s. 265.

¹⁴⁰⁷ Dupasquier, *Le financement d'une jeune société*, s. 331.

¹⁴⁰⁸ Yılmaz, *Tag Along & Drag Along Rights*, s. 265.

aile veya meslek klotlarıyla getirilen ve belirli nitelikleri taşımayan kişilere yapılacak pay devirlerine ilişkin şirket yönetim kurulunun sahip olduğu onay vermeme yetkisinde olduğu gibi, belirgin bir *affectio societatis* etrafında birleşen ancak birbiriyle kan bağı bulunmasa bile ortaklık çevresinin işletmenin amacı ve/veya ekonomik bağımsızlığı için kritik olduğu hususunun temellendirilebildiği durumlarda, birlikte satma hakkı çerçevesinde öngörülen prosedür izlenmeksizin yapılacak pay devirlerinin, şirket yönetim kurulu tarafından reddedilebileceği yönünde bağlam hükümlerine esas sözleşmede yer vermenin mümkün olabileceği ifade edilebilir.

Bu özellikler ışığında, işlev itibarıyla pay sahipleri çevresi bileşiminin korunması temeliyle ilişkilendirilmesi mümkün olmayan birlikte satışa zorlama hakkı, önemli sebep teşkil edebilmek için gereken önkoşulu yerine getirememektedir. Bu bakımdan, hakkın şirketin işletme konusu veya işletmenin ekonomik bağımsızlığı bakımından değerlendirilmeksizin bağlam hükmü teşkil etmeye uygun olmadığı sonucuna ulaşmak mümkündür. Buna karşın birlikte satma hakkı bakımından, her ne kadar bu hakkın pay sahipleri çevresinin korunmasına ilişkin etkisi, standart bağlam hükümlerine nispeten dolaylı olsa da; bu hakkın önemli sebep teşkil etmek için gereken koşulu sağlayabildiği durumlar ortaya çıkabilir. Bu yüzden, birlikte satma hakkının şirketin işletme konusu veya işletmenin ekonomik bağımsızlığı ile ilişkilendirilebildiği durumlarda, bu hakkın bağlam hükümleri kapsamında bir red sebebi olarak belirlenmesinin mümkün olduğu kanaatindeyiz.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HAKLARA İLİŞKİN EDİMLERİN AYNEN İFASI VE İCRA EDİLEBİLİRLİK SORUNSAĞI İLE ÇÖZÜME İLİŞKİN YAKLAŞIMLAR

1) GİRİŞ

Çalışma kapsamında, daha önceki bölümlerde, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların tarihi ve kavramsal kökenleri, hukuki mahiyeti, ortaklıklar hukukuna ilişkin birtakım kavramlarla etkileşimi ve haklara ilişkin hem borçlar hukuku sözleşmeleri hem de esas sözleşme hükümlerinde yer verilen modaliteler üzerinde durulmuş ve bu konular ekseninde değerlendirmeler ortaya konulmuştur. Ortaya konulan bu temele istinaden, çalışmanın son bölümünde, hakların anonim ortaklık payına ilişkin devir hükümleri ile ilişkisi üzerinde durularak, söz konusu etkileşim bağlamında hakların etkin bir biçimde uygulanabilmesi hususuna ilişkin olanaklar ve bu olanakları etkileyen faktörler incelenerek uygulamaya yönelik birtakım öneriler getirilecektir.

Bu çerçevede, öncelikle pay senedi ile temsil edilen ve henüz pay senedi çıkarılmamış hamiline yazılı paylar ile nama yazılı payların opsiyon ve benzeri haklara konu olduklarında hak sahibinin fiili olarak hakların aynen ifasının nasıl temin edebileceği konusu üzerinde durulacak; ardından benzer bir analiz, kayden izlenen paylar bakımından yapılacaktır.

Bu bölümün ikinci ana başlığında ise, öncelikle hakların nispiyet özelliğinin bir sonucu olarak üçüncü kişilere karşı ileri sürülemediği durumlarda, hak sahibinin yararlanma imkânı bulabileceği TBK m. 49, f. 2 hükmü temelindeki haksız fiil sorumluluğun koşulları ve uygulanabilirliği haklar bağlamında değerlendirilecektir. Sonrasında, hak borçlusunun ifadan kaçınmasını engellenmek (ya da borçluyu ifaya yöneltmek) için öngörülebiyecek, uygulamada da zaman zaman başvurulmuş cezai şart ile payların yedimeine (*escrow*) teslim edilmesi yöntemleri açıklanarak, bu yöntemlerin olumlu ve olumsuz yönleri ortaya konulacaktır. Son olarak, haklara ilişkin dogmatik hukuktaki yaklaşım ve uygulamadaki ifa problemleri ışığında, konuya ilişkin hukuki belirliliğin artırılmasına ilişkin katkı sağlama amacıyla, anonim ortaklıklar hukukunun temel dayanakları ile uyumlu olacak şekilde hakların anonim ortaklık düzlemindeki konumuna ilişkin birtakım *de lege ferenda* öneriler getirilecektir.

II) ANONİM ORTAKLIKTA PAY DEVİR SÜRECİNİN HAKLAR İLE ETKİLEŞİMİ

A) Genel Olarak

Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların anonim ortaklık pay sahipleri arasında etkin bir biçimde uygulanması ve ortaklığın da bu sürece dahil olarak hakların uygulanmasındaki etkinliği arttırabilmesi konusunda, bağlam hükümleri anahtar kavram teşkil etmektedir. Zira, haklardan bazılarının TTK'daki bağlam rejimi kapsamında önemli sebeplerle bağdaştırılabildiği ve böylelikle payların devrine ilişkin sürecin ortaklığın gözetimi altında gerçekleştirilebildiği durumlarda, yönetim kurulunun işleme vereceği onay, devrin söz konusu payların üzerinde öngörülen haklara uygun olarak yapılması koşuluna bağlanabilmektedir.¹⁴⁰⁹. Böylelikle, bağlam hükümleri marifetiyle, hakların getirdiği gereklere uygun olmayan tasarruf işlemleri engellenerek payların haklar hilafına el değiştirmesi engellenebilmektedir.¹⁴¹⁰. Fakat, bu durumun mümkün olmadığı, yani söz konusu hakların bağlam hükümleri ile desteklenmeye uygun olmadığı durumlarda, hak yükümlüsünün hakların gerektirdiği koşullar hilafına yapacağı tasarruf işlemlerinde, hakların taşıdığı nispiyet karakterinden dolayı, halihazırda satılıp devredilmiş paylar için üçüncü kişiye başvurulması ve payların haklara temel teşkil eden sözleşme uyarınca iadesini talep etmek imkânı yoktur.¹⁴¹¹. Böyle bir durumda hak sahibi borca aykırılık hükümlerine dayanarak edimin aynen ifasını, ancak mümkün olduğu ölçüde, talep edebilecektir.¹⁴¹². Bu bakımdan, hakların korporatif etkiyi haiz olacak biçimde esas sözleşmede düzenlenemediği ve dolayısıyla ortaklık düzleminde tüm ortaklık paydaşları bakımından *erga omnes* etki taşımadığı durumlarda, haklardan doğan edimlerin aynen ifasının nasıl sağlanacağı ve bunun mümkün olmadığı durumlarda ortaya çıkacak tazminat borcunun ve öngörülmüşse ceza şartının nitelik ve koşullarını araştırmak elzemdir.

¹⁴⁰⁹ Bkz. İkinci Bölüm, III/F/4.

¹⁴¹⁰ Sevi, *Anonim Ortaklıkta Payın Devri*, s. 65.

¹⁴¹¹ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 393; Uçar, *Önalım ve Öncelik Hakları*, s. 293. Ayrıca bkz. Yarg. 11. HD, T. 07.11.2000, E. 2000/6279, K. 2000/8691; Yıldız, *Anasözleşme ile Düzenlenen Önalım Hakkı*, s. 52.

¹⁴¹² ESİN İsmail G., “Hisse Opsiyon Haklarından Kaynaklanan İhtilafların Tahkiminde İhtiyati Tedbirlerin Etkin Uygulanması”, *Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları ve Tahkim*, Editörler: Ziya Akıncı, Candan Yasan Tepetaş, İstanbul: On İki Levha, 2018 (“*İhtiyati Tedbirler*”), s. 60.

B) Önalım ve Öncelik Hakları Bakımından Değerlendirme

Önalım ve öncelik haklarının bağlam hükümleri vasıtasıyla veya esas sözleşmede müstakil hükümler öngörülerek korporatif etki kazanmadığı durumlarda, hak yükümlüsü olan pay sahibinin, paylarını, hakların öngörüldüğü sözleşmeye aykırı olarak, söz konusu haklar hilafına satıp devretmesi sonucu, hak sahibinin bu haklarını üçüncüye kişiye karşı ileri sürmesi ve payların kendisine devredilmesini talep etmesi mümkün olmayacaktır. Bu durum, hakların nispi özelliğinin bir sonucudur ve payları devralan üçüncü kişinin herhangi bir biçimde taraf olmadığı bir hukuki işleme dayanarak payların iadesine icbar edilmesi mümkün değildir.¹⁴¹³

Öncelik ve önalım haklarına ilişkin düzenlemelerde, hak yükümlüsünün sözleşmeyi ihlali, kendisine yapılan pay devrine ilişkin bir teklifi hak sahibine bildirmemek veya hak sahibinin öncelik veya önalım hakkına dayanarak payları devralma yönünde iradesini bildirmesine rağmen payların mülkiyetini devretmekten kaçınmak biçimde gerçekleşebilir.¹⁴¹⁴ Korporatif düzlemde, maddi esas sözleşme hükmü niteliği taşımak için gerekli nitelikleri haiz olmayan önalım veya öncelik haklarına aykırılığın yaptırımlarını borçlar hukuku ilkelerine göre belirlemek gerekir. Böyle bir durumda, yükümlünün sorumluluğu TBK m. 112 vd. maddelerinde düzenlenen sözleşmeye aykırılık hükümlerine göre değerlendirilecektir.¹⁴¹⁵ Söz konusu maddelerin özünü oluşturan ve borca aykırılık durumunda, alacaklının başvurabileceği hukuki imkanlar olan aynen ifa veya tazminat seçeneklerinden.¹⁴¹⁶ aynen ifaya, öncelik veya önalım hakkına aykırı olarak payların satılıp devredilmesi durumunda başvurulması mümkün olmayacaktır. Çünkü söz konusu paylar, halihazırda bir üçüncü kişiye satıp devredilmiş durumdadır ve hakların nispi özelliğinin bir sonucu olarak, haklardan doğan edimin özünü oluşturan payların hak

¹⁴¹³ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 392.

¹⁴¹⁴ Uçar, *Önalım ve Öncelik Hakları*, s. 292.

¹⁴¹⁵ Helvacı, *İsviçre Borçlar Kanunu'nun Sözleşmeden Doğan Ön-Alım, Alım, Geri Alım Haklarına İlişkin Değişiklikleri*, s. 416; Uçar, *Önalım ve Öncelik Hakları*, s. 293; YÜKSEL Sinan, "Pay Sahipleri Sözleşmelerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıkların Çözümünde Tahkim" *Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları ve Tahkim*, Editörler: Ziya Akıncı, Candan Yasan Tepetaş, İstanbul: On İki Levha, 2018, s. 153.

¹⁴¹⁶ Eren, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, s. 1028 vd.; Oğuzman / Öz, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler 1*, s. 392. Anglo-Amerikan hukuk sisteminde de sözleşmeye aykırılık durumunda aynen ifanın esas olduğu konusunda bkz. Cosenza, *Co-Invest at Your Own Risk: An Exploration of Potential Remedial Theories for Breaches of Rights of First Refusal in the Venture Capital Context*, s. 117.

sahibine devri işleminin gerçekleştirilmesi imkânsız hale gelmiş durumdadır.¹⁴¹⁷ Bu sebeple hak sahibi, kusuruyla borca ilişkin edimin imkansızlaşmasına sebebiyet veren hak yükümlüsüne karşı, borca aykırılıktan doğan zararını tazmin talebi yöneltebilecektir.¹⁴¹⁸ Kural olarak, hak sahibinin talep edeceği tazminatın bedeli, haklardan doğan edimler tam ve eksiksiz olarak yerine getirilmiş olsaydı, hak sahibinin malvarlığında oluşacak değişim ile sözleşmeye aykırı davranılması sonucunda ortaya çıkan durumdaki malvarlığı arasındaki farka göre belirlenir. Müspet zarar niteliğindeki bu tutar, subjektif imkânsızlık nedeniyle borçlunun tazmin etmesi gereken tutarı ifade eder.¹⁴¹⁹

Her ne kadar borçlar hukuku sistematigi içinde, aynen ifanın mümkün olmadığı durumlar için alacaklının borca aykırılıktan dolayı uğradığı zararın giderilmesine ilişkin yöntemler öngörülmüş olsa da çoğu durumda zarar miktarının hesaplanması ve ispatı oldukça zordur.¹⁴²⁰ Bu zorluk özellikle birleşme ve devralmalar pratiğinde çok daha belirgin hale gelmektedir. Zira çoğu birleşme ve devralma işleminde, ortaya çıkan uyuşmazlıklar hemen her zaman çok boyutlu niteliktedir. Bir işlemde taraflar arasında bir uyuşmazlık meydana geldiğinde, hele ki tarafların bu uyuşmazlığın, tahkim prosedürüne veya ulusal yargı mercilerine başvurmasını gerektirecek kadar esaslı olması durumunda, genelde tarafların üzerinde mutabık kalmadıkları birden fazla konu mevcut olmakta ve tarafların karşılıklı olarak birbirlerinden çeşitli tazminat talepleri söz konusu olabilmektedir.

Uyuşmazlıkların bu çok boyutlu karakterine karşın, konuyu örneklendirebilmek amacıyla taraflar arasında yalnızca öncelik veya önalım hakkına ilişkin sözleşmenin ihlal edildiği ve hak yükümlüsünün, elindeki payları, hak sahibine satın alma imkânı tanımaksızın, üçüncü kişiye satıp devrettiğini varsayalım. Bu durumda, payların üçüncü kişiye devrine ilişkin tasarruf işleminin gerçekleşmesini takiben öncelik/önalım hakkından doğan borca ilişkin edimin aynen ifası, borcun nispiliği çerçevesinde, mümkün olmayacaktır. Konuyu basitleştirerek zarara ilişkin bir analiz

¹⁴¹⁷ Demirkol, **Paysahipleri Sözleşmesi ile Getirilen Pay Devir Kısıtlamaları**, s. 862-863; Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 189; Esin / Lokmanhekim (yayına hazırlayan), **Uygulamada Birleşme ve Devralmalar**, s. 100; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 293.

¹⁴¹⁸ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 217; Tekinalp, **Önalım**, s. 349; Moroğlu, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği**, s. 523; Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II (2014)**, s. 1665.

¹⁴¹⁹ Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 1056; Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 1**, s. 406 vd.

¹⁴²⁰ Esin, **İhtiyati Tedbirler**, s. 71.

yapıldığında, hak yükümlüsünün öncelik/önalım hakkı hilafına payları üçüncü kişiye devretmesi durumunda, hak sahibi payları elde edememesine rağmen, hakkını kullanmış olsaydı ifa etmek zorunda kalacağı pay bedeli ödemesini de yapmak zorunda kalmayacaktır. Böyle bir durumda, görünürde payların parasal değeri ile hak sahibinin hakkını kullansaydı ödeyeceği opsiyon/satın alma bedeli birbirine denk olabilir. Fakat, daha önceki bölümde değinildiği üzere¹⁴²¹, birleşme ve devralmalar pratiğinde söz konusu haklara başvurulmasının birtakım başka ekonomik ve pratik gerekçeleri vardır. Mahiyet olarak nispeten soyut ve subjektif olan bu gerekçelerin ise, parasal olarak doğrudan karşılık geldiği niceliğin belirlenmesi genellikle zordur hatta bazen fiili olarak imkansızdır. Söz gelimi hakların ortaklık kontrolüne etkisi bakımından, haklara konu olan paylar üzerinde önalım hakkı elde eden ve hakkın ifa edilmesi sonucu oluşacak olan işletme üzerindeki sinerji etkisinden¹⁴²² yararlanmayı amaçlayan hak sahibinin, elde etmeyi umduğu bu menfaatin ekonomik karşılığının belirlenmesi ve karşılığın bu doğrultuda ispatlanarak tazminatın hesaplanmasında dikkate alınması son derece zordur. Dolayısıyla, özellikle aynen ifası imkânsız hale gelecek haklar bakımından, söz konusu imkânsızlık ortaya çıkmadan önce başvurulacak yöntemlerin belirlenmesi, tarafların haklardan bekledikleri menfaatlerin etkin biçimde gerçekleşebilmesi bakımından elzemdir.

Taraflar arasında düzenlenen ve opsiyon ve benzer haklar içeren sözleşmeler, mahiyetleri gereği genel olarak kompleks yapıdadırlar¹⁴²³ ve taraflar uyuşmazlıkların hızlı ve etkin çözümü de dahil olmak üzere çeşitli sebeplerden dolayı uyuşmazlıkların çözümü için tahkim şartı kararlaştırırlar¹⁴²⁴. Bu çerçevede, öncelik ve önalım haklarının etkin biçimde icra edilmesine ilişkin olarak, tahkim yargılamasına ilişkin ihtiyati tedbir olanakları önem arz etmektedir. Kuşkusuz, haklara konu olan payların üçüncü kişiye, sözleşmeye aykırı biçimde devredilmesine ilişkin tasarruf işlemi gerçekleşikten sonra, ihtiyati tedbirlerin uygulanması pratik bir yarar sağlamaz¹⁴²⁵.

¹⁴²¹ Bkz. İkinci Bölüm, II/A ve II/B.

¹⁴²² Meier-Mazzucato / Montandon, *Perspectives en termes de valeur et de prix ainsi que suppléments et escomptes globaux lors de l'évaluation et de transactions d'entreprises*, s. 277; WANG Cong / XIE Fei, "Corporate Governance Transfer and Synergistic Gains from Mergers and Acquisitions", *The Review of Financial Studies*, C. 22, S. 2, Şubat 2009, s. 830.

¹⁴²³ Ayoğlu, *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*, s. 226.

¹⁴²⁴ Bloch, *Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse*, s. 325; Esin, *İhtiyati Tedbirler*, s. 82; Bertrand *et. al*, *IBA Guide on Shareholders' Agreements, Canada, International Bar Association*, s. 9; Gesell, *IBA Guide on Shareholders' Agreements Germany*, s. 5.

¹⁴²⁵ NAUDE Tjakie, "The Rights and Remedies of the Holder of a Right of First Refusal or Preferential Right to Contract", *South African Law Journal*, C. 121, S. 3, 2004, s. 653.

Fakat, hak sahibinin, hak yükümlüsü tarafından aralarındaki sözleşme hilafına payları bir üçüncü kişiye satıp devretme iradesinden haberdar olması durumunda, haktan doğan edimin aynen ifasının imkânsız hale gelmesini önleyebilmek için söz konusu tedbirlerden yararlanması mümkün olabilir. Bu tedbirlerin özünde, hak yükümlüsünün payların devrine ilişkin tasarruf işlemini gerçekleştirmesini engelleme amacı yatar. Bu doğrultuda pay senetlerinin, öncelik/önalım hakkına ilişkin süreç izlenmeksizin üçüncü kişiye devrin engellenmesi için pay senetlerinin yedimeine bırakılması¹⁴²⁶ ve genel olarak paylar üzerindeki tasarruf işlemlerinin geçici olarak yasaklanarak payların üçüncü kişiye devrinin engellenmesine ilişkin tedbir kararları alınması ve bu konuda hakemlerin cesur kararlar almaları gerektiği öğretide ifade edilmektedir¹⁴²⁷. Bununla birlikte, söz konusu uyuşmazlığın birden fazla yargı merciinde (örneğin davaların iki ayrı hakem heyeti önünde veya, davaların birisinin hakem heyetince, diğerinin ise bir devlet mahkemesinde) görülmesi biçiminde ortaya çıkabilecek paralel yargılamalara konu olmalarında¹⁴²⁸ ötürü oluşabilecek sakıncaları önlemek için ise *anti-suit injunction*¹⁴²⁹ olarak ifade edilen, davanın iki farklı *forumda* görülmesini engelleyecek tedbirlere başvurulması mümkündür¹⁴³⁰.

¹⁴²⁶ ÇELEBİ Ali Ergin, **Birleşme ve Devralma İşlemlerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıklar ve Tahkim**, İstanbul: Vedat, 2016, s. 139 vd.

¹⁴²⁷ Okutan Nilsson / Atalay, **Alım Satım Opsiyonları**, s. 425; Ayrıca bkz. Esin, **İhtiyati Tedbirler**, s. 69, dn. 22 ve orada anılan yazarlar. Fakat belirtmek gerekir ki, hak yükümlüsünün pay senetlerine erişiminin bir şekilde kısıtlanması haricinde, üçüncü kişiye yapılacak devrin nasıl engellenebileceği konusunda bir açıklık mevcut değildir. Zira, hak yükümlüsünün pay devrinin yasaklanmasına ilişkin ihtiyati tedbir kararı da ihlal ederek payları haklar hilafına üçüncü kişiye devretmesi durumuna karşı getirilebilecek çözüm yollarının, tahkimdeki ihtiyati tedbirlerin icrası bakımından değerlendirilmesi gerekir. Bu konu ise çalışmanın sınırlarını aşacağından, uygulamada ortaya çıkabilecek böyle bir soruna dikkat çekmekle yetiniyoruz.

¹⁴²⁸ Yüksel, **Pay Sahipleri Sözleşmelerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıkların Çözümünde Tahkim**, s. 161.

¹⁴²⁹ *Anti-suit injunction* olarak adlandırılan ihtiyati tedbir türü, söz konusu haklardan doğan uyuşmazlıklara ilişkin tahkim yargılamalarında da sıklıkla gündeme gelebilmektedir. İngiliz hukukunda ortaya çıkan bu kavram, söz konusu hukuk altında tahkim anlaşmasının taraflara yüklediği, ihtilaf halinde tahkim yoluna başvurma (pozitif yükümlülük) ve tahkim yolu dışında herhangi bir foruma başvurmama (negatif yükümlülük) edimleri ile doğrudan bağlantılıdır. Buna göre İngiliz mahkemeleri, tahkim anlaşmasının aynen ifasını sağlamak amacıyla taraflar hakkında uyuşmazlık konusu ile bağlantılı herhangi başka bir dava/tahkim yargılaması başlatmama ve eğer daha önce başlatılan böyle bir yargılama varsa ilerletmemelerini öngören bir ihtiyati tedbir kararı tesis edebilmektedir. Bu tür ihtiyati tedbirler başlangıçta Kıta Avrupası hukuk sisteminin uygulandığı ülkelerde tereddütlerle karşılanırsa bile günümüzde bunlara karşı itirazların azaldığı ve bu kavramın uluslararası tahkim uygulamasında giderek yaygınlaştığı belirtilmektedir (konuya ilişkin detaylı bilgi için bkz. Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 234 vd.).

¹⁴³⁰ Ayoğlu, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, s. 241 vd.

C) Opsiyon Hakları ile Birlikte Satma ve Birlikte Satışa Zorlama Hakları Bakımından Değerlendirme

Önalım hakkı dışındaki opsiyon hakları niteliğindeki alım, geri alım ve satma haklarında, önalım ve öncelik haklarından farklı olarak hakkın kullanım prosedüründe kural olarak bir üçüncü kişinin mevcudiyeti gerekli değildir. Dolayısıyla bu haklar söz konusu olduğunda, hak sahibinin, paylara ilişkin herhangi bir başka potansiyel işleme bağlı olmaksızın sahip olduğu yetkiyi kullanarak payların devrine ilişkin borçlandırıcı işlemi kurması mümkün olmaktadır. Birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarında ise, öncelik ve önalım haklarına benzer biçimde, bir üçüncü kişiyle yapılacak muhtemel bir pay devir işlemi söz konusudur. Zira, birlikte satma hakkı belirli koşullara tabi olarak belirlenmiş, üçüncü kişinin fiilini taahhüt unsuru içeren bir satma hakkına (*put option*) benzetilebilirken¹⁴³¹, birlikte satışa zorlama hakkını ise aynı minvalde, üçüncü kişi yararına sözleşme unsurları taşıyan ve alım opsiyonu (*call option*) düzenlemelerine benzeşen bir hak olarak nitelemek mümkündür¹⁴³². Bu özellikleri itibariyle, söz edilen hakların tümünün etkin biçimde icrasına ilişkin değerlendirmeler benzerlik göstermektedir. Bu doğrultuda, hak yükümlüsünün haklardan doğan edimleri ifa etmeye zorlanmasında belirleyici olan parametreler, haklara ilişkin farklı karakteristiklerden ziyade, hakların tabi olduğu payların türü ile senede bağlı olup olmaması unsurlarıyla ilişkilidir.

Opsiyon hakları ile birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarına ilişkin borçların ifasında, kuşkusuz kural olarak hak sahibinin aynen ifa talep etmesi ve borçlunun bu talebi yerine getirmemesi durumunda bir eda davası yoluyla haklardan doğan edimlerin cebri icrası için mahkemenin bir ilam düzenlemesini talep etmesi mümkündür¹⁴³³. Bu ilam çerçevesinde, kullanılacak hakların mahiyetine göre, ilgili bedelin ödenmesi karşılığında hakka konu olan payların hak sahibine teslim edilmesi (*call option* durumunda) veya hak yükümlüsü tarafından elindeki payların teslim alınması ve payların bedelinin ödenmesi (*put option* durumunda) veya üçüncü kişi ile yapılan pay devir sözleşmesine katılmak suretiyle, yine pay bedelinin ödenmesi koşuluna bağlı olarak, payların, hak yükümlüsü tarafından üçüncü kişiye devredilmesine ilişkin edimlerin yerine getirilmesi talep edilebilecektir. Peki hak

¹⁴³¹ Dupasquier, *Le financement d'une jeune société*, s. 331.

¹⁴³² Dupasquier, *Le financement d'une jeune société*, s. 326; Gerhard, *Private equity – L'exit vu au travers des yeux d'un fonds de private equity*, s. 116.

¹⁴³³ Okutan Nilsson / Atalay, *Alım Satım Opsiyonları*, s. 416.

yükümlüsünün mahkeme ilamına rağmen hakların kullanımına ilişkin edimleri ifa etmemesi veya ifa etmekten kaçınması durumunda hak sahibinin, hak yükümlüsü ile aralarındaki sözleşme ile murat edilen sonuca ulaşabilmesi için başvurabileceği yöntemler nelerdir? Bu sorunun yanıtına ilişkin değerlendirmeler, hakların aynen ifası bağlamında, senede bağlanmamış paylar, senetle temsil edilen paylar ve kayden izlenen paylar alt başlıkları altında, ifaya yönelik yaklaşımlar ve yöntemler çerçevesinde yapılacaktır.

1) Senede Bağlanmamış Paylar

TTK sistematigi içinde, anonim ortaklık paylarının senetle temsil edilmesi esastır. Zira kanunda, senede bağlanmamış payların devrine ilişkin herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Bununla birlikte kural olarak, özellikle nama yazılı paylar bakımından, payları temsil eden senetlerin çıkartılması yönünde de bir zorunluluk bulunmadığından¹⁴³⁴, senede bağlanmamış payların devrinde borçlar hukuku altında alacağın temlikine ilişkin genel hükümler geçerli olacaktır¹⁴³⁵. Bu durum anonim ortaklık payının devri bakımından esas tasarruf işlemini teşkil eden pay senedinin zilyetliğinin devri gerekliliğini ortadan kaldırmakta ve paya ilişkin hak ve borçların intikaline ilişkin tasarruf işlemi, alacak temlik işleminin gerçekleşmesiyle birlikte kendiliğinden tamamlanmış olmaktadır¹⁴³⁶. Bu durumun opsiyon ve benzeri hakların icrası bakımından etkisi ise, hak sahibinin cebri icrayı sağlayabilmek için hak yükümlüsünün elindeki pay senetlerine ulaşması gereğinin ortadan kalkmasıdır. Zira TBK’da düzenlenen alacağın temlik hükümleri uyarınca¹⁴³⁷ kanun hükmü ve mahkeme kararı gereğince gerçekleşen alacağın devri işlemi, herhangi başka bir koşula bağlı olmaksızın sonuç doğuracaktır¹⁴³⁸.

¹⁴³⁴ TTK m. 486, f. 3 hükmünde azlığa tanınan nama yazılı pay senetlerinin bastırılıp pay sahiplerine dağıtılması konusundaki talep yetkisi bunun istisnasını oluşturur.

¹⁴³⁵ Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 343. Ayrıca belirtmek gerekir ki devredilebilirlik açısından payın senede bağlanmış olup olmaması herhangi bir fark yaratmamaktadır (bkz. Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 258; Göksoy, **Anonim Ortaklıkta Payın Rehni**, s. 51).

¹⁴³⁶ Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 344.

¹⁴³⁷ Bkz. TBK m. 185. Belirtmek gerekir ki bu açıklama yalnızca bedeli tam olarak ödenmiş payların devri için geçerlidir. Bedeli tam olarak ödenmemiş payların devri TTK altında farklı düzene tabi olduğu için, salt mahkeme kararı, payların devredilmiş sayılması için yeterli olmayacaktır. Çünkü bu durumda, mevcut pay sahibinin ortaklığa karşı ifa etmesi gereken pay bedeli borcu da söz konusudur; bu yüzden alacağın devri hükümlerinin yanı sıra borcun nakli hükümlerinin de göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Bununla birlikte, bedeli tam olarak ödenmemiş payların opsiyon ve benzeri haklara konu olması, pratikte pek sık rastlanan bir durum değildir. Bu nedenle açıklamalarımızı bedeli ödenmiş çiplak payların alım hakkına konu olması ekseninde yoğunlaştırmayı tercih ediyoruz. Ayrıca bkz. Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 344 vd.

¹⁴³⁸ Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 2**, s. 620.

a. Alım Hakkı

Yukarıda ortaya konulan çerçevede, alım hakkına (*call option*) konu olan ve senede bağlı olmayan anonim ortaklık paylarına ilişkin açılan eda davalarına ilişkin, mahkemeden alınacak ilamın sonucu olarak payların mülkiyeti doğrudan alım hakkı sahibine geçecektir.¹⁴³⁹ Çünkü mahkemenin vereceği karar, alacağın devri işleminin gerçekleşmesi için gerekli koşulların da yerine gelmesi sonucunu doğurur ve bu kararlar birlikte payın devrine ilişkin tasarruf işlemi de tamamlanmış olur. Bununla birlikte, aynen ifaya yönelik açılan eda davası süresince, hak yükümlüsünün payları üçüncü bir kişiye satıp devretmesini engellemek için tıpkı öncelik/önalım haklarında olduğu gibi¹⁴⁴⁰ ihtiyatı tedbir seçeneklerinin, somut durumun koşullarına uygun düşecek biçimde, dikkatle değerlendirilmesi elzemdir. Çünkü ortaklık paylarının hükmen devrine ilişkin dava açılması, dava süresince pay sahibinin paylar üzerindeki tasarruf yetkisini etkilemeyecektir; dolayısıyla dava süresince payların bir üçüncü kişiye satıp devredilmesi durumunda, dava sonunda çıkacak karar ne olursa olsun aynen ifa talebinin yerine getirilmesi imkânsız hale gelecektir.¹⁴⁴¹

Mahkemenin alacağın devri hükümleri uyarınca vereceği payın devri kararına istinaden, hak sahibi ortaklığa başvurarak kendisinin pay defterine, söz konusu payların yeni maliki olarak kaydedilmesini talep edebilir. Her halükârda, pay defterine kayıt, yalnızca devrin ve pay sahipliğinden doğan hakların ortaklığa karşı ileri sürülebilmesini sağlayan açıklayıcı nitelikte bir işlem¹⁴⁴² olduğu için, pay defterine kayıt sürecinde muhtemel bir aksamanın payın mülkiyetinin geçişi üzerinde esaslı bir etkisi olmayacaktır. Alım hakkına konu olan payların bedelinin ise, kuşkusuz, alım hakkının kullanımı çerçevesinde payların devrini talep eden hak sahibi tarafından ödenmesi gerekecektir. Alım hakkının kullanılması sonucu taraflar arasında kurulan pay devir sözleşmesi sinallagmatik bir sözleşme olduğu için, payların devrini talep eden hak sahibinin söz konusu bedeli ödemiş olması veya eda davası dilekçesinde ifaya hazır olduğunu beyan etmesi gerekmektedir.¹⁴⁴³ Aksi takdirde hak

¹⁴³⁹ Okutan Nilsson / Atalay, **Alım Satım Opsiyonları**, s. 418.

¹⁴⁴⁰ Bkz. Üçüncü Bölüm, II/B.

¹⁴⁴¹ DURMAN Okay, “**Ticaret Şirketi Hisselerinin Teslimi Hakkındaki İlamların İcrası**”, Kocaeli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 5, S. 10, Temmuz 2014, s. 101.

¹⁴⁴² Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 265.

¹⁴⁴³ Okutan Nilsson / Atalay, **Alım Satım Opsiyonları**, s. 427.

yükümlüsünün ödemezlik def'ini öne sürerek payları devir borcundan kurtulması söz konusu olabilecektir. Bu çerçevede, senede bağlanmamış payların devrine ilişkin eda davasında, TMK'da taşınmazlara ilişkin önalım hakkı için öngörülen, hakkın kullanımına ilişkin davada satış bedelinin hâkimin belirleyeceği yere nakden yatırılması koşulunun, paylara ilişkin alım hakkının kullanımına ilişkin dava bakımından da kıyasen uygulanması makul bir yaklaşım olacaktır.¹⁴⁴⁴ Böylelikle, hâkimin payların bedelinin belirlenen yere depo edilmesinin ardından payların mülkiyetinin nakline karar vermesi mümkün olacaktır.

b. Satma Hakkı

Satma hakkı (*put option*) ile bağlantılı edimlerin aynen ifasına ilişkin söz konusu olabilecek eda davasının konusu ise, temel olarak para borcuna ilişkin olduğu için, bu davaya ilişkin süreç, alım hakkı için öngörülen sürece nazaran daha basit olacaktır. Çünkü bu durumda, hak sahibi, elindeki payları, satma hakkının kullanılmasıyla kurulan pay devir sözleşmesi hükümleri uyarınca devretmeye hazır olduğunu beyan ederek, hak yükümlüsünün semeni ödeyerek payları devralmasını talep edecektir. Payların senede bağlı olmadığı durumda, hâkim, hak sahibine ait payların mülkiyetinin, alacağı temliki hükümleri çerçevesinde davalıya geçirilmesine; buna mukabil olarak hak yükümlüsünün ise pay devir sözleşmesinden doğan semeni ödemesine karar verebilecektir.¹⁴⁴⁵ Kararın icrası bakımından kritik husus, hak yükümlüsünün semeni ödeme borcunu yerine getirmemesine karşı alınacak önlemdir. Söz konusu edim, nevi itibariyle bir para borcu teşkil ettiği için aynen ifanın imkânsız hale gelmesi kural olarak söz konusu değildir. Bu çerçevede, ilamlı icra takibi prosedürü çerçevesinde¹⁴⁴⁶, hak yükümlüsünün malvarlığını konu alan takip başlatılacak ve hak sahibinin semeni tahsil etmesi bu yolla sağlanacaktır. Fakat bu yöntemde dikkat edilmesi gereken husus, hak yükümlüsünün malvarlığının, semen borcunu karşılamaya yetecek miktarda olmasıdır. Aksi takdirde, hak sahibinin elindeki payları devredip semeni tahsil edememesi durumu ortaya çıkabilir ki; bu durum yalnızca satma hakkının etkin biçimde ifasını engellemiş olmayacak, aynı zamanda

¹⁴⁴⁴ Okutan Nilsson / Atalay, **Alım Satım Opsiyonları**, s. 428.

¹⁴⁴⁵ Okutan Nilsson / Atalay, **Alım Satım Opsiyonları**, s. 431.

¹⁴⁴⁶ Bkz. Hakan Pekcanitez, Oğuz Atalay, Muhammet Özkes, **İcra ve İflas Hukuku**, İstanbul: On İki Levha, s. 200 vd.

hak sahibinin eda davasının öncesine göre ekonomik durumunun kötüleşmesine neden olacaktır.

c. Birlikte Satma ve Birlikte Satışa Zorlama Hakları

Birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarının aynen ifası konusu, alım ve satma haklarına nazaran daha karmaşıktır. Zira daha önce de değinildiği üzere¹⁴⁴⁷, birlikte satma hakkı veya birlikte satışa zorlama hakkına ilişkin düzenlemeler *sui generis* niteliktedir ve tarafların hakları düzenledikleri sözleşmelerde öngörülen modalitelere bağlı olarak çeşitli hukuki nitelik sınıflandırmalarına tabi olmaları mümkündür.¹⁴⁴⁸ Bu çerçevede, hakkın düzenlendiği sözleşmede yer verilen hükümlerin yorumlanmasında, bu hükümlerin ortaya koyduğu hukuki ilişkinin mahiyeti kritik önemi haizdir. Zira, söz gelimi hükmün bir yenilik doğuran hak çerçevesinde bir düzenleme oluşturduğu durumda, hakkın aynen ifasına ilişkin başvurulacak yöntemler ile örneğin bir üçüncü kişi yararına sözleşme veya üçüncü kişinin fiilini taahhüt mahiyetinde düzenlendiği durumlarda başvurulacak yöntemler farklılık arz edecektir. Bu çerçevede, sözü edilen farklılıkları değerlendirirken, birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarının düzenlendiği sözleşmenin kendisi ile, hakların kullanılması sonucu ortaya çıkan ve üçüncü kişi ile gerçekleştirilen pay devir işlemine katılmaya ilişkin hak veya yükümlülüğü doğuran sözleşmeyi birbirinden ayrı değerlendirmekte yarar vardır.

Birlikte satma hakkına ilişkin kurulan sözleşme ilişkisinin temelinde, bir tür olumsuz edim olan hak yükümlüsünün paylarını tek başına elden çıkartamaması borcu vardır.¹⁴⁴⁹ Zira, hakkın düzenlendiği sözleşme hükmünün taraflar arasında doğurduğu ilk etki, hak yükümlüsünün paylarını, hak sahibinin satışa katılma yetkisini engelleyecek biçimde satmayacağına ilişkin bir yapmama borcu ile temayüz etmektedir. Senede bağlı olmayan payların devrinin, alacak devri hükümlerine tabi olduğu göz önünde bulundurulduğunda, birlikte satma hakkına ilişkin payları devretmeme borcunun aynen ifasının fiili olarak talep edilmesi mümkün görünmemektedir. Zira, hak yükümlüsünün, üçüncü kişi ile yapacağı ve yalnızca yazılı

¹⁴⁴⁷ Bkz. İkinci Bölüm, I/C/4/c.

¹⁴⁴⁸ Bu nitelik sınıflandırmaları arasında yenilik doğuran hak, ön sözleşme ilişkisi içinde düzenlenen kendine özgü bir hak çeşidi, birlikte satma hakkının üçüncü kişi lehine düzenlenmiş şarta bağlı satım opsiyonu veya şarta bağlı bir üçüncü kişinin fiilini taahhüt sorumluluğu; birlikte satışa zorlama hakkının ise üçüncü kişi lehine belirlenmiş şarta bağlı alım opsiyonu veya şarta bağlı bir üçüncü kişi ile sözleşme yapma borcu (*facere*) olarak değerlendirilmesi alternatifleri bulunmaktadır (bkz. İkinci Bölüm, I/C/4/c).

¹⁴⁴⁹ Yılmaz, **Tag Along & Drag Along Rights**, s. 115.

şekil şartına tabi olan devir işlemi sonucu, borca aykırı işlem tamamlanmış ve paylar, birlikte satma hakkı hilafına olacak şekilde devredilmiş olacaktır.¹⁴⁵⁰ Hak sahibinin, TBK m. 113, f. 3 hükmü uyarınca borca aykırı durumun ortaya kaldırılmasını talep edebilme hakkı olmasına rağmen, bu durum üçüncü kişi ile yapılan işlemin de iptalini gerektireceği için, bu hakkın pay devri gibi ani edimli borç ilişkilerinde kullanılması mümkün olmayacaktır.¹⁴⁵¹ Bununla birlikte, hak yükümlüsünün borca aykırı davranacağına ilişkin emarelerin, henüz borca aykırılık oluşturacak tasarruf işleminden önce ortaya çıkması durumunda, hak sahibinin borca aykırılığın ve edimin imkansızlığının önlenmesi amacıyla bir negatif eda davası.¹⁴⁵² açma yolunu tercih etmesi değerlendirilebilir. Zira, hak yükümlüsünün davranışlarının gelecekte hak sahibi bakımından esaslı ihlallere sebebiyet vereceği öngörülebiliyorsa, davanın ikame edilmesi için gerekli olan hukuki yararın mevcut olduğu kabul edilmektedir.¹⁴⁵³ Örneğin, hak yükümlüsünün, maliki olduğu payların devri için üçüncü kişi ile pazarlıklara başlamış olması ve bu pazarlıklar sonucu taraf olacağı işlemde, birlikte satma hakkını gözetmeyeceğine ve haktan doğan gereklilikleri yerine getirmeyeceğine ilişkin kuvvetli emareler olması durumunda, hak sahibinin negatif eda davası yoluna başvurarak, pay devir işleminin, kendi paylarını içermeyecek biçimde gerçekleşmesini engellemek için girişimde bulunması mümkün olabilir. Fakat, ikame edilecek bu tür bir dava sonunda, birlikte satma hakkı sahibinin, hakkın hilafına yapılacak bir işlemin yasaklanmasına ilişkin mahkemeden ilam elde edebilmesi durumunda dahi, bu ilamın cebri icrasının mümkün olmadığını ifade etmek gerekir. Zira, hak yükümlüsü bu ilama aykırı olacak şekilde yine paylarını üçüncü kişiye satıp devrederse, söz konusu ilam üçüncü kişiyi bağlamayacağı için bu işlemin iptali için gerekçe teşkil etmeyecektir. 2004 sayılı İcra ve İflas Kanunu'nun.¹⁴⁵⁴ 30. Maddesinde öngörülen tazyik hapsi hükmü de bu durumu değiştirmeyecektir; zira kimsenin istemediği bir işi yapmaya

¹⁴⁵⁰ TBK m. 133, f. 2 hükmünün lafzi yorumundan, yapmama borçlarında alacaklının başvurabileceği tek yolun tazminat talebi olduğu ve aynen ifanın bu tür borçlarda kanunen caiz görülen bir yöntem olmadığı ifade edilebilir (bkz. Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 1**, s. 454). Bununla birlikte, yapmama borçlarında aynen ifa talebinin mümkün olduğunu savunan görüş (bkz. Tekinay / Akman / Burcuoğlu / Altop, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 923; Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 1051) kabul edilse dahi, payların üçüncü kişiye devri ile birlikte yapmama ediminin ifa edilmesi imkânsız hale geleceği için aynen ifa talebinde bulunmak mümkün olmayacaktır.

¹⁴⁵¹ BAŞOĞLU Başak, **Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta Aynen İfa Talebi**, İstanbul: On İki Levha, 2012, s. 97; Yılmaz, **Tag Along & Drag Along Rights**, s. 153.

¹⁴⁵² Bir şeyin yapılmamasına veya katlanmaya ilişkin davalara negatif eda davası denilmektedir. Bkz. PEKCANİTEZ Hakan, **Medeni Usul Hukuku**, İstanbul: On İki Levha, 2017, s. 964.

¹⁴⁵³ PEKCANİTEZ Hakan / ATALAY Oğuz / ÖZEKES Muhammet / ATALI Murat / AKKAN Mine / ERDÖNMEZ Güray / TAŞ KORKMAZ Hülya / YEŞİLİRMAK Ali, **Medenî Usûl Hukuku**, İstanbul: On İki Levha, 2017, s. 965.

¹⁴⁵⁴ R.G. T. 19.06.1932, S. 2128.

zorlanamayacağı (*nemo praecise cogi potest ad factum*)¹⁴⁵⁵, hukukun temel ilkelerinden biridir ve söz konusu tazyik hapsi hükmü, ancak borçluyu ilgili edimi yapmaya teşvik edebilir, fakat zorlayamaz.¹⁴⁵⁶ Kaldı ki, birleşme ve devralmalar pratiğinde, opsiyon hakları ve benzeri haklar içeren düzenlemelerin taraflarının önemli bir bölümünü – hatta belki çoğunu – tüzel kişilerin oluşturduğunu ifade etmek mümkündür. Hal böyle iken, hak yükümlüsünün tüzel kişi olduğu durumlarda, İcra ve İflas Kanunu’nda öngörülen tazyik hapsine ilişkin düzenlemenin etki alanı oldukça daralmaktadır.¹⁴⁵⁷ Dolayısıyla, birlikte satma hakkına ilişkin ortaya çıkan söz konusu yapmama ediminin, fiilen tazminat borcuna dönüşeceği sonucuna ulaşmak mümkündür.

Birlikte satma hakkına ilişkin düzenlemelerde, hak sahibinin nihai amacının, kendisine ait payları da hak yükümlüsünün paylarıyla birlikte üçüncü kişiye devretmek ve satış işleminin getirdiği menfaatlerden yararlanmak olduğu söylenebilir. Fakat bu durumda, hak yükümlüsü ile, paylara ilişkin semeni ödeyecek olan alıcı taraf aynı kişi olmadığından, hak sahibinin, üçüncü kişi ile yapılacak pay devir sözleşmesine, icra hukukuna özgü yöntemlerle dahil olması ve kendisine ait payların da cebri icra yoluyla üçüncü kişi tarafından devralınmasını sağlaması mümkün görünmemektedir. Hak yükümlüsünün, birlikte satma hakkının gereklerini göz önünde bulundurmaksızın paylarını bir üçüncü kişiye devretmesi durumunda, ortaya iki alternatif çıkmaktadır. Hak sahibi, devre konu olan paylarla birlikte kendi paylarına ilişkin olarak birlikte satma hakkı bulunduğunu devralan üçüncü kişiye, doğrudan veya dolaylı olarak bildirebilir. Bu bildirim üzerine yeni malik olan üçüncü kişi, hak sahibinin elindeki payları da diğer paylarla aynı koşullara tabi olmak üzere satın alabilir. Belirtmek gerekir ki, böyle bir işlemin gerçekleşmesi, üçüncü kişinin tamamen ihtiyari olarak payları satın almayı kabul etmesine bağlıdır ve mahiyet olarak herhangi bir akitten doğan zorlama temeline dayanmamaktadır. Çünkü söz konusu üçüncü kişi, birlikte satma hakkına ilişkin sözleşmesel ilişkinin tamamen dışındadır. İkinci alternatifte ise ne hak sahibinin ne de hak yükümlüsünün elinde, üçüncü kişinin birlikte satma hakkına konu olan payları da satın almaya zorlayacak bir imkân bulunduğu için,

¹⁴⁵⁵ SEROZAN Rona, **İfa, İfa Engelleri, Haksız Zenginleşme**, C. 3, 4. Bası, İstanbul: Filiz, 2006, s. 219.

¹⁴⁵⁶ Başoğlu, **Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta Aynen İfa Talebi**, s. 100; Yılmaz, **Tag Along & Drag Along Rights**, s. 164.

¹⁴⁵⁷ Tüzel kişiler hakkında ceza hukuku yaptırımları için bkz. CENTEL Nur, **“Ceza Hukukunda Tüzel Kişilerin Sorumluluğu – Şirketler Hakkında Yaptırım Uygulanması”**, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 65, S. 4, 2016, s. 3313-3326.

birlikte satma hakkından doğan payların devrini sağlama ediminin aynen ifası imkânsız hale gelecek ve hak sahibinin başvurabileceği tek alternatif, hak yükümlüsüne karşı TBK m. 113 kapsamında yöneltebileceği tazminat talebi olacaktır.¹⁴⁵⁸

Birlikte satışa zorlama hakkında ise, birlikte satma hakkının aksine bir yapmama borcundan söz etmek söz konusu değildir. Çünkü bu ihtimalde birlikte satma hakkında olduğu gibi hak yükümlüsünün tek başına paylarını *devretmemeye* ilişkin bir edim borcu yerine hak sahibinin talep etmesi durumunda, onunla birlikte paylarını üçüncü kişiye devretme borcu mevcuttur.¹⁴⁵⁹ Dolayısıyla birlikte satışa zorlama hakkında, hakkın kullanılmasına kadarki süre zarfında, hakka konu payların elden çıkarılmasını engellemek için hukuki yollara başvurulması gereği kural olarak mevcut değildir. Hak yükümlüsü, taraflar arasında aksine sözleşmesel bir düzenleme bulunmadığı sürece, hak sahibinin üçüncü kişi ile bir pay devir işlemi gerçekleştirene ve bu işlem çerçevesinde birlikte satma hakkını kullandığına ilişkin beyanını hak yükümlüsüne iletene kadar, kendi paylarını elden çıkartmakta serbesttir.

Birlikte satışa zorlama hakkının kullanılmasıyla birlikte, hak yükümlüsünün paylarını üçüncüye kişiye devre zorlanması mümkündür. Bu imkândan yararlanılmasını temin etmek için en uygun yol ise, birlikte satışa zorlama hakkının, taraflar arasındaki ilişkide, bir tam üçüncü kişi yararına sözleşme¹⁴⁶⁰ olarak teşkil edecek biçimde düzenlenmesidir. Birlikte satışa zorlama hakkı ile üçüncü kişi yararına sözleşme etkileşimi bakımından değerlendirilmesi gereken hususlardan birisi, birlikte satışa zorlama hakkı içeren sözleşmenin kurulduğu anda, payları ileride devralacak olan üçüncü kişinin kimliğinin henüz belli olmamasıdır. Bu durum, birlikte satışa zorlama hakkının bir üçüncü kişi yararına sözleşme olarak kurulmasına engel teşkil edecek midir? Kanaatimizce bu soruya verilecek yanıt olumsuzdur. Zira öğretilde, üçüncü kişi yararına sözleşme kurulması şartları arasında üçüncü kişinin belirli olması aranmamaktadır; üçüncü kişinin yalnızca belirlenebilir olması yeterlidir. Hatta üçüncü

¹⁴⁵⁸ Yılmaz, **Tag Along & Drag Along Rights**, s. 158.

¹⁴⁵⁹ Aksi görüş için bkz. ve karşı. Yılmaz, **Tag Along & Drag Along Rights**, s. 116 ve s. 159. *Yazar*, birlikte satışa zorlama hakkı bakımından da bir yapmama borcunun varlığından bahsetmekte ise de kanaatimizce bu hak bakımından esas edimi, hak sahibinin birlikte satışa zorlama hakkını kullanması durumunda ortaya çıkan payları üçüncü kişiye devretmeye ilişkin işleme katılma borcu teşkil etmektedir.

¹⁴⁶⁰ Bkz. İkinci Bölüm, I/B/5.

kişi yararına sözleşme yapılırken lehtarın hiç belirtilmemesi ve bunun taraflarca daha sonra belirleneceğinin düzenlenmesinin dahi mümkün olduğu belirtilmektedir.¹⁴⁶¹

Böylelikle, hak sahibinin paylarını üçüncü kişiye devretmek için işlemlere başlaması ve eşzamanlı olarak birlikte satışa zorlama hakkını kullanacağını/kullandığını bildirmesi ile birlikte, payları devralan üçüncü kişinin birlikte satışa zorlama hakkına konu olan payların devrini talep etme yetkisi doğmuş olacaktır.¹⁴⁶² Bu andan itibaren, üçüncü kişi ile hak yükümlüsü arasındaki süreç, tıpkı bir alım hakkı (*call option*) düzenlemesi varmış gibi ilerleyecektir. Dolayısıyla, hak yükümlüsünün mülkiyeti altında olan senede bağlanmamış payların kendisine devri için, üçüncü kişi bir bildirimde bulunacak ve hak sahibinin paylarını satın aldığı koşullara tabi olmak üzere, hak yükümlüsünü, payları kendisine devretmeye davet edecektir. Hak yükümlüsünün bu davetten doğan yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumunda ise, üçüncü kişinin elinde bulunan ve birlikte satışa zorlama hakkından doğan *alım hakkının* cebri icrası için hukuki yollara başvurusu mümkün olacaktır. Tıpkı alım hakkında olduğu gibi, tam üçüncü kişi yararına düzenlenen birlikte satışa zorlama hakkına ilişkin olarak açılacak eda davalarında, mahkemeden alınacak ilam, payların mülkiyetinin doğrudan lehtar sıfatını haiz üçüncü kişiye geçmesini sağlayacaktır.¹⁴⁶³ Semenın ödenmesi bakımından da – yine alım hakkı için yapılan açıklamalarla paralel biçimde.¹⁴⁶⁴ – pay bedelinin hâkimin belirleyeceği bir yere depo edilmesi ve buna müteakip olarak payların mülkiyetinin nakline karar verilmesi mümkün olacaktır.

2) Hamiline veya Nama Yazılı Senetle Temsil Edilen Paylar

Hamiline yazılı veya nama yazılı olarak düzenlenen pay senetleri, farklı devir prosedürlerine tabi oldukları için, bu senetlerle temsil edilen payların opsiyon hakları ile benzeri haklara tabi olmaları durumunda, hakların etkin biçimde icra edilmesi için başvurulabilecek yöntemler farklılık arz etmektedir.

7262 Sayılı Kanun ile hamiline yazılı paylara ilişkin TTK rejiminde yapılan değişikliklerden önce, hamiline yazılı payların devri, ortaklığın herhangi bir dahli olmaksızın veya ortaklığa bir bildirimde bulunulmaksızın salt senet zilyetliğinin

¹⁴⁶¹ Oğuzman / Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler 2**, s. 466.

¹⁴⁶² Yılmaz, **Tag Along & Drag Along Rights**, s. 167.

¹⁴⁶³ Okutan Nilsson / Atalay, **Alım Satım Opsiyonları**, s. 418.

¹⁴⁶⁴ Bkz. Üçüncü Bölüm, II/C/2.

iktisabı ile gerçekleşmekteydi¹⁴⁶⁵. Bu özelliği itibariyle hamiline yazılı pay senetlerinin üzerinde kurulan opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer hakların, ortaklık düzleminde sonuç doğuracak biçimde düzenlenmesinin çoğu durumda mümkün olmayacağını ifade etmek mümkündür. Bu durumun temel nedeni olarak, hamiline yazılı payların temel karakteristiklerinden biri olan *anonimlik* özelliği gösterilebilir. Diğer bir ifadeyle, 7262 Sayılı Kanun öncesi dönemde kural olarak hamiline yazılı payların rastlantısal bir zaman diliminde kime ait olduğu hususunda ortaklık bilgi sahibi değildi¹⁴⁶⁶. Ancak daha önce de açıklandığı üzere¹⁴⁶⁷, 7262 Sayılı Kanun ile getirilen yeni rejimde, hamiline yazılı paylara ilişkin, pay sahibi de dahil olmak üzere, bilgilerin MKK'ya bildirilmesi zorunluluğu getirilmiş, ayrıca bu zorunluluk, hamiline yazılı payların devri durumunda pay sahipliğinden doğan hakların şirkete ve üçüncü kişilere karşı hüküm ifade edebilmesi için bir koşul olarak düzenlenmiştir¹⁴⁶⁸. Bununla birlikte, hamiline yazılı paylara ilişkin yeni rejimde, pay mülkiyetinin geçişi bakımından bir değişiklik olmadığını belirtmek gerekir. Mülkiyetin geçişinde, tıpkı eski rejimde olduğu gibi senet zilyetliğinin devri esas teşkil etmektedir¹⁴⁶⁹. Dolayısıyla 7262 Sayılı Kanun ile getirilen değişiklikler, pay sahipliğinden doğan hakların kullanılması bakımından MKK'ya bildirim önemli bir işlev yüklemiş olsa da hamiline yazılı payların mülkiyetinin devri açısından temelde bir değişiklik yaratmamıştır.

Yeni rejimde getirilen değişikliklerin, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar ile hamiline yazılı paylar arasındaki ilişkide, temel olarak, bir

¹⁴⁶⁵ Sevi, *Anonim Ortaklıkta Payın Devri*, s. 205. Ayrıca, nama yazılı payların aksine, hamiline yazılı paylar için, pay bedelinin tamamen ödenmesini müteakip üç ay içinde hamiline yazılı pay senetlerinin bastırılıp hamillerine teslim edilmesi zorunluluğu vardır. Bu bakımdan, söz konusu üç aylık süre haricinde hamiline yazılı paylarda *çıplak pay* kavramından söz etmek mümkün değildir. Bu üç aylık sürede ise paylar, pay defterindeki kayıtlar aracılığıyla izlenecektir (bkz. KIRCA İsmail / TEKİN Ufuk, “Suç Gelirlerinin Aklanması ve Terörün Finansmanı ile Mücadele Çerçevesinde OECD Mali Eylem Görev Grubunun Hamiline Yazılı Paylarla İlgili Tavsiye Kararı ve Ulusal Mevzuatlarda Buna Uyum Çabaları”, Ord. Prof. Dr. Şevket Memedali Bilgişin'in Anısına Armağan, 2021 s. 476).

¹⁴⁶⁶ Her ne kadar ortaklığın belirli bir zaman diliminde – örneğin hamiline yazılı payın sahibinin genel kurula katılmak için paylarını ibraz ettiği durumda – hamiline yazılı payların kimin elinde olduğunu öğrenmesi mümkün ise de teorik olarak bu andan sonra paylar kısa bir süre içinde satıp devredilebilir. Dolayısıyla, genel kurul örneğini ele aldığımızda, genel kurul tarihinin ertesi gününde hamiline yazılı payların malikinin farklı bir kişi olması mümkündür. 7262 Sayılı Kanun ile birlikte getirilen hamiline yazılı pay senetleri için getirilen MKK'ya bildirim yükümlülüğünün anonimlik özelliğine etkisi hakkında bkz. Birinci Bölüm, I/D/2.

¹⁴⁶⁷ Bkz. Birinci Bölüm, I/D/2.

¹⁴⁶⁸ GÖKDEMİR TAMER Tülay, “Hamiline Yazılı Pay Senetleri İçin 7262 Sayılı Kanun ile Getirilen Değişiklikler ve Hukuki Sonuçları”, Prof. Dr. H. Ercüment Erdem'e Armağan, C. 1, 2023, s. 701.

¹⁴⁶⁹ Gökdemir Tamer, *Hamiline Yazılı Pay Senetleri İçin 7262 Sayılı Kanun ile Getirilen Değişiklikler ve Hukuki Sonuçları*, s. 710.

farklılık yaratmadığını ifade etmek mümkündür. Zira her ne kadar pay sahipliği haklarının kullanımı bakımından MKK'ya bildirim sürecinde ortaklığın sürece dahil olması söz konusu olsa da payların mülkiyetinin geçişi bakımından benzer bir durum mevcut değildir. Hamiline yazılı paylara ilişkin öngörülebilecek bağlam benzeri bir mekanizma mevcut olmadığı gibi, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların esas sözleşmede böyle bir mekanizmadan bağımsız kendi başına birer hüküm olarak düzenlenmesi durumunun da ortaklık düzleminde sonuç doğurması hem kavramsal hem de fiili olarak mümkün değildir. Hamiline yazılı payların mülkiyetinin devrine ilişkin süreç, temelde yalnızca senet zilyetliğinin el değiştirmesi eylemini içerir ve bu sürece ortaklığın ne müdahale etme yetkisi vardır ne de ortaklığın elinde fiilen bu sonucu gerçekleştirecek bir araç bulunmaktadır. Bununla birlikte, hamiline yazılı paylar üzerinde de opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden haklar içeren sözleşmelerin düzenlenmesinde ve sözleşme taraflarının, ilgili anonim ortaklık paylarının devri konusunda karşılıklı olarak birtakım yükümlülükler altına girmesine herhangi bir engel yoktur. Dolayısıyla, hamiline yazılı payların konusu olduğu opsiyon ve benzer haklar içeren sözleşmeler bakımından, hak sahibi ve hak yükümlüsü arasında tam bir nispilik mahiyeti bulunduğunu ifade etmek mümkündür.¹⁴⁷⁰ Hamiline yazılı payların bu haklara konu olduğu durumlarda, tarafların sözleşme altında üstlendikleri edimler esas olarak yalnızca sözleşme tarafları üzerinde etki doğurmakta ve bunların ortaklık düzlemine teşmil etmesi mümkün olmamaktadır.

Nama yazılı paylar bakımından ise, devir prosedürü iki etken nedeniyle farklılık arz etmektedir. Bunlardan birincisi, bağlam kuralları vasıtasıyla nama yazılı payların devrinin kısıtlanabilmesi ve devre ilişkin tasarruf işleminde ortaklığın söz sahibi olabilmesidir. İkinci etken ise, hamiline yazılı pay senetlerinden farklı olarak devir prosedürünün, senedin devreden tarafından ciro edilmesi veya nama yazılı pay senetlerinin kanunen emre senet niteliğiyle bağlantılı olarak bir alacak temliki sözleşmesi.¹⁴⁷¹ düzenlenmesi unsurlarından birini içermesi gerekliliğidir.¹⁴⁷² Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer hakların bağlam hükümleriyle etkileşimi ve bu hakların bağlam ile etkinliğinin arttırılması konusu önceki bölümde

¹⁴⁷⁰ Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 80; Demirkol, **Paysahipleri Sözleşmesi ile Getirilen Pay Devir Kısıtlamaları**, s. 871.

¹⁴⁷¹ Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 257. Ayrıca bkz. Yarg. HGK, T. 22.12.1978, E. 1977/11-922, K. 1978/978; Yarg. 11. HD, T. 04.12.1981, E. 4965, K. 5248.

¹⁴⁷² Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 240.

incelendiği için¹⁴⁷³, bu başlık altında payın devrine ilişkin ciro işlemi ile alacağın temlik hüükümlerinin hakların cebri icrası bakımından etkisi üzerinde durulacaktır.

a. Alım Hakkı

Alım hakkı, hak sahibi tarafından kullanıldıktan ve bu kullanıma bağılı olarak payların devrine ilişkin borçlandırıcı işlem kurulduktan sonra, hak yükümlüsünün bu borçlandırıcı işlemde doğan edimi ifa etmekten ve payların mülkiyetini devirden kaçınması durumunda, tıpkı çıplak paylarda olduğı gibi bir eda davası ikame edilmesi mümkündür. Bu eda davası sonucunda alınacak ilam ile birlikte, hak sahibinin söz konusu pay senetlerinin kendisine teslim edilmesine yönelik olarak, İcra ve İflas Kanunu m. 24 hükümleri uyarınca hak yükümlüsüne, senetleri yedi gün içinde teslim etmesi için bir icra emri gönderilecek ve söz konusu süre içinde senetlerin teslim edilmemesi durumunda, yine hak sahibinin talebi üzerine senetlerin cebri icra yoluyla yükümlünün elinden alınıp hak sahibine teslim edilmesi gerekecektir.¹⁴⁷⁴

Senetlerin hamiline yazılı mahiyette olması durumunda, mülkiyetin nakli için senedin teslimi yeterli olacağı ve ciro gerekliliğı bulunmayacağı için, hak sahibi, icra prosedürü sonunda alım hakkı ile elde etmeyi amaçladığı sonuca ulaşacaktır. Hakka konu payların nama yazılı senetlerle temsil edildiğı durumda, borçlunun, mülkiyetin devri için gerekli olan ciro ve imza işlemini gerçekleştirmeye zorlanması mümkün olmadığı için, nama yazılı payların cebri icra yoluyla devri, çetrefilli hale gelmektedir. Zira, hak borçlusunun herhangi bir sebeple alım hakkından doğan borcunu ifa etmeye yanaşmaması durumunda, senetlerin icra memuru eliyle borçlunun zilyetliğinden çıkarıldıktan sonra pay sahibinin devir için gerekli olan ciro ve imza işlemlerini gerçekleştireceğini varsaymak makul bir beklenti olmayacaktır. Bu çerçevede, nama yazılı payların cebri icra yoluyla devrinde ciro koşulunun ortaya çıkardığı engeli aşmak için öğretilde, devir cirosuna ilişkin metnin senedin arkasına icra memuru tarafından yazılıp imzalanabileceğı yönünde bir çözüm önerilmiştir.¹⁴⁷⁵ Fakat, borçlunun alım hakkından doğan borcunu gönüllü olarak ifa etmediğı durumda, çoğunlukla pay senetlerine ulaşmak da mümkün olmayacaktır. Zira,

¹⁴⁷³ Bkz. İkinci Bölüm, III/F/4.

¹⁴⁷⁴ Okutan Nilsson / Atalay, **Alım Satım Opsiyonları**, s. 424.

¹⁴⁷⁵ Domaniç, **Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması**, s.1328; Pulaşlı, **Bağılı Pay Senetleri**, s. 4; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku II**, K.N. 1140; Okutan Nilsson / Atalay, **Alım Satım Opsiyonları**, s. 424.

borçlunun edimi ifa etmeme yönündeki iradesinin doğrudan bir sonucu olarak, pay senetlerini de muhtemel bir icra takibi durumunda, icra memurunun tespit edemeyeceği veya ulaşamayacağı bir yerde saklama; hatta senetleri imha etme yoluna gitmesi dahi söz konusu olabilir. Böyle bir durumda, pay senetlerinin devri yoluyla alım hakkına ilişkin edimin aynen ifası imkânsız hale geleceği için, hak sahibinin, opsiyon hakkına ilişkin sözleşmesel ilişkinin ihlalinden doğan müspet zararın tazminini talep etmesi gereği ortaya çıkacaktır.

Senede bağlı paylar üzerindeki alım hakkının cebren icrasına ilişkin ortaya çıkan bir diğer problematik husus ise, semenin ödenmesine ilişkindir. Alım hakkının kullanılması sonucu kurulan devir sözleşmesi sinallagmatik mahiyettedir ve payların kendisine devrini talep eden hak sahibinin aynı zamanda paylara ilişkin bedeli ödemesi yükümlülüğü ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda, senede bağlı olmayan payların eda davası yoluyla devrine ilişkin usulde olduğu gibi, paylara ilişkin bedelin mahkemenin belirleyeceği bir yere depo edilmesi ve bu depo işlemine istinaden semeni ödeme borcunun ifa edildiği kabul edilerek mahkemenin payların alacaklıya devredilmesi yönünde hüküm kurması ihtimali akla gelebilir. Fakat, nama yazılı payların devrinde tasarruf işlemi ancak senedin zilyetliğinin devri ile birlikte tamamlanmış sayılacağı için, mahkeme kararından sonra pay senetlerinin yerinin tespit edilememesi durumunda, alacaklının semeni ödedikten sonra payların mülkiyetinden mahrum kalması riski ortaya çıkmaktadır. Hele ki, borçlunun malvarlığının alacaklının borca aykırılıktan dolayı uğradığı zararı karşılamaya yeterli olmaması durumunda, alacaklı için oldukça elverişsiz bir durum ortaya çıkabilecektir.¹⁴⁷⁶ Medeni usul ve icra hukukunun genel prensibi olarak, mahkeme kararlarının şarta bağlı verilememesi kuralı mevcut olduğundan¹⁴⁷⁷, mahkemenin önce payların alacaklıya devrinin tamamlanması şartıyla semenin depo makamından teslim alınabileceğine ilişkin bir karar vermesi de mümkün değildir.¹⁴⁷⁸ Dolayısıyla, nama yazılı pay senetlerinin alım hakkı çerçevesinde cebri icra yoluyla devrine ilişkin kavramsal kurallar ve pratik unsurlar ışığında, payların devrine ilişkin edimin aynen ifasının çoğunlukla mümkün olmayacağını ve hak sahibinin borca aykırılığa karşı tazminat talebiyle yetinmek zorunda kalacağını ifade etmek mümkündür.

¹⁴⁷⁶ Okutan Nilsson / Atalay, **Alım Satım Opsiyonları**, s. 428.

¹⁴⁷⁷ Bkz. Erdönmez (Pekcanitez / Atalay / Özekes / Atalı / Akkan / Taş Korkmaz / Yeşilirmak), **Medenî Usûl Hukuku**, s. 2037.

¹⁴⁷⁸ Okutan Nilsson / Atalay, **Alım Satım Opsiyonları**, s. 427;

Nama yazılı paylar üzerindeki alım hakkının cebren ifasında semenin ödenmesiyle bağlantılı olarak ortaya çıkan bu sorunu çözmekte başvurulabilecek yöntemlerden birisi, nama yazılı payların devrinde alacağın temlik hükümlerinden yararlanılmasıdır. Daha önce de değinildiği üzere¹⁴⁷⁹, nama yazılı pay senetleri kanunen emre yazılı senet niteliğindedir¹⁴⁸⁰. Bu çerçevede, nama yazılı senetlerin devrinde alacağın temlik hükümlerinden faydalanılması mümkündür¹⁴⁸¹. TBK m. 185 hükümlerinde alacağın mahkeme kararı ile temlik edilmesi (kazai temlik) kurumu düzenlenmektedir. Buna göre bir alacağın mevcut alacaklıdan başka bir kişiye devredilmesi konusunda bir mahkeme kararı bulunması durumunda, devrin gerçekleşmesi için özel bir şekil şartının yerine getirilmesi veya alacaklının rıza beyanında bulunmasına gerek kalmamaktadır¹⁴⁸². Bu minvalde, TBK 185 hükümlerine göre mahkemenin vereceği karara göre, paylara ilişkin semenin ödenmesine karşılık, payların alacağın temlik hükümlerine göre alım hakkı sahibine devredilmesi yönünde hüküm kurulması, nama yazılı paylara ilişkin alım hakkının cebren ifa edilmesi konusunda karşılaşılan zorluklara karşı bir çözüm yolu olarak değerlendirilebilir.

b. Satma Hakkı

Senetle temsil edilen payların konusu olduğu satma hakkının cebren icrası ise, aynı hakka konu olan çıplak paylarınkine oldukça benzer bir prosedür içinde olacaktır. Satma hakkının kullanılmasıyla kurulacak olan pay devir sözleşmesi çerçevesinde, hak sahibi payları devretmeye hazır olduğunu beyan ederek hak yükümlüsünün semeni ödemesi talebiyle bir eda davası açacaktır. Hak yükümlüsünün edimi para borcuna ilişkin olduğu için, bu borcun takibinde ve icra yoluyla tahsilinde önemli bir engel çıkması söz konusu değildir. Hak sahibi, gerekirse devre konu paylar için bir tevdi mahalli tayin edilmesini sağlayarak ve pay senetlerini (nama yazılı paylar için cirolu olarak) bu şekilde tevdi ederek, payları teslim borcundan kurtulacaktır¹⁴⁸³.

¹⁴⁷⁹ Bkz. dn. 1480 ve bağlantılı açıklamalar.

¹⁴⁸⁰ Birinci Bölüm, I/D/3.

¹⁴⁸¹ Sevi, *Anonim Ortaklıkta Payın Devri*, s. 256.

¹⁴⁸² Oğuzman / Öz, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler 2*, s. 621.

¹⁴⁸³ Okutan Nilsson / Atalay, *Alım Satım Opsiyonları*, s. 431.

c. Birlikte Satma ve Birlikte Satışa Zorlama Hakları

Hamiline ya da nama yazılı pay senetleriyle temsil edilen payların birlikte satma hakkına konu olması durumunda ise, haklara ilişkin edimlerin hukuki yollara başvurulmak suretiyle eda davası ve/veya cebri icra ile sağlanması konusunda, senede bağlı olmayan paylar için yapılan değerlendirmeye göre esaslı bir farklılık olmayacaktır.¹⁴⁸⁴. Zira birlikte satma hakkına mündemiç olarak ortaya çıkan edim yükümlülükleri olan hem payları tek başına elden çıkartmama yükümlülüğü hem de hakkın kullanılması ile birlikte doğan üçüncü kişiyle yapılan pay devir işlemine katılma hakkının icrasının sağlanmasında, payların senede bağlı olması, temelde hak borçlusu, hak yükümlüsü ve üçüncü kişi arasındaki ilişkide kayda değer bir değişikliğe sebep olmamaktadır.

Birlikte satışa zorlama hakkının bir tam üçüncü kişi yararına sözleşme olarak düzenlendiği durumlarda ise, tıpkı senede bağlı olmayan paylar için yapılan açıklamalarda olduğu gibi¹⁴⁸⁵, üçüncü kişi lehine bir alım hakkı (*call option*) düzenlemesi ortaya çıkmış olacaktır.¹⁴⁸⁶. Bu çerçevede, hak sahibinin elindeki payları devralan üçüncü kişi, hak yükümlüsüne de müracaat ederek, birlikte satışa zorlama hakkı kapsamında, yükümlünün elindeki pay senetlerinin de kendisine devredilmesini talep edebilecektir. Yükümlünün bu talebi yerine getirmekten kaçınması durumunda ise, üçüncü kişinin, senetle temsil edilen paylar üzerinde kurulan *alım hakkının* cebri icrası için öngörülen – yukarıdaki paragraflarda açıklanan – prosedürü izlemesi ve bu şekilde payların kendisine devredilmesi imkanını kullanması mümkün olacaktır.

3) Kayden İzlenen Paylar

Çıplak paylar ile senede bağlı paylar haricindeki üçüncü alternatifi oluşturan kaydi sisteme tabi paylar, esasen yalnızca halka açık anonim ortaklıkların payları bakımından gerekli ve geçerli bir uygulama teşkil ettiği için, aslında günümüz anonim ortaklıklar uygulamasında nicelik olarak az sayıda ortaklığı ilgilendiren bir olgudur.

¹⁴⁸⁴ Bkz. Üçüncü Bölüm, II/C/1.

¹⁴⁸⁵ Bkz. Üçüncü Bölüm, II/C/1.

¹⁴⁸⁶ Üçüncü kişi yararına sözleşmenin kurulması anında lehtarın belli olmamasının, sözleşmenin niteliği bakımından bir farklılık yaratmayacağına ilişkin bkz. dn. 1461.

Kayden izlenen paylar, opsiyon hakkı ile pay devrinde özellik arz eden diğer haklar bağlamında değerlendirildiğinde ise, konunun uygulama kapsamı daha da daralmaktadır. Zira, Seri VII.128-1 numaralı Pay Tebliği m. 48 hükmü uyarınca, halka açık anonim ortaklıkların yalnızca borsada işlem gören payları değil, bu ortaklıklar tarafından ihraç edilen paylarının tamamı kaydi sistem esaslarına tabidir. Bu çerçevede, borsada işlem gören payların ekseriyetle borsa opsiyon sözleşmelerine ve benzer vadeli işlemlere konu olması söz konusudur.¹⁴⁸⁷ Kayden izlenen payların bu çalışmanın ana eksenini oluşturan opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer haklar bakımından uygulama alanı ise yalnızca halka açık ortaklıkların paylarının, borsada işlem görmeyen kısımları ise sınırlıdır.

Alım, satım, geri alım ya da birlikte satma veya birlikte satışa zorlama hakkına tabi olan payların kaydi sisteme tabi olması ve hak yükümlüsünün söz konusu haklardan doğan edimleri yerine getirmekten kaçınması durumunda, hak sahibinin edimin aynen ifasını sağlamak amacıyla paylara nasıl ulaşabileceği ve payların haklar mucibinde devrini nasıl sağlayabileceği hususları önem arz etmektedir.

Kaydi sisteme tabi olan paylar bakımından temel farklılık, payların doğrudan zilyetliğinin pay sahibinde bulunmamasıdır. Bu tür paylara ilişkin elektronik kayıtlar aracı kuruluşlar nezdinde saklanmakta ve paylar üzerindeki işlemler, hak sahiplerinin vereceği talimatlar uyarınca aracı kuruluşlar eliyle gerçekleştirilmektedir.¹⁴⁸⁸ Bu işlemler, aracı kuruluşların MKK nezdinde tutulan hesapları üzerinde tutulan kayıtlar üzerinde, MKK tarafından belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Bu bakımdan, hem SerPK m. 13, f. 7 hem de Seri II.13-1 numaralı Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ¹⁴⁸⁹ m. 25 ve 26 hükümleri uyarınca, kayden izlenen paylara ilişkin tedbir veya haciz gibi taleplerin MKK üyeleri tarafından yerine getirileceği öngörülmüştür.

Kayden izlenen paylara ilişkin bu özellikler ışığında, söz konusu haklara ilişkin edimlerin aynen ifasında, hamiline ve nama yazılı pay senetlerinde karşılaşılan senetlerin yerinin tespit edilmesi veya pay sahibinin edimin aynen ifasını sağlamaya yönelik olarak ciroya zorlanması gibi zorluklarla karşılaşılmayacaktır. Zira payları

¹⁴⁸⁷ Bkz. Birinci Bölüm, II/B/2/c.

¹⁴⁸⁸ Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 336.

¹⁴⁸⁹ R.G. T. 07.10.2014, S. 29081.

temsil eden senetlere benzer bir mahiyette elektronik kayıtlar mevcuttur ve bu kayıtlar üzerinde yapılacak değişikliklerle payların zilyetliği ve mülkiyetine ilişkin sonuçlar ortaya çıkmaktadır; bu yönüyle kayden izlenen paylar çıplak paylardan temelde farklı değildir. Fakat diğer yünden, paylar üzerindeki tasarruf işlemlerine yönelik eylemler, pay sahibinin doğrudan kendisi tarafından değil, *bağımsız* üçüncü kişiler konumundaki aracı kuruluşlar ve MKK tarafından, belirli koşulların gerçekleşmesine tabi olmak üzere yerine getirilmektedir. Tasarruf işlemlerinin gerçekleşebilmesi bakımından pay sahibinin dahiliyetinin ve aktif iş birliğinin elzem olmaması yönüyle, kayden izlenen payların üzerinde yapılacak cebri icra işlemlerinde, çıplak paylara ilişkin usul ve esaslar, uygun düştüğü ölçüde ve kıyasen uygulama alanı bulacaktır.¹⁴⁹⁰

Kayden izlenen ve bir alım hakkına konu olan pay üzerinde hak yükümlüsünün alım opsiyonunu kullandığına ilişkin beyanda bulunması ve bu beyanın hak yükümlüsüne ulaşması ile birlikte payın devredilmesine ilişkin pay devir sözleşmesinin kurulmuş olduğu varsayımını ele alalım. Bu sözleşme uyarınca payların hak sahibine devredilmesi yönünde doğan edimin, hak yükümlüsü tarafından yerine getirilmemesi durumunda, tıpkı çıplak veya hamiline/nama yazılı senetle temsil edilen paylarda olduğu gibi, hak yükümlüsünün bir eda davası açması gerekecektir. Bu eda davası sonucunda, payların sözleşme uyarınca davacıya devredilmesi yönünde alınacak ilam uyarınca, hak sahibinin cebri icra yoluyla payların kendisine devrini talep etme yetkisi ortaya çıkacaktır. Bu çerçevede, mahkeme ilamının, payların elektronik ortamda kaydını ve takibini yapan aracı kuruluşa iletilmesi ve aracı kuruluşun MKK nezdindeki hesaplarda bu ilam uyarınca yapacağı işlem neticesinde, payların mülkiyetinin hak sahibine geçişi söz konusu olacaktır. Aynı zamanda, söz konusu ilamın şirkete de gönderilerek gerçekleşen pay sahipliği değişikliğinden şirketin de haberdar olması sağlanabilir. Peki bu durumda payların mülkiyeti, söz konusu ilam tarihinde mi yoksa ilgili ilam uyarınca MKK kayıtlarında yapılacak değişiklik ile birlikte mi alım hakkı sahibine geçmiş olacaktır? Kanaatimizce bu sorunun yanıtını TBK m. 185 hükümleri ile ışığında araştırmak gereklidir. Söz konusu hükümler uyarınca, mahkeme kararı yoluyla devredilen bir alacak için, alacağın temlikine ilişkin diğer şartlar aranmamakta ve alacağın devri

¹⁴⁹⁰ TOPAL Önder, “**Senede Bağlanmamış Anonim Şirket Payının Haczi**”, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 65, S. 4, 2016, s. 2990; Okutan Nilsson / Atalay, **Alım Satım Opsiyonları**, s. 421; DOĞAN KARA Pınar, **Anonim Ortaklıkta Payın Cebri İcra Yoluyla Devri**, Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Diyarbakır, 2019, s. 62.

mahkeme kararının kesinleşmesi ile birlikte tamamlanmış sayılmaktadır. Kaldı ki, SerPK m. 13, f. 6 uyarınca MKK kayıtları pay defterine kayıt hükmündedir. Dolayısıyla, tıpkı ciro ve teslim yoluyla yapılan pay devirlerinde, mülkiyetin geçişi için pay defterine kaydın aranmaması gibi, mahkeme kararı ile gerçekleşen kaydi pay devirlerinde de mülkiyetin geçişinin mahkeme ilamı ile birlikte gerçekleştirileceği sonucuna ulaşmak mümkündür.

Pratikte, kaydi sisteme tabi fakat borsada işlem görmeyen payların devir prosedüründe, devreden taraf, devre konu olan payların saklandığı hesap üzerinde işlem yetkisi bulunan MKK üyesi aracı kuruluşa bir virman talimatı göndermektedir. Bu talimatta, devredilecek payların bulunduğu hesabın detayları, pay adedi, satış bedeli ve payların gönderileceği alıcının ortak hesabına ilişkin bilgiler yer almaktadır. Bu işlemlerle eş zamanlı biçimde alıcı da işleme ilişkin bilgileri ve devralınacak paylara ilişkin bilgileri içeren bir talimatı, aralarındaki vekalet sözleşmesi kapsamında işlem yapan aracı kuruluşa iletmekte ve söz konusu payların aracı kuruluş tarafından kendisi adına ve hesabına tutulan ortak hesap¹⁴⁹¹ nezdine alınmasını talep etmektedir.

Kaydi sisteme tabi payların devrine ilişkin izlenen bu usuller ışığında, alım hakkından doğan pay devrine ilişkin edimin aynen ifasına yönelik alınacak mahkeme ilamı, aracı kuruluşa gönderilecek talimatın yerini alarak, payların borçluya ait ortak hesabından, alacaklıya ait ortak hesabına geçmesini sağlayacaktır.¹⁴⁹² Bu bakımdan, kaydi sisteme tabi olan payların alım hakkına konu olması durumunda, haktan doğan edimlerin aynen ifasına ilişkin olarak pay senetlerinin yerinin tespit edilememesine bağlı olarak ortaya çıkan ifa imkansızlığı sorununun bertaraf edilmesi mümkün olacaktır. Zira basılı pay senetlerinde olduğu gibi mahkeme ilamının uygulanması sırasında, borçlunun zilyetliğindeki pay senetlerine ulaşılamaması ve edimin tazminat talebine dönüşmesi durumu söz konusu olmayacaktır. Paylar, MKK nezdinde elektronik olarak tutulduğu için, paylar üzerinde yapılacak tasarruf işlemleri, bu kayıtlar üzerinde yapılacak işlemler yoluyla gerçekleştirilebilecek ve bu

¹⁴⁹¹ Topal, **Senede Bağlanmamış Anonim Şirket Payının Haczi**, s. 3008.

¹⁴⁹² Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 340. Nitekim bu durum SerPK m. 13, f. 7 ve Seri II.13-1 numaralı Tebliğ m. 26 altında düzenlenen “*Kayden izlenen sermaye piyasası araçlarına ilişkin tedbir, haciz ve benzeri her türlü idari ve adli talepler münhasıran MKK’nın üyeleri tarafından yerine getirilir*” hükmünün doğrudan bir sonucudur.

bağlamda tıpkı çıplak paylarda olduğu gibi ilamların icrasında yaşanan pratik sorunlar bertaraf edilmiş olacaktır.

Hak sahibi tarafından açılacak eda davası sırasında, hak yükümlüsünün payları üçüncü kişiye devretmek suretiyle elden çıkarmasını engellemek için ise, paylar üzerinde ihtiyati tedbir talep edilmesi ve alınacak tedbir kararlarının, MKK nezdindeki hesaplara bildirilmesiyle etkin bir biçimde uygulanması mümkün olacaktır. Bu çerçevede, aracı kuruluşa iletilecek tedbir kararı ile birlikte, aracı kuruluşun, MKK nezdindeki hesaplarda, paylar üzerindeki tasarruf işlemlerini engellemek için gerekli eylemleri yerine getirmeleri gerekecektir.¹⁴⁹³ Tedbir kararının uygulanması ile birlikte, hak yükümlüsünün henüz eda davası devam ederken payları üçüncü kişiye devredip edimin aynen ifasını imkansızlaşmasına sebebiyet vermesi engellenmiş olacaktır.¹⁴⁹⁴

Kayden izlenen payların konusu olduğu satma hakkının kullanılmasıyla kurulan pay devir sözleşmesinden doğan edimlerin aynen ifasında ise, payların senede bağlı olmayıp kaydi nitelikte olması, aynen ifayı sağlamaya yönelik yöntemler bakımından esaslı bir farklılık arz etmeyecektir. Zira bu alternatifte, aynen ifası beklenen edim para borcu olduğu için, payların mahiyeti para borcunun cebren ifası üzerinde bir değişiklik yaratmaz. Yalnızca, satma hakkının kullanılması sonucu ortaya çıkan payların teslimiyle birlikte semenin tahsil edilmesi sürecinde, ilişkinin sinallagmatik yapısından ileri gelen, hak yükümlüsünün ödemezlik def'ine başvurmasının engellenmesi için, senede bağlı paylarda başvuru mahalli tayini, kayden izlenen paylar için çok daha kolay biçimde gerçekleştirilebilecektir. Zira MKK nezdinde tutulan yatırımcı ve ortak hesapları, bu paylar için tevdi mahalli işlevini yerine getirecek biçimde kullanılabilecek ve semenin ödenmesi üzerinde payların devri, aracı kuruluşlara gönderilecek talimat ile birlikte sağlanmış olacaktır.

¹⁴⁹³ Topal, **Senede Bağlanmamış Anonim Şirket Payının Haczi**, s. 3009.

¹⁴⁹⁴ Seri II.13-1 numaralı Tebliğ: “*Madde 26 – (1) Kayden izlenen sermaye piyasası araçlarına ilişkin tedbir, haciz ve benzeri her türlü idari ve adli talep münhasıran MKK’nın üyeleri tarafından ilgili yatırımcı ve ortak hesaplarında ayrı bir alt hesap oluşturulması sureti ile yerine getirilir. İlgili kanunlar uyarınca elektronik ortamda tebligatı yapılan alacakların takip ve tahsiline ilişkin hükümler saklıdır. (2) Üyeler kendilerine gelen her türlü haciz ve tedbir taleplerini karşılamak üzere, öncelikle MKK nezdindeki kayıtlarda gerekli değişiklikleri bu Tebliğin 5 inci maddesi uyarınca MKK tarafından belirlenecek elektronik işlem yöntemlerine uygun olarak yapmakla yükümlüdürler.*”

Kayden izlenen paylar ile birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarının arasındaki etkileşime ilişkin değerlendirme, hamiline ya da nama yazılı senetlerle temsil edilen paylar bakımından yapılan açıklamalarla paralellik taşımaktadır.¹⁴⁹⁵

Birlikte satma hakkının içerdiği ve hak yükümlüsünün elindeki payları tek başına devretmeme yönünde üstlendiği olumsuz edimin ifası bakımından, borca aykırı biçimde kaydi payların elden çıkarılması durumunda, borca ilişkin edim imkânsız hale gelecek ve hak sahibi ancak borca aykırılıktan dolayı ortaya çıkan tazminat talebini ileri sürebilecektir. Zira, payların mahiyeti hakkın nispiyet özelliği bakımından farklı bir durum ortaya çıkarmayacak; üçüncü kişiye devredilen paylar kayden izleniyor dahi olsa, alacaklı ve borçlu arasındaki işleme taraf olmayan üçüncü kişinin pay iktisabı bu durumdan etkilenmeyecektir. Hak yükümlüsünün birlikte satma hakkına aykırı biçimde paylarını elden çıkaracağına ve haktan doğan edimin aynen ifasının imkânsız hale geleceğine ilişkin kuvvetli emarelerin ortaya çıkması ve buna istinaden ikame edilecek negatif eda davasıyla elde edilecek ilamın uygulanmasında ise, payların kayden izleniyor olması hak sahibi açısından bir avantaj teşkil etmektedir. Kayden izlenen paylarda, basılı pay senetlerinin aksine, alınacak ilama dayanarak payların bulunduğu MKK nezdinde tutulan hesaplar üzerinde, aracı kuruluş ve MKK'ya yapılacak bildirim marifetiyle ihtiyati tedbir konulması ve bu yolla payların üçüncü kişiye devrinin engellenmesi söz konusu olabilecektir. Bu yöntemin uygulanmasında, kaydi paylara ilişkin haciz ve *tedbir* taleplerinin yerine getirilmesine ilişkin SerPK m. 13, f. 7 ve Seri II.13-1 numaralı Tebliğ m. 26 hükümleri uygulama alanı bulabilir.¹⁴⁹⁶ Birlikte satma hakkı ile öngörülen nihai hedef olan, hakka konu payların hak yükümlüsünün payları ile birlikte üçüncü kişiye devri bakımından ise, bu amaca cebri icra yoluyla ulaşma imkânı bakımından payların kayden izleniyor olması, basılı senetle temsil edilmesine veya çıplak pay niteliğinde olmasına göre daha avantajlı bir durum yaratmayacaktır. Zira bu durumda, tıpkı basılı senetlerle temsil edilen payların konu olduğu işlemler gibi, hak yükümlüsü ile semeni ödeyip payları devralacak kişi arasında bir özdeşlik mevcut değildir. Dolayısıyla, söz konusu üçüncü kişinin cebri icra yoluyla birlikte satma hakkına konu olan payları da satın almaya zorlanabilmesi söz konusu olmayacaktır.

¹⁴⁹⁵ Bkz. Üçüncü Bölüm, II/C/2.

¹⁴⁹⁶ Topal, **Senede Bağlanmamış Anonim Şirket Payının Haczi**, s. 3006.

Birlikte satma hakkının aksine, mündemiç olarak bir yapmama edimi içermeyen birlikte satışa zorlama hakkının kaydi paylarla ilişkisini ise, basılı senetle temsil edilen paylarda olduğu gibi, hakkın kullanılmasıyla birlikte ortaya çıkan payları devretme edimi çerçevesinde incelemek gerekir. Birlikte satışa zorlama hakkının bir tam üçüncü kişi yararına sözleşme mahiyetinde düzenlenmesi ve bu hakka konu olan payların kaydi sisteme tabi olmaları durumunda, birlikte satışa zorlama hakkının kullanılması sonucu kurulacak olan pay devir sözleşmesinden doğan payların devri edimini, hak yükümlüsünün ifa etmekten kaçınması durumunda, tıpkı alım hakkının cebri icra yoluyla ifa edilmesinde olduğu gibi, üçüncü kişinin bir eda davası açması mümkündür. Üçüncü kişi bu dava sonucunda elde edeceği mahkeme ilamı marifetiyle, ilgili aracı kuruluşlar ve MKK nezdinde SerPK m. 13, f. 7 hükümleri çerçevesinde izleyeceği prosedür ile, payların kendi adına tescilini sağlayabilir. Yine alım hakkına konu olan kaydi paylarda olduğu gibi, birlikte satışa zorlama hakkında da hak yükümlüsüne ait pay senetlerinin yerinin tespit edilememesi ve/veya senetlerin bir şekilde ortadan kaldırılmış olmasından dolayı edimin aynen ifasının imkânsız hale gelmesi sorunuyla karşılaşılması söz konusu değildir. Söz konusu paylar, aracı kuruluşlar marifetiyle MKK tarafından tutulan hesaplarda elektronik olarak izleniyor olacak ve paylara ilişkin tasarruf işlemlerinin payların tabi olduğu hukuki işlemlere ve/veya tedbirlere uygun olarak gerçekleştirilmesi sağlanabilecektir.

III) OPSİYON HAKLARI İLE PAY DEVRİNDE ÖZELLİK ARZ EDEN HAKLARDAN DOĞAN EDİMLERİN İFASINI SAĞLAMAK ÜZERE BAŞVURULABİLECEK YÖNTEMLER

A) Hakların Nispiliği Prensibinin Bir İstisnası Olarak BK m. 49/2 Bağlamında Ortaya Çıkabilecek Üçüncü Kişinin Sorumluluğu

Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer hakların düzenlendiği sözleşmelerin, daha önce incelenen çeşitli yöntemler vasıtasıyla¹⁴⁹⁷ korporatif düzlemde etki doğurmasının mümkün olmadığı durumlarda, bu haklar nispilek özelliği gereği yalnızca düzenlemenin tarafları arasında etki doğurmaktadır. Dolayısıyla, hakların düzenlendiği sözleşmesel hükümler hilafına üçüncü kişiler ile yapılan işlemlerde, üçüncü kişilerin kural olarak taraflar arasındaki düzenlemeden

¹⁴⁹⁷ Bkz. İkinci Bölüm, III/D ve F.

etkilenmeleri söz konusu olmamakta; hak alacaklısı taraf yalnızca hukuki ilişki kurduğu karşı tarafa borca aykırılıktan doğan taleplerini yöneltebilmektedir.¹⁴⁹⁸ Dolayısıyla, üçüncü kişinin hakka konu olan payları, hakkın gerektirdiği yükümlülüklerle aykırı olarak devralması durumunda, hakka ilişkin edimin ifası imkânsız hale gelmekte ve hak sahibinin üçüncü kişiye başvurabilmesi için bir hukuki sebep bulunmamaktadır.¹⁴⁹⁹

Söz konusu hakların uygulanması bakımından, borçlar hukukundan kaynaklı bu nispilik prensibinin tek istisnası, TBK m. 49, f. 2 hükmünde düzenlenen, “*ahlaka aykırı bir fiille başkasına kasten zarar veren*” kişiye yüklenen, haksız fiilden kaynaklanan sorumluluktur.¹⁵⁰⁰ Buna göre, ilgili haksız fiil sorumluluğuna ilişkin koşulların yerine gelmesi durumunda, opsiyon hakları ile benzer düzenlemeler hilafına olacak şekilde hak yükümlüsü ile hukuki işlem gerçekleştiren üçüncü kişiye karşı, hak sahibinin tazminat hatta aynen ifaya yönelik talep hakkı ortaya çıkabilecektir.

TBK m. 49, f. 2 hükmünde öngörülen haksız fiil sorumluluğuna başvurabilmek için üç koşulun kümülatif olarak gerçekleşmesi gerekmektedir. Bunlar ahlaka aykırı bir fiilin mevcut olması, fiilde kast unsurunun bulunması ve fiilden dolayı zarar meydana gelmiş olmasıdır.¹⁵⁰¹ Belirtmek gerekir ki, bu üç koşulun kümülatif olarak gerçekleşmesi, söz konusu koşullar üzerinde yapılacak analitik bir değerlendirme ışığında nadir gerçekleşecek bir olguyu işaret etmektedir. Kavramsal olarak, söz konusu haklara aykırı biçimde yapılacak bir pay devir işleminin haksız fiil sorumluluğuna sebebiyet verebilmesi için, üçüncü kişinin, pay devir işlemine taraf olmaksızın esas amacının, hak sahibine zarar vermek olduğu sonucuna ulaşabilmek gerekmektedir. Bununla birlikte, üçüncü kişinin bu işleme taraf olarak hak sahibinin zarar görebileceğini öngörmesine rağmen yine de bu işlemi yapmış olması, haksız fiil sorumluluğunun meydana gelebilmesi için yeterli olmayabilecektir.¹⁵⁰² Zira kast kavramının içinde *tasavvur* yani fiilin sonuçlarının öngörülmesi ile *irade* yani fiilin ve

¹⁴⁹⁸ KAPANCI Kadir Berk, *Ahlaka Aykırı Bir Fiille Kasten Verilen Zararın Tazmini*, İstanbul: Vedat, 2016, s. 113.

¹⁴⁹⁹ Okutan Nilsson / Atalay, *Alım Satım Opsiyonları*, s. 425.

¹⁵⁰⁰ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 393; Tekinalp, *Önalım*, s. 356; Demirkol, *Paysahipleri Sözleşmesi ile Getirilen Pay Devir Kısıtlamaları*, s. 866; Kapanıcı, *Ahlaka Aykırı Bir Fiille Kasten Verilen Zararın Tazmini*, s. 118; BARLAS Nami, “*Başkasının Sözleşme İlişkisine Müdahale Sebebiyle Sorumluluk*”, Prof. Dr. Rona Serozan’a Armağan, C.1, İstanbul: On İki Levha, 2010, s. 416.

¹⁵⁰¹ Eren, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, s. 600.

¹⁵⁰² Barlas, *Başkasının Sözleşme İlişkisine Müdahale Sebebiyle Sorumluluk*, s. 424.

sonucun istenmesi unsurları birlikte bulunmaktadır.¹⁵⁰³ Fakat üçüncü kişinin gerçekleştireceği pay devir işleminde, hak sahibinin maruz kalacağı zarar, üçüncü kişi tarafından istenmemesine rağmen, işlemin dolaylı bir sonucu olarak ortaya çıkabilir. Bu halde, kast koşulunun gerçekleşip gerçekleşmediği hususunun, somut olayın özelliklerine göre hassas bir değerlendirmeye tabi tutulması ve buna göre bir sonuca ulaşılması gerekmektedir. Son olarak, üçüncü kişinin fiilinin son tahlilde herhangi bir zarara sebebiyet vermemesi de mümkündür. Zira, payların hak sahibi tarafından iktisabına ilişkin opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer haklar, ekseriyetle hak sahibinin iktisap edeceği paylara karşılık bir bedel ödenmesi temeline dayanmaktadır. Bu çerçevede, üçüncü kişinin müdahalesi ile payları iktisap edebilme imkanını kaybetmiş olan hak sahibi, aynı zamanda hakkı kullanabilseydi ödemek zorunda kalacağı semen borcundan da kurtulmuş olmaktadır. Bazı hallerde, hak sahibinin, hakkı kullanabilmiş olsaydı semen olarak ödeyeceği miktar, üçüncü kişinin müdahalesiyle edimin ifasının imkânsız hale gelmesi üzerine uğradığı zarara denk veya ondan daha fazla olabilir. Bu durumlarda, ahlaka aykırı fiilden dolayı ortaya çıkan bir zarar mevcut olmayacağı için, tazminat talebi de söz konusu olmayacaktır.¹⁵⁰⁴ Her halükârda, zarar miktarının hesaplanması bu tür durumlarda oldukça zordur.¹⁵⁰⁵

Haklar hilafına üçüncü kişi tarafından gerçekleştirilecek işlemlerdeki *ahlaka aykırılık* kavramının tespitinde başvurulması gereken kriterlerin hangileri olacağı da önem arz etmektedir. Zira TBK m. 49, f. 2 hükmüyle getirilen haksız fiil sorumluluğu, birinci fıkrada yer alan *hukuka aykırılık* durumuna göre, oluşma koşulları bakımından daha ağır bir düzenlemeyi işaret eder. Maddede yer verilen *ahlak* kavramından toplumun genelince benimsenen ve *sosyal ahlak* olarak adlandırılan – failin veya zarar görenin kişisel ahlak anlayışından farklı olarak – yerleşik, genel ve objektif kurallar anlaşılmalıdır.¹⁵⁰⁶ Bu çerçevede, öğretide ve özellikle mehz hukuktaki değerlendirme çerçevesinde İsviçre Federal Mahkemesi kararlarında, bir kişiyi mevcut bir sözleşmeye aykırı davranmaya sevk etme fiilinin ancak çok sıkı ve özel şartlara tabi durumlarda haksız fiil teşkil edebileceği yaklaşımı hakimdir.¹⁵⁰⁷ Opsiyon hakları

¹⁵⁰³ Barlas, *Başkasının Sözleşme İlişkisine Müdahale Sebebiyle Sorumluluk*, s. 424.

¹⁵⁰⁴ Demirkol, *Paysahipleri Sözleşmesi ile Getirilen Pay Devir Kısıtlamaları*, s. 866.

¹⁵⁰⁵ Esin, *Birleşme ve Devralmalar*, s. 340.

¹⁵⁰⁶ Barlas, *Başkasının Sözleşme İlişkisine Müdahale Sebebiyle Sorumluluk*, s. 422; Kapancı, *Ahlaka Aykırı Bir Fiille Kasten Verilen Zararın Tazmini*, s. 17.

¹⁵⁰⁷ Barlas, *Başkasının Sözleşme İlişkisine Müdahale Sebebiyle Sorumluluk*, s. 436.

ve benzer haklara ilişkin sözleşmesel edimlerin, üçüncü kişilerle yapılacak işlemler sonucu imkânsız hale geldiği çoğu durumda, üçüncü kişinin, yapacağı işlemle hak alacaklısının aynen ifa talebinin imkânsız hale geleceğinden haberdar olması mümkündür. Fakat üçüncü kişinin salt bu durumu bilmesi, yapılacak işlemin haksız fiil bağlamında ahlaka aykırı bir işlem teşkil etmesi için yeterli bir koşul değildir. Üçüncü kişi aslında söz konusu işlemi gerçekleştirerek asıl olarak kendi menfaatlerini gözetiyor olabilir. Böyle bir durumda yarışan menfaatler söz konusudur ve üçüncü kişinin ticari ilişkiler çerçevesinde başkasının menfaatinin kendi menfaati önünde koyması, makul bir beklenti değildir. Bu çerçevede kriter olarak belirlenebilecek objektif bir yöntem, üçüncü kişinin bu işlemi yapmakta hak alacaklısının zarar görmesini sağlamanın esas amacı olup olmadığına bakmak olabilir. Örneğin, üçüncü kişinin, borçluyu sözleşmeye aykırı davranmaya teşvik etmek için tüm tazminat taleplerini üstlenmesi veya makul bir ekonomik veya ticari menfaati olmaksızın yine de taraflar arasındaki sözleşme hükümleri hilafına pay devir işlemini gerçekleştirmesi durumlarında, ahlaka aykırılıktan söz etmek mümkün olacaktır.¹⁵⁰⁸

Netice olarak, belirli bir fiilin TBK m. 49, f. 2 bağlamında ahlaka aykırılık teşkil edip etmediği konusunda, peşin ve genelleyici bir yöntemle genelgeçer bir kriter belirlemek mümkün görünmemektedir. Zira somut olayın şartları çerçevesinde yapılacak değerlendirme ışığında, çoğu halde ahlaka aykırı olarak nitelendirilemeyecek bir eylem, o duruma özgü olmak üzere ahlaka aykırılık kriterini yerine getirebilir; bununla birlikte tam tersi durum da elbette mümkündür. Söz konusu değerlendirmede, mutlak bir kriter değil fakat yol gösterici bir yaklaşım olmak üzere, işlemin gerçekleştirilmesindeki menfaat dengesini temel alarak sonuca ulaşmaya çalışmak faydalı olacaktır. Şöyle ki, üçüncü kişinin borçluyu halihazırda taraf olduğu sözleşmeye aykırı davranmaya yönlendirerek, o sözleşmeden doğan borcu ihlal etmek pahasına kendisiyle sözleşme yapmasını sağlarken, hiçbir meşru menfaatinin bulunmadığı durumlarda, üçüncü kişinin ahlaka aykırı davranışından söz edilebilecektir. Zira böyle bir durumda, üçüncü kişinin temel saikinin, alacaklıya zarar vermek olduğu ve bu kastla hareket ettiği konusunda tereddüt bulunmayacaktır. Benzer şekilde, üçüncü kişinin işleminden elde edeceği menfaat ile alacaklının maruz kalacağı zarar arasında esaslı bir orantısızlık mevcut olması durumunda da ahlaka aykırılıktan söz etmek mümkündür.¹⁵⁰⁹ Fakat ticari hayatın olağan koşulları içinde,

¹⁵⁰⁸ Kapancı, **Ahlaka Aykırı Bir Fülle Kasten Verilen Zararın Tazmini**, s. 18.

¹⁵⁰⁹ Barlas, **Başkasının Sözleşme İlişkisine Müdahale Sebebiyle Sorumluluk**, s. 437.

böyle bir durumun ortaya çıkma ihtimali oldukça düşüktür. Bir kişinin kendi menfaati olmaksızın sırf başka bir kişinin zarar görmesi için anonim ortaklık paylarını devralması ve bu işleme ilişkin önemli miktarda operasyonel ve mali külfete katlanması, ancak kişisel bir husumet ve/veya garaz durumunda ortaya çıkabilir. Bu yüzden söz konusu durum, anonim ortaklık hukuku ve birleşme ve devralmalar uygulamasında ancak nadiren görülebilir¹⁵¹⁰.

Bir opsiyon hakkı veya benzer bir hakkın hilafına işlem yapan üçüncü kişi, bu hakka ilişkin edimin yerine getirilmemesinden dolayı alacaklının maruz kalacağı zarardan ikincil birtakım yararlar sağlayabilir. Örneğin alacaklının üçüncü kişinin aynı sektörde faaliyet gösteren önemli bir rakibi olması durumunda, bu rakibin maruz kalacağı ekonomik zarar, dolaylı olarak üçüncü kişi için yarar sağlayabilir. Fakat, üçüncü kişinin diğer hukuki işlemdeki borcun ihlali pahasına, örneğin pay iktisabında bulunmasında, çoğu durumda kendi ekonomik ve ticari çıkarları ön planda olacaktır. Bu durum ticari hayatın ve rekabet ortamının getirdiği doğal bir sonuçtur. Bu tür bir işlem sonucunda ise alacaklının maruz kalacağı zarardan dolaylı olarak üçüncü kişinin menfaat sağlaması, işlemin doğrudan ahlaka aykırı bir saikle gerçekleştirdiği sonucuna ulaşılması için yeterli değildir. Sonuç olarak, üçüncü kişinin borçluyu sözleşmeye aykırı davranmaya yönlendirmesi sırasında, borca aykırılıktan doğacak zararları tazmin etme taahhüdünde bulunmasının, üçüncü kişinin ahlaka aykırılık testine tabi tutulan işleme girmeye ilişkin alacaklıyı zarara uğratmak dışında makul başka bir menfaat elde etmiyor olması ve özellikle üçüncü kişi ile alacaklı arasında kişisel bir husumet bulunması durumlarında, TBK m. 49, f. 2 hükmünde düzenlenen ahlaka aykırılık koşulunun gerçekleşme ihtimalini artıracağından bahsetmek mümkündür¹⁵¹¹.

Ahlaka aykırı bir fiille kasten verilen zarardan dolayı ortaya çıkan haksız fiil sorumluluğunda, üçüncü kişiye yöneltilebilecek taleplerden ilki, kuşkusuz tazminat talebidir¹⁵¹². Bununla birlikte, TBK m. 51’de haksız fiilden kaynaklanan borçlarda

¹⁵¹⁰ Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 297.

¹⁵¹¹ Yargıtay içtihadında da öncelik hakkına aykırılıktan dolayı üçüncü kişiye karşı haksız fiil hükümleri çerçevesinde, satışın iptalinin talep edilebileceği yönünde kararlar mevcuttur: “*Anasözleşmede yer alan ve bir nevi önalım hakkı benzeri olan hükmün, satışın gerçekleşmesi halinde sözleşmede yer alan prosedürün yerine getirilmemiş veya eksik bırakılmış olması halinde pay senetlerini devir alan üçüncü kişilere karşı ileri sürülmesinin mümkün olmadığı kabulü gerekecektir. Ancak alıcı durumunda olan üçüncü kişinin kasıtlı bir eylemiyle bu satışın gerçekleştirilmesinde bizzat rol oynaması halinde haksız fiil hükümleri çerçevesinde böyle bir satışın iptal ettirilmesi mümkün olabilir.*” (bkz. Yarg. 11. HD, T. 23.02.1995, E. 1994/7138, K. 1995/1522).

¹⁵¹² Kapancı, **Ahlaka Aykırı Bir Fiille Kasten Verilen Zararın Tazmini**, s. 43; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 297.

hâkime tazminatın şeklini belirleme yetkisi verildiği için, durumun şartlarına göre, hâkimin alacaklının talebi ile aynen tazmine de karar verebileceği öğretide ifade edilmektedir.¹⁵¹³ Haksız fiilden doğan zararın giderilmesinde, haksız fiilden doğan borç hiç meydana gelmeseydi, alacaklının malvarlıksal durumunun nasıl olacağının göz önünde bulundurulması bir öncelik teşkil eder.¹⁵¹⁴ Bu önceliğin yerine getirilmesinde en etkin yol ise bazı durumlarda aynen tazmin yoludur. Haksız fiilden doğan borçlarda aynen tazmin imkânı ise, özellikle opsiyon hakları ve benzer haklara ilişkin olarak ortaya çıkan üçüncü kişinin sözleşmeye müdahalesi ile bağlantılı konularda kritik bir önemi haizdir. Çünkü bu tür haklara ilişkin çoğu durumda, zarar gören alacaklının asıl amacı, paylar üzerindeki haklarını kullanıp payların iktisabını veya devrini sağlayabilmektir. Hâkimin ahlaka aykırı fiilden doğan haksız fiil talebinde aynen tazmine karar vermesi ise, üçüncü kişiye satılıp devredilmiş payların alacaklı tarafından, sahip olduğu hakkın gerekleri doğrultusunda iktisap edilmesini sağlayabilecektir.¹⁵¹⁵

B) Ekonomik Bir Caydırıcı Tedbir Olarak Cezai Şart

Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların etkin biçimde uygulanabilmesindeki en önemli engel, özellikle söz konusu hakların korporatif etkiden yoksun olduğu durumlarda, haklara aykırı olarak yapılacak tasarruf işleminin edimin aynen ifasını imkânsız hale getirmesidir. Aynen ifaya alternatif olarak ortaya çıkan tazminat talebinde ise, zarar miktarının belirlenmesi önemli güçlükler ihtiva eder.

¹⁵¹³ Kapancı, **Ahlaka Aykırı Bir Fiille Kasten Verilen Zararın Tazmini**, s. 45; Barlas, **Başkasının Sözleşme İlişisine Müdahale Sebebiyle Sorumluluk**, s. 439; Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 340; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 393.

¹⁵¹⁴ Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 776.

¹⁵¹⁵ Böyle bir durumda, üçüncü kişinin payları hak sahibine iade etmesi gerekeceği fakat ahlaka aykırı bir fiilden dolayı zarar tazmini çerçevesinde paylara ilişkin semeni geri alma hakkının bulunmayacağı ve hâkimin de bu şekilde nispi hak sahibini zorlayıcı bir karar vermesinin mümkün olmadığı yönündeki yaklaşım için bkz. Demirkol, **Paysahipleri Sözleşmesi ile Getirilen Pay Devir Kısıtlamaları**, s. 866, dn. 56. Kanaatimizce, hâkimin aynen tazmin kapsamında payların hak sahibine iadesine karar vermesi durumunda, her ne kadar nispi hak sahibini üçüncü kişiye ödeme yapmaya zorlayamayacak olsa da hak sahibinin her halükârda paylar için devreden borçluya bir ödeme yapması gerekecektir. Üçüncü kişi ise, hâkimin aynen tazminata karar vermesi üzerine payların mülkiyetini kaybedeceği için, payları devreden borçluya yaptığı ödemenin hukuki sebebi ortadan kalkacaktır. Dolayısıyla kanaatimizce, üçüncü kişinin böyle bir durumda devreden borçluya karşı sebepsiz zenginleşme hükümlerine dayanarak bir talepte bulunması mümkün olabilir (benzer yönde bkz. ve karşı. Kapancı, **Ahlaka Aykırı Bir Fiille Kasten Verilen Zararın Tazmini**, s. 45, dn. 194).

Daha önce açıklandığı üzere¹⁵¹⁶ aynen ifaya ilişkin zorluğun temel nedeni, hakların nispi etkisidir. Tazminata temel teşkil eden zarar miktarının hesaplanmasındaki zorluk ise, genel olarak birleşme ve devralma işlemlerinin kompleks unsurlar içermesinden ileri gelir. Basitçe, bu unsurların ekonomik karşılıklarının belirlenmesindeki güçlükler, bu tür işlemlerdeki sözleşmesel aykırılıklarda tazminatı oluşturan ekonomik menfaatin nicelik olarak belirlenmesine de sirayet etmektedir. Bu durum ise, söz konusu haklara ilişkin edimlerin hak yükümlüsü tarafından yerine getirilmemesi durumunda, hak sahibinin başvurabileceği hukuki yolların etkinliğine sekte vurmakta, hatta zaman zaman hak yükümlüsünü, yerine getirmesi gereken edimleri ifa etmekten kaçınmaya dahi teşvik edebilmektedir. Örneğin, bir alım hakkı söz konusu olduğunda, alım hakkı borçlusu, hakka konu olan payları bir üçüncü kişiye, başka bir saikle – örneğin üçüncü kişi ile kuracağı bir stratejik ortaklık kapsamında – devretme imkânı bulduğunda, alım hakkından doğan yükümlülüğünü ihlal etmekte tereddüt etmemekte ve hak sahibinin başvurabileceği tek yol olan tazminat talebi ile karşılaşmayı göze alabilmektedir. Kaldı ki, böyle bir durumda taraflar arasındaki menfaat / zarar denklemini örnek açısından basite indirgeyecek olursak, hak sahibi paylara ilişkin bedeli ödeyecek; hak yükümlüsü de bu bedel karşılığında payların mülkiyetini geçirecek tasarruf işlemini gerçekleştirecektir. Payların, taraflar arasındaki alım hakkına ilişkin sözleşmesel düzenleme hilafına üçüncü kişiye devredilmesi durumunda ise, hak sahibi payların mülkiyetini kazanamamasına rağmen aynı zamanda paylara ilişkin bedeli de ödeme borcundan kurtulmuş olacaktır. Bu durumda, belki de hak yükümlüsünün sözleşmeyi ihlal ederek payları üçüncü kişiye devretmek suretiyle kurmuş olduğu stratejik ortaklığın yarattığı sinerji kazancı¹⁵¹⁷, ekonomik olarak önemli bir tutara tekabül etmesine rağmen, hak sahibinin maruz kaldığı zarar bu tutarın altında kaldığı için, ihlal sonucu ortaya çıkacak tazminat yükümlülüğü, borçluyu opsiyon sözleşmesinden doğan borcu ifa etmeye yönlendirmek için yeterli olmayacaktır. Ayrıca, ihlal edilen hakka konu olan payların ekonomik değeriyle doğrudan bağlantılı olmayan zararların ispatı da oldukça zordur. Söz konusu örnekte, hak yükümlüsünün borcunu ihlal ederek elde ettiği menfaat ile katlanmak zorunda kalacağı olası tazminat tutarı arasında önemli bir asimetri bulunacaktır.

¹⁵¹⁶ Bkz. Üçüncü Bölüm, I.

¹⁵¹⁷ Wang / Xie, *Corporate Governance Transfer and Synergistic Gains from Mergers and Acquisitions*, s. 830.

Bu çerçevede, opsiyon hakları ve benzer haklar içeren düzenlemelerde, hak yükümlüsünü borca aykırı davranmaktan caydırmak üzere cezai şart¹⁵¹⁸ düzenlemelerine başvurulması, söz konusu hakların uygulanmasında tercih edilen bir yaklaşımdır.¹⁵¹⁹ Cezai şart düzenlemesi, mahiyeti gereği, belirli bir edimin yerine getirilmemesi durumunda, zarar miktarının hesaplanmasına ve/veya ispatlanmasına gerek kalmaksızın söz konusu tutarın ihlale neden olan tarafça alacaklıya ödenmesi sonucunu doğuracaktır.¹⁵²⁰ Bu özelliği itibarıyla opsiyon ve benzeri hakların ihlaline karşı getirilen cezai şart düzenlemeleri, hakların ihlali durumunda karşılaşılmaması muhtemel olan zarar miktarının hesaplanması ve ispatına ilişkin sakıncaları ortadan kaldıracak bir araç teşkil etmektedir. Cezai şartın temel fonksiyonlarından birisi de caydırıcılıktır.¹⁵²¹ Bununla birlikte, cezai şart düzenlemesi yoluyla alacaklının ikili bir korumadan yararlandığından bahsetmek mümkündür.¹⁵²² Zira bu yolla alacaklı hem borçluyu ifaya zorlayan bir imkana kavuşmakta hem de borçlunun muhtemel borca aykırı davranışı karşısında nispeten kolaylıkla elde edebileceği asgari bir *tazminat* miktarını baştan öngörebilmektedir.¹⁵²³

¹⁵¹⁸ Öğretide birçok farklı tanımlı yapılan cezai şartı, *borçlunun ifa etmeme veya kötü ifa durumunda alacaklıya ekonomik bir değere tekabül eden bir menfaat sağlamayı vadettiği bir hukuki işlem* olarak kapsayıcı biçimde tanımlamak mümkündür (bkz. ERDEM Mehmet, **La Clause Pénale**, Etude comparative de droit suisse et de droit turc, Thèse, Faculté de Droit, Université Nauchâtel, 2006, s. 12).

¹⁵¹⁹ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 266; Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 192 vd.; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 297; Chappuis, **Aspects théoriques et application pratique de la clause pénale dans les conventions d'actionnaires**, s. 65; Bloch, **Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse**, s. 101; Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 446; Böckli, **Les projets de Sàrl révisée et de SA privée**, s.94.

¹⁵²⁰ Erdem, **La Clause Pénale**, s. 21.

¹⁵²¹ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 445; Favrod-Coune, **Crowdfunding – Analyse de droit suisse du financement participatif**, s. 357.

¹⁵²² Erdem, **La Clause Pénale**, s. 23.

¹⁵²³ Bazı durumlarda cezai şart düzenlemeleriyle götürü tazminat anlaşması düzenlemelerinin iç içe geçmesi söz konusu olmaktadır. Nitekim iki durumda da sözleşmenin ihlali durumunda ödenecek tutarın önceden belirlenmesi söz konusudur. Bununla birlikte, bir düzenlemenin cezai şart mı yoksa götürü tazminat anlaşması mı teşkil ettiği konusunda göz önünde bulundurulacak birtakım temel kriterden bahsetmek mümkündür. İlk olarak, tarafların düzenlemeyi yapmaktaki amaçlarına bakmak gerekir. Ayrıca, tarafların ilgili düzenlemeleri yaparken murat ettikleri menfaatler de göz önünde bulundurulmalıdır. Götürü tazminat anlaşması temelde her iki taraf için de faydalıdır: borçlu sözleşmesel ilişkiden doğabilecek potansiyel sorumluluk miktarını öngörebilirken alacaklı da potansiyel bir ihlal durumunda zarar miktarını ispat etme külfetinde kurtulmaktadır. Ceza koşulunda ise, öncelikli amaç alacaklının menfaatleri doğrultusunda borçlu üzerinde ifa yönünde ciddi bir baskı kurmaktır. Götürü tazminat anlaşmasında bu baskı unsuru cezai şarta göre arızî nitelikte bir unsurdur (kavramlar arasındaki ayrıma ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. KAPANCI Kadir Berk, **“Götürü Tazminat Anlaşması ve Bunun Ceza Koşulundan Ayırt Edilmesi”**, Prof. Dr. Mustafa Dural’a Armağan, İstanbul: Filiz, 2013, s. 676 vd.; ERDEM Mehmet, **“Tazminatın Götürü Olarak Belirlenmesi”**, Gazi Üniversitesi Sorumluluk ve Tazminat Hukuku Sempozyumu (28-29 Mayıs 2009), Ankara, 2009, s. 105; AKKAYAN YILDIRIM Ayça, **“Cezai Şartın İşlevi, Türk ve Amerikan Hukukları Açısından Karşılaştırmalı İnceleme”**, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası, C. L.XI, S. 1-2, 2003, s. 382).

Cezai şartın sağlayacağı caydırıcılık (veya ifaya teşvik) ile öngörülecek ceza miktarı arasında hassas bir denge mevcuttur. Zira her ne kadar taraflar cezai şart miktarını belirlemekte serbest olsalar da bu tutar kanuni olarak hâkimin denetimine tabidir. Cezai şartın ödenmesine ilişkin olarak açılacak bir davada, cezai şart tutarının fahiş olması durumunda, hâkimin bu tutarda resen indirim uygulama hakkı, hatta yükümlülüğü vardır.¹⁵²⁴ Dolayısıyla, tarafların cezai şarttan beklenen caydırıcılık unsurunu sağlarken dikkatli ve ölçülü davranmaları gerekecektir; aksi takdirde tenkis edilecek cezai şart tutarı, caydırıcılık etkisini yitirerek cezai şart düzenlemesiyle hedeflenen sonuca fiilen ulaşılmasına sebep olabilecektir.

Fahiş nitelikteki cezai şartın indirilmesine ilişkin kuralı, opsiyon ve benzeri ilişkilerin düzenlendiği sözleşmeler bakımından daha yakın bir incelemeye tabi tutmak faydalı olacaktır. TTK'da düzenlenen ve tacir olmanın getirdiği dogmatik sonuçlardan biri, tacir sıfatını taşıyan borçlunun cezai şartın fahiş olması nedeniyle indirim talep edemeyeceğidir (bkz. TTK m. 22, f. 1). Her ne kadar, bir anonim ortaklıkta pay sahibi olmak doğrudan tacir sıfatı kazandıran bir özellik değilse de uygulamada opsiyon hakları ve benzeri düzenlemeler içeren sözleşmelerin tarafı olan kişilerin çoğunlukla bu sıfatı haiz olacağını varsaymak makul bir yaklaşımdır. Zira bu tarz düzenlemeler tipik olarak kompleks ticari işlemlerin birer unsuru olarak tezahür ederler ve bu işlemlerin tarafları da – istisnalar hariç olmak üzere – tacir sıfatını haiz gerçek ya da tüzel kişiler olacaktır. Bu kapsamda söz konusu haklara ilişkin getirilen cezai şart tutarının TBK m. 182, f. 3 kapsamında tenkisi kural olarak söz konusu değildir. Fakat bu kural öğretideki yaygın görüş ve bu yöndeki Yargıtay¹⁵²⁵ uygulaması ile bir ahlaka aykırılık testine tabi tutulmaktadır. Buna göre, borçlu bir tacir olsa da cezai şart tutarı borçlunun ekonomik olarak mahvına yol açacak derecede yüksek ise hâkimin yine de tutarda indirim yapabileceği kabul edilmektedir.¹⁵²⁶ Dolayısıyla, birleşme ve devralmalar uygulamasında, taraflar genellikle tacir sıfatını haiz olsalar da kararlaştıracakları cezai şart tutarlarının makul seviyelerde belirlenmesi gerekmektedir.

¹⁵²⁴ Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s. 1190.

¹⁵²⁵ Yarg. 19. HD, T. 07.03.2013, E. 2012/16814, K. 2013/4336.

¹⁵²⁶ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 266; Erdem, **La Clause Pénale**, s. 184; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 307.

C) Pay Senetlerinin Üçüncü Kişie Tevdii Yoluyla Haklardan Doğan Edimlerin Etkin Biçimde İfasını Sağlamaya Yönelik Tedbirler

1) Payların *Escrow* Sıfatıyla Üçüncü Kişie Tevdii Yönteminin Genel Hatları ve Haklar Bakımından Uygulanması

Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklardan doğan edimlerin etkin olarak ifasının sağlanması için başvurulmuş bir diğer yöntem, haklara konu olan pay senetlerinin *yedimin (escrow agent)* sıfatıyla bir üçüncü kişie tevdi edilmesidir. Bu yöntemin hem hak borçlusuna payları devir yükümlülüğü getiren (örn. alım hakkı, birlikte satışa zorlama hakkı) hem de payların haklar hilafına elden çıkarılmamasını gerektiren düzenlemeler (örn. öncelik hakkı, önalım hakkı, birlikte satma hakkı) bakımından çift işlevli bir yapısı olduğundan söz etmek mümkündür. Payların devrini gerektiren haklar bakımından, hak yükümlüsünün nezdinde olan pay senetlerine çeşitli sebeplerle ulaşılamamasından doğan zorluklar, pay senetlerinin tarafsız bir üçüncü kişie tevdi edilmesi suretiyle giderilmiş olmaktadır. Aynı şekilde, pay senetlerinin üçüncü kişie tevdi edilmiş olması, hak yükümlüsünün, üstlendiği edimleri ihlal edecek biçimde payları elinden çıkartmasına engel olabilmektedir. Görüldüğü gibi, her iki işlev bakımından da yöntemin temelinde pay senedi üzerindeki zilyetliğin sınırlandırılması fikri bulunmaktadır¹⁵²⁷. Ayrıca belirtmek gerekir ki senede bağlanmamış paylar için bu tür bir düzenleme yapmak mümkün değildir, zira çıplak paylarda zilyetliğin intikali payın devri için gerekli koşullardan birisi olmadığı gibi ortada bir *escrow* düzenlemesi yoluyla zilyetlik üzerindeki tasarruf imkanının da kısıtlanabileceği bir pay senedi yoktur.

Yukarıda ana hatları çizilen ve öğreti ile uygulamada *escrow*¹⁵²⁸ ilişkisi olarak ifade edilen hukuki yapıyı, bir edimin ifasını teminat altına almak amacıyla, edime konu olan işlemin taraflarının edime konu olan eşya üzerindeki tasarruf imkanlarının kısıtlanması olarak tarif etmek mümkündür¹⁵²⁹. Bu çerçevede, opsiyon hakları ile benzer haklara konu olan payları temsil eden pay senetlerinin, bir üçüncü kişie bir sözleşme ilişkisi dahilinde tevdi edilmesi ve üçüncü kişinin taraflar arasında önceden

¹⁵²⁷ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 270.

¹⁵²⁸ Dupasquier, *Le financement d'une jeune société*, s. 412; Söding, *Private Equity Minority Investments – Sharing Control in Closely Held Private Family Firms*, s. 383; Daniel Hasler / Karin Mattle, *Swiss Corporation Law: A Primer for Legal Practitioners*, Homburger, 2022, 114; Esin, *Birleşme ve Devralmalar*, s. 207.

¹⁵²⁹ KIRCA İsmail, “*Escrow Sözleşmesi*”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, 1997 C. XX, S.1, s. 45.

belirlenen koşullara bağlı olarak belirli bir zamana kadar pay senetlerinin zilyetliğini muhafaza etmesi söz konusudur.¹⁵³⁰ Örneğin alım hakkının kullanılmasıyla birlikte payların alım hakkı yükümlüsü tarafından hak sahibine devredilmesi gerektiğinde, yediemin sıfatıyla hareket eden üçüncü kişi, pay senetlerini hak sahibine teslim etmekte ve pay devrine ilişkin tasarruf işlemi eksiksiz olarak tamamlanmış olmaktadır. Alternatif bir kurguda, örneğin bir öncelik hakkı söz konusu olduğunda, öncelik hakkına konu olan pay senetleri yediemin nezdinde saklanırken, öncelik hakkının kullanılması (hakkın bağlı olduğu sürenin dolması veya hak sahibinin paylarını devrederek ortaklıktan ayrılması vb. bir sebeple) artık söz konusu olmadığına, yediemin bu kez pay senetlerini hak yükümlüsü olan mevcut sahibine iade etmektedir.

Escrow ilişkisinin kurulduğu sözleşmesel ilişki genel olarak en az üç taraf içerir. Alım hakkına konu olan pay senetlerine ilişkin yapılan bir *escrow* sözleşmesini örnek olarak ele alacak olursak, böyle bir sözleşmede tipik olarak saklama/tevdia konu olan pay senetleri hakkında bilgiler, tarafların birbirlerine karşı yükümlülükleri ve özellikle yediemin sıfatını haiz tarafın bu edime karşılık elde edeceği menfaat, saklama süresi boyunca pay senetlerine ilişkin semerelerden kimin yararlanacağı, senetlerin hangi süre içinde, hangi koşullara bağlı olarak kime teslim edileceği gibi hususlar bulunacaktır.¹⁵³¹ Kanunda düzenlenen bir sözleşme türü olmayan *escrow* sözleşmesi, bir isimsiz sözleşme teşkil ettiği için sözleşmenin uygulanması ve yorumlanmasında uygun düştüğü ölçüde vekalet ve saklama (vedia) sözleşmesi hükümleri kullanılacaktır.¹⁵³²

2) Yöntemin Uygulanmasına İlişkin Zorluklar ve Genel Değerlendirme

Opsiyon hakları ile benzeri haklara konu olan payları temsil eden senetlerin tarafsız bir üçüncü kişiye tevdi yöntemi çeşitli nedenlerle, hakların etkin olarak icrası bakımından daima amaçlanan düzeyde bir işlevsellik sağlayamamaktadır. Bu durumun nedenlerini senede bağlı payların devrine ilişkin olanlar ve *escrow* ilişkisinin tarafları arasındaki ilişkiden kaynaklananlar olmak üzere iki ana eksen etrafında toplamak mümkündür.

¹⁵³⁰ Reverdin / Homburger, *The American Close Corporation and Its Swiss Equivalent*, s. 269.

¹⁵³¹ Kırca, *Escrow Sözleşmesi*, s. 48.

¹⁵³² Kırca, *Escrow Sözleşmesi*, s. 59 vd.; Esin, *Birleşme ve Devralmalar*, s. 207.

İlk eksen çerçevesinde, pay senetlerinin devir prosedürünün temel unsurlarından biri olan zilyetliğin devrinin, salt pay sahibinin hakimiyet alanından çıkartılıp ek bir denetim prosedürüne bağlanması *escrow* mekanizmasının esasını oluşturur. Zira pay senetlerinin doğrudan zilyetliğinden mahrum bırakılan pay sahibinin, pay senetlerini üçüncü kişilere teslim etme imkânı ortadan kalkmakta ve böylelikle pay üzerinde öngörülen haklar hilafına bir tasarruf işlemi ile payları elinden çıkartması engellenmiş olmaktadır. Fakat bu yaklaşım, zilyetliğin teslimsiz devrine ilişkin yöntemler göz önüne alındığında, beklenen faydayı sağlamakta yetersiz kalmaktadır. Pay sahibi, pay senetlerini üçüncü kişiye tevdi etmiş olsa dahi, pay sahibinin paylar üzerindeki mülkiyet hakkı ve bu haktan doğan yetkileri devam etmektedir. Bu bakımdan, pay senetlerinin zilyetliğinin, kısa elden teslim¹⁵³³, hükmen teslim¹⁵³⁴ veya zilyetliğin havalesi¹⁵³⁵ yöntemleriyle üçüncü kişiye devredilmesi mümkündür¹⁵³⁶. Özellikle zilyetliğin havalesi yöntemi kullanılarak, pay sahibinin, pay senetlerinin zilyetliğini üçüncü kişiye devretmesi ve böylelikle *escrow* mekanizması ile amaçlanan sonuçların etrafından dolanılması mümkün olabilir. Bu tür bir işlemde, zilyetliğin devri için devredenle devralanın anlaşması yeterlidir ve doğrudan zilyedin onayı gerekli değildir; ona yalnızca bildirimde bulunmak gerekir¹⁵³⁷. Bu konuda yanıtlanması gereken bir diğer soru, nama yazılı pay senetlerinin devrinde gerekli olan ciro şartının nasıl yerine getirilebileceğidir. Pay sahibi, pay senetlerinin doğrudan zilyedi durumunda bulunmadığı için, senetlere ciro metnini nasıl işleyecektir? Nama yazılı pay senetlerinin devrinde, ciro şartının yalnızca senedin arkasına işlenecek bir metin ile değil, senetten ayrı bir belge üzerinde alacağın devri usulüne uygun olarak da yerine getirilebileceği¹⁵³⁸ göz önünde bulundurulduğunda, üçüncü kişiye tevdi edilmiş nama yazılı pay senetlerinin alacağın temliki ve zilyetliğin havalesi usulleri izlenerek, pay senetlerinin doğrudan zilyetliğine sahip olmadan da üçüncü kişiye devredilmesi mümkündür. Ayrıca, TBK m. 185 hükümlerinde öngörülen alacağın mahkeme kararı

¹⁵³³ Bir şeyin doğrudan zilyedi olan kişinin o şeyin mülkiyetini de kazanması durumunda söz konusu olur (bkz. OĞUZMAN M. Kemal / SELİÇİ Özer / OKTAY ÖZDEMİR Saibe, **Eşya Hukuku**, Gözden Geçirilmiş 12. Bası, İstanbul: Filiz, 2009, s. 66).

¹⁵³⁴ Bir malın mülkiyetini devreden kişinin, malın zilyetliğini bir hukuki sebebe dayalı olarak kendisinde tutmaya devam etmesi durumunda söz konusu olur (bkz. Oğuzman / Selici / Oktay Özdemir, **Eşya Hukuku**, s. 71).

¹⁵³⁵ Malikin dolaylı zilyet olması durumunda, malın mülkiyetini üçüncü kişiye devretmesi ve aralarındaki anlaşmaya istinaden yeni malikin dolaylı zilyet olarak malik sıfatını devam ettirmesi durumunu ifade eder (bkz. Oğuzman / Selici / Oktay Özdemir, **Eşya Hukuku**, s. 73).

¹⁵³⁶ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 272; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 309.

¹⁵³⁷ Oğuzman / Selici / Oktay Özdemir, **Eşya Hukuku**, s. 74; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 273.

¹⁵³⁸ Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s. 256; Uçar, **Önalım ve Öncelik Hakları**, s. 309.

ile temlikine ilişkin imkândan yararlanmak suretiyle de bir mahkeme ilamına dayanarak *escrow* nezdinde bulunan pay senetlerinin üçüncü kişiye devri – alacağın temliki kuralları çerçevesinde – mümkün olabilir. Bu çerçevede, özellikle haklar hilafına, hak yükümlüsünün payları elden çıkarmaması gereken durumlarda, *escrow* mekanizmasının hakların etkin ifası için yeterli koruma sağlayamadığı söylenebilir. Örneğin öncelik hakkına konu olan ya da birlikte satma hakkını tetikleyen – hak yükümlüsüne ait – nama yazılı paylar için kurulan *escrow* mekanizmasında, hak yükümlüsü söz konusu payları, alacağın temliki ve zilyetliğin havalesi usullerini izleyerek üçüncü kişiye satıp devredebilecek ve bu durum haklardan doğan edimlerin tazminat borcuna dönüşmesine neden olacaktır. Payların hamiline yazılı nitelikte olması durumunda ise, varılan sonuç esasen değişmeyecek hatta hamiline yazılı payların devrinde ciro koşulu bulunmadığı için, alacağın temliki hükümlerinden yararlanmaya gerek kalmaksızın zilyetliğin havalesi hükümlerinde yararlanmak, payların üçüncü kişiye devredilmesi için yeterli olacaktır.

Pay senetlerinin üçüncü kişiye tevdi, hak yükümlüsünü, payların devrine ilişkin yükümlülük getiren (örn. alım hakkı veya birlikte satışa zorlama hakkına ilişkin düzenlemeler) durumlarda senetlerin devrine zorlamak için işlevsel olarak daha faydalı bir yöntemdir. Zira bu tür haklara ilişkin edimlerin ifasında, ortaya çıkan temel zorluk, payların devrine ilişkin tasarruf işleminin cibri icra yoluyla gerçekleştirilmesi gerektiğinde, pay senetlerine fiziksel olarak çeşitli nedenlerle ulaşılamamasından kaynaklanmaktadır. Edimi ifa etmekten kaçınan ve bu konuda kararlı olan hak yükümlüsü, pay senetlerini alacaklının erişemeyeceği bir yerde saklamakta hatta pay senetlerini imha edebilmektedir. İşte bu tür durumlara karşı, pay senetleri üzerinde kurulacak *escrow* mekanizması, hakkın kullanılmasıyla kurulan pay devir sözleşmesindeki edimlerin ifası sırasında, pay senetlerinin alacaklıya tesliminin sağlanması için etkili bir yöntemdir. Bu şekilde, devir için gerekli koşullar oluştuktan sonra, payların tevdi edildiği üçüncü kişi, pay senetlerini alacaklıya teslim etmekte ve haktan doğan edimlerin karşılıklı olarak aynen ifası sağlanabilmektedir. Fakat belirtmek gerekir ki, bu tür durumlarda da *escrow* mekanizması her zaman kusursuz biçimde işlememektedir. Bunun sebebi ise, genel olarak borçlu, alacaklı ve tevdi alan taraf arasındaki hukuki işlemin getirdiği dinamiklerdir.

Birleşme ve devralmalar pratiğinde, işleme konu olan payları temsil eden senetler için öngörülen *escrow* düzenlemelerinde, payların tevdi edildiği üçüncü kişi

olan ve yediemin olarak nitelendirilebilecek taraf rolünü, tipik olarak bir banka veya benzeri bir finansal kuruluş ya da tarafların bağımsız davranacağı konusunda fikir birliğine vardığı, bir avukat ya da avukatlık ortaklığı üstlenmektedir. Taraflar arasında yapılan sözleşmenin esasını, genel olarak tarafların birbirlerine karşı hak ve yükümlülükleri oluşturmakla birlikte spesifik olarak payların ne zaman, hangi koşullar gerçekleştiğinde, kime teslim edileceği hususları kritik önemi haizdir. Payların tevdi edildiği üçüncü kişi, taraflar arasındaki işlem bakımından yediemin olarak görev almayı bir bedel karşılığında ve bir *hizmet*¹⁵³⁹ olarak yapmaktadır. Dolayısıyla, üçüncü kişinin bu sözleşme ilişkisi sonucu ulaşmak istediği amaç, sözleşme çerçevesinde yer alan edimlerini ve sorumlulukları yerine getirmek ve buna karşılık taraflardan bu edimler karşılığı ödenecek bedeli tahsil etmektir. Bu çerçevede, *escrow* düzenlemeleri kapsamında yediemin işlevini yerine getiren kuruluşlar, sözleşme tahtında pay senetlerinin fiili olarak muhafaza edilmesi haricinde, kendileri için mali sorumluluk doğurabilecek hükümlerden mümkün olduğunca kaçınmaya çalışmakta ve bu doğrultuda kendi sorumluluklarını asgari düzeye indiren, kendileri tarafından hazırlanan standart formda sözleşme taslaklarını kullanmayı tercih etmektedir. Bu sözleşme metinlerinde, standart olarak, eğer pay senetlerinin kime, ne zaman teslim edileceği konusunda bir ihtilaf yoksa, genel olarak tarafların birlikte ya da ayrı ayrı yapacakları bir bildirim ile veya iade için objektif bir koşul öngörülmüş ise söz konusu koşulun gerçekleşmesi ile üçüncü kişinin pay senetlerini iade ve/veya teslim edeceği düzenlenmektedir. Aksi takdirde, yani pay senetlerinin teslim edilmesine ilişkin ihtilafa yer bırakmayacak objektif koşulların bulunmadığı durumlarda, yediemin niteliğindeki üçüncü kişi pay senetlerini teslim edebilmek için, ya tarafların üçüncü kişiye birlikte verecekleri bir talimat ya da nihai mahkeme veya hakem kararı mahiyetinde bir yargı kararı talep etmektedir.¹⁵⁴⁰

Pay senetlerinin devri ve *escrow* düzenlemesine temel teşkil eden ana sözleşme kapsamında herhangi bir uyuşmazlık bulunmayan durumlarda sorunsuz biçimde uygulanabilecek olan bu tür hükümler, *escrow* düzenlemelerinin asıl amacı ile bir çelişki yaratmaktadır. Zira *escrow* düzenlemeleri, esasında taraflar arasında payların devrine ilişkin herhangi bir hususta ortaya çıkabilecek uyuşmazlıklara karşı, tarafların

¹⁵³⁹ Belirtmek gerekir ki burada kastedilen husus bir hizmet sözleşmesinde ziyade vekalet ve/veya saklama sözleşmesi hükümlerine yaklaşan bir kavramdır. Zira, özü itibari ile *escrow* sözleşmesinde hizmet sözleşmesinin temel unsurlarından olan bağımlı çalışma veya talimat alma gibi hususlar bulunmamaktadır.

¹⁵⁴⁰ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 207.

temel sözleşmeden kaynaklanan pay devrine ilişkin edimlerini yerine getirmesini sağlayabilmek amacıyla başvurulmuş bir yöntemdir. Uyuşmazlıklara karşı çözüm sağlamak üzere getirilen bir yöntemin, taraflar arasında bir uyuşmazlık ortaya çıkması durumunda fiili olarak işlevini yitirmesi ise paradoksal bir durum ortaya çıkarmaktadır. Bu argümanı somutlaştırmak açısından alım hakkına konu olan payları temsil eden senetlerin, hak yükümlüsü, hak borçlusu ve yediemin olarak üçüncü kişi arasında yapılan bir sözleşme ile, üçüncü kişiye tevdi edildiği bir örneği ele alalım. Normal şartlarda, böyle bir düzenlemeden beklenen sonuç, pay senetlerinin alım hakkı kullanılabileceği ya da hakkın süresi dolana kadar üçüncü kişi tarafından muhafaza edilmesi ve hak sahibinin alım hakkını kullanmasıyla kurulan pay devir sözleşmesine göre, hak yükümlüsünün pay senetlerini teslim etmekten kaçınması durumunda, pay senetlerine kolaylıkla ulaşılabilmesi ve hak sahibinin payları sorunsuz biçimde iktisap etmesinin sağlanmasıdır. Fakat, örneğin hak yükümlüsünün, alım hakkının kullanılması için gerekli koşulların yerine gelmediğini iddia etmesi veya opsiyon hakkının kullanılmasından doğan alım bedelinin taraflar arasındaki asıl anlaşmaya uygun belirlenmediği yönünde bir iddiası olması durumunda, yediemin niteliğini haiz üçüncü kişi, ileride herhangi bir mali sorumlulukla karşı karşıya kalmamak için, pay senetlerini herhangi bir tarafa teslim etmekten imtina edecek ve taraflar arasındaki ihtilafın çözülmesine dair nihai bir yargı kararı talep edecektir. Bu durumda ise, taraflar arasındaki tahkim ve/veya mahkeme prosedürü boyunca pay senetleri, üçüncü kişinin elinde, tabiri caizse, takılı kalacak ve *escrow* düzenlemesinden beklenen asıl fayda tam olarak sağlanamamış olacaktır. Böyle bir durumda en azından hak yükümlüsünün pay senetlerini, erişilemeyecek hale getirebilme imkânı elinden alınmış olmaktadır. Fakat bu durum, *escrow* düzenlemesi ile amaçlanan faydanın ancak kısmi olarak hasıl olmasına neden olacak ve temeldeki alım hakkına ilişkin sözleşmeden doğan edimlerin yerine getirilmesi konusundaki zorlukları etkin biçimde ortadan kaldıramayacaktır.

D) Anonim Ortaklıkta Opsiyon Hakları ile Pay Devrinde Özellik Arz Eden Hakların Etkin Kullanımı Konusunda Değerlendirme ve *De Lege Ferenda* Öneriler

1) Sorunun Ortaya Konulması

İstatistiksel olarak, Türkiye’de kurulu olan anonim ortaklık sayısı, limited ortaklık sayısına göre oldukça düşüktür.¹⁵⁴¹ Bu tercihin nedenlerine ilişkin asgari sermaye tutarları, farklı şirket türlerine göre farklılaşan vergilendirme kuralları, ticaret sicili uygulamasındaki farklılıklar, yöneticilerin ve pay sahiplerinin şirket borçlarından dolayı sorumlulukları gibi çeşitli hususlar sayılabilirse de¹⁵⁴² uygulamada limited ortaklıkların baskın biçimde daha çok tercih edildiği bir vakıadır. Bu vakıayı gerekçelendirebilmek ve bilimsel olarak yetkin yanıtlara ulaşabilmek için ise şirketlerin kurucuları da dahil olmak üzere birçok paydaşın da katılımıyla kapsamlı bir çalışma yapılması ve bu tercihlere neden olan ekonomik, ticari ve sosyolojik etkenlerin araştırılması elzemdir. Tespit edebildiğimiz kadarıyla *henüz* böyle bir çalışma bulunmamaktadır. Bu konuda yapılabilecek kapsamlı bir değerlendirme, bu çalışmanın sınırlarını aşacağından, spekülative bir yaklaşım takınma pahasına, aslında uygulamada çok daha az sayıda olan anonim ortaklıkların, ticaret hukuku uygulamasında neden görece olarak çok daha önemli bir yer kapladığı konusunda birtakım argümanlar öne sürmek mümkündür.

Ortaklıklar hukuku teorisinde, ekonomik açıdan şirketlerin çeşitli paydaşlar arasındaki sözleşmesel ilişkiler ve bu ilişkilerin yönetişime temel olan bir varlık (*asset*) topluluğundan oluştuğu ifade edilmektedir.¹⁵⁴³ Bu çerçevede pay sahipleri, şirketin genel işleyişine yönelik temel prensipleri belirleyerek, deyim yerinde ise kenara çekilmekteler ve şirket yöneticiler tarafından tüm *paydaşların* menfaatlerini gözeterek biçimde idare edilmektedir.¹⁵⁴⁴ Fakat teorinin ortaya koyduğu bu durum, uygulamada her zaman aynı şekilde tezahür etmemektedir. TTK’nın özüne ilişkin teknik meselelere

¹⁵⁴¹ 30 Eylül 2023 itibarıyla Ticaret Bakanlığı’nın yayımladığı verilere göre, faaliyetteki anonim ortaklık sayısı 200.462 iken, limited ortaklık sayısı 1.218.087’dir (kaynak: <https://ticaret.gov.tr/istatistikler/bakanlik-istatistikleri/ic-ticaret-ve-tuketici-istatistikleri/sirket-bilgileri> erişim tarihi 11 Aralık 2023).

¹⁵⁴² ALTAŞ Soner, “Neden limited şirket tercih ediliyor?”, *Ekonomim Gazetesi* (<https://www.ekonomim.com/kose-yazisi/neden-limited-sirket-tercih-ediliyor/623917> erişim tarihi 11 Aralık 2023).

¹⁵⁴³ Armour / Whincop, *An Economic Analysis of Shared Property in Partnership and Close Corporations Law*, s. 986.

¹⁵⁴⁴ Grantham, *The Doctrinal Basis of the Rights of Company Shareholders*, s. 555.

hâkim olmayan *ortalama* bir müteşebbis için, kurulacak şirketin türüne karar verme sürecindeki ilk parametrelerden biri ödenmesi gereken sermaye tutarı ve bu tutarın ne kadar süre içinde ödeneceği hususlarıdır. Bu bakımdan limited şirketin ilk bakışta tercih edilen alternatif olarak öne çıkacağı makul bir varsayımdır.¹⁵⁴⁵ Zira, bir şirket kurarak ticari faaliyetlerini tüzel kişilik *perdesi* arkasında yürütmek isteyen bir kişi, bu amacına ulaşmak için hem mali hem de prosedürel açıdan daha pratik olduğunu düşündüğü yolu seçecektir. Ticari işletme/ticaret ortaklığı ile esnaf işletmesi arasındaki sınırın oldukça muğlak olduğu bu gibi durumlarda, şirket kurucusunun (veya kurucularının) limited ortaklığa ilişkin, yönetim ve temsil yapısı, organların işleyişi, sermayenin korunmasına ilişkin prensipler gibi normatif özellikler konusunda tam olarak bilgi sahibi olduğunu söylemek çoğu durumda mümkün olmamaktadır. Avukatlık Kanunu'nda¹⁵⁴⁶ esas sermayesi belirli bir tutarın üzerindeki anonim ortaklıklar için öngörülen avukat bulundurma zorunluluğuna benzer biçimde, limited ortaklıklarda böyle bir zorunluluk olmadığı da göz önünde bulundurulduğunda, limited ortaklıkların koruyucu/önleyici avukatlık olarak nitelendirilen gündelik işlerde hukuki danışmanlık hizmetlerinden yararlanmadıkları ve şirkete ilişkin hukuksal süreçleri genellikle mali müşavirler ve muhasebeciler eliyle yürüttükleri gözlenmektedir. Bu durum, limited ortaklığın daha fazla başvurulmuş bir şirket tipi olmasında şirketin TTK'dan kaynaklanan kanuni özelliklerinden ziyade vergisel ve/veya mali konulara ilişkin mülhazaların etkili olduğunu gösteren bir başka husustur.

Ticaret hukuku uygulamasında, genellikle esas sermayesi yüksek, organ yapıları daha kompleks ve aile şirketi dahi olsa, pay sahipliği yapısı hem nicelik hem de nitelik olarak çeşitlilik içeren şirketlerin, anonim ortaklık yapısı altında örgütlendiklerini söylemek mümkündür. Örneğin, 2021 ve 2022 yıllarına ait birleşme ve devralma işlemlerine dair istatistiklere bakıldığında, bu istatistikler arasında yer verilen işlemlerin büyük çoğunluğunda hedef şirketlerin anonim ortaklık olarak faaliyet gösterdiğini tespit etmek mümkündür.¹⁵⁴⁷ Bu durum, toplam faaliyet gösteren limited şirket sayısı ile anonim şirket sayısı arasındaki yaklaşık altı katlık farka göre oldukça

¹⁵⁴⁵ 25.11.2023 tarih ve 32380 sayılı R.G.'de yayımlanan, Cumhurbaşkanı Kararının ilgili hükümleri ile anonim şirketlerin minimum sermaye tutarı (kayıtlı sermaye sistemini kabul edenler hariç) 250.000 Türk lirası, limited şirketlerin minimum sermaye tutarı ise 50.000 Türk lirası olarak belirlenmiştir. Bu tutarlar daha önce sırasıyla 50.000 Türk lirası ve 10.000 Türk lirası olarak uygulanmaktaydı.

¹⁵⁴⁶ R.G. T. 07.04.1969, S. 13168.

¹⁵⁴⁷ Bkz. Deloitte Annual Turkish M&A Review 2021 (<https://www2.deloitte.com/tr/tr/pages/mergers-and-acquisitions/articles/annual-turkish-ma-review-2021.html>, erişim tarihi 12 Aralık 2023) ve Deloitte Annual Turkish M&A Review 2022 (<https://www2.deloitte.com/tr/tr/pages/mergers-and-acquisitions/articles/annual-turkish-ma-review-2022.html>, erişim tarihi 12 Aralık 2023).

anlamalı bir örüntüyü işaret etmektedir: Birleşme ve devralmalar uygulamasına temel teşkil eden ve ekonomik olarak büyük bir hacim oluşturan işlemlere konu olan şirketler, anonim ortaklık türündedir. Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar ise, kullanımlarına ilişkin ekonomik ve pratik rasyoneller göz önünde bulundurulduğunda¹⁵⁴⁸, esas olarak bu tür işlemler kapsamında ortaya çıkmakta ve yaygın biçimde kullanılmaktadır.

Hal böyle iken, limited ortaklıkların aksine, TTK'da anonim ortaklıklar bakımından opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden diğer haklara ilişkin açık bir normatif düzenleme bulunmamaktadır.¹⁵⁴⁹ Birleşme devralmalar uygulamasında önemli bir yer tutan söz konusu haklara ilişkin, dogmatik hukukta anonim ortaklıklar bakımından bir düzenlemeye yer verilmemiş olması, normatif hükümler ile uygulama esasları arasında bir uyumsuzluk yaratmaktadır. Bu uyumsuzluk, kullanımı oldukça yaygın olan ve ortaklık paylarının devri konusunda önemli etkiler doğuran bu hakların, özellikle korporatif etkiyi haiz olmaları veya yalnızca borçlar hukukuna tabi düzenlemeler teşkil etmeleri çerçevesinde yoğunlaşmaktadır. Zira, esas sözleşmede yer alsa dahi bu haklara korporatif etki tanınmadığı durumlarda, ortaklık ve ortaklığın paydaşları (*stakeholders*) arasındaki ilişkileri düzenleyen en temel metin niteliğini haiz olan esas sözleşmede yer alan birtakım düzenlemelerin, yalnızca belirli pay sahipleri arasında etki doğuran tamamen nispi nitelikte hükümler teşkil etmesi söz konusu olmaktadır. Bu durum yalnızca pay sahipleri arasındaki ilişkiler bakımından değil, aynı zamanda müstakbel pay sahipleri bakımından da hangi hükümlerin kimlere karşı etkili olacağı konusunda da belirsizliğe sebebiyet vermektedir. Söz konusu haklar bakımından yapılacak maddi esas sözleşme hükmü – şekli esas sözleşme hükmü ayrımının bir sonucu olarak, esas sözleşmede yer alan bir hükmün objektif olarak tüm *paydaşlar* üzerinde mi etkili olacağı yoksa yalnızca nispi bir etkiyi mi haiz olduğu konusunda, muhtemel bir uyuşmazlık ortaya çıkana kadar açıklık sağlanamamaktadır. Bu çerçevede, bir yandan mevcut pay sahiplerinin, söz konusu haklara aykırı şekilde gerçekleşecek muhtemel bir işlem sonucunda başvurabilecekleri hukuki imkanlar konusunda, diğer yandan ise ortaklık paylarını iktisap etme niyetindeki üçüncü kişilerin payları hangi hüküm ve koşullara uygun olarak devralabilecekleri konusunda muğlak bir durum ortaya çıkmaktadır. Belirtmek gerekir ki, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların esas sözleşmeye taşınmaları durumunda korporatif

¹⁵⁴⁸ Bkz. İkinci Bölüm, II/A ve B.

¹⁵⁴⁹ Cankat, **Limited Ortaklıklarda Opsiyon Hakları**, s. 29.

etkiyi haiz olup olmayacaklarına ilişkin öğretide ve içtihatlarda henüz yeknesak bir tutum belirlendiğinden söz etmek mümkün değildir.¹⁵⁵⁰.

Belirsizliğin temelinde TTK ile getirilen bağlam rejiminde, payların devrinin kısıtlanmasının oldukça sıkı kriterlere bağlanmış olması yatmaktadır. Zira, eTK döneminde, payların devrine ilişkin getirilebilecek kısıtlamalar konusunda çok daha serbest bir rejim varken.¹⁵⁵¹, söz konusu hakların yer aldığı pay sahipleri sözleşmelerine yapılan atıfla dahi hakların etkin biçimde uygulanması sağlanabiliyordu. Fakat TTK ile getirilen bağlam rejimi ile emredici hükümler ilkesi çerçevesinde ortaya çıkan esas sözleşmeye taşınabilirlik konusundaki tartışmalar¹⁵⁵², uygulamada sıklıkla kullanılan bu hakların, anonim ortaklıklar hukukundaki normatif temelleri bakımından belirsizlikler ve soru işaretleri doğmasına neden olmaktadır.

2) Değerlendirme ve Öneriler

Öğretide opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların anonim ortaklık esas sözleşmesine taşınamayacağını veya taşınsa bile bu hakların korporatif etkiyi haiz olamayacağını savunan yazarların ortak argümanlarından birisi, bu haklara kanunda limited ortaklıklar bakımından açıkça cevaz verildiği fakat anonim ortaklıklar bakımından bilinçli olarak bu hükümlere yer verilmediği yönündedir. Örneğin, bu görüşteki yazarlardan *Bozkurt*, limited şirketlerde önerilmeye muhatap olma (öncelik hakkı), önalım, geri alım ve alım haklarının esas sözleşmede öngörüldükleri durumda bağlayıcı olacağının açıkça düzenlenmesinden hareketle, kanunkoyucunun anonim şirketler için böyle bir hükme yer vermemesini, bu haklara anonim ortaklık bakımından korporatif etki tanınması imkanının reddedildiği yönünde yorumlamaktadır.¹⁵⁵³. Aynı şekilde *Nomer Ertan* da TTK sistematigi içinde limited

¹⁵⁵⁰ Muhtelif görüşler için bkz. Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 237 vd.; Bozkurt, *Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)*, s. 261 vd.; Tekinalp, *Bağlam*, s. 85-86; Akın, *Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler*, s. 222-223; KARASU Rauf, “Emredici Hükümler İlkesinin Kapalı Tip Anonim Şirketler ve Limited Şirketler Açısından Doğurduğu Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, C. 1, S. 1, Haz. 2015, s. 125; Nomer Ertan, *Anonim Şirket Paylarının Devrinde Ön Alım Hakkı*, s. 43; Uzel, *Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam*, s. 142; Yarg. 11. HD., T. 23.02.1995, E. 1994/7138, K. 1995/1522.

¹⁵⁵¹ Bkz. İkinci Bölüm, III/F/1.

¹⁵⁵² Bkz. İkinci Bölüm, III/F/4/.

¹⁵⁵³ Bozkurt, *Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)*, s. 276. Nitekim limited ortaklıklarda esas sözleşmelerinin içeriğine ilişkin TTK m. 577 hükmünün madde gerekçesinde, önalım, alım ve önerilme haklarının, paylara ilişkin birer bağlam hükmü olarak nitelendirilmesi ancak aynı yönde bir nitelendirmenin anonim ortaklık bakımından yapılmamış olması, bu yorumu destekleyen bir unsurdur.

ortaklıklar bakımından önerilmeye muhatap olma, önalım, gerialım ve alım haklarına cevaz verilmesine rağmen TTK'nın anonim ortaklıklar bakımından sessiz kalmasının bilinçli bir tercih olduğunu ve bu minvalde söz konusu hakların anonim ortaklığın korporatif düzeni içinde yeri olmadığı görüşünü savunmaktadır.¹⁵⁵⁴

Kanaatimizce, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakları, anonim ortaklık uygulamasından, en azından korporatif düzlemde dışlamak, uygulamada ciddi sorunlar yaratacağı gibi, TTK'nın anonim ortaklığa ilişkin hükümlerinin ruhuyla da bağdaşan bir yaklaşım olmayacaktır.¹⁵⁵⁵ Zira kanunkoyucunun söz konusu haklar bakımından limited ortaklıklara özgü hükümler ihdas etmiş olması fakat bu haklar bakımından anonim ortaklık hükümlerinde sessiz kalması, bu hakların anonim ortaklıklar açısından uygulanmasını engelleme amacı taşıdığı biçimde yorumlanamaz. Aksine, söz konusu hakların bazıları için, bunların esas sözleşmede öngörülmesi durumunda haklara korporatif etki tanınmasının mümkün olduğu sonucuna – çalışmamızda çeşitli bölümlerde detaylı biçimde incelendiği üzere¹⁵⁵⁶ – varmak mümkündür. Bu çerçevede, limited ortaklıklar bakımından açıkça düzenlenen ve korporatif etki tanınan opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden haklara, anonim ortaklık bağlamında da açıkça korporatif etki tanınmaması, en azından söz konusu haklar bakımından mevcut olan çeşitli farklı özelliklerin dikkate alınmasına imkân verilmemesi, kanaatimizce önemli bir eksiklik teşkil etmektedir. Zira, limited ortaklıklar ile anonim ortaklıklarda paydaşlar (*stakeholders*) arasındaki menfaat dengesi bakımından böyle bir ayrımı gerekçelendirebilecek bir farklılık bulunmamaktadır.

Bu konuda uygulamada ortaya çıkan sorunlar, bir üst başlıkta da belirttiğimiz gibi¹⁵⁵⁷, söz konusu haklara başvuru yapılarının kahir ekseriyetinin anonim ortaklık olarak yapılanmış şirket türleri olmasından ileri gelmektedir. Birleşme ve devralmalar

¹⁵⁵⁴ Nomer Ertan, **Anonim Şirket Paylarının Devrinde Ön Alım Hakkı**, s. 42. Ancak belirtmek gerekir ki *Yazar* korporatif etki ile bağlam rejimi kapsamında önemli neden nitelendirmesi bakımından öncelik haklarını, ön alım, geri alım ve alım hakları ile birlikte bir değerlendirmeye tabi tutmuş ve ulaştığı mezkûr sonucu ifade etmiştir. Kanaatimizce, çalışmanın ilgili bölümlerinde detaylı biçimde yer verildiği üzere, söz konusu haklar birçok bakımdan birbirinden farklı özellikler arz etmektedir ve bu yüzden söz konusu haklar üzerinde yapılacak incelemenin kümülatif olarak değil ayrı ayrı yapılması gerekmektedir (Bkz. İkinci Bölüm, III/D/3).

¹⁵⁵⁵ Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların anonim ortaklık rejimindeki mevcut durumunun yarattığı muğlaklık, bu muğlaklığın uygulamanın ihtiyaçları bakımından yetersiz kaldığı ve anonim ortaklıklar bakımından da limited ortaklıklara benzer düzenlemelerin getirilmesi gerektiği yönünde bkz. Nomer Ertan, **Anonim Şirket Paylarının Devrinde Ön Alım Hakkı**, s. 44.

¹⁵⁵⁶ Bu konuda özellikle bkz. İkinci Bölüm, III/D/3 vd.

¹⁵⁵⁷ Bkz. Üçüncü Bölüm, III/D/1.

uygulamasında, opsiyon hakları ve benzer hakları içeren kompleks işlemlere genellikle anonim ortaklıkların konu (ve/veya taraf) olmasının nedenleri ne olursa olsun, bu realitenin göz ardı edilerek, söz konusu hakları kullanmak isteyenlerin limited ortaklık çatısı altında bu düzenlemeleri yapmalarını önermek, uygulamada yaygın biçimde mevcut olan bir vakıanın yadsınması ve bu durumdan dolayı ortaya çıkan sorunların çözümsüz bırakılması sonucunu doğuracaktır. Tıpkı emredici hükümler ilkesinin anonim ortaklık bakımında bir *çelik korse*¹⁵⁵⁸ oluşturması ve bu ilkenin sonuçlarından biri olarak Almanya’da anonim ortaklığın git gide daha az başvurulmuş bir tür haline gelmesine benzer biçimde¹⁵⁵⁹, opsiyon hakları ile benzer hakların anonim ortaklıklarda kullanımına ilişkin bu yönde yapılacak bir yorum, mevcut anonim ortaklıklarda, hakların uygulanmasına ilişkin sorunları çözmeyeceği gibi, ileride de halihazırda yaklaşık altıya bir (1/6) olan limited ortaklık ve anonim ortaklık sayıları arasındaki oranın, anonim ortaklıklar aleyhine daha da düşmesine neden olabilecektir.¹⁵⁶⁰

Kaldı ki, her ne kadar limited ortaklıklarda pay sahiplerinin kişisel özelliklerini yansıtan daha fazla unsur bulunuyor olsa da kanundaki dogmatik yapı itibarıyla, anonim ortaklıkların da kişisellik öğelerinden tamamen arı yapılar olarak kurgulandığını iddia etmek, kanaatimizce yerinde olmayacaktır. Pay sahiplerinin esas olarak yalnızca pay bedelini ödediği ve bunun dışında şirkete ilişkin süreçlere dahil olmadığı, katı bir kurumsal yönetim çerçevesinde, adeta otonom biçimde, organları eliyle kendi kendini yöneten anonim ortaklık ideali, kavramsal olarak cazip görünebilir. Fakat bu durum ancak halka açık anonim ortaklıklar bakımından, sınırlı bir kapsamda, mümkün olabilir.¹⁵⁶¹ Kapalı anonim ortaklıkların genelde birkaç kişiden oluşan pay sahipliği yapıları göz önünde bulundurulduğunda, anonim

¹⁵⁵⁸ Moroğlu, **Türk Ticaret Kanunu ile Yürürlük ve Uygulama Kanunu Tasarıları, Değerlendirme ve Öneriler**, s. 151; Veziroğlu, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 346.

¹⁵⁵⁹ Veziroğlu, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 346.

¹⁵⁶⁰ Aynı yönde Alman öğretisinde de kapalı tip anonim ortaklıklarda esas sözleşme özgürlüğü için daha fazla esneklik tanınmasının, küçük ve orta ölçekli işletmeler bakımından anonim ortaklık tipinin de cazip kılınabilmesi için önemli bir etkisi olduğu ifade edilmektedir (bkz. Keskin, **Emredici Hükümler İlkesinin Borsaya Kote Edilmemiş Anonim Şirketlerde Daha Esnek Yorumlanmasına İlişkin Avusturya Yüksek Mahkemesi (OGH) Kararı**, s. 199).

¹⁵⁶¹ Türkiye’de 2022 yılı Eylül ayı sonu itibarıyla payları Borsa İstanbul’da işlem gören yalnızca 437 anonim ortaklık bulunmaktadır (bkz. dn. 149). Bu sayı son bir yıl içindeki halka arzlarla birlikte yaklaşık 500 civarına gelmiştir (bkz. <https://www.finansgundem.com/haber/borsada-islem-goren-sirket-sayisi-497ye-ulasti/1736949>, erişim tarihi 13 Aralık 2023).

ortaklıklarda da limited ortaklıklara benzer biçimde kişisel öğelerin yer alması kaçınılmazdır.¹⁵⁶²

Opsiyon hakları ve benzeri hakların, korporatif olarak, anonim ortaklık uygulamasının dışına çıkartılmasına yönelik yorumlar, kanaatimizce TTK'daki dogmatik düzenle de bağdaşır nitelikte değildir. Bu yorumların ortak çıkış noktası, opsiyon hakları ile benzeri hakların kendiliğinden anonim ortaklığın temel ilkeleriyle uyumsuz olduğu varsayımdır. Bu varsayım, özellikle tek borç ilkesi ile payın serbestçe devredilebilirliği ilkelerine aykırılık ekseninde yoğunlaşmaktadır.

Söz konusu haklar, farklı durumlarda çok çeşitli modaliteler altında düzenlenebilmektedir. Bu modalitelere bağlı olarak da her bir hak bakımından kavramsal bir bütünlükten – yani herhangi bir hakka ilişkin kavramın o hakka ilişkin tüm alternatifleri kapsadığından – bahsetmek mümkün değildir. Böyle bir kavramsal bütünlüğün bulunmadığı bir durumda, hakların anonim ortaklığın temel ilkelerine aykırı olacağı ve bu bakımdan korporatif esas sözleşme hükümleriyle düzenlenemeyeceği yönündeki değerlendirme, toptancı bir bakış açısı olacaktır. Daha önce ayrıntılı olarak incelediğimiz gibi.¹⁵⁶³, hakların esas sözleşmede korporatif etkiyi haiz olacak biçimde yer alabilmesi için, hakların türleri ve düzenlenme biçimleri ışığında tikel değerlendirmelerle sonuca varmak gerekir. Bu değerlendirmede, ilgili düzenlemelerin anonim ortaklığın temel prensipleriyle, özellikle tek borç ve payın devredilebilirliği ilkeleri çerçevesinde, etkileşimi incelenmeli ve bu şekilde sonuca varılmalıdır.

Benzer biçimde, TTK ile getirilen bağlam rejimi içinde, artık opsiyon hakları ve benzer hakların nama yazılı payların devrini engelleyebilme imkânının, eTK'daki rejimin aksine, ortadan kalktığına ilişkin değerlendirmeye de mutlak biçimde katılmak mümkün değildir. Bağlam rejiminin ana ayaklarını oluşturan önemli sebep ve kaçış klozu düzenlemeleri ışığında, söz konusu hakların, bağlam hükümlerine entegre

¹⁵⁶² Nitekim anonim ortaklığın pay sahiplerine özgü kişisel niteliklerin izlerini taşıması mevhumu ile yakından ilişkili olan emredici hükümler ilkesine ilişkin olarak, Türk hukuku ile benzer bir rejimi benimseyen Avusturya hukukunda konuya ilişkin Avusturya Yüksek Mahkemesi (OGH) tarafından verilen bir kararda, ilkenin uygulanmasındaki katılık bakımından halka açık ortaklıklarla kapalı ortaklıklar arasında bir ayırım gözetilmesi gerektiği ve kapalı ortaklıklarda ilkenin daha esnek biçimde uygulanması gerektiği ifade edilmiştir (bkz. Keskin, **Emredici Hükümler İlkesinin Borsaya Kote Edilmemiş Anonim Şirketlerde Daha Esnek Yorumlanmasına İlişkin Avusturya Yüksek Mahkemesi (OGH) Kararı**, s. 197).

¹⁵⁶³ Bkz. İkinci Bölüm, III/D/3.

edilmesi ve böylelikle, hakların bağlam kuralları ile uyumlu olduğu durumlarda, haklara aykırı olarak yapılacak pay devirlerinin önlenmesi mümkündür.¹⁵⁶⁴

Kavramların özellikle birleşme ve devralmalar uygulamasında kapsadığı alan ve teşkil ettiği önem göz önünde bulundurulduğunda, hakların bağlam hükümleri kapsamında önemli neden olarak öngörülebilmesini ve kaçış klozu ile haklar arasında kurulabilecek bağlantılara ilişkin cevaz veren, TTK m. 493 hükümlerinde yapılacak birtakım tadiller hem öğretilerdeki tartışmaların giderilmesi hem de uygulamada karşılaşılan tikanlıkların üstesinden gelinmesi bakımından faydalı olacaktır. Bu çerçevede, haklar ile bağlam kuralları arasındaki etkileşimin, hakların özellikle tek borç ve payın devredilebilirliği ilkeleri ile uyumlu olduğu ölçüde mümkün olacağına dair hükümlerin eklenmesi, hakların uygulanmasına ilişkin tereddütleri ortadan kaldıracak ve bağlama temel teşkil eden önemli sebep kavramının etkisizleşmesi engellenmiş olacaktır. Bu çerçevede, yukarıda açıklandığı üzere, hakların bağlam kuralları ile entegre edilmesi ve aynı zamanda tek borç ve payın devredilebilirliği ilkeleriyle uyumlu biçimde işlev göstermesi mümkündür.

Kanaatimizce hakların esas sözleşmede ayrı ve bağımsız hükümler olarak öngörülebilmesine ilişkin koşullar için, dogmatik düzen içinde halihazırda yer alan kavramların yorumlanması ve uygulanması yoluyla bunların öğreti ve uygulama tarafından belirlenme imkânı mevcuttur. Dolayısıyla, TTK'daki anonim ortaklıklara ilişkin rejimde, bu hakların limited ortaklıklarda olduğu gibi kazuistik biçimde sayılmaları ve düzenlenmeleri elzem değildir. Çalışmanın ilgili bölümünde bahsedildiği¹⁵⁶⁵ üzere öncelik hakları ile opsiyon haklarından önalım hakkı, kural olarak tek borç, payın devredilebilirliği ve eşit işlem ilkelerine aykırılık teşkil etmediği için, dogmatik düzenin genel ilkeleriyle uygun olarak esas sözleşmede, korporatif etkiyi de haiz olabilecek biçimde düzenlenebilir. Bununla birlikte geri alım, alım ve satma hakları her ne kadar payın devredilebilirliği ilkesi ile doğrudan bir çelişki yaratmasa da tek borç ilkesinin gerekleriyle uyuşmadıkları için esas sözleşmede korporatif etki doğuracak biçimde yer vermeye uygun nitelik taşımamaktadır. Benzer biçimde birlikte satma ve birlikte satışa zorlama hakları da mahiyet itibarıyla sırasıyla tek borç ilkesi ve payın devredilebilirliği ilkeleriyle çeşitli uyumsuzluklar içermektedir. Dolayısıyla bu haklar da genel olarak tek başlarına korporatif etkiyi haiz

¹⁵⁶⁴ Bkz. İkinci Bölüm, III/F/4.

¹⁵⁶⁵ Bkz. İkinci Bölüm, III/D/3.

olacak biçimde esas sözleşmede düzenlenme imkanını haiz değildir. Bu değerlendirmenin de işaret ettiği gibi, anonim ortaklıklarda hakların tek başlarına esas sözleşmede düzenlenip düzenlenemeyecekleri, bunlara ilişkin açık kanuni düzenlemeler olmaksızın da belirlenebilmektedir.

Bununla birlikte, hakların bağlam rejimi içindeki potansiyel konumu ve özellikle önemli sebep kavramı ile etkileşimi hem öğreti hem de uygulama bakımından önemli ölçüde muğlak hususlar ihtiva etmektedir. Zira bağlama ilişkin kanunda sayılan önemli sebeplerin kapsamı ve uygulaması konusundaki ilkeler ve değerlendirmeler konusunda dahi öğretilerde farklı görüşler mevcuttur.¹⁵⁶⁶ Bu çerçevede, TTK m. 493 hükümlerinde, bağlam hükümleriyle entegre edilebileceği değerlendirilen opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklara ilişkin düzenlemeler getirilmesi hem öğreti hem de uygulama açısından yol gösterici nitelikte olacaktır. Bu durum özellikle anonim ortaklıklara ilişkin birleşme ve devralma uygulamasının gelişimi için de fayda sağlayacaktır. Kanaatimizce bağlam hükümleri ile uyumlu olduğu değerlendirilen.¹⁵⁶⁷ öncelik hakları, önalım hakkı ile birlikte satma hakkının önemli sebep kavramına entegre edilebilmesi mümkündür. Bu bağlamda, TTK m. 493 hükmünde aşağıdaki şekilde bir tadil yapılması önerilebilir:

“MADDE 493- (1) Şirket, esas sözleşmede öngörülmüş önemli bir sebebi ileri sürerek veya devredene, paylarını, başvurma anındaki gerçek değeriyle, kendi veya diğer pay sahipleri ya da üçüncü kişiler hesabına almayı önererek, onay istemini reddedebilir.

(2) Pay sahipleri çevresinin bileşimine ilişkin esas sözleşme hükümleri, şirketin işletme konusu veya işletmenin ekonomik bağımsızlığı yönünden onayın reddini haklı gösteriyorsa, önemli sebep oluşturur. Şirketin işletme konusu veya işletmenin ekonomik bağımsızlığı çerçevesinde uygun düştüğü ölçüde, paylar üzerinde öngörülen önerilmeye muhatap olma, önalım ve birlikte satma haklarına ilişkin düzenlemelere uygun hareket edilmemesi de onay isteminin reddedilmesi için bir gerekçe olarak esas sözleşmede düzenlenebilir. Esas sözleşmede bu haklara ilişkin getirilecek düzenlemeler 480 inci madde ve 493 üncü maddenin 7 nci fıkrası hükümlerine uygun olmalıdır.”

¹⁵⁶⁶ Bkz. İkinci Bölüm, III/F/3.

¹⁵⁶⁷ Bkz. İkinci Bölüm, III/F/3.

Kanaatimizce yukarıda getirilen öneri ekseninde, TTK'nın bağlam hükümlerinde yapılacak tadiller yoluyla, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların, anonim ortaklıktaki pay devir süreçleriyle etkileşiminin çerçevesi çok daha net bir biçimde belirlenme imkanına kavuşabilecek; öğreti ve uygulamadaki konuya ilişkin birbirinden esaslı biçimde ayrılan yaklaşımların yeknesak hale gelmesi mümkün olabilecektir. Böylelikle, ilgili madde önerisinde belirtilen haklar bağlam hükümleriyle entegre edilerek, bunların ortaklık düzeninde yaratacağı etkinin sınırları çok daha net biçimde çizilmiş olabilecektir. Çeşitli nedenlerle bu entegrasyona uygun olmayan hakların ise, halihazırdaki uygulamayla aynı doğrultuda, şekli esas sözleşme hükmü mahiyetinde hükümlerde düzenlenmeye devam edilmesinde bir farklılık oluşmayacaktır. Kanaatimizce, yine bu alt başlıkta değinildiği üzere, TTK'daki anonim ortaklığa ilişkin hükümlerde, limited ortaklığa ilişkin TTK m. 577, f.1, (b) ve m. 587 f. 1, (j) hükümlerine benzer düzenlemeler yapılması şart değildir. Zira yukarıda önerilen kanuni düzenlemeyle birlikte, ilgili hakların pay devir rejimi içindeki mahiyetlerinin tek borç, payın devredilebilirliği ve eşit işlem ilkelerine göre değerlendirilmesi ve öğretinin ışığında gelişecek uygulama esasları çerçevesinde dinamik biçimde belirlenmesi mümkün olabilecektir. Bu yaklaşım, hem söz konusu hakların mahiyetlerinin ve etkilerinin anonim ortaklık hükümleri çerçevesinde belirli hale gelmesini sağlayacak hem de anonim ortaklığın katı bir sermaye ortaklığı teşkil eden nitelikleri ile uyum içinde olacaktır.

SONUÇ

Anonim ortaklık payı bağlamında opsiyon kavramı ile pay devrinde özellik arz eden hakları incelediğimiz çalışmamızda, ortaya koyduğumuz temel önermenin unsurları, (i) birleşme ve devralmalar uygulamasında önemli bir yer tutan söz konusu hakların, pay sahiplerinin haricen düzenlediği borçlar hukukuna tabi ilişki mahiyetinden çıkarılıp ortaklık düzlemine getirilmesi gerektiği; (ii) bu amacın hasıl olması durumunda, hakların mahiyeti ve hukuki etkisine ilişkin muğlaklığın ortadan kalkacağı, (iii) pay devir süreçlerine ilişkin anonim ortaklık esas sözleşmesi ile pay sahipleri sözleşmelerinde farklı düzenlemelerin yer almasından dolayı ortaya çıkan iki boyutlu ortaklık ve ortaklık ilişkilerinde düaleden kaynaklı sakıncalarının engellenebileceği, (iv) birleşme ve devralmalar uygulamasında ortaklık bileşenleri arasındaki ilişkilerde belirliliğin, öngörülebilirliğin ve hukuki güvenliğin artırılması yoluyla anonim ortaklıklar eksenindeki yatırım kararlarının kolaylaşacağı ve (v) böylelikle Türkiye’deki anonim ortaklıklar ile birleşme ve devralmalar uygulamasının geliştirilebileceğidir.

Çalışmanın ortaya koyduğu temel önermenin hukuki ve kavramsal altyapısını oluşturmak amacıyla ilk bölümde, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların konusu olarak pay kavramının hukuki mahiyeti ve ihtiva ettiği anlamlar üzerinde durulmuştur. Esas itibarıyla çok katmanlı bir kavram olan pay, anonim ortaklıkta esas sermayenin bir parçası olma, pay sahipliği mevkiini gösterme, ortaklıktaki hak ve borçların kaynağı olma ve bir kıymetli evrak olma niteliklerini temsil etmektedir. Pay, opsiyon ve benzeri hakları içeren düzenlemelere konu olduğunda salt bir taşınır eşya olarak değil, tüm bu nitelikleriyle birlikte işlemin konusu olmaktadır.

Payların türü ve senetle temsil edilip edilmemesi hususları, pay devrine ilişkin prosedürler bakımından arz ettiği farklılıklardan ötürü önemlidir. Çalışma konusu haklar ise payın devredilebilirlik özelliği ve pay devrine ilişkin öngörülen kanuni prosedür ile doğrudan ilişkilidir. Bu bakımdan, haklara ilişkin farklı modaliteler ve uygulama esasları, payların hamiline veya nama yazılı olması ya da senetle temsil edilip edilmemesi durumlarında farklı sonuçlar doğuracaktır. Hamiline yazılı paylar, esasında ortaklığın *anonimlik* karakterini en iyi yansıtan türdür. Fakat 7262 Sayılı Kanun ile getirilen MKK nezdindeki bildirim yükümlülükleri, hamiline yazılı payların bu özelliğini zayıflatmıştır. Yine de tedavül kabiliyetlerinin sınırlandırılmaması

nedeniyle, hamiline yazılı payların konu olduğu opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklara ilişkin düzenlemelerin, ortaklık düzlemine taşınması ve etkilerinin desteklenmesi güçtür. Nama yazılı paylar ise, devir prosedürü bakımından içerdikleri ciro ve teslim şartları ile devrin pay defterine kaydedilmesine ilişkin usuller göz önünde bulundurulduğunda, opsiyon hakları ve benzer hakların etkin biçimde uygulanabilmesi bakımından daha elverişlidir. Ayrıca, nama yazılı paylar bakımından öngörülen bağlam rejimi, çalışmanın ikinci ve üçüncü bölümlerinde ayrıntılı olarak incelendiği üzere, hakların etkin biçimde uygulanabilmesi bakımından oldukça uygun bir araç teşkil etmektedir.

Özellikle son yıllarda bazı sektörlerde hızlanan dijitalleşme süreci göz önünde bulundurulduğunda, basılı pay senetlerinin önümüzdeki birkaç on yıl içinde yerini dijital olarak izlenen kaydi pay senetlerine bırakacağı makul bir öngörüdür. Bu çerçevede, özellikle opsiyon hakları ve benzeri hakların uygulaması bakımından, pay senetlerinin kaybolması, yerinin tespit edilememesi ve pay sahibi tarafından ciro edilmekten kaçınılması gibi sebeplerle ortaya çıkan fiili güçlüklerin ortadan kalkacağı söylenebilir. Yine de pozitif hukuk uygulaması bakımından kâğıda dayalı kıymetli evrakın ve basılı pay senetlerinin halen yaygın biçimde kullanıldığı göz önünde bulundurularak, çalışma kapsamında hakların etkin biçimde uygulanabilmesi meselesi değerlendirilirken, basılı pay senetlerine dayalı uygulamaya odaklanılmıştır.

20. yüzyılın sonlarına doğru sermaye piyasaları ve şirketler hukuku bağlamında oldukça teknik bir anlam kazanan opsiyon kavramının kökenleri, oldukça eski dönemlerde, günlük pratikler temelinde kurulan ilişkilere dayanmaktadır. Dini metinlerde dahi benzer işlemlere referanslar bulunan opsiyon kavramına ilişkin ilk tarihi atıflara Aristoteles'in *Poetika* adlı eserinde rastlamak mümkündür. 1600'lü yıllarda başlayan Modern Dönem'de, bugünkü anlamıyla şirket yapılarının ortaya çıkmasıyla birlikte kavram kurumsal bir nitelik kazanmaya başlamış ve kullanımının geniş bir tabana yayıldığı ilk örnekleri, Hollanda'da 1630'lu yılların ortalarında başlayan *lale çılgınlığı (tulip-mania)* zamanında, lale soğanı fiyatlarında sert dalgalanmalar yaşanan dönemde gerçekleşmiştir. Kavramın İngiltere ve ABD'de çeşitli evrelerden geçtikten sonra organize piyasalara taşınması, opsiyon işlemlerinin nitelik değiştirmesine ve sermaye piyasalarının önemli unsurlarından biri haline gelmesine neden olmuştur. Bu bağlamda, pay senetlerini konu alan opsiyonların alım ve satımına ilişkin işlemlerin gerçekleştirileceği, işleyiş prensipleri ve standartları

belirlenmiş olan organize bir borsa olan Chicago Board Options Exchange'in (CBOE) kurulması, opsiyon işlemleri bakımından önemli bir köşe taşıdır. Kavramın Osmanlı-Türk uygulamasına taşınması ise ilk olarak 19. yüzyılın ikinci yarısında Galata bankerleri olarak adlandırılan tacirlerin faaliyetleri ile gerçekleşmiş, sonraki süreçte Dersaadet Tahvilat Borsası'nın kurulmasıyla birlikte kurumsal bir nitelik kazanarak günümüzde Borsa İstanbul bünyesinde gerçekleştirilen pay da dahil olmak üzere çeşitli varlıkların konu olduğu opsiyon işlemlerine kadar uzanmıştır. Opsiyon kavramının tarihi bağlamı ile çalışma kapsamında incelenen opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden haklar yakından ilişkilidir. Zira, söz konusu hakların kökeni, opsiyon ilişkileri çerçevesinde şekillenen işlemlerde başvuru mekanizmalarda ortaya çıkmıştır. Kavram, söz konusu hakların 20. yüzyılda birleşme ve devralmalar uygulamasında yerleşik hale gelmesiyle birlikte, ortaklık ilişkilerinde çeşitli modaliteler altında somut bir görünüm kazanmıştır.

Opsiyon işlemlerinin konu olduğu hukuki işlemi ifade eden opsiyon sözleşmesi, opsiyon hakkı sahibine, belirli bir vadeye kadar herhangi bir yükümlülük altına girmeden, sözleşmeye konu olan malı, önceden belirlenmiş alım ya da satım koşullarına tabi olarak teslim alma ya da teslim etme hakkı sağlayan, tam iki tarafa borç yükleyen (sinallagmatik), bir sözleşme olarak tanımlanabilir. Ayrıca bu işlemi, *sui generis* özellikler içeren ve belli bir tipolojiye dâhil olmayan isimsiz sözleşme olarak nitelendirmek gerekir. Hem öğretide hem uygulamada, *opsiyon* ve *opsiyon sözleşmesi* kavramlarının kullanımına ilişkin muğlaklık yaratan borsa opsiyon sözleşmesi ile anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmesi kavramlarının ayrımlarının ortaya konulması önemlidir.

Borsa opsiyon sözleşmelerinde, opsiyon alıcısı, opsiyon satıcısı ve takas merkezinin bulunduğu üçlü bir yapıdan söz etmek mümkündür. Sözleşmenin konusu olan alım ya da satım konusunda seçim hakkı tanıyan *opsiyon hakkının* dayandığı varlık pay dışında (döviz, kıymetli maden, emtia, pay senedi endeksi vb.) başka hususlar da olabilir. Ayrıca, opsiyon primi sözleşmenin asli unsurlarından birini teşkil eder. Opsiyon primi, hukuki mahiyet olarak bağlanma parası (pey akçesi), cayma parası (pişmanlık akçesi) ve dönme cezası ile benzer yönler taşısa da bu kavramların nitelikleri ile yapılacak kapsamlı bir karşılaştırma sonucunda opsiyon priminin bu üç kavramdan da farklı, opsiyon sözleşmesine ilişkin bağımsız bir unsur olduğu ortaya çıkar. Borsa opsiyon sözleşmeleri, iki nedenden dolayı kumar ve bahis işlemlerine

yaklaşan özellikler taşır. Bunlardan ilki işlemlerin geleceğe yönelik belirsizlik ve finansal risk unsurları taşımasıdır. İkinci neden ise, TBK m. 604 hükmünün, borsada işlem gören malların, yabancı paraların ve kıymetli evrakın fiyat farkı esası üzerine yapılan vadeli satışların kumar ve bahis niteliğinde olmalarına yaptığı göndermedir. Fakat kumar ve bahis işlemlerinin kavramsal temelleri ve hukuka aykırı sayılmalarındaki normatif ve etik unsurlar göz önüne alındığında, genel olarak opsiyon işlemlerinin, çok istisnai ve sınırlı haller haricinde, bu kapsamda değerlendirilemeyeceği ortaya çıkar.

Anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmeleri, kapalı anonim ortaklıklarda, ortaklar arasında şirketin paylarına ilişkin alım veya satım opsiyonunu konu edinen opsiyon sözleşmelerini ifade etmektedir. Bu tür sözleşmelerde de *call option* terimiyle anılan alım hakkı ile *put option* terimiyle anılan satma hakkına ilişkin özellikler, borsa opsiyon sözleşmelerinde düzenlenen özdeş haklar ile paralellik arz eder. Fakat anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmeleri ile borsa opsiyon sözleşmelerini ayıran temel farklar, sözleşmenin konusu ve amacı, hukuki ilişkinin mahiyeti ve tarafları ile sözleşmeden doğan hakların kullanımı ve edimlerin ifası bakımından ortaya çıkmaktadır. Sözleşme ile güdülen amaç bakımından borsa opsiyon sözleşmelerinde fiyat dalgalanmalarının yarattığı risklerden korunma (*hedging*) ya da bunların yarattığı etkiden faydalanmak suretiyle kâr elde etme (*spekülasyon*) saikleri bulunur. Anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerinde ise, şirkette yaşanan kilitlenmelerin (*deadlock*) engellenmesi ve bu yolla uyuşmazlıkların çözülmesi, pay sahiplerine şirketten çıkış imkânı (*exit right*) sağlanması veya *cezalandırma amaçlı opsiyon* (*penalty option*) gibi düzenlemelerle, ortaklık hukukuna aykırı işlemlerin önlenmesi gibi saikler bulunmaktadır. Hukuki ilişkinin mahiyeti ve tarafları bakımından ise, borsa opsiyon sözleşmelerinde mevcut olan opsiyon primi unsuru, ilişkiyi ekseriyetle sinallagmatik bir yapı içinde tutar. Fakat anonim ortaklık pay opsiyon sözleşmelerinde bu unsur bulunmadığı için, bu tür sözleşmeleri genel olarak tek tarafa borç yükleyen bir sözleşme olarak nitelendirilmek gerekir. Zira opsiyon hakkı sahibinin belirli bir vade içinde ya da bir koşulun gerçekleşmesi üzerine alma veya satma hakkı kazanırken genellikle, spesifik olarak opsiyon ilişkisi bağlamında, bir karşı edim altına girmesi gerekli değildir. Hakların kullanımı ve edimlerin ifası bakımından ise, borsa opsiyon sözleşmelerinde edimlerin ifası sürecine dahil olan ve bu sürecin sorunsuz biçimde yürütülmesini sağlayan takas merkezinden bahsetmek mümkündür. Fakat anonim

ortaklık pay opsiyon sözleşmelerinde böyle bir yapı bulunmadığından, taraflar edimlerin ifasına ilişkin süreci karşılıklı olarak bizzat yürütürler.

İkinci bölümde, çalışmanın özünü teşkil eden anonim ortaklık bakımından opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların uygulanması konusu, hakların hukuki mahiyeti ve uygulanma biçimleri, haklara başvurulmasının altında yatan ekonomik ve pratik rasyoneller, hakların esas sözleşme ve/veya pay sahipleri sözleşmesi hükümleri altında düzenlenmesinin yarattığı sonuçlar ve hakların bağlam kurallarıyla potansiyel etkileşimi üzerinde durularak detaylı biçimde incelenmiştir.

Öncelik hakları, kavramsal olarak üçüncü kişinin veya pay sahibinin inisiyatifiyle tetiklenenler olmak üzere ikili bir ayrımda incelenebilir. Ayrımın ilk ayağını *right of first refusal* (teklifi öncelikli reddetme hakkı) olarak yaygın biçimde kullanılan hak oluşturur. Buna göre öncelik hakkı yükümlüsü olan pay sahibine, sahip olduğu payları satın almak üzere üçüncü kişiden bir teklif gelmesi durumunda, söz konusu pay sahibi bu durumu öncelik hakkı sahibi olan diğer pay sahibine / sahiplerine bildirme yükümlülüğü altındadır. Bildirimi alan hak sahibi, belirli bir süre içinde, üçüncü kişinin paylar için teklif ettiği fiyat ve koşullardan daha olumsuz şartlarda olmamak üzere, payları satın alma hakkını kazanır. Belirlenen süre içinde hak sahibi tarafından hak kullanılmazsa veya hakkın kullanılmayacağı beyan edilirse, pay sahibi söz konusu payları istediği kişiye, ilk teklifin içerdiği koşullardan daha olumsuz olmamak üzere, istediği koşullarda satma hakkına sahip olur. Bu ilişkide öncelik hakkı sahibinin ortaklara yapacağı bildirim borç teşkil eder. Ayrımın ikinci ayağında ise *right of first offer* (ilk teklif hakkı / ilk teklifi verme hakkı / ilk teklife muhatap olma hakkı) olarak adlandırılan hak bulunur. Bu yapıda hakkı kullanılabilir hale getiren / tetikleyen olgu, pay sahibinin kendi inisiyatifiyle payları devretme niyetini diğer pay sahiplerine bildirmesidir. Hakkın kendi içinde ilk teklifi verme hakkı ve ilk teklife muhatap olma hakkı olarak ikili bir alt ayrıma tabi tutulması mümkündür. Bu ayrım temelinde ya hak yükümlüsü hak sahibine paylar için ilk teklifi verme fırsatı tanımakta ya da hak yükümlüsü payları devredeceği koşulları içeren bir teklifi hak sahibine iletmektedir. Her iki durumda, hak sahibinin paylar için bir teklifte bulunmaması veya aldığı teklifin içerdiği şartlarda payları devralmak istememesi durumunda, hak yükümlüsü paylarını devretmekte serbest hale gelir. Bu ilişkide icabın veya payları devretme niyetinin hak yükümlüsü tarafından hak alacaklısına iletilmesi olgusu bir külfet değil borç teşkil eder.

Yapısı ve mahiyeti nedeniyle, teklifi öncelikli reddetme hakkı bir yenilik doğuran hak olarak nitelendirilemez. Bu bağlamda hakkın ana unsuru olan hukuki ilişki, taraflar arasında üçüncü kişiden gelen teklifteki koşullara tabi olarak bir pay devir sözleşmesi kurulması konusunda geciktirici şarta bağlı, tek tarafa borç yükleyen bir ön sözleşme olarak nitelendirilmelidir.

İlk teklif verme hakkı içeren taraflar arasındaki bir öncelik sözleşmesini (öncelik hakkı ilişkisini), taraflar arasında yapılan bir müzakere sözleşmesi olarak nitelendirmek gerekir. Zira bu ilişkide taraflar, pay devir sözleşmesi kurulması için bir taahhüt altına girmemekte veya bu konuda bir yenilik doğuran hak üzerinde anlaşmamakta; yalnızca sözleşme kurulmasına ilişkin koşullar üzerinde görüşmeye başlama ve görüşmeleri sürdürme yükümlülüğü altına girmektedir. İlk teklife muhatap olma hakkı içeren ilişkinin ise, bir ön sözleşme niteliğinde olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır. Zira bu hakkın nitelikleri ve unsurları ile teklifi öncelikli reddetme hakkının nitelik ve unsurları birbiriyle oldukça benzerdir. Dolayısıyla teklifi öncelikli reddetme hakkının hukuki mahiyeti için ortaya konulan değerlendirme, ilk teklife muhatap olma hakkı için de geçerlidir.

Önalım hakkı (*right of pre-emption / preemptive right*), hakkın konusu olan varlığın üçüncü kişiye satılması (veya satıma eşdeğer bir tasarruf işleminde bulunulması) durumunda, hak sahibine tek taraflı bir irade beyanı yoluyla o varlığı satın alma imkânı veren bir haktır. Önalım hakkı hukuki mahiyet olarak genel anlamda bir yenilik doğuran hak teşkil eder. Fakat normatif kaynağını TMK m. 732 ve TBK m. 237 hükümlerinde gayrimenkuller için getirilen düzenlemelerden alan bu hakkın kullanımı, anonim ortaklık payı bakımından elverişli değildir. Önalım hakkı, payın satışı veya satışı eşdeğer bir işleme tabi olmasıyla birlikte kullanılabilir hale geldiği için, bu hakkı içeren bir düzenleme durumunda hak yükümlüsü ya önalım hakkı sahibine karşı olan ya da satış işleminin tarafı olan kişiye karşı olan edimlerinden birini ihlal etmek durumunda kalacaktır. Dolayısıyla, anonim ortaklık payı bakımından önalım hakkı düzenlemesi yerine öncelik hakkı düzenlemelerine yer verilmesi uygun bir çözüm olacaktır. Nitekim, uygulamada da önalım hakkı olarak adlandırılan birçok düzenlemenin, aslında öncelik hakkı ilişkisi unsurları taşıdığını tespit etmek mümkündür.

Geri alım hakkı (*repurchase right*), bir satış işleminde, işlem konusu mal alıcı tarafından iktisap edildikten sonra, satıcıya geri alım bedeli ödemek suretiyle, tek

tarafı bir irade beyanı yönelterek malın kendisine geri verilmesini talep yetkisi veren haktır. Geri alım hakkının anonim ortaklık payı bakımından kullanımı nispeten nadirdir. Ancak, geri alım hakkının inançlı işlem niteliğindeki teminat işlemlerinde, teminat konusu edimin ifa edilmemesi durumunda, teminat olarak verilen payların alacaklı tarafından iktisap edilebilmesini sağlayarak, *lex commissoria* yasağına bir çözüm olarak kullanılması mümkündür. Geri alım hakkı da genel özellikleri itibarıyla bir yenilik doğuran hak teşkil eder.

Anonim ortaklık payını önceden belirlenmiş koşullar ve bedele tabi olmak üzere alım (*call option*) ve satma hakkı (*put option*) veren haklar, alım ve satım opsiyonlarını ifade eder. Bu haklar, nitelikleri gereği hak sahibine, hak yükümlüsünün irade beyanına (icap veya kabulüne) gerek olmaksızın paylara ilişkin bir satım sözleşmesi kurma imkânı vermek suretiyle kural olarak birer yenilik doğuran hak teşkil ederler. Fakat, opsiyon ilişkisi kurulduğu anda, opsiyon hakkının kullanılmasıyla birlikte kurulacak olan satım sözleşmesine ilişkin tüm esaslı unsurlar belirlenmemişse veya kolaylıkla belirlenebilir durumda değilse, sözleşmenin yenilik doğuran beyanla birlikte derhal kurulabilmesi mümkün olmayabilir. Bu bakımdan, alım ve satım opsiyonları düzenlenirken, hakkın kullanılmasıyla kurulacak olan satış sözleşmesinin esaslı unsurları içeren bir şablon üzerinde mutabık kalınması ve bu form sözleşmeye opsiyon sözleşmesinde bir ek olarak yer verilmesi tavsiye edilir.

Birlikte satma hakkı (*tag-along right*) kapsamında, hak yükümlüsü olan pay sahibi bir üçüncü kişiye paylarını devretmek isterse, birlikte satma hakkı sahibi olan tarafın paylarının da söz konusu üçüncü kişi tarafından satın alınmasını sağlama yükümlülüğü altındadır. Birlikte satışa zorlama hakkı (*drag-along right*) ise şirketteki paylarının bir kısmını ya da tamamını elden çıkarmak isteyen bir pay sahibinin, bu amacı gerçekleştirmek için bir hukuki işlem kurması durumunda, şirketteki diğer pay sahibi ya sahiplerini de bu işleme satıcı olarak katılmaya zorlama imkânı verir. Birlikte satma ve birlikte satışa zorlama haklarının hukuki mahiyeti, hakların modaliteleri ve taraflar arasında düzenlenme biçimleri ile yakından ilgilidir. Bu bağlamda, haklar alım ve satma haklarını içeren modaliteler altında düzenlendiklerinde yenilik doğuran hak olarak nitelendirilmeye yatkındır. Fakat, hakların kullanılması ile birlikte payların devrine ilişkin sözleşmenin doğrudan kurulabileceği durumların pratikte ortaya çıkması güçtür. Birlikte satma ve birlikte satışa zorlama hakkının bir ön sözleşme yapısı altında ortaya çıktığı, birlikte satma hakkının bir üçüncü kişinin fiilini taahhüt

niteliğinde meydana geldiği, birlikte satışa zorlama hakkının ise üçüncü kişi yararına sözleşme hükümleri kapsamında düzenlendiği durumlar söz konusu olabilir.

Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların öngörülmesinde temel alınan birtakım pratik ve ekonomik rasyoneller vardır. Pratik rasyonelleri, hakların ortaklık kontrolünü sağlama bakımından işlevleri, ortaklıkta yabancılaşmanın engellenmesi ve ilişkilerde belirliliğin artırılması ile ortaklar arası uyuşmazlıkların çözülmesine ilişkin elde edilen araçlar ile örneklendirmek mümkündür. Ekonomik rasyoneller ise pay satış işlemlerinde kontrol priminden yararlanma imkanının artması, yatırım gelirlerinin öngörülebilirliği ve *ex ante* pazarlık gücü elde edilebilmesi ile, ortaklık ilişkilerinde fırsatçılık probleminin engellenmesi hususlarında somut nitelikler kazanmaktadır.

Çalışma konusu hakların esas olarak borçlar hukuku prensiplerine tabi düzenlemeler olarak ortaklık düzlemi dışında ortaya çıkmasının bir sonucu olarak, hakların tipik olarak pay sahipleri sözleşmeleri altında düzenlenmesi eğilimi baştan beri baskın olmuş; bu durum ise hakların doğrudan ilgilendirdiği ortaklıkta pay devrine ilişkin rejim bakımından pay sahipleri sözleşmesi ise esas sözleşme hükümleri arasında bir farklılaşmaya yol açmıştır. Sonuç olarak, *anonim ortaklıkta düalite sorunu* olarak adlandırdığımız iki boyutlu bir ortaklık düzeni ortaya çıkmıştır. Bu durum ise, hem mevcut ve müstakbel pay sahipleri açısından hem de anonim ortaklıktaki diğer *paydaşlar* bakımından bir öngörülemezlik ve muğlaklığa sebep olmuştur.

Hakların esas sözleşmede düzenlenebilmesine ve ortaklık düzeni içindeki etkilerine ilişkin muğlaklığın temelinde TTK m. 340 hükmü ile TTK sistematiğine girmiş olan emredici hükümler ilkesi ile bu ilkenin tek borç, payın devredilebilirliği ve ikincil olarak eşit işlem ilkeleri ile ilişkisi bulunmaktadır. Emredici hükümler ilkesi, esas sözleşmenin içeriğine ilişkin konularda, kanuni hükümlerden ayrık biçimde düzenleme yapabilmenin, bu konuda kanunun açıkça cevaz vermesi koşuluna bağlı olması biçiminde tanımlanır. Kanunda açık cevaz verilmesi koşulu bakımından, lafzi yorumun katı bir biçimde uygulanması, pay sahiplerinin ortaklığı şekillendirme kabiliyetlerini önemli ölçüde sınırlayacaktır. TTK m. 340'a ilişkin gerekçe metninde de belirtildiği gibi amaca uygun, adil ve menfaatler dengesini gözetken yorum yöntemiyle esas sözleşme hükümlerinin kanun hükümlerinden sapabilme imkanının mümkün olduğu kabul edilmelidir.

Çalışma konusu hakların mahiyeti ve uygulamasına ilişkin kanunda normatif hükümler bulunmaması durumu ise hakların esas sözleşmede yer almasını emredici hükümler ilkesi ışığında muğlak bir duruma getirmektedir. TTK'nın çeşitli hükümlerinde ortaya konulan tek borç ilkesi (TTK m. 480), payın devredilebilirliği ilkesi (TTK m. 493, f.7) ve eşit işlem ilkesi (TTK m. 357) ile haklar arasındaki ilişki ve hakların bu maddelerde ifade edilen ilkelerin tümüne veya bir kısmına aykırılık teşkil edeceği yönünde değerlendirmeler, hakların esas sözleşmeye taşınarak ortaklık düzleminde etki doğurması imkanını sınırlandırmaktadır. Eşit işlem ilkesi bakımından hakların esas sözleşmede düzenlenmesinin yarattığı tereddüt ikincildir. Zira eşit işlem ilkesi nitelik olarak özdeş paylara sahip olan pay sahipleri bakımından uygulama alanı bulmaktadır. Fakat uygulamada söz konusu hakların düzenlendiği bir anonim ortaklıkta, bu hakların esas sözleşmeye yansıtılması durumunda, hak alacaklısı ve hak yükümlüsü pay sahiplerine ait paylar, farklı pay grupları yaratılması yoluyla ayrıştırılmakta ve haklar bu pay grupları çerçevesinde somutlaştırılarak pay sahiplerine özgülenmektedir.

Öncelik hakları ekseninde yapılan değerlendirmeye göre, bu hakların tek borç, payın devredilebilirliği ve eşit işlem ilkeleriyle mahiyet olarak çelişki içinde olmadığı tespit edilmiştir. Bu hakların uygulanması, pay sahipleri üzerinde tek borç ilkesinin temel karakterine aykırı nitelikte herhangi bir borç yaratmamaktadır. Hakların getirdiği külfetler, sermaye koyma borcundaki ödeme yükümlülüğünden oldukça farklıdır ve bunları ekonomik gücünden bağımsız olarak tüm pay sahiplerinin aynı şekilde yerine getirmesi mümkündür. Benzer bir perspektiften, haklar payın devredilebilirliğine de hâlel getirmemektedir. Zira, hakların kullanılması ile birlikte pay sahibinin payı elinden çıkarma kabiliyeti etkilenmemekte, yalnızca payını devredeceği işlemin tarafı farklılaşmaktadır. Bu minvalde, esas sözleşmede yer verilen öncelik hakkı içeren düzenlemeler, doğrudukları hukuki etki bakımından, kanaatimizce kural olarak korporatif esas sözleşme hükmü niteliğini haiz olacaktır. Çalışma kapsamında terminolojik olarak opsiyon hakları arasında incelenen önalım hakkı bakımından da öncelik hakkı bakımından yapılan değerlendirmeyi aynı şekilde geçerli kabul etmek mümkündür.

Opsiyon hakları olarak nitelendirilen geri alım, alım ve satma hakları, payların yenilik doğuran bir hakkın kullanılması yoluyla satın alınması veya devredilmesi sonucunu doğurur. Dolayısıyla, bu hakların genel olarak payın devredilebilirlik

özelliği üzerinde bir etkisi yoktur. Hakların kullanılmasıyla hak yükümlüsü üzerinde ortaya çıkan, yenilik doğuran haktan kaynaklanan, payları devralma veya devretme yükümlülükleri, tek borç ilkesinin ifade ettiği esaslara aykırılık içermektedir. Bu çerçevede, önalım hakkı dışında kalan opsiyon haklarının korporatif etkiyi haiz biçimde esas sözleşmede yer alması, TTK sistematığı bir bütün olarak ele alındığında, kanaatimizce mümkün değildir.

Birlikte satma ve birlikte satışa zorlama hakları, çeşitli yönlerden tek borç ilkesi ile payın devredilebilirliği ilkelerine aykırılık teşkil eder. Birlikte satışa zorlama hakkı, hak yükümlüsü olan pay sahibini, paylarını rızası hilafına elden çıkarmaya zorlayabilir. Özellikle hakkın kullanılmasıyla payların adil piyasa değerinin altında bir fiyatla elden çıkarılmaya zorlanan hak yükümlüsünün ekonomik olarak esaslı bir kayba uğraması ve aslında TTK'da, kural olarak, mevcut olmayan şirketten çıkarılma sonucuna fiilen maruz kalması mümkündür. Bu durum, birlikte satışa zorlama hakkının tek borç ilkesi ile yarattığı çelişkiyi gösterir. Birlikte satma hakkına ilişkin düzenlemeler ise, hak yükümlüsü olan pay sahibinin paylarına ilişkin üçüncü kişilerin ilgisini azaltma sonucunu ortaya çıkarabilir. Zira ilk planda payları devralmak için bir teklifte bulunan üçüncü kişi, pay devir işlemini gerçekleştirebilmek için, birlikte satma hakkı sahibinin paylarının bedelinin oluşturduğu esaslı ikincil bir maliyete maruz kalacaktır. Bu da işlemin gerçekleşmesi bakımından fiili olarak caydırıcı bir etki doğuracaktır. Bu nedenlerle, birlikte satma ve birlikte satışa zorlama hakkının korporatif etkiyi haiz olacak biçimde esas sözleşmede yer alamayacağı sonucuna ulaşılmıştır.

Opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların bağımsız ve izole düzenlemeler olarak esas sözleşmede yer almasına ilişkin karşılaşılan güçlüklerin aşılması için, bu hakların bağlam rejimi ile entegre edilmesi ve bu kapsamda ortaklık düzeninde etki doğurabilmesi hususu değerlendirilmiştir. Esas sözleşmesel bağlam hükümlerinin merkezinde önemli sebep kavramı ve bu çerçevede pay sahipleri çevresinin korunması, ortaklığın işletme konusu ve işletmenin ekonomik bağımsızlığı unsurları yer alır. Esas sözleşmede usulüne uygun biçimde bir bağlam hükmü öngörülebilmesi için, pay sahipleri çevresinin korunmasına yönelik amacın ortaklığın işletme konusu veya işletmenin ekonomik bağımsızlığına ilişkin nedenlerle gerekçelendirilebilmesi gerekir. Bunun yanında, TTK'da öngörülen *kaçış klotu* hükümleri ise, pay devir prosedürüne ortaklığın müdahale edebilmesini sağlayabilecek

bir başka yoldur. Opsiyon hakları ve pay devrinde özellik arz eden hakların bağlam hükümleri ile entegre edilmesinde, hakların önemli sebep kavramı ile özü itibariyle örtüşebileceği; ayrıca kaçış klozunun, hakların ortaklık düzleminde etkin olarak uygulanabilmesi için işlevsel bir araç olarak kullanılabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, söz konusu haklara başvurulmasını, TTK m. 493, f. 7 bağlamında toptancı bir yaklaşım ile payın devredilebilirliği ilkesine aykırı olarak değerlendirmenin doğru olmadığı nedenleriyle açıklanmıştır. Payın devredilebilirliğine ilişkin serbesti, pay sahibine her hüküm ve koşul üzerinde mutlak bir takdir yetkisi vermediği gibi, pay devrine ilişkin yapılacak herhangi bir düzenleme doğrudan bu ilkeye halel getirecek biçimde yorumlanamaz.

Öncelik hakları, hukuki mahiyetleri ve uygulanma biçimleri itibariyle, bağlam hükümleri ile entegre edilmeye en elverişli hak türünü oluşturur. Ayrıca, kanuni bir imkân olan kaçış klozu da öncelik hakları ile birbirini destekleyecek biçimde kullanıma uygun, işlevsel bir araç teşkil eder.

Opsiyon hakları arasında önalım hakkı, nitelik itibariyle öncelik hakları ile önemli benzerlikler taşıdığı için, bağlam hükümleriyle entegrasyonu bakımından benzer bir değerlendirme yapılabilir. Fakat, önalım hakkının ihtiva ettiği zorunlu ihlal ikilemi, hakkın bağlam hükümleri ile bütünleşik olarak düzenlendiği durumlarda da geçerlidir. Geri alım, alım ve satma hakları ise payların muhtemel devriyle bağlantılı olarak ortaya çıkmadıkları ve nitelik olarak bir pay devir sınırlaması teşkil etmedikleri için, haklar ile üçüncü kişiye yapılacak pay devrine ilişkin süreç arasında doğrudan bir bağlantı yoktur. Bu bakımdan söz konusu hakların kural olarak bağlam rejiminin bir parçası olarak düzenlenmeleri mümkün değildir.

Birlikte satışa zorlama hakkı, normal koşullarda eylemsiz kalacak olan pay sahibini, gerçekleşecek olan bir pay devir işlemine katılmaya zorlamaya yöneliktir. Bu özelliği itibariyle pay devrinin kısıtlanmasına ilişkin kurallar getiren bağlam rejimiyle birlikte satışa zorlama hakkı arasında bir bağlantı kurulması mümkün değildir. Birlikte satma hakkı ise, bir bakıma, (üçüncü kişinin farazi opsiyon borçlusu olduğu) bir satma hakkı niteliğinde olduğu için, bu hakkın kullanımının temin edilemediği durumlarda şirketin hak yükümlüsü tarafından yapılan pay devrini onaylamayacağına yönünde bir bağlam hükmü öngörülmesi kural olarak mümkün gözükmemektedir. Böyle bir düzenleme yapılırken, birlikte satma hakkı hilafına yapılacak bir devrin, ortaklığın

işletme konusu veya işletmenin ekonomik bağımsızlığı hususları ile gerekçelendirilebilmesi gerekir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, hakların etkin biçimde uygulanmasında karşılaşılan fiili zorluklar ve bu zorlukların çözümüne ilişkin yaklaşımlar ele alınmıştır. Önalım ve öncelik hakları, esas sözleşmede düzenlenmediği veya düzenlenemediği durumlarda, üçüncü kişilere karşı ileri sürülemeyecek ve haklar hilafına yapılan herhangi bir işlem sonucunda, haklardan doğan edimlerin aynen ifası mümkün olmayacaktır. Dolayısıyla söz konusu haklara ilişkin edimlerin imkânsız hale gelmesini engellenmesi için pay senetlerinin yedimeine bırakılması veya paylar üzerindeki tasarruf işlemlerinin yasaklanacağı tedbir kararları tesis edilmesi gibi yöntemlere başvurulmalıdır.

Hakların etkin ifasının sağlanması için başvurulabilecek yöntemler bakımından opsiyon hakları ile birlikte satma ve birlikte satışa zorlama hakları, payların nevi ve senetle temsil edilip edilmemelerine göre birtakım farklılıklara tabidir. Bu haklara senede bağlanmamış payların konu olduğu durumlarda, haklara ilişkin edimlerin ifasının sağlanması için mahkeme yoluyla elde edilecek ilamların etkin biçimde uygulanması, senetle temsil edilen paylara nispeten daha kolay olacaktır. Bu tür payların devri, alacağın temlik hüükümlerine tabidir. Dolayısıyla payların devri unsurunu içeren edimlerin mahkeme ilamı yoluyla ifasının sağlanmasında, pay senetlerinin teslimi ve ciroya ilişkin usullerin etkisi olmayacaktır. Payların senetle temsil edildiği durumlarda ise, mahkeme ilamında belirtilen işlemlerin yerine getirilmesi için pay senetlerinin yerinin tespit edilmesi ve nama yazılı senetler bakımından pay sahibinin gerçekleştireceği ciro işlemi sürece dahil olacağından, mahkeme ilamının uygulanması ve edimlerin aynen ifasının sağlanması çok daha güç olacaktır. Kayden izlenen paylarda ise, durum çıplak paylar için belirtilen koşullarla benzerlik taşımaktadır. Paylar MKK nezdinde tutulan aracı kuruluş hesaplarında tutulduğu için, mahkeme ilamlarının aracı kuruluşlara ya da MKK'ya iletilmesi yoluyla edimlerin yerine getirilmesi ve pay senetlerine fiziken erişilememesinden doğan güçlüklerin engellenmesi mümkündür.

Hakların etkin biçimde ifasını sağlamak üzere, uygulamada başvuru birtakım yöntemler mevcuttur. Bunlar, hakların nispiilik özelliğinden doğan sonuçların bertaraf edilebilmesi için TBK m. 49, f. 2 altında öngörülen haksız fiil sorumluluğu çerçevesinde üçüncü kişiye karşı başvurulması, hakların ihlal edildiği durumlarda

uygulanacak cezai şart düzenlemeleri ve pay senetlerinin bir üçüncü kişiye tevdi suretiyle hakların ifasının kolaylaştırılmasına yönelik yöntemlerdir.

TBK m. 49, f.2 bağlamında öngörülen haksız fiil sorumluluğunun, haklar hilafına bir işleme taraf olan üçüncü kişiye karşı uygulanması çeşitli zorluklar içerir. Bu zorlukların temel sebebi, sorumluluğun gerçekleşmesi için ahlaka aykırı bir fiilin mevcut olması, fiilde kast unsurunun bulunması ve fiilden dolayı zarar meydana gelmiş olması koşullarının kümülatif olarak aranmasıdır. Çalışma konusu haklar bakımından özellikle fiilde ahlaka aykırılık konusunda kast unsurunun tespit edilmesi ve kanıtlanması pratik olarak birtakım önemli güçlükler içerir.

Cezai şart hükümleri, haklara aykırı işlemlerin önlenmesi için etkili bir araç teşkil eder. Özellikle birleşme ve devralma işlemlerinin kompleks yapısından kaynaklanan, haklar hilafına yapılan işlemlerden doğan zararın tespit edilmesine ilişkin güçlükler, caydırıcı nitelikte cezai şart düzenlemeleri ile bertaraf edilebilir..

Pay senetlerinin *escrow* sıfatıyla üçüncü bir kişiye tevdiini içeren mekanizma ise, her zaman amaçlandığı kadar etkin bir işlevi yerine getirememektedir. *Escrow* mekanizmasıyla pay senetlerinin hak yükümlüsünün zilyetliğinden çıkartılarak, payların haklar hilafına devrinin engellenmesine yönelik yaklaşım, zilyetliğinin, kısa elden teslimi, hükmen teslimi veya zilyetliğin havalesi yöntemleriyle etkisiz hale getirilebilir. Ayrıca nama yazılı pay senetlerinin devrinde, ciro yerine senetten ayrı bir belge üzerinde alacağın devri usulüne uygun olarak da pay devrinin yapılması mümkündür. *Escrow* sıfatıyla mekanizmaya dahil olan kişilerin, yediemin sözleşmesi altında inisiyatif almaktan kaçınmaları ve uyuşmazlık durumunda doğabilecek finansal risklerden mümkün olduğunca kaçınmaya yönelik yaklaşımları ise, esasında taraflar arasında uyuşmazlık meydana gelmesi durumunda çözüm sağlaması için öngörülen *escrow* mekanizmasının etkisiz kalmasına sebep olabilmektedir.

Son olarak, opsiyon hakları ile pay devrinde özellik arz eden hakların anonim ortaklık düzeninde etkin olarak uygulanmasını sağlayabilmek için çeşitli öneriler ortaya konulmuştur. Söz konusu hakların ilgili kanun hükümlerinde normatif olarak düzenlendiği limited ortaklıklar, Türkiye’de sayı olarak anonim ortaklıklardan çok daha fazla olmasına rağmen, bu tür düzenlemelerin yer aldığı sermayeye katılmalı ortak girişimlerin ekseriyetle anonim ortaklık biçiminde örgütlendiği bir vakıadır. Bu kapsamda, söz konusu yaygın kullanıma bağlı olarak hakların uygulanmasında ortaya

ıkan muğlaklığın giderilmesi için, bağlam rejimine ilişkin önemli sebep unsurları arasında, söz konusu haklara da yer vermek ve bu yolla hakların limited ortaklıklardakine benzer biçimde, anonim ortaklığa dair normatif düzen içindeki yerini netleştirmek uygulamaya büyük katkı sağlayacaktır. *De lege lata* bir yaklaşımla, hakların birçok modalitesinin önemli sebep kavramı içinde yer alan ortaklığın işletme konusu ve işletmenin ekonomik bağımsızlığı kümeleri altında değerlendirilmesi halihazırda mümkündür. Ancak, bu değerlendirmenin pozitif bir karşılığı olmaması, öğretide ve uygulamada bu konudaki tereddütlerin devam etmesine neden olacaktır. Bütün bu nedenlerle *de lege ferenda* olarak bu hususun TTK'nın bağlam hükümlerine eklenmesi ve bu kapsamda esas sözleşmede öngörüleebilecek hükümlerin özellikle tek borç ve payın devredilebilirliği ilkeleri ile uyumlu olması şartının getirilmesi, hem mevcut TTK sistematığının bütünüyle uyumlu hem de haklara ilişkin uygulamada söz konusu olan muğlaklığı ve güçlükleri giderebilecek bir yaklaşım olacaktır.

Bu çerçevede TTK m. 493, f. 2 hükmünde yapılacak bir tadil yoluyla öncelik, önalım ve birlikte satma hakkının bağlam rejimindeki önemli sebep kavramıyla entegre edilmesi ve bu haklara ilişkin düzenlemelere aykırı olarak yapılacak pay devirleri bakımından da yönetim kuruluna onay istemini reddetme hakkının açıkça tanınması, hakların icra edilmesine ilişkin hem öğretide hem de uygulamada ortaya çıkan yorum farklılıklarını gidermeye yardımcı olacaktır. Bu yönde yapılacak tadil, özellikle anonim ortaklıklar hukukunda birleşme ve devralmalar pratiğinin gelişmesinde önemli bir işlevi haiz olacaktır. Bununla birlikte kanaatimizce, anonim ortaklıklarda söz konusu haklara ilişkin, limited şirket hükümlerindeki düzenlemelere benzer hatta bu düzenlemelerin kapsamını aşacak biçimde detaylı başka hükümlerin getirilmesine gerek yoktur. Zira TTK rejimine hâkim olan emredici hükümler, tek borç, payın devredilebilirliği ve eşit işlem ilkeleri ışığında hakların esas sözleşmede, korporatif etkiyi de haiz olacak biçimde yer alabilmesine ilişkin sonuçlara, söz konusu kavramların yorumlanmasıyla ulaşılması mümkündür.

KAYNAKÇA

ADIGÜZEL, Burak, “Yargıtay Kararları Işığında Kambiyo Senetlerinde Bile Bile Borçlu Zararına Hareket”, *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, C. 4, S. 2, Aralık 2018, s. 129-148

AKALIN, İlker Osman, Hisse Senedi Üzerine Opsiyon Sözleşmeleri ve Türkiye Uygulaması, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasaları ve Borsa Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2006

AKAT, Asaf Savaş, “The Political Economy of Turkish Inflation”, *Journal of International Affairs*, C. 54, S. 1 Turkey: A Struggle between Nation and State, Güz 2000, s. 265-282

AKBAY, Direnç, Anonim Ortaklık Pay Sahipleri Arasında Yapılan Önalım Hakkı İçeren Sözleşmeler, İstanbul Hukuk Mecmuası, 2019, s. 697-746

AKBULAK, Yavuz, Hissedar Koruma Sigortası ve Çapraz Opsiyon Sözleşmesi İngiltere Uygulaması, (Çevrimiçi <https://legal.com.tr/blog/genel/hissedar-koruma-sigortasi-ve-capraz-opsiyon-sozlesmesi-ingiltere-uygulamasi>), erişim tarihi 18 Aralık 2022

AKDAĞ GÜNEY, Necla, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Şirketlerde Kuruluş, İstanbul: Vedat, 2014

AKEV, Sahir Talat, Türk Hususi Hukukunda Kumar ve Bahis, İstanbul: Sulhi Garan Matbaası, 1964

AKIN, Murat Yusuf, Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler, İstanbul: Vedat, 2014

AKIN, Murat Yusuf, Şirketler Hukukunda ve Özellikle Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Sadakat Borcu, İstanbul, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2002

AKINCI, Ziya / YASAN TEPETAŞ, Candan, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları ve Tahkim, İstanbul: On İki Levha, 2018

AKYOL, Şener, Dürüstlük Kuralı ve Hakkın Kötüye Kullanılması Yasağı, İstanbul: Filiz, 1995

AKYOL, Şener, Tam Üçüncü Şahıs Yararına Sözleşme, İstanbul: Vedat, 2008

ALTAY, Anlam, “Türk ve İsviçre Anonim Ortaklıklar Hukuku’nda Esas Sözleşmesel Bağlam”, İsviçre Borçlar Kanunu’nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku’nun Türk Ticaret Kanunu’na Etkileri”, İstanbul: Vedat, 2009, s. 563 – 637 (“*Bağlam*”)

ALTAY, Anlam, Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler, İstanbul: Vedat, 2009

ALTGEN, Christian, “Special Issue: Reform of Germany's Private Limited Company (GmbH): The Acquisition of GmbH Shares in Good Faith”, German Law Journal, C.9, S.9, s. 1141-1154

ALTUNBAŞ SANCAK, Zahide, Anonim Şirket Özelinde Devralma İşlemlerinde Satıcının Ayıptan Doğan Sorumluluğu, İstanbul: On İki Levha, 2022

American Bar Association, “Managing Closely Held Corporations: A Legal Guidebook”, The Business Lawyer, C. 58, S. 3, May 2003, s. 1073-1126

AMRAM, Martha / KULATILAKA, Nalin, Real Options: Managing Strategic Investment in an Uncertain World, Boston: Harvard Business School, 1999

ANBAR, Adem, “Osmanlı İmparatorluğu’nun Avrupa ile Finansal Entegrasyonu: 1800-1914”, Maliye Finans Yazıları, S. 84, Temmuz 2009, s. 17-36

ANDERSON, Steven T., “Chicago Options”, Business Lawyer, C. 27, S. 1, November 1971, s. 7-20

ANSAY, Tuğrul, Anonim Şirketler Hukuku, 6. Bası, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1982

ARAL, Fahrettin / AYRANCI, Hasan, 6098 Sayılı Türk Borçlar Kanunu'na Göre Hazırlanmış Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, 10. Bası, Ankara: Yetkin, 2014

ARICI, Fatih, “İmtiyazlı Paylar”, Yürürlüğünün 7. Yılında ve Yargıtay Kararları Işığında Türk Ticaret Kanunu Sempozyumu –III- (Tebliğler ve Tartışmalar) 18 Ekim 2019, İstanbul: On İki Levha, 2020, s. 151-194

ARIKBOĞA, F. Şebnem / MENTEŞ, Ahmet, “Türkiye’de Kurumsal Yönetişim İklimi”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, C. 59, S. 2, Ekim 2010, s. 85-120

ARKAN, Sabih, Ticari İşletme Hukuku, 21. Bası, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2015

ARMOUR, John / WHINCOP, Michael J., “An Economic Analysis of Shared Property in Partnership and Close Corporations Law”, Journal of Corporation Law, C.26, S. 4, Yaz 2001, s. 983-1000

ARMOUR, John / WHINCOP, Michael J., “The Proprietary of Corporate Law”, Oxford Journal of Legal Studies, C. 27, S. 3, 2007, s. 429-465

ASLAN, Yavuz Can, Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme, İstanbul: On İki Levha, 2020

ATAMER, Yeşim / ALTUNBAŞ SANCAK, Zahide, “Hisse Satım Sözleşmelerinde Sonuca Katılmalı Fiyat Düzenlemeleri (Earn-Out Klozları) – Mukayeseli Bir İnceleme”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi C.35, S.3, 2019, s. 109 vd.

AYDOĞDU Murat, Yasadan ve Sözleşmeden Doğan Önalım Hakkı, Ankara: Adalet, 2013

AYOĞLU, Tolga, “Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmeleri ve Karşılıklı Katılmalar Meselesi”, İsviçre Borçlar Kanunu’nun İktibasının 80.

Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Ticaret Kanunu'na Etkileri, İstanbul: Vedat, 2009, s. 525-562.

AYOĞLU, Tolga, Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, İstanbul: Vedat, 2008

AYOĞLU, Tolga, Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim, İstanbul: On İki Levha, 2018

AYRANCI, Hasan, Ön Sözleşme, Ankara: Yetkin, 2006

AYTAÇ, Zühtü, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1988

BAHTİYAR, Mehmet, “Anonim Ortaklıkta Payların Üçüncü Kişilere Satılması Durumunda Diğer Ortaklara Önalım Hakkı Tanıyan Ana Sözleşme Hükümleri ve Etkileri”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi C. 21, S. 2, 2001, s. 83-127 (“*Önalım*”)

BAHTİYAR, Mehmet, Anonim Ortaklık Anasözleşmesi, İstanbul: Beta, 2001

BAHTİYAR, Mehmet, Kıymetli Evrak Hukuku, Güncellenmiş 17. Bası, İstanbul: Beta, 2019

BAHTİYAR, Mehmet, Ortaklıklar Hukuku, 8. Bası, İstanbul: Beta, 2014

BAHTİYAR, Mehmet, Ortaklıklar Hukuku, Güncellenmiş 14. Bası, İstanbul: Beta, 2020 (“*Ortaklıklar Hukuku*”)

BAHTİYAR, Mehmet, “Risk (Girişim) Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Önemi, Yararları ve Uygulanacak Hükümler”, Maltepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Sayı: 1, 2005, s. 195-206,

BAK, Başak, “Borsa Opsiyon Sözleşmesi”, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 2009, Sayı:64-4, s. 40-75

BALKAN, Erol / YELDAN, Erinc, “Peripheral Development Under Financial Liberalization: The Turkish Experience”, The Ravages of Neo-Liberalism,

Economy, Society and Gender in Turkey, Editörler: Neşecan Balkan and Sungur Savran, New York: Nova Science Publishers, 2002, s. 39-54

BALTALI Candemir, Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunda Temsil Edilme İmtiyazı, İstanbul: On İki Levha, 2019

BARLAS, Nami, “Başkasının Sözleşme İlişkisine Müdahale Sebebiyle Sorumluluk”, Prof. Dr. Rona Serozan’a Armağan, C.1, İstanbul: On İki Levha, 2010, s. 415-440

BARLAS, Nami, Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri, 4. Bası, İstanbul: Vedat, 2016

BARRETT, Will, “Gambling and Public Policy”, Public Affairs Quarterly, C. 14. S. 1, Ocak 2000, s. 57-71

BARTHOLD, Beat M., “Alternative Equity Financing in Switzerland: Company and Contract Law Aspects”, Business Law International, C. 2002, S. 2 Mayıs 2002, s. 229-251

BAŞOĞLU, Başak, Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta Aynen İfa Talebi, İstanbul: On İki Levha, 2012

BAUEN, Marc / ROUILLER, Nicolas, Relations bancaires en Suisse - Opérations bancaires et contrats - Financements - Gestion de patrimoine et conseil - Secret bancaire – Responsabilités, Schulthess Editions romandes, 2011

BAYTEMUR, Deniz, “7262 Sayılı Kanunla Hamiline Yazılı Pay Senetlerine İlişkin Yapılan Değişiklikler”, Terazi Hukuk Dergisi, C. 16, S. 176, Nisan 2021; s. 711-720.

BENOS, Alexandros / Crouhy, Michel, “Changes in the Structure and Dynamics of European Securities Markets”, Financial Analysts Journal, C. 52, S. 3, Mayıs-Haziran 1996, s. 37-50

BERTRAND, Diane / LYSTER Geoff / POWERS, Greg / STEVENS, Sean, IBA Guide on Shareholders’ Agreements, Canada, International Bar Association, 2012

BEŞİRLİ, Mehmet, “Osmanlı’da Borsa: Dersaadet Tahvilat Borsası’ndan Esham ve Tahvilat Borsası’na Yeni Düzenleme Girişimleri”, Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, C. 19, S. 1, s. 185-208

BIENZ, Carsten / WALZ, Uwe, Venture Capital Exit Rights, Journal Of Economics & Management Strategy, C. 19, S. 4, 2010, s. 1072-1116

BİLGE, Kerem, Pay Sahipleri Sözleşmesi Kapsamında Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Kısıtlanması, İstanbul: On İki Levha, 2017

BİLGİLİ, Fatih / DEMİRKAPI, Ertan, Şirketler Hukuku, Bursa: Dora, 2013

BİRKAŞ, Hasan, Ticaret Şirketleri ve Tatbikat, İstanbul: Ercivan, 1977

BLACK, Fischer / SCHOLES, Myron, “The Pricing of Options and Corporate Liabilities”, Journal of Political Economy, C. 81, S. 3, Mayıs-Haziran 1973, s. 637-654

BLAIR, Margaret M, “Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century”, University of California Los Angeles Law Review, C. 51, 2003, s. 387-454

BLOCH, Olivier, Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse, 2e édition, Zurich, 2011

BÖCKLI, Peter, Aktionärbindungsverträge, Vinkulierung und statutarische Vorkaufsrechte unter neuem Aktienrecht, ZBJV 129 (1993) 492 vd. (ZBJV 129)

BÖCKLI, Peter, Les projets de Sàrl révisée et de SA privée, CEDIDAC- Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne, 1998

BOOTH, Richard A., “Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings”, The Business Lawyer, C. 57, S. 1, Kasım 2001, s. 127-161

BOZKURT, Tamer, Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam), Ankara: Yetkin, 2023

BOZKURT YAŞAR, Sevgi, “Karekodlu Çek”, Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 15, S. 195-196, Kasım-Aralık 2020, s. 1573-1635

BRACH, Marion A., Real Options in Practice, New Jersey: John Wiley & Sons, 2002

BUZ, Vedat, Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar, Ankara: Yetkin, 2005

CANKAT, Rifat, Anonim Ortaklıklar Hukukunda İlişkili Taraf İşlemleri, İstanbul: On İki Levha, 2022

CANKAT, Rifat, Limited Ortaklıklarda Opsiyon Hakları, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Bölümü (yayımlanmamış yüksek lisans tezi), İstanbul, 2017

CANKAT, Rifat, “Borsaya Kote Edilmemiş Nama Yazılı Payların Kanuni İktisabına İlişkin Yapılan Tartışmalar”, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2016/1, s. 179-198.

CATALDO, Bernard F., “Stock Transfer Restrictions and the Closed Corporation”, Virginia Law Review, C. 37, S. 2, Şubat 1951, s. 229-252

CENTEL, Nur, “Ceza Hukukunda Tüzel Kişilerin Sorumluluğu – Şirketler Hakkında Yaptırım Uygulanması”, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 65, S. 4, 2016, s. 3313-3326.

CEVİZCİ, Ahmet, Felsefe Sözlüğü, İstanbul: Paradigma, 2002

CHAMBERS Nurgül, “Gerçek Opsiyonların Fiyatlandırılması”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, S. 26, 2005, s. 70-80

CHAPPUIS, Fernand, “Aspects théorique et application pratique de la clause pénale dans les conventions d'actionnaires”, Revue suisse de droit des affaires et du marché financier, ZSW 75, 2003, s. 65-73

CHEMLA, Gilles / HABIB, Michael A. / LJUNGQVIST, Alexander, “An Analysis of Shareholder Agreements”, Journal of the European Economic Association, C. 5, S. 1, Mart 2007, s. 93-121

COFFEE, John C. Jr., “No Exit?, Opting Out, The Contractual Theory of the Corporation and Special Case Remedies”, Brooklyn Law Review, C. 53, S. 4, 1988, s. 919-973

COMBEN, Andrew, Joint Ventures and Shareholders Agreements, London: Butterworths, 2000

CORBIN, Arthur L., “Option Contracts”, The Yale Law Journal, C. 23, S. 8, Haziran 1914, s. 641-663

COSENZA, Elizabeth, “Co-Invest at Your Own Risk: An Exploration of Potential Remedial Theories for Breaches of Rights of First Refusal in the Venture Capital Context”, American University Law Review, C. 55, S. 1, Ekim 2005, s. 87-144

COX, John C. / ROSS, Stephen A. / RUBINSTEIN, Mark, “Option pricing: A simplified approach”, Journal of Financial Economics, C. 7, S. 3, Eylül 1979, s. 229-263

CUMMING, Douglas J. / MacIntosh, Jeffrey G., “Venture-Capital Exits in Canada and the United States”, The University of Toronto Law Journal, C. 53, S. 2, Bahar 2003, s. 101-199

ÇAM, Ülker, “Havayolu Taşımacılığı Piyasasının Teorik Analizi”, Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C. 7, S. 14, 2016, s.711-725

ÇELEBİ, Ali Ergin, Birleşme ve Devralma İşlemlerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıklar ve Tahkim, İstanbul: Vedat, 2016

ÇELİK, Aytekin, Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma, Ankara: Seçkin, 2013

ÇETİN, Tamer, “Yeni Kurumsal İktisat”, Sosyoloji Konferansları, C. XLV, S. 1, 2012, s. 43-73

DASKAL, Bernard, “Rights of First Refusal and the Package Deal”, Fordham Urban Law Journal, C. 22, S. 2, 1994-1995, s. 461-502

DE GIOIA-CARABELLESE, Pierdomenico, “The Concepts of the Scottish (and Italian) Unilateral Promise and the English Unilateral Contract: Comparative Law Reflections on ‘Call Options’ and ‘Put Options’ in the light of

the Jurisdictions of England, Scotland and Italy”, European Business Law Review, C. 22, S. 3, EULR2011018, s. 381-398

DEFFERRARD, Francine / CHAPPUIS, Benoît / MACALUSO, Alain / PHILIPIN, Edgar, Développements récents en droit commercial IV, CEDIDAC- Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne, 2015

DEMİRKOL, Berk, “Paysahipleri Sözleşmesi ile Getirilen Pay Devir Kısıtlamaları”, Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. IX S.2, İstanbul, 2012

DEVELİOĞLU, H. Murat, Kefalet Sözleşmelerini Düzenleyen Hükümler Işığında Bağımsız Garanti Sözleşmeleri, İstanbul: Vedat, 2009

DEVELİOĞLU, H. Murat, Takas, 2. Bası, İstanbul: Vedat, 2012

DIAMOND, Peter A., “Posner’s Economic Analysis of Law”, The Bell Journal of Economics and Management Science, C. 5, S. 1, Bahar 1974, s. 294-300

DOĞAN, Gül, Ön Sözleşme (Sözleşme Yapma Vaadi), İstanbul: Yeditepe Üniversitesi, 2006

DOĞAN KARA, Pınar, Anonim Ortaklıkta Payın Cebri İcra Yoluyla Devri, Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Diyarbakır, 2019

DOMANIÇ, Hayri, “Anonim Şirket Ana Mukavelelerine Yazılması Gerekli ve Mümkün Unsurlar”, Ord. Prof. Dr. Halil Arslanlı’nın Anısına Armağan, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1978, s. 309-406

DOMANIÇ, Hayri, Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması, İstanbul: Temel, 1988

DURAL, H. Ali, Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulunun Kilitlenmesi ve Hukuki Sonuçları, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayımlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 2005

DURAL, Mustafa / SARI, Suat, Türk Özel Hukuku, Temel Kavramlar ve Medeni Hukukun Başlangıç Hükümleri, C. 1, İstanbul: Filiz, 2004

DURMAN, Okay, “Ticaret Şirketi Hisselerinin Teslimi Hakkındaki İlamların İcrası”, Kocaeli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 5, S. 10, Temmuz 2014, s. 91-107.

DÜLGER, Muzaffer, Hukuka Ekonomik Yaklaşımın Toplumsal Dayanakları, İstanbul: On İki Levha, 2020

DUPASQUIER, Ulysse, Le financement d'une jeune société, Neuchâtel, Helbing Lichtenhahn, 2019

DURMUŞ, Sevil, Borsa Opsiyon Sözleşmeleri, Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Bölümü (yayımlanmamış yüksek lisans tezi), İstanbul, 2018

EMİNOĞLU, Cafer / DALGIÇ ALTINTAŞ, Berrin, “Türk Ticaret Kanunu'nun 340. Maddesi; Sermaye Şirketleri Hukukunda Sözleşme Özgürlüğünün Sonu mu?”, Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.9, S.2, 2014, s. 1-26

ERDEM, H. Ercüment, “Nama Yazılı Hisse Senetlerine İlişkin Olarak Uygulamada Ortaya Çıkan Bazı Sorunlar ve Yeni TTK'nın Çözümleri”, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu XXV, Ankara, 2011, s. 98-127

ERDEM, H. Ercüment, “Türk İsviçre Hukuklarında Eşit İşlem İlkesi”, İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Ticaret Hukuku'na Etkileri, İstanbul: Vedat, 2009, s. 393-407

ERDEM, Mehmet, La Clause Pénale, Etude comparative de droit suisse et de droit turc, Thèse, Faculté de Droit, Université Nauchâtel, 2006

ERDEM, Mehmet, “Tazminatın Götürü Olarak Belirlenmesi”, Gazi Üniversitesi Sorumluluk ve Tazminat Hukuku Sempozyumu (28-29 Mayıs 2009), Ankara, 2009

EREN Erkan, “Türk Hukukunda Merkezi Takas Kuruluşları, Merkezi Karşı Taraf Uygulaması ve Tezgâh Üstü Türev Araçların Merkezi Takası”, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı (doktora tezi), Ankara, 2019

EREN, Fikret, 6098 sayılı Türk Borçlar Kanununa Göre Hazırlanmış: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Ankara: Yetkin, 2015 (*“Borçlar Hukuku Genel Hükümler”*)

EREN, Fikret, “Türk Medeni Kanununa Göre Yasal Önalım Hakkı”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 12, S. 1-2, 2008, s. 103-126

ERİŞ, Gönen, Ticari İşletme ve Şirketler, 3. Bası, Ankara: Seçkin, 2017

ERKAN, Vehbi Umut, “Anayasa Mahkemesi’nin 12.12.2007 Tarihli E. 2003/34 ve K. 2007/94 Sayılı Kararı Üzerine: Türk Medeni Kanunu’nda Yasal Önalım Hakkının Hukuki Niteliği ve Kullanılması”, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 5, S. 1, 2014, s. 269-294

EROL, Ümit, Vadeli İşlem Piyasaları, İstanbul: İMKB, 1999

ERTUĞRUL, Murat, “Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış”, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C. 3, S. 2, Ekim 2008, s. 143-154

ESİN, İsmail Gökhan, Birleşme ve Devralmalar, 4. Bası, İstanbul: On İki Levha, 2021

ESİN, İsmail Gökhan, “Hissedarlar Sözleşmesi”, Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. II, S. I, 2005, s. 475-481

ESİN, İsmail Gökhan, “Hisse Opsiyon Haklarından Kaynaklanan İhtilafların Tahkiminde İhtiyati Tedbirlerin Etkin Uygulanması”, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları ve Tahkim, Editörler: Ziya Akıncı, Candan Yasan Tepetaş, İstanbul: On İki Levha, 2018, s. 57-84 (*“İhtiyati Tedbirler”*).

ESİN, İsmail Gökhan / LOKMANHEKİM, S. Tunç (yayına hazırlayan), Uygulamada Birleşme ve Devralmalar, İstanbul: Beta, 2003

EVNINE, Jeremy / RUDD, Andrew, “Index Options: The Early Evidence”, The Journal of Finance, C. 40, S. 3, 1984, s. 743-756.

FAVROD-COUNE, Pascal, Crowdfunding – Analyse de droit suisse du financement participatif, CEDIDAC- Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne, 2018

FERİDUN, Mete, “Determinants of Exchange Market Pressure in Turkey: An Econometric Investigation”, *Emerging Markets Finance & Trade*, C. 45, S. 2, 2009, s. 65-81.

FEYZİOĞLU, Feyzi N., Borçlar Hukuku Hususi Kısım: Akdin Muhtelif Nevileri: Özel Borç İlişkileri, İstanbul: İstanbul Üniversitesi, 1980

FINE, Sanford A., “Back to the (Single Stock) Future: The New Regulatory Framework Governing Single-Stock Futures Trading”, *Administrative Law Review*, C. 54, S. 1, 2002, s. 513-533

FORSTMOSER, Peter, “Der Aktionärsbindungsvertrag an der Schnittstelle zwischen Vertragsrecht und Körperschaftsrecht”, *Aktuelle Aspekte des Schuld- und Sachenrechts: Festschrift für Heinz Rey zum 60. Geburtstag*, Ed. Heinrich Honsell et. al., Zürich, Schulthess Verlag, 2003, s. 375-407

FREEMAN, R. Edward / REED, David L., “Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance”, *California Management Review*, C. 25, S. 3, 1983, s. 88-105

FREEMAN, Frank N., “The Ethics of Gambling”, *International Journal of Ethics*, C. 18, S. 1, Ekim 1907, s. 76-91.

FREY Phyllis H. / FREY Martin A., *Essentials of Contract Law*, Delmar Cengage, 2000

FURRER Andreas / MULLER-CHEN Markus / ÇETİNER Bilgehan, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, İstanbul: On İki Levha, 2021

GARBER, Peter M., “Famous First Bubbles”, *The Journal of Economic Perspectives*, C. 4, S. 2, Bahar 1990, s. 35-54.

GELDERBLUM, Oscar / DE JONG, Abe / JONKER, Joost, “The Formative Years of the Modern Corporation: The Dutch East India Company VOC, 1602-1632”, *The Journal of Economic History*, C. 73, S. 4, Aralık 2013, s. 1050-1076

GENCER Abdullah Revaha, Kıymetli Evrakta Ciro Kavramı, İstanbul: On İki Levha, 2020

GERHARD, Frank, “Private equity – L’exit vu au travers des yeux d’un fonds de private equity”, Fusions et acquisitions - Questions actuelles, CEDIDAC-Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne, 2009, s. 83-138

GESELL, Harald, IBA Guide on Shareholders’ Agreements Germany, International Bar Association 2015 ([erişim tarihi 19 Aralık 2022] Available online at: <http://www.ibanet.org/Document/Default.aspx?DocumentUid=63D9B6E1-A039-4842-81C-71010F44AB98>)

GOLBERT, Albert S., “Legal Incentives and Realities of Private Foreign Investment in Turkey”, The American Journal of Comparative Law, C. 15, S. 1 /2, 1966-1967, s. 351-360

GOMTSIAN, Suren, “Contractual Mechanisms of Investor Protection in Non-Listed Limited Liability Companies”, Villanova Law Review, C. 60, 2015, s. 955-1012

GOMTSIAN, Suren, “Exit in Non-Listed Firms: When and How to Use Share Transfer Restrictions?”, European Business Law Review, C. 27, S. 6, 2016, s. 719-733

GOMTSIAN, Suren, “Private Ordering of Exit in Limited Liability Companies: Theory and Evidence from Business Organization Contracts” American Business Law Journal, C. 53, S.4, Kış 2016, s. 677-744

GÖKDEMİR TAMER, Tülay, “Hamiline Yazılı Pay Senetleri İçin 7262 Sayılı Kanun ile Getirilen Değişiklikler ve Hukuki Sonuçları”, Prof. Dr. H. Ercüment Erdem'e Armağan, C. 1, 2023, s. 699-726

GÖKSOY, Yaşar Can, Anonim Ortaklıkta Payın Rehni, Ankara: Seçkin, 2001

GRANTHAM, Ross, “The Doctrinal Basis of the Rights of Company Shareholders”, The Cambridge Law Journal, Kasım 1998, s. 554-588

GREENBERGER, James J., “Minority Investor Rights in Private Equity Transactions”, *The Journal of Private Equity*, C. 4, S. 2, Bahar 2001, s. 47-53

GROSSKOPF, Brit / ROTH, Alvin E., “If you are offered the Right of First Refusal, should you accept? An investigation of contract design”, *Games and Economic Behaviour* C. 65, 2009, s. 176-204

GUYON, Yves, *Droit des Affaires, Droit commercial général et Sociétés*, Paris: Economica, 2001

GÜMÜŞ, Mustafa Alper, “Alacağın Temliki Sözleşmesinin Şekli”, *İstanbul Kültür Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Y. 10, C. 10, S. 2, 2011

GÜMÜŞELİ, Saniye, *Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri*, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği, 1994

GÜNEŞ, Zeynep Naz, *Sözleşmeden Doğan Geri Alım Hakkı*, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı (yayımlanmamış doktora tezi), Ankara, 2023

HAMAMCIOĞLU Esra, *Anonim Ortaklıklarda Esas Sözleşme Değişikliği*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayımlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 2011

HAMAMCIOĞLU Esra, *Anonim Ortaklıklarda Tek Borç İlkesi*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2005

HAMAMCIOĞLU, Esra, “Anonim Ortaklıklarda Tek Borç İlkesine İlişkin Gelişmeler”, *Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C. 6, S. 1, Haziran 2018, s. 125-145

HANSMANN, Henry / KRAAKMAN, Reinier, “The Numerus Clausus Problem and the Divisibility of Rights”, *The Journal of Legal Studies*, C. 31, S. S2, The Evolution of Property Rights A Conference Sponsored by the Searle Fund and Northwestern University School of Law, Haziran 2002, s. 373-S420

HART, Oliver, “An Economist’s Perspective on the Theory of the Firm”, Columbia Law Review, C. 89, S. 7, Contractual Freedom in Corporate Law, Kasım 1989, s. 1757-1774

HASLER, Daniel / MATTLE, Karin, Swiss Corporation Law: A Primer for Legal Practitioners, Homburger, 2022

HAVLIOĞLU, Azer / YÜREKLİ, Dilara, “Share Transfer Restraints in The Articles of Association Under Turkish Law”, Ankara Bar Review, C.5 S.1, Ocak 2012, s. 89-98.

HAZEN, Thomas L., “Transfers of Corporate Control and Duties of Controlling Shareholders, Common Law, Tender Offers, Investment Companies, and a Proposal for Reform”, University of Pennsylvania Law Review, Mayıs 1977, C. 125, S. 5, s. 1023-1067

HELVACI, İlhan, “İsviçre Borçlar Kanunu'nun Sözleşmeden Doğan Ön-Alım, Alım, Geri Alım Haklarına İlişkin Değişiklikleri”, Milletlerarası Hukuk ve Milletlerarası Özel Hukuk Bülteni, C.19 S.1-2, Haziran 2011, s. 397-417

HELVACI Mehmet, “Kayıtlı Sermaye Sisteminde Sermaye Artırımı Usulü ve Bu Sisteme Tâbi Anonim Ortaklıklarda Hisse Senetlerinin Çıkarılma Zamanı”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 18, S. 1-2, 1995 s. 157-171

HELVACI Mehmet/ ÇAMURCU Emin/ TÜRKYILMAZ İsmail, “Özellikle Anonim Şirketler Açısından Şirket Menfaati Kavramı”, Prof. Dr. Hamdi Yasaman’a Armağan, İstanbul: On İki Levha, 2017, s. 309-330

HIRTE, Heribert, Die aktienrechtliche Satzungsstrenge, Kapitalmarkt und sonstige Legimation versus Gestaltungsfreiheit, in Lutter/Wiedemann (Hrsg.) Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht, Deutschland, Europa und USA, ZGR Sonderheft 13, Berlin, New York 1997

HÉRITIER LACHAT, Anne, “Le contrat dans tous ses états”, Cycle des conférences 2003-2004 – Contributions / Les conventions d’actionnaires ou la face cachée de la lune, Stämpfli Verlag, s. 101-124

HILLERSTRÖM, Hubertus / BURRUS, Laure, “Validité et efficacité de la clause shotgun en droit suisse”, *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier*, 2018, s. 696-707

HIRSCH, Ernst, *Notlu Ticaret Kanunu: Birinci Kitap*, İstanbul: Akay, 1946

HIRSCH, Ernst, *Pratik Hukukta Method*, Çev. Halil Arslanlı, İstanbul: Bürhaneddin, 1944

HOPT, Klaus J., “Directors’ Duties and Shareholders’ Rights in the European Union: Mandatory and/or Default Rules?”, *European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper No: 312/2016*

HONG, Jee Woung / MEIDELL, Jan Erik / KIM, Hyun-Jung, “M&A valuation for going concern: A case study using Samsung electronics’ adjusted EBITDA Multiple”, *Cogent Business and Management*, 10:2, 2023

HULL, John C., *Options, Futures and Other Derivatives*, Prentice Hall, 2003

İMREGÜN, Oğuz, *Anonim Ortaklıklar*, İstanbul: Yasa, 1989

İNALCIK, Halil, “Capital Formation in the Ottoman Empire”, *The Journal of Economic History*, C. 29, S. 1, Mart 1969, s. 97-140

İNCE, Salih Tayfun, *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Paysahipleri Sözleşmesi*, İstanbul: On İki Levha, 2019

İNCEOĞLU, M. Murat, *Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu*, Ankara: Seçkin, 2004

JACCARD, Michel / LEIS, Diego, “Enseignement pratiques pour la rédaction de conventions d’actionnaires”, *Développements récents en droit commercial V*, CEDIDAC- Centre du droit de l’entreprise de l’Université de Lausanne, 2017, s. 129-144

JACCARD, Michel, “Conventions d’actionnaire et PME”, *L’expert-comptable suisse*, 4/14, s. 338-340

JACQUEMOUD, Philippe / AUBERSON, Camille, “L’escape clause dans les ventes d’actions nominatives liées: Réflexions sur l’achat d’actions propres et la valeur réelle”, *Gesellschafts und Kapitalmarktrecht*, s. 348-375

JARROW, Robert / PROTTER, Philip, “A Short History of Stochastic Integration and Mathematical Finance: The Early Years, 1880-1970, Institute of Mathematical Statistics Lecture Notes, C. 45, 2004 s. 75-91

KABAAĞAÇ, Sina / ALOVA Erdal, *Latince Türkçe Sözlük*, İstanbul: Sosyal, 1995

KAHAN, Marcel / SHMUEL, Leshem / RANGARAJAN, K. Sundaram, “First-Purchase Rights: Rights of First Refusal and Rights of First Offer”, *American Law and Economics Review*, C: 14, S: 2, 2012, s. 331–371

KAPANCI, Kadir Berk, *Ahlaka Aykırı Bir Fiille Kasten Verilen Zararın Tazmini*, İstanbul: Vedat, 2016

KAPANCI, Kadir Berk, “Götürü Tazminat Anlaşması ve Bunun Ceza Koşulundan Ayırt Edilmesi”, Prof. Dr. Mustafa Dural’a Armağan, İstanbul: Filiz, 2013, s. 655-683

KARAEĞE, Özge, “Ticaret Sicili Kayıtlarının Üçüncü Kişiler Bakımından Etkisi”, *Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi*, C.10, S.2, s.461-493

KARAHAN, Sami, *Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması*, İstanbul: Kazancı, 1991

KARARMAZ, Furkan, *Hukuki Pragmatizmin Temel Unsurları*, Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Kamu Hukuku Bölümü (yayımlanmamış doktora tezi), Antalya, 2017

KARASU, Rauf, “Emredici Hükümler İlkesinin Kapalı Tip Anonim Şirketler ve Limited Şirketler Açısından Doğurduğu Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, C. 1, S. 1, Haz. 2015, s. 115-132

KARASU, Rauf, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Nama Yazılı Payların Devrinin Sınırlandırılması”, *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C. XII, S. 1-2, 2008, s. 127-147

KARASU, Rauf, Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi, 2. Bası, Ankara: Yetkin, 2015

KARAYALÇIN, Yaşar, “Özel Hukukta Mesele ve Görüşler”, Hukuki Mütalaalar II, 1975-1983, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1983

KAYIŞ Ferhat, “Anonim Ortaklıkta Tek Borç İlkesi Çerçevesinde TTK 421/2-A Bendinin Değerlendirilmesi”, Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 30, S. 3, 2022, s. 1211-1252

KENDİGELEN, Abuzer, Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı, İstanbul: Beta, 1994 (“*İntifa Hakkı*”)

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

KENDİGELEN, Abuzer, “İmtiyazlı Paylar”, 40. Yılında Türk Ticaret Kanunu, İstanbul: Hukuk Fakültesi Yayınları, 1997

KENDİGELEN, Abuzer, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, 3. Tıpkı Bası, İstanbul: On İki Levha, 2016 (“*İlk Tespitler*”)

KESKİN, Harun, Emredici Hükümler İlkesinin Borsaya Kote Edilmemiş Anonim Şirketlerde Daha Esnek Yorumlanmasına İlişkin Avusturya Yüksek Mahkemesi (OGH) Kararı, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 31, S. 4, Aralık 2015, s. 193-220

KILINÇ SAVRUL, Burcu / ÖZEKİCİOĞLU, Halil / ÖZEL, Hasan Alp, “Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin Tarihsel Gelişimi”, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, S. 38, 2013, s. 227-237

KIRCA, İsmail / ŞEHİRALİ ÇELİK, Feyzan Hayal / MANAVGAT, Çağlar, Anonim Şirketler Hukuku, C. I, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2013

KIRCA, İsmail, “Escrow Sözleşmesi”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, 1997 C. XX, S.1, s. 45-61

KIRCA, İsmail, Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2000

KIRCA, İsmail / TEKİN, Ufuk, “Suç Gelirlerinin Aklanması ve Terörün Finansmanı ile Mücadele Çerçevesinde OECD Mali Eylem Görev Grubunun Hamiline Yazılı Paylarla İlgili Tavsiye Kararı ve Ulusal Mevzuatlarda Buna Uyum Çabaları”, Ord. Prof. Dr. Şevket Memedali Bilgişin'in Anısına Armağan, 2021 s. 459-487

KIRMAN, Ahmet, “Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu”, Prof. Dr. Ali Bozel'e Armağan, 1993, s. 713-745

KLÄY, Hanspeter, Die Vinkulierung, Theorie und Praxis im neuen Aktienrecht, Basel und Frankfurt am Main, 1997

KOCAYUSUFPAŞAOĞLU, Necip / HATEMİ, Hüseyin / SEROZAN, Rona / ARPACI, Abdülkadir, Borçlar Hukuku Genel Bölüm – Birinci Cilt, 5. Tıpkı Bası, İstanbul: Filiz, 2010

KOÇ AYTEKİN, Güner, “Türkiye’de Sermaye Piyasaları ve Borsaların Gelişim Süreci”, Uluslararası Beşeri Bilimler ve Eğitim Dergisi, C. 4, S. 9, 2018, s. 150-176

KOROBKIN, Russell B. / ULEN, Thomas S., “Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics”, California Law Review, C. 88, S. 4, Temmuz 2000, s. 1051-1144

KRAAKMAN, Reinier H., “Liability Strategies and the Costs of Legal Controls”, The Yale Law Journal, C. 93, S. 5, Nisan 1984, s. 857-898

KUNTALP, Erden, “Lex Commissoria Yasağı Kavramı, Koşulları ve Uygulama Alanı”, İnan Kırac'a Armağan, İstanbul, 1997, s. 151 vd.

KUNTALP, Erden, Karışık Muhtevalı Akit, (Karma Sözleşme), 2. Bası, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2013

KURAN, Timur, “The Absence of Corporation in Islamic Law: Origins and Perspective”, The American Journal of Comparative Law, C. 53, Temmuz 2005, s. 785-834

KUTLAN, Serhat, Birleşme ve Devralmalarda Due Diligence, Ankara: Yaklaşım, 2004

LA PORTA, Rafael / LOPEZ DE SILANES, Florencio / SHLEIFER, Andrei / VISHNY, Robert W., “Investor Protection and Corporate Governance”, Journal of Financial Economics, S. 58, 2000, s. 3-27

LANDES, William M. / POSNER, Richard A., “The Influence of Economics on Law: A Quantitative Study”, The Journal of Law & Economics, C. 36, S. 1, Bölüm 2, John M. Olin Centennial Conference in Law and Economics at the University of Chicago, Nisan 1993, s. 385-424

LASSERE ROUILLER, Colette / ROUILLER Nicolas, Droit et gestion d’entreprise – Le cadre juridique et réglementaire de l’activité des entreprises, s. 39-48

LEFEBVRE Francis, Mémento Pratique, Droit Des Affaires, Sociétés Commercial, Paris: Editions Francis Lefebvre, 2006

LEMEUNIER, F, Société anonyme, Paris: Delmas, 2001

LEROY, Caroline, Le pacte d’actionnaires dans l’environnement sociétaire, Université Paris-Est Creteil Val de Marne, 2010, Yayınlanmamış Doktora Tezi

LEVY, Haim, “Evaluation of Voting Power of Common Stock”, The Journal of Finance, C. 38, S. 1, Mart 1983, s. 79-93.

LIN, Tom C. W., “Incorporating Social Activism”, Boston University Law Review C. 98, 2018, s. 1535-1605

LINTZ, Christoph, Drag-Along Right: Wirtschaftliche Interessen, rechtliche Grenzen und Gestaltung von Mitverkaufsverpflichtungen in der GmbH, Peter Lang, 2013

MACKENZIE, Donald / MILLO, Yuval, “Constructing a Market, Performing Theory: The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange”, American Journal of Sociology, C. 109, S. 1, Temmuz 2003, s. 107-145

MAJUMDAR, Arjya B., “The (Un?)Enforceability of Investor Rights in Indian Private Equity”, *University of Pennsylvania Journal of International Law*, C. 41, S. 4, Yaz 2020, s. 981-1030

MANAVGAT, Çağlar, “Kayıtlı Sermaye Sistemindeki Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Payın Doğumu ve Satış Sürecine Etkileri”, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, C. 31, S. 3, 2015

MANAVGAT, Çağlar, “Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları”, *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2001, C.50, S.2, s.159-191

MARKHAM Jerry/GILBERG, David, “Stock and Commodity Options- Two Regulatory Approaches and Their Conflicts,” *Albany Law Review*, C. 47, S. 3, 1983, s. 741-791

MARDİN, Şerif A., “Ideology and Religion in the Turkish Revolution”, *International Journal of Middle East Studies*, C. 2, S. 3, Temmuz 1971, s. 197-211

MARTIN, Françoise, “Transfert des actions dans les sociétés anonymes de famille – Conventions de blocage entre actionnaires”, *L’expert-comptable suisse*, s. 376-379

MARTIN, Françoise, *Société anonyme de famille – Structure, maintien et optimisation de la détention du capital*, Schulthess Editions romandes, 2013

MARTINKUTĖ-KAULIENĖ, Raimonda, “Exotic Options: A Chooser Option and Its Pricing”, *Business, Management and Education*, C. 10, S. 2, 2012, s. 289-301

MAY, Markus, “Shareholder Drag Along Right in Illinois”, *Illionis Bar Journal*, C. 100, 2012, s. 320-324

MEIER-HAYOZ, Arthur / FORSTMOSER, Peter, *Droit suisse des sociétés*, Edition français, Çev. Peter Iordanov, Bern: Stämpfli, 2015

MEIER-MAZZUCATO, Giorgio / MONTANDON, Marc A., “Perspectives en termes de valeur et de prix ainsi que suppléments et escomptes globaux lors de l’évaluation et de transactions d’entreprises”, *L’expert fiduciaire*, s. 276-282

MENDES, Philip, “The Economic and Bargaining Implications of Rights of First Refusal and Options to Negotiate”, *The Licensing Journal*, C. 35, S. 5, Mayıs, 2015, s. 4–10

MERTON, Robert C., “Theory of Rational Option Pricing”, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, C. 4, S. 1, Bahar 1973, s. 141-183

MILIAUSKAS, Paulius, “Shareholders’ Agreement As A Tool To Mitigate Corporate Conflicts Of Interests”, *Int. J. Private Law*, C. 6, s. 2, 2013, s. 109-131.

MITCHELL, Jonathon F., “Can a Right of First Refusal Be Assigned?”, *The University of Chicago Law Review*, C. 68, S.3, Yaz 2001, s. 985-1006

MONTEILS, Jean-François, “La localisation des activités financières vue d’Allemagne”, *Revue d’économie financière*, S. 57, Quelles Places Financières Pour Demain?, s.73-81

MOROĞLU, Erdoğan, “Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği”, Prof. Dr. M. Kemal Oğuzman’ın Anısına Armağan, İstanbul, 2000, s. 515-529

MOROĞLU, Erdoğan, “Nama Yazılı Pay Senetlerinin Borsada İşlem Görmesi ve Yargıtay Kararları”, *Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu XIII: Bildiriler-Tartışmalar*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1996, s. 39 vd.

MOROĞLU, Erdoğan, *Oy Sözleşmeleri*, 4. Bası, İstanbul: Vedat, 2007

MOROĞLU, Erdoğan, “Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu”, *Sermaye Piyasası Kurulu 15. Yıl Sempozyumu*, Ankara, 1988

MOROĞLU, Erdoğan, *Türk Ticaret Kanunu ile Yürürlük ve Uygulama Kanunu Tasarıları, Değerlendirme ve Öneriler*, 6. Bası, İstanbul: 2009

MOROĞLU, Erdoğan, Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararının Hükümsüzlüğü, 4 Bası, İstanbul: Beta, 2004

MORWOOD, James, Pocket Oxford Latin Dictionary, Oxford University Press, 2001

MUSTAKI, Guy / SCHWAB, Joséphine, “Les clauses statutaires relatives au transfert des actions de la société anonyme”, Revue suisse de droit des affaires et du marché financier, s. 269-278

MÜLAZIMOĞLU Mehmet, Anonim Şirketler Hukukunda Sermayenin Korunması İlkesi, İstanbul: On İki Levha, 2020

MÜNYAS, Turgay, “Türk Sermaye Piyasasının Yeni Kolektif Yatırım Kuruluşu: Değişken Sermayeli Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı'nın Yapı, İşleyiş ve Faaliyet Esasları Üzerine Bir İnceleme”, Maliye ve Finans Yazıları, C. 1, S. 107, 2017, s. 147-160

NAUDE, Tjakie, “Rights of First Refusal or Preferential Rights to Contract: A Historical Perspective on a Controversial Legal Figure” Stellenbosch Law Review, C. 15, S. 1, 2004, s. 66-90

NAUDE, Tjakie, “The Rights and Remedies of the Holder of a Right of First Refusal or Preferential Right to Contract”, South African Law Journal, C. 121, S. 3, 2004, s. 636-658

NAUDE, Tjakie, “Which Transactions Trigger a Right of First Refusal or Preferential Right to Contract”, South African Law Journal, C. 123, S. 3, 2006, s. 461-496

NOMER, N. Füsün, “Anonim Ortaklıkta Eşit Davranma (Eşit İşlem) İlkesi”, Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Armağan, İstanbul, 1998

NOMER, N. Füsün, Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Sadakat Yükümlülüğü, İstanbul: Beta, 1999

NOMER ERTAN, Füsün N. “Anonim Şirket Paylarının Devrinde Ön Alım Hakkı”, Yürürlüğünün 9. Yılında ve Yargıtay Kararları Işığında Türk Ticaret

Kanunu Sempozyumu - V - (Tebliğler - Tartışmalar) 1 Ekim 2021, İstanbul: On İki Levha, 2022, s. 31-45

OĞURLU, Yücel, İdare Hukukunda “E-Devlet” Dönüşümü ve Dijitalleşen Kamu Hizmeti, İstanbul: On İki Levha, 2010

OĞUZMAN, M. Kemal / BARLAS, Nami, Medeni Hukuk, Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar, İstanbul: On İki Levha, 2021

OĞUZMAN, M. Kemal / ÖZ, M. Turgut, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 21. Bası, C. 1, İstanbul: Vedat, 2023 (“*Borçlar Hukuku Genel Hükümler 1*”)

OĞUZMAN, M. Kemal / ÖZ, M. Turgut, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 18. Bası, C. 2, İstanbul: Vedat, 2023 (“*Borçlar Hukuku Genel Hükümler 2*”)

OĞUZMAN, M. Kemal / SELİÇİ, Özer / OKTAY ÖZDEMİR, Saibe, Eşya Hukuku, 21. Bası, İstanbul: Filiz, 2009

OKUR, Sinan, “Önalım Olgusuna Dair Yeni Bir Kategori; Ekonomik Bakımdan Satışa Eşdeğer İşlem Kavramı Üzerine Mukayeseli Bir İnceleme (TBK m. 240 / Art. 216c OR)” Süleyman Demirel Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 9 S. 1, 2019, s.101-258

OKUTAN NILSSON, Gül, Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri, İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı, 2004

OKUTAN NILSSON, Gül, Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Şirketler Topluluğu Hukuku, İstanbul: On İki Levha, 2009

OKUTAN NILSSON, Gül/ATALAY, Oğuz, “Anonim Ortaklık Paysahipleri Sözleşmelerinde Öngörülen Pay Alım ve Satım Opsiyonlarının Hukuki Niteliği ve Cebri İcrası”, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan, İstanbul 2007, s. 409-432 (“*Alım Satım Opsiyonları*”)

ONSUN, Kemal Şükrü, Ticaret Şirketleri: Mahiyetleri-Kuruluş-İşleyiş-İnfisah ve Tasfiyeleri ve Organları, Ankara: Yeni Matbaa, 1949

OWENS, David / GROSSMAN, Zachary / FACKLER, Ryan, “The Control Premium: A Preference for Payoff Autonomy”, *American Economic Journal: Microeconomics*, C. 6, S. 4, Kasım 2014, s. 138-161

ÖKSÜZ, Melek, “Amerikan Belgelerine Göre Mondros Mütarekesi’nden 1929 Dünya Ekonomik Buhranı’na Kadar Türkiye’de Para Politikası”, *Ankara Üniversitesi Türk İnkılap Tarihi Enstitüsü Atatürk Yolu Dergisi*, S. 58, Bahar 2016, s. 195-244

ÖNAY, Işık / TORAMAN ÇOLGAR, Emek, “Call and Put Options on Shares in Joint Stock Companies and Comparison between Similar Concepts”, *GSI Articletter*, S.11, 2014, s. 136-145

ÖNİŞ, Ziya, “Beyond the 2001 Financial Crisis: The Political Economy of the New Phase of Neo-Liberal Restructuring in Turkey”, *Review of International Political Economy*, C. 16, S. 3, s. 409-432

ÖZ, Turgut, “Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme”, *İstanbul Şerhi Türk Borçlar Kanunu*, İstanbul: Vedat, 2018, s. 1013-1036

ÖZER, Işık, “Kaydi Değer ve Merkezi Kayıt Kuruluşu Açısından Kaydi Değerlerin İşleyişi”, *Prof. Dr. Turgut Akıntürk’e Armağan*, Ankara, 2008, s. 791-819

ÖZKAN, Sezal Çınar, “Pragmatizm Hukuka Ne Önerbilir”, *Hacettepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C. 7, S. 1, Haziran 2017, s.312-331

ÖZÖN, Nijat, *Büyük Dil Kılavuzu*, 4. Bası, İstanbul: Yapı Kredi, 1995

ÖZTAN, Fırat, *Kıymetli Evrak Hukuku*, 2. Bası, Ankara: Yetkin, 1997

ÖZTÜRK AKKARTAL, Hanife / KANDIRALIOĞLU CEYLAN, Çağla, “Şirketler Hukukunda Yan Sözleşmeler”, *İstanbul Kültür Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C. 15, S. 2, Temmuz 2016, s. 377-419

PAMUK, Şevket, *Osmanlı İmparatorluğu’nda Paranın Tarihi*, İstanbul: Tarih Vakfı Yurt, 2000

PASLI, Ali, *Anonim Ortaklığın Devralınması*, İstanbul: Vedat, 2009

PEKCANITEZ Hakan, Medenî Usul Hukuku, İstanbul: On İki Levha, 2017

PEKCANITEZ Hakan / ATALAY, Oğuz / ÖZEKES, Muhammet, İcra ve İflas Hukuku, İstanbul: On İki Levha, 2023

PEKCANITEZ Hakan / ATALAY, Oğuz / ÖZEKES, Muhammet / ATALI, Murat / AKKAN, Mine, ERDÖNMEZ, Güray / TAŞ KORKMAZ, Hülya / YEŞİLIRMAK, Ali, Medenî Usûl Hukuku, İstanbul: On İki Levha, 2017

PERSONS, Warren M. /TUTTLE, Pierson M. / FRICKEY, Edwin, “Business and Financial Conditions Following the Civil War in the United States”, The Review of Economics and Statistics, C. 2, 1920, s. 5-21”, The Review of Economics and Statistics, C. 2, 1920, s. 5-21

PENEZOĞLU, Yusuf Gökhan, Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Kazancı Yayınları, 1. Bası, 2004

PICHONNAZ, Pascal / ERDEM, Ercüment / ESMAILZADEH JOURABCHI, Tannaz / DURAL, Ali, “La force contraignante des conventions d'actionnaires: quelques aspects de droit suisse et turc”, Schweizerische Juristen - Zeitung, C. 102, S. 22, 2006, s. 505-513

POITRAS, Geoffrey, “The Early History of Option Contracts”, Chapter 18 in W. Hafner and H. Zimmermann (eds.); Vincenz Bronzin's Option Pricing Models: Exposition and Appraisal, New York: Springer-Verlag, 2009

POROY, Reha, “Nama Yazılı Hisse Senetlerinin Devri”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. 17, S. 7, 1970, s. 302 vd.

POROY, Reha/ TEKİNALP, Ünal, Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, 14. Bası, İstanbul: Beta, 1999

POROY, Reha/ TEKİNALP, Ünal, Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, 18. Bası, İstanbul: Arıkan, 2006

POROY, Reha/ TEKİNALP, Ünal/ ÇAMOĞLU, Ersin, Ortaklıklar Hukuku I, Güncellenmiş, Yeniden Yazılmış 14. Bası, İstanbul: Vedat, 2019 (“*Ortaklıklar Hukuku I*”)

POROY, Reha/ TEKİNALP, Ünal/ ÇAMOĞLU, Ersin, Ortaklıklar Hukuku II, Güncellenmiş, Yeniden Yazılmış 14. Bası, İstanbul: Vedat, 2019 (*“Ortaklıklar Hukuku II”*)

PROBST, Thomas, “Le contrat de joint venture”, La pratique contractuelle: actualité et perspectives, Symposium en droit des contrats, 2009, s. 45-71

PULAŞLI, Hasan, 6102 Sayılı sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Şirketler Hukuku Şerhi, C. I, Ankara: Adalet, 2014 (*“Şirketler Hukuku Şerhi I”*)

PULAŞLI, Hasan, 6102 Sayılı sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Şirketler Hukuku Şerhi, C. II, Ankara: Adalet, 2018 (*“Şirketler Hukuku Şerhi II”*)

PULAŞLI, Hasan, 6102 Sayılı sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Şirketler Hukuku Şerhi, C. II, Ankara: Adalet, 2014 (*“Şirketler Hukuku Şerhi II (2014)”*)

PULAŞLI, Hasan, Bağlı Nama Yazılı Pay Senetleri, Ankara: Dayınlarlı, 1992 (*“Bağlı Pay Senetleri”*)

PULAŞLI, Hasan, Şirketler Hukuku Genel Esaslar, 5. Bası, Ankara: Adalet, 2017 (*“Şirketler Hukuku”*)

PULAŞLI, Hasan, Yeni Şirketler Hukuku Genel Esaslar, Ankara: Adalet, 2012

PÜSKÜLLÜOĞLU, Ali, Türkçe Sözlük, İstanbul: Yapı Kredi, 1995

REVA HACIALİOĞLU, Zeynep, “Borsa Opsiyon Sözleşmeleri,” Prof. Dr. Özer Seliçi'ye Armağan, 2006, s. 529-558.

REVERDIN, Bernard J. / HOMBURGER, Eric E., “The American Close Corporation and Its Swiss Equivalent”, The Business Lawyer, C. 14, S. 1, Kasım 1958, s. 263-278

REYMOND, Claude, “Reflexions sur la nature juridique du contrat de joint-venture”, Journal des tribunaux - Droit public, Droit constitutionnel et administratif - Jurisprudence fédérale, 1975, s. 480-492

REYMOND, Philippe, “Quelques réflexions sur les conventions d'actionnaires”, Aspects actuels du droit de la société anonyme – Travaux réunis

pour le 20^{ème} anniversaire du CEDIDAC, CEDIDAC- Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne, 2005, s. 191-240

ROUILLER, Nicolas / BAUEN, Marc / BERNET, Robert / LASSERE ROUILLER, Colette, La société anonyme suisse – Droit commercial, droit comptable, responsabilité, loi sur la fusion, droit boursier, droit fiscal, Schulthess Editions romandes, 2022

ROUILLER, Nicolas, International Business Law - An introduction to the legal instruments and to legal environment of business from an international perspective, Schulthess Juristische Medien, 2015

RUBINSTEIN, Mark / REINER, Eric, “Exotic Options”, Working Paper, University of California at Berkley, 1990

RUDOLPH, Kurt / ALLES, Gregory D., “We Learn What Religion is from History: On the Relation between the Study of History and the Study of Religions”, Historical Reflections / Réflexions Historiques, C. 20, S. 3, Sonbahar 1994, s. 357-376

SAEZ, Lacave / MA, Isabel / GUTIERREZ, Nuria Bermejo, “Specific Investments, Opportunism and Corporate Contracts: A Theory of Tag Along and Drag Along Clauses”, European Business Organization Law Review, C. 11, 2010, s. 423-458 (“*Tag Along and Drag Along Clauses*”)

SAMUELSON, Paul A., “Rational Theory of Warrant Pricing”, Industrial Management Review, C. 6, S. 2, Bahar 1965, s. 13-31

SANDOZ, Suzette, “La bonne foi, pilier de notre droit privé”, Zeitschrift für juristische Weiterbildung und Praxis, Bern: Stämpfli, 2008, s. 47-48.

SANLI, Kerem Cem., Haksız Fiil Hukukunun Ekonomik Analizi: Hukuk ve Ekonomi Öğretisi, İstanbul: Arıkan, 2007

SANLI, Kerem Cem, Hukuk ve Ekonomi Perspektifinden Sözleşme Hukuku ve Sözleşme Yaptırımlarının Ekonomik Analizi, İstanbul: On İki Levha, 2015

SARUHAN, Utku, Vadeli İşlem Sözleşmelerinde İfa İhlalleri, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı (doktora tezi), Ankara, 2022

SCHNEIDER, Dieter, “The American Close Corporation and Its German Equivalent”, The Business Lawyer, C. 14, S. 1, Kasım 1958, s. 228-249

SCHMITTHOFF, M., “The Origin of the Joint-Stock Company”, The University of Toronto Law Journal, C. 3, S. 1, 1939, s. 74-96

SCHOENBERGER, Erica, “Why is gold valuable? Nature, social power and the value of things”, Cultural Geographies, C. 18, S. 1, Ocak 2011, s. 3-24

SCOTT, Robert E. / TRIANTIS, George G., “Embedded Options and the Case against Compensation in Contract Law”, Columbia Law Review, C. 104, S. 6, Ekim 2004, s. 1428-1491

SERGESKETTER, Robert J., “Preferential Rights to Purchase: The Basics, and the Most Interesting Pref. Rights Case You've Never Heard about”, HLRe: Off the Record, C. 5, S. 2, Bahar 2015, s. 43-92

SEROZAN, Rona, Hukukta Yöntem, Prof. Dr. Aydın Zevkliler’e Armağan, E-Journal of Yasar University, C. 8, Özel Sayı, 2013, s. 2423-2440

SEROZAN, Rona, İfa, İfa Engelleri, Haksız Zenginleşme, C. 3, 4. Bası, İstanbul: Filiz, 2006.

SEROZAN, Rona, Sözleşmeden Dönme, 2. Bası, İstanbul: Vedat, 2007

SEVİ, Ali Murat, Anonim Ortaklıkta Payın Devri, İstanbul: Seçkin, 2018

SHEA, Gary S., “Understanding Financial Derivatives during the South Sea Bubble: The Case of the South Sea Subscription Shares”, Oxford Economic Papers, New Series, C. 59, Supplement: New Perspectives in Economic History, Ekim 2007, s. i73-i104.

SÖDING, Judith Verena, Private Equity Minority Investments - Sharing Control in Closely Held Private Family Firms, Dike Verlag, 2012

SÖNMEZ, Yusuf Ziyaeddin, “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrolü Kavramı – Yönetim Kontrolünde Değişiklik Olması ve Buna Bağlanan Sonuçlar”, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, Y. 2018, C. 4, S. 2, s. 263-325

STOFFEL, Walter A. / VRACE, Alexandra, “Le droit des sociétés 2019/2020”, Revue suisse de droit des affaires et du marché financier, 2020, s. 323-335

SUCHMAN, Mark C., “The Contract as Social Artifact”, Law & Society Review, C. 37, S. 1, Mar 2003, s. 91-142

SULU, Muhammet, Anonim Ortaklıklarda Şirket Menfaati Kavramı, İstanbul: On İki Levha, 2019

SUNGURBEY, İsmet, Medeni kanun Öntasarısının Nesneler Hukukunun Eleştirisi, İstanbul: İstanbul Üniversitesi, 1972

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association (SECA), Shareholders Agreement Template, 4th Edition – Kasım 2019

ŞAHİN, Turan, Üçüncü Kişinin Edimini Taahhüt, Ankara: Yetkin, 2010

ŞEHİRALİ ÇELİK, Feyzan Hayal, Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2008

ŞENDENİZ-YÜNCÜ, İlkey / AKDENİZ, Levent / AYDOĞAN, Kürşat, “Futures Market Development and Economic Growth”, Working Paper Series, 2007

ŞENEL, Oruç Hami, “Roma Hukuku’nun Modern Ortaklıklar Hukuku’na Etkileri”, Prof. Dr. Ömer Teoman’a 55. Yaş Günü Armağanı, İstanbul, 2002, s. 703-764

ŞENOL, Ömer Faruk, Hukuki Açından Bankaların Tezgahüstü Piyasada Taraf Olduğu Türev İşlemler, İstanbul: On İki Levha, 2017

ŞİPKA, Şükran, Türk Hukukunda Kanuni Önalım (Şufa) Hakkı, İstanbul: Alfa, 1994
TANDOĞAN Haluk, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Cilt: I/1, İstanbul: Evrim, 1988

TANDOĞAN Haluk, Notions Préliminaires à la Théorie Générale des Obligations, Cenevre: Librairie de l'Université Georg & Cie, 1972

TANÖR, Reha, Türk Sermaye Piyasası Hukuku, C. 1, İstanbul: Beta, 2000

TAŞDELEN, Nihat, “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun Anonim Ortaklık Pay Devrine Getirdiği Sınırlamalar”, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. 16, Özel S., 2014, s. 3351-3387

TEKİL, Fahiman, Anonim Şirketler Hukuku, İstanbul: Tekil, 1993

TEKİL, Fahiman, “Anonim Şirketlerde Eşit İşlem İlkesi” Argumentum, Aralık 1991, S. 17

TEKİNALP, Ünal, “Anonim Ortaklık Payının Alım, Önalım, Geriyealım ve Benzer Haklara Konu Olması”, Medeni Kanun 50. Yıl Sempozyumu, 1. Tebliğler, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1978 (“*Önalım*”)

TEKİNALP, Ünal, “Evraksız Kıymetli Evraka ve Kıymet Haklarına Doğru”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C.XIV, S.3, 1988, s. 3 vd. (“*Evraksız Kıymetli Evrak*”)

TEKİNALP, Ünal, “İki Güncel Sorunun Çözümüne Teorik Yaklaşım Denemesi”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 17, S. 2, 1993, s. 34 vd.

TEKİNALP, Ünal, “Nama Yazılı Kaydi Payların Devrinde Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kayıtlarının Etkisi ve Niteliği”, Prof. Dr. Tahir Çağa'nın Anısına Armağan, İstanbul, 2000, s. 542 vd.

TEKİNALP, Ünal, Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları, İstanbul: Vedat, 2012 (“*Bağlam*”)

TEKİNALP, Ünal, Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, İstanbul: Vedat, 2015 (“*Yeni Hukuk*”)

TEKİNALP, Ünal, Tek Kişilik Ortaklık I, Tek Paysahipli Anonim Ortaklık, İstanbul: Vedat, 2011 (“*Tek Kişilik Ortaklık*”)

TEKİNALP, Ünal, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Kurumsal Yönetim Felsefesine Yaklaşımı”, Uğur Alacakaptan’a Armağan, C. II, İstanbul 2008, s. 650 vd.

TEKİNAY, Selahattin Sulhi, “Nama Yazılı Hisse Senetlerinin Devri”, Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 388-389

TEKİNAY, Selahattin Sulhi / AKMAN, Sermet / BURCUOĞLU, Haluk / ALTOP, Atilla, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul: Filiz 7. Bası, 1993

TEOMAN, Ömer, “Anonim Ortaklıklar Hukukunda Payın Birim (İtibari – Nominal) Değerinin Oy Hakkının Saptanılmasındaki İşlevi ve Türk Sistemi”, Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim, C. I, İstanbul: Vedat, 2000 (“*Payın Birim Değeri*”)

TEOMAN, Ömer, “Bağlı Nama Yazılı Pay (Senedi) ve Halka Açık Anonim Ortaklık Kavramları Üzerine Düşünceler”, Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim, C. I, İstanbul: Vedat, 2000

TEOMAN, Ömer, “Payları Öncelikle Alım Hakkı”, Yaşayan Ticaret Hukuku [Hukukî Mütalâalar], C: XIV 2010-2011, İstanbul: On İki Levha, 2012, s. 139-166

TEOMAN, Ömer, Yaşayan Ticaret Hukuku: Hukukî Mütalâalar, C. 1, Kitap 4, İstanbul: Kazancı, 1995

TERCIER, Pierre / PICHONNAZ, Pascal / DEVELİOĞLU, H. Murat, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul: On İki Levha, 2016

TETİK, Nevzat / KANAT, Ersin, “Osmanlı Devleti’nde Menkul Kıymet İşlemleri”, Muhasebe ve Finans Araştırmaları Dergisi, S. 17, Temmuz 2019, s. 142-151

The Corporation Law Committee of the Association of the Bar of the City of New York, “The Enforceability and Effectiveness of Typical Shareholders Agreement Provisions”, *The Business Lawyer*, C. 65, S. 4, 2010, s. 1153-1203

T. J. F., “Stock Exchanges. Manipulation of Security Prices. ‘Wash Sales’”, *Virginia Law Review*, C. 20, S. 6, 1934, s. 682-689

TOKCAN ERCAN Fahriye Pelin, Anonim Şirketlerde Tek Borç İlkesi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2024

TOPAL, Önder, “Senede Bağlanmamış Anonim Şirket Payının Haczi”, *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C. 65, S. 4, 2016, s. 2977-3016

TRINDADE, Rita Trigo, “Droits d’emption dans les statuts d’une SARL”, *Theorie und Praxis des Unternehmensrechts, Schulthess Juristische Medien*, 2020, s. 675-690

TURANBOY, Asuman, “2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na 4487 Sayılı Kanunla Eklenen 10/A Maddesine Göre Kaydi Değer Düzenlemesi”, *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C.48, S.1-4, 1999, s. 49 vd.

TURANBOY, Asuman, Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1998

TÜRKBAĞ, Ahmet Ulvi, “Hukuk ve Ekonomi Anlayışı ya da Hukukun Ekonomik Analizi”, *Hukuk Felsefesi ve Sosyolojisi Arkivi*, 8. Kitap, Ed. Hayrettin Ökçesiz, İstanbul, İstanbul Barosu Yayını, 2003, s. 58-68

TÜRKYILMAZ, İsmail, Anonim Ortaklıklar Hukukunda Pay Satış Sözleşmeleri Ekseninde Satıcının Beyan ve Tekeffülleri, İstanbul: On İki Levha, 2021 (“*Beyan ve Tekeffüller*”)

TÜRKYILMAZ, İsmail, Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, İstanbul: On İki Levha, 2015

UÇAR, Sercan, “Anonim Şirket Payları Üzerinde Geri Alım (Vefa) Hakkı – 11. HD’nin 09.03.2016 Tarih ve E. 2015/3775, K. 2016/2651 Sayılı Kararı

Üzerine”, Çankaya Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 5, S. 1, Nisan 2020, s. 3383-3403 (“*Geri Alım Hakkı*”)

UÇAR, Sercan, Anonim Şirket Paylarının Devrinde Önalım ve Öncelik Hakları, 2. Baskı, İstanbul: Seçkin, 2020 (“*Önalım ve Öncelik Hakları*”)

ÜLGEN, Hüseyin / HELVACI, Mehmet / KAYA, Arslan / NOMER ERTAN, Füsün, Kıymetli Evrak Hukuku, 11. Bası, İstanbul: Vedat, 2019

ÜLGEN, Hüseyin / HELVACI, Mehmet / KENDİGELEN, Abuzer / KAYA, Arslan / NOMER ERTAN, Füsün, Ticari İşletme Hukuku, 5. (Tıpkı) Bası, İstanbul: On İki Levha, 2015

UZEL, Necdet, “Nama Yazılı Payların Satın Alma Teklifinde Bulunma Hakkına Konu Olması Halinde Gerçek Değer ve Faizin Tespiti ile Kar Payının Mahsup Edilmesine Dair İlkeler”, Prof. Dr. Ersin Çamoğlu'na Armağan, C.71, S.2, 2013, s. 555-561.

UZEL, Necdet, Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam, İstanbul: On İki Levha, 2013

ÜNAL, Mücahit, Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, Ankara: Adalet, 2011

VARAIYA, Nikhil P., “Determinants of Premiums in Acquisition Transactions”, Managerial and Decisions Economics, C. 8, S. 3, Eylül 1987, s. 175-184

VELİDEDEOĞLU, Hıfzı Veldet, Medeni Hukuk, Umumi Esaslar, 6. Bası, İstanbul: Nur Ofset, 1959

VEZİROĞLU, Cem, Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları, İstanbul: On İki Levha, 2021

VEZİROĞLU, Cem, Buy-Out of the Oppressed Minority's Shares in Joint Stock Companies: A Comparative Analysis of Turkish, Swiss and English Law”, European Business Organization Law Review, C: XIX, S: 3, 2018, s. 527-540

WANG, Cong / XIE, Fei, “Corporate Governance Transfer and Synergistic Gains from Mergers and Acquisitions”, *The Review of Financial Studies*, C. 22, S. 2, Şubat 2009, s. 829-858.

WALKER, David I., “Rethinking Rights of First Refusal”, *Harvard University Discussion Paper*, S. 261, 1999

WILHELM, Christophe / VARRIN, Océane, L'« exercice mesuré des droits » et l'abus de majorité en droit suisse de la société anonyme, *Schulthess Editions romandes*, 2022

WILLIAMSON, Oliver E., “Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations”, *The Journal of Law & Economics*, C. 22, S. 2 Ekim 1979, s. 233-261

WOOD, Robert W., “Exercising Stock Options: What You (and Your Clients) Need to Know Before Before Joining the Dot-Com World”, *GPSolo*, C. 18, S. 1, Getting and Keeping the Client of the Future, Ocak/Şubat 2001), s. 52-64.

YAĞMUR, Setenay, Anonim Şirketlerde Eşit İşlem İlkesi, *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı (doktora tezi)*, İstanbul, 2018

YALMAN, Nur, “Some Observations on Secularism in Islam: The Cultural Revolution in Turkey”, *Deadalus, Post-Traditional Societies*, C. 102, S. 1, Kış 1973, s. 139-168

YAMAN, Zehra, Pay Defteri, *Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Bölümü (yayımlanmamış doktora tezi)*, İstanbul, 2024

YANLI, Veliye, “Hakimiyet Sözleşmeleri”, *Regesta*, C. 3, S. 1, 2013, s. 3-17

YAVUZ, Cevdet, *Türk Borçlar Hukuku – Özel Hükümler*, Güncellenmiş 10. Bası, İstanbul: Beta, 2014

YILDIRIM AKKAYAN, Ayça, “Cezai Şartın İşlevi, Türk ve Amerikan Hukukları Açısından Karşılaştırmalı bir Değerlendirme”, *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası*, C. LXI, S. 1-2, 2003, s. 357-412

YILDIZ, Şükrü, “Anasözleşme ile Düzenlenen Önalım Hakkı”, Hukuki Mütalaalar-2, İstanbul: On İki Levha, 2015, s. 37-56

YILDIZ, Şükrü, Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi, Ankara: Seçkin, 2004

YILMAZ, Ejder, “Usul Ekonomisi”, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 57, S. 1, 2008, s. 243-274

YILMAZ, Gülşah, “Opsiyon Sözleşmesi”, Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 14, S. 173-174, 2019, s. 303-320

YILMAZ, Gülşah, “Teori ve Uygulamada Anonim Şirket Payı Üzerinde Kurulan Önalım Hakkı”, Terazi Hukuk Dergisi, C. 16, S. 180, Ağustos 2021, s.1532-1545

YILMAZ, Gülşah, “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği Açısından Girişim Sermayesi Yatırımlarına İlişkin Sözleşmeler”, İstanbul Barosu Dergisi, 2005, C. 93 S. 4, 2019, s. 165-186

YILMAZ, Gülşah, Pay Sahipleri Sözleşmesinden Doğan Birlikte Satma Hakkı ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkı (Tag Along & Drag Along Rights), İstanbul: On İki Levha, 2018 (“*Tag Along & Drag Along Rights*”)

YILMAZ, Mustafa K., Hisse Senedi Opsiyonları ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Uygulanabilirliği, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1998

YONGALIK, Aynur, “İstisnalar Dar Yorumlanır Kuralı ve Değerlendirilmesi”, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 60, S. 1, 2011, s. 1-15.

YUMURTACI Gülçe, Opsiyon Sözleşmeleri, Sermaye Piyasasında Gündem, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, S. 121, Eylül 2012, s. 5-19

YUMURTACI Gülçe, Opsiyon Piyasaları, Sermaye Piyasasında Gündem, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, S. 125, Ocak 2013, s. 8-21.

YÜCE, Aydın Alber, “İsviçre Anonim Şirketler Hukuku Revizyon Tasarısının Şirket Sermayesi ve Paylar Bakımından Getirdiği Bazı Yenilikler” Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 12, S. 2, Aralık 2017, s. 55-79

YÜCE, Ayşe / ÖNDER, Zeynep / MUĞAN, Can Şimga, İMKB’deki Küçük Yatırımcıların Tercihleri ve Davranışları, Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C. 17, S. 2, Aralık 1999

YÜKSEL, Mehmet, “Yönetişim (Governance) Kavramı Üzerine”, Ankara Barosu Dergisi, S. 3, 2000, s. 145-161

YÜKSEL, Sinan, “Borsaya Kote Edilmemiş Bağlı Nama Yazılı Payların Devrinde Şirketin Alım Önerisinde Bulunarak Onay İstemini Reddetme Hakkı (Kaçış) Klotu”, GSÜHFD, 2/2012 - Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Saygı Sempozyumu, s. 159 vd.

YÜKSEL, Sinan, Paysahipleri Sözleşmeleri, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Bölümü (yayımlanmamış yüksek lisans tezi), İstanbul, 2003

YÜKSEL, Sinan, “Pay Sahipleri Sözleşmelerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıkların Çözümünde Tahkim” Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları ve Tahkim, Editörler: Ziya Akıncı, Candan Yasan Tepetaş, İstanbul: On İki Levha, 2018, s. 141-168.

Çevrimiçi Kaynaklar

www.dergipark.org.tr

www.ebsco.com

home.heinonline.org

www.jstor.org

www.jurix.com.tr

www.kazanci.com.tr

www.lexpera.com.tr

www.lexisnexis.com

www.scopus.com

www.swisslex.ch

www.sozluk.gov.tr/



ÖZGEÇMİŞ

TEZ ONAY SAYFASI

Üniversite : T.C. GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
 Enstitü : SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
 Hazırlayanın Adı Soyadı : Umut ÖZDOĞAN
 Tez Başlığı : Anonim Ortaklık Payı Bağlamında Opsiyon
 Kavramı ve Pay Devrinde Özellik Arz Eden
 Haklar
 Savunma Tarihi :
 Danışman : Prof. Dr. Tolga Ayoğlu

JÜRİ ÜYELERİ:

Unvan, Ad-Soyadı	İmza
Prof. Dr. Tolga AYOĞLU (Danışman)	
Prof. Dr. Mehmet HELVACI	
Prof. Dr. Anlam ALTAY	
Dr. Öğr. Üyesi H. Ali DURAL	
Dr. Öğr. Üyesi Cem VEZİROĞLU	

Prof. Dr. Ulun AKTURAN

Enstitü Müdürü