



ANKARA

HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

**ANONİM ŞİRKETLERDE ESAS SERMAYE SİSTEMİ
VE SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ**

AYBÜKE DEMİR

Tez Danışmanı

PROF. DR. HAYRETTİN ÇAĞLAR

DOKTORA TEZİ

ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI

KASIM 2021



**ANONİM ŞİRKETLERDE ESAS SERMAYE SİSTEMİ VE
SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ**

Aybüke DEMİR

**DOKTORA TEZİ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI**

**ANKARA HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

KASIM 2021

ETİK BEYAN

Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmasında; tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, tez çalışmasında yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi, kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı, bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu, bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.

23.11.2021

Aybüke DEMİR

ANONİM ŞİRKETLERDE ESAS SERMAYE SİSTEMİ VE SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

Doktora Tezi

Aybüke DEMİR

ANKARA HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

Kasım 2021

ÖZET

Anonim şirketlerde pay sahiplerinin sorumluluğunun sınırlandırılmış olması ve bunun bir neticesi olarak alacaklıların korunması ihtiyacı, esas sermaye sistemini ortaya çıkarmıştır. Anonim şirket esas sermayesinin oluşturulması ve sermayenin korunması temel sütunları üzerine kurulu olan esas sermaye sistemi ile anonim şirket tüzel kişiliği, pay sahipleri ve alacaklılar arasındaki menfaat çatışmalarının dengelenmesi amaçlanmaktadır. 2000’li yıllarla birlikte esas sermaye sisteminin bu işlevi, tüm dünyada şirketler arasındaki rekabet yarışının artması ve Anglo-Sakson hukukunun etkisiyle, Kıta Avrupası hukuk sistemine dahil olan AB hukukunda sorgulanmaya başlamış ve esaslı tartışmalar gündeme gelmiştir. Bu tartışmalar, çeşitli gruplar tarafından hazırlanan raporlara ve ATAD kararlarına taşınmış, sisteme yönelik alternatifleri içeren önerileri de beraberinde getirmiştir. Türk anonim şirketlerinin uluslararası rekabetin gerisinde kalmaması için Türk Hukuku esas sermaye sistemi düzenlemelerinin de söz konusu tartışmalar bağlamında değerlendirilmesi gerekmektedir.

Bilim Kodu : 515101- Ticaret Hukuku

Anahtar : Esas sermaye sistemi, sermayenin korunması, alacaklıların
Kelimeler korunması, anonim şirket

Sayfa Adedi : 289

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Hayrettin ÇAĞLAR

LEGAL CAPITAL REGIME AND IT'S SUSTAINABILITY IN
JOINT-STOCK COMPANIES

(Ph. D. Thesis)

Aybüke DEMİR

ANKARA HACI BAYRAM VELİ UNIVERSITY
THE INSTITUTE OF GRADUATE STUDIES

November 2021

ABSTRACT

The limited liability of the shareholders in joint-stock companies and the need to protect the creditors as a result of this have brought out the legal capital regime. It is aimed to balance the conflicts of interest among the joint-stock company's legal entity, shareholder and creditors with the legal capital regime, which is based on the basic pillars of the establishment of the joint-stock company's legal capital and the protection of the capital. By the 2000s, this function of the legal capital regime has begun to be questioned in the EU law, which is included in the Civil Law, due to the increase in the competition among companies all over the world and the effect of Anglo-Saxon law, and fundamental discussions have been brought to agenda. These discussions have been brought up in the reports prepared by various groups and CJEU's decisions, and have brought along proposals containing alternatives to the system. For Turkish joint-stock companies not to fall behind the international competition, regulations regarding the legal capital regime in the Turkish Law has to be evaluated in the context of the aforementioned discussions.

Science Code : 515101

Key Words : Legal Capital Regime, Capital Maintenance, Creditor
Protection, Joint-stock Companies

Page Number : 289

Supervisor : Prof. Dr. Hayrettin ÇAĞLAR

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	iv
ABSTRACT.....	v
İÇİNDEKİLER	vi
KISALTMALAR	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ANONİM ŞİRKETLERDE ESAS SERMAYE ve TEMEL KAVRAMLAR

1.Sermaye Kavramı ve Terminoloji	5
1.1.Şirketler Hukukunda Sermaye Kavramı	7
1.2.Anonim Şirketlerde Sermaye Kavramı	9
2.Anonim Şirketlerde Esas Sermaye Kavramı ve Malvarlığı İle İlişkisi	11
2.1.Anonim Şirketlerde Esas Sermaye Kavramı.....	11
2.2.Esas Sermayenin Malvarlığı ile İlişkisi	12
2.3.Terminoloji Sorunu	13
3.Esas Sermayenin Temel Özellikleri	17
3.1.Belirli ve Sabit Olması	17
3.2.İtibari Değerli Paylara Bölünmüş Olması	18
3.3.Asgari Miktarı Olması	20
3.4.Tamamının Taahhüt Edilmiş Olması	22
4.Esas ve Kayıtlı Sermaye Sistemi	23
4.1.Esas Sermaye Sistemi	24
4.2.Kayıtlı Sermaye Sistemi.....	25
5.Anonim Şirketlerde Esas Sermaye Sisteminin Ortaya Çıkışı ve Gelişimi.....	27
5.1.Esas Sermaye Sistemini Ortaya Çıkaran Sebepler.....	29

5.1.1.Sınırlı Sorumluluk.....	29
5.1.2.Alacaklıların Korunması İhtiyacı.....	32
5.2.Türk Hukuku’nda Konunun Gelişimi	34
5.3.Karşılaştırmalı Hukukta Konunun Gelişimi	36
5.3.1.Kıta Avrupası Hukuk Sisteminde Konunun Gelişimi	38
5.3.1.1.AB hukukunda konunun gelişimine etki eden kararlar.....	40
5.3.1.2.Alman hukukunda	42
5.3.1.3.İsviçre hukukunda	44
5.3.2.Anglo-Sakson Hukuk Sisteminde Konunun Gelişimi.....	45
5.3.2.1.Amerikan hukukunda	45
5.3.2.2.İngiliz hukukunda	48
6.Esas Sermaye Sisteminin Amacı.....	50
6.1.Esas Sermaye Sistemi ve Alacaklıların Korunması.....	52
6.1.1.Anonim Şirket Alacaklılarının Şirket Karşısındaki Konumları Bakımından Sınıflandırılması (Gläubigergruppen).....	53
6.1.1.1.Güçlü/gönüllü alacaklılar (voluntary creditors/adjusting/secured contractual creditors/ freiwillige gläubiger).....	54
6.1.1.2.Güçlü olmayan/zorunlu alacaklılar (involuntary creditors/ non- adjusting- non-secured ceditors/unfreiwillige gläubiger)	55
6.1.2.Anonim Şirket Alacaklıları Arasındaki Menfaat Çatışmaları.....	57
6.1.3.Anonim Şirket Alacaklıları ile Pay Sahipleri/Yöneticiler Arasındaki Menfaat Çatışmaları.....	61
6.1.4.Anonim Şirket Alacaklılarının Karşılaşabileceği Muhtemel Riskler..	63
6.1.4.1.Şirketin ticari başarısızlığı	64
6.1.4.2.İflas eden şirketin devredilmesi (phoenix syndrome)	65
6.1.4.3.Riskin dışsallaştırılması	66
6.1.4.4.Şirket esas sermayesinin yetersizliği (undercapitalization)	67
6.1.4.5.Ahlaki tehlike (moral hazard) ve fırsatçı davranışlar(opportunistic behavior/ opportunistischen verhaltens)	69

6.1.4.5.1.Yönetimde hile ve usulsüzlük	70
6.1.4.5.2.Faydalanarak kaçma (cash in and run).....	71
6.1.4.5.3.Riskli yatırım yapılması (overinvestment problem)	72
6.1.4.5.4.Hakların sulandırılması (claim dilution/die verwässerungsgefahr)	73
6.1.5.Alacaklıların Korunmasında Yöntemler: Ex ante - Ex post.....	74
6.2.Esas Sermaye Sistemi ve Pay Sahiplerinin Korunması	77
7.Esas Sermaye Sisteminin Fonksiyonları	79
7.1.Şirket Finansmanı Sağlaması	79
7.2.Sorumluluk Fonu Oluşturması	81
7.3.Tampon İşlevi (Verlustpuffer)	84
7.4.Riskin Paylaşılmasına Katkı Sağlama.....	85
7.5.Ciddiyet Eşiği Oluşturması	87
7.6.Sinyal Fonksiyonu (Signalwirkung)	88
8.Ara Sonuç.....	89

İKİNCİ BÖLÜM

ESAS SERMAYE SİSTEMİ TEMEL DÜZENLEMELERİ VE SİSTEMLERİ İLİŞKİN İLERİ SÜRÜLEN GÖRÜŞLER

1.Esas Sermaye Sistemi Düzenlemelerinin Kapsamı.....	91
2.Sermayenin Oluşturulmasına İlişkin Düzenlemeler: AB (2017/1132 Sayılı Yönerge) ve Türk Hukuku'ndaki Görünümleri (de lege lata).....	95
2.1.Asgari Sermaye Zorunluluğu (Minimum Capital/Mindestkapital).....	95
2.1.1.Asgari Sermaye Zorunluluğunun Amacı.....	96
2.1.1.1.AB Hukuku Düzenlemesi	97
2.1.1.2.Türk Hukuku Düzenlemesi	98
2.2.İtibari Değerden Az Bedelle veya İtibari Değeri Olmayan Pay Senedi Çıkarılmasının Yasak Olması (Das Verbot der Unterpariemiission).....	100
2.2.1.İtibari değerden az bedelle veya itibari değeri olmayan pay senedi çıkarılması yasağının amacı.....	101

2.2.2.AB Hukuku Düzenlemesi.....	102
2.2.3.Türk Hukuku Düzenlemesi.....	103
2.3.Aynı Sermaye Olabilecek Unsurlar ve Değerlerinin Bilirkişi Tarafından Tespit Edilmesi	104
2.3.1.Aynı Sermaye Hükümlerinin Amacı.....	105
2.3.2.AB Hukuku Düzenlemesi.....	106
2.3.3.Türk Hukuku Düzenlemesi.....	108
3.Sermayenin Korunmasına İlişkin Düzenlemeler: AB (2017/1132 Sayılı Yönerge) ve Türk Hukuku'ndaki Görünümleri (de lege lata)	112
3.1.Sermayenin İadesi Yasağı (Verbot der Rückgewahr von Einlagen).....	112
3.1.1.Sermayenin İadesi Yasağının Amacı.....	112
3.1.2.Hükmün Kapsamına İlişkin Sorun	113
3.1.3.AB Hukuku Düzenlemesi.....	115
3.1.4.Türk Hukuku Düzenlemesi.....	117
3.2.Anonim Şirketin Kendi Paylarını İktisap Etmesi ve Finansal Yardım Yasağı.....	118
3.2.1.Anonim Şirketin Kendi Paylarını İktisap Etmesi ve Finansal Yardım Yasağı Hükümlerinin Amacı.....	119
3.2.2.AB Hukuku Düzenlemesi.....	120
3.2.3.Türk Hukuku Düzenlemesi.....	124
3.3.Dağıtımın Sınırlandırılması.....	125
3.3.1.Örtülü Dağıtım Yasağı ve Amacı (Disguised Distributions/ Verdeckte Vermögenverlagerungen/ Ausschüttungen/ Leistungen).....	127
3.3.2.Kâr Payı Dağıtımının Sınırlandırılması ve Amacı	129
3.3.3.AB Hukuku Düzenlemesi	129
3.3.4.Türk Hukuku Düzenlemesi	132
3.4.Şirkete Karşı Borçlanma Yasağı	133
3.4.1.Şirkete Karşı Borçlanma Yasağının Amacı	133
3.4.2.AB Hukuku Düzenlemesi.....	134

3.4.3.Türk Hukuku Düzenlemesi.....	135
3.5.Sermayenin Kanunda Öngörülen Şekilde Azaltılabilmesi.....	137
3.5.1.Sermayenin Azaltılmasına İlişkin Hükümlerin Amacı.....	138
3.5.2.AB Hukuku Düzenlemesi.....	138
3.5.3.Türk Hukuku Düzenlemesi.....	140
3.6.Sorumluluk Hükümleri	142
3.6.1.Sorumluluk Hükümlerinin Amacı.....	143
3.6.2.AB Hukuku Düzenlemesi.....	143
3.6.3.Türk Hukuku Düzenlemesi.....	145
3.6.3.1.Sermaye hakkında yanlış beyanlar ve ödeme yetersizliğinin bilinmesinden doğan sorumluluk	149
3.6.3.2.Ayni sermayeye değer biçilmesinde yolsuzluk yapılmasından doğan sorumluluk	151
3.6.3.3.Sermayenin kaybı ve borca batık olma durumunda çağrı ve bildirim yükümü.....	153
4.Esas Sermaye Sistemine Yönelik Görüşler	154
4.1.Esas Sermaye Sistemine Getirilen Temel Eleştiriler	154
4.2.Esas Sermaye Sistemini Savunan Görüşler	158
5.Esas Sermaye Sistemi Temel Düzenlemelerinin İşlevselliği ve İleri Sürülen Görüşler	161
5.1.Asgari Esas Sermaye Zorunluluğu, Miktarı ve İşlevselliği	161
5.2.İtibari Değerden Az Bedelle veya İtibari Değeri Olmayan Pay Senedi Çıkarılması Yasağının İşlevselliği	165
5.3.Ayni Sermaye Olabilecek Değerlerin Sınırlandırılması ve Değerleme Prosedürünün İşlevselliği	167
5.4.Finansal Yardım Yasağı ve Anonim Şirketin Kendi Paylarını İktisap Etmesine İlişkin Düzenlemelerin İşlevselliği	171
5.5.Dağıtımın Sınırlandırılmasına İlişkin Düzenlemelerin İşlevselliği	175
5.6.Sermayenin Azaltılmasına İlişkin Düzenlemelerin İşlevselliği	181

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ESAS SERMAYE SİSTEMİNİN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

1.AB Hukukunda Esas Sermaye Sistemi Reform Önerileri	183
1.1.SLIM Raporu	185
1.2.Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu/ Winter Grubu (Report of The High Level Group).....	186
1.3.Rickford Raporu.....	188
1.4.Hollanda Çalışma Grubu (Dutch Grup) Raporu	190
1.5.Lutter Grup.....	191
1.6.KPMG Raporu	193
2.Esas Sermaye Sistemine İlişkin Sadeleştirme Çalışmaları ve Türk Hukuku'nda Durum.....	197
3.Esas Sermaye Sistemini Tamamlayıcı Mekanizmalar	201
3.1.Kamuyu Aydınlatma Zorunluluğu ve Şeffaflık	202
3.2.Zorunlu Sigorta	206
3.3.Yöneticilerin Sorumluluğu.....	209
3.4.Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması.....	213
3.5.Ödeme Gücü Testi (Solvency Test/Solvenztest).....	218
3.6.Alacaklıların Sözleşme Yoluyla Korunması	224
4.Esas Sermaye Sisteminin Sürdürülebilirliğinin Türk Hukuku Bakımından Değerlendirilmesi ve Öneriler.....	228
4.1.Asgari Sermaye Miktarının Güncellenmesi	228
4.2.İtibari Değeri Olmayan Pay Çıkarılması (Gerçek İtibari Değersiz Pay)....	231
4.3.Ayni Sermaye Hükümlerinin Esnekleştirilmesi.....	235
4.4.Kendi Payını İktisap ve Finansal Yardım Yasağının Esnekleştirilmesi.....	240
4.5.Kamuyu Aydınlatma Zorunluluğunun Daha Etkin Kılınması	244
4.6.Yönetici Sorumluluk Sigortası ve Zorunlu Sigorta.....	247
4.7.Yöneticilerin Sorumluluğu.....	249

4.8.Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması Mekanizmasının Uygulanması.....	253
4.9.Bilanço Testi ile Birlikte Ödeme Gücü Testi	257
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	261
KAYNAKLAR	269
ÖZGEÇMİŞ	287



KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur.

Kısaltmalar	Açıklamalar
AB.	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AG.	Aktiengesellschaft
Alm.POK.	Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu
AktG.	Aktiengesetz
ATAD	Avrupa Topluluğu Adalet Divanı
Art.	Artikel
BATIDER	Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
C.	Cilt
CA.	Companies Act
Çev.	Çeviren
D.	Daire
DEÜHFD	Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
DGCL	Delaware General Corporation Law
dn.	Dipnot
E.	Esas
EBLR	European Business Law Review
EBOR	European Business Organization Law Review

Ed.	Editör
EEC	European Economic Community
EPDK	Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu
eTK	6762 sayılı (Eski) Türk Ticaret Kanunu
f.	fıkra
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH Rundschau (Dergi)
HD.	Hukuk Dairesi
IAS	International Accounting Standards
IASB	Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu
IASC	Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi
IFRS	International Financial Reporting Standard
İsv.BK.	İsviçre Borçlar Kanunu
İÜHFM	İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası
m.	Madde
KPMG	Klynveld Peat Marwick Goerdeler
MÜHKD	Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
MBCA	Model Business Corporation Act
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
örn.	Örneğin
p.	Paragraf
RG.	Resmi Gazete
RMBCA	Revised Model Business Corporation Act
S.	Sayı
s.	Sayfa

SEDDK	Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu
SLIM	Simpler Legislation for the Internal Market
SPK	Sermaye Piyasası Kanunu
TFRS	Türk Finansal Raporlama Standartları
TL	Türk Lirası
TMK	Türk Medenî Kanunu
TMS	Türk Muhasebe Standartları
TTK	6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
vd.	Ve devamı
Y.	Yargıtay
yy.	Yüzyıl
ZIP	Zeitschrift für wirtschaftsrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht

GİRİŞ

Günümüzde ekonomi ve ticaretin adeta başrol oyuncusu olan anonim şirketler, ortaya çıktıkları 15. yüzyıldan bu yana bazı temel özellikleri bünyesinde barındırmaktadır. Anonim şirketler hukukunu gerek ulusal gerekse uluslararası yönde biçimlendiren bu temel prensipler; anonim şirketlerin sermaye toplama amacına paralel olarak pay sahiplerinin yalnızca şirkete koymayı taahhüt ettikleri sermaye miktarı ile sınırlı bir şekilde sorumlu olması, şirket tüzel kişiliğinin ortaklarından ayrı olarak kendine özgü bir malvarlığına ve kendini oluşturan pay sahiplerinden ayrı olarak hak ve borçlara sahip olabilmesidir (Ayrılık İlkesi/Trennungsprinzip). Anonim şirketlerde esas sermaye sistemi de sınırlı sorumluluk prensibinin bir sonucu olarak şirket alacaklıları ve pay sahiplerinin korunması ihtiyacı ile birlikte ortaya çıkmıştır.

Anonim şirketlerde sınırlı sorumluluk ilkesinin şirket tüzel kişiliği, pay sahipleri ve alacaklılar nezdinde ortaya çıkardığı menfaat çatışmasının dengelenmesinde önemli işlevlere sahip olan esas sermaye sistemi, Kıta Avrupası ülkelerinde anonim şirketler hukukunun inşa edildiği bir temel olma görevini üstlenmiş ve bu perspektif Türk Hukuku tarafından da benimsenmiştir. Buna göre esas sermaye sisteminin, sermayenin oluşturulması (tedariki), asgari sermaye zorunluluğu ve sermayenin korunması sütunları üzerinde yükseldiğini söylemek mümkündür.

Avrupa’da esas sermaye sistemi, AB üyesi ülkeler arasında birlik sağlanması amacıyla yönergeler ile düzenlenmiş ve 77/91/EEC sayılı direktifle başlayan yeknesaklaştırma çabası, AB üyesi ülkelerin yerel hukuklarını direktiflerin asgari şartlarına uygun hale getirmesi ile desteklenmiştir. Çalışmamızda ayrıntılı biçimde değineceğimiz üzere AB üyesi ülkeler arasında yaratılmak istenen bu yeknesak kurallar bütünü, ATAD kararlarına da konu olan bazı uyumsuzluklar, İngiltere’nin söz konusu dönemde AB üyesi olmasına rağmen Anglo-Sakson hukuk sistemi geleneğinden gelen pratiği ve ABD’nin -özellikle Delaware eyaletinde- esas sermaye sisteminin geleneksel uygulamasını kaldırması sebebiyle 2000’li yılların başlarında sorgulanmaya başlanmıştır. Böylece öğretiden ve uygulayıcılardan, AB Hukuku esas sermaye düzenlemelerinin esnekleştirilmesi yönünde sesler yükselmiştir. Bu tartışma, Avrupa Birliği iç piyasa düzenlemelerin sadeleştirilmesine yönelik olan “*SLIM Grubu*

(*Simpler Legislation for the Internal Market*) Raporu¹”, Jaap Winter başkanlığında “Şirketler Hukuku Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu (*High Level Group*)” tarafından yapılan çalışma², Jonathan Rickford başkanlığındaki “*Rickford Raporu*”³, “*Hollanda Çalışma Grubu Raporu*”, *Lutter Grup Raporu*”⁴, “*KPMG (Klynveld Peat Marwick Goerdeler) Raporu*”⁵ ve *Avrupa Birliği Adalet Divanı* (ABAD) tarafından konuya ilişkin önemli kararlar ile ivme kazanmıştır⁶.

Günümüzde ise anonim şirketler hukuku hâlâ gelişimini devam ettirmekte, bu paralelde Türk Hukuku da söz konusu kaçınılmaz değişimin bir parçası haline gelmektedir. Küreselleşen piyasaların ve rekabetin etkisiyle anonim şirketler hukukuna bakış açısı, yerel hukuk bağlamından çıkıp, uluslararası anlamda bir boyut kazanmaktadır.

Bu çalışmanın konusu seçilirken, AB’de yaklaşık 10 yıl süren (1999-2009) ve yabancı hukuk doktrinde önemli eserlere konu olan esas sermaye sistemi tartışmalarının, aynı süreç içerisinde baştan aşağı yenilenen 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK) bakımından değerlendirmesi gerekliliğinden yola çıkılmıştır. Ayrıca sisteme yönelik değişiklik önerileriyle Türk Hukuku bakımından geleneksel esas sermaye sistemi düzenlemelerine yeni bir bakış açısı kazandırılması amaçlanmıştır. Çalışmanın çerçevesi çizilirken ise 2006 yılında *Marcus Lutter* editörlüğünde hazırlanmış olan *Horst Eidenmuller, Barbara Grunewald, Rudiger Veil, Holger Fleischer, Sebastian Mock, Christoph Kuhner vd.* gibi isimlerin konuya ilişkin makaleleri ile derlenmiş olan “*Legal Capital in Europe*” isimli eserden önemli ölçüde yararlanılmıştır⁷. Bununla birlikte ABD, Yeni Zelanda ve İngiltere hukukunun konuya

¹ Proposals submitted to the European Commission, *Simpler Legislation for the Internal Market (SLIM)*, (Brüksel:1999).

² The High Level Group Of Company Law Experts, *Report Of The High Level Group Of Company Law Experts On A Modern Regulatory Framework for Company Law In Europe*, (Brüksel: 2002). https://ecgi.global/sites/default/files/report_en.pdf (E.T: 02.08.2021)

³ Jonathan Rickford, “Reforming Capital, Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance, *European Business Law Review*”, *European Business Law Review (EBLR)*, 15/4 (2004): 919-971.

⁴ Marcus Lutter, Legal Capital of Public Companies in Europe, *Legal Capital in Europe*, ed. M. Lutter (Berlin: European Company Law Review, De Gruyter Recht, 2006): 1-14.

⁵ KPMG (Klynveld Peat Marwick Goerdeler), *Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU-accounting regime - main report* (Berlin: 2006) <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/42762?locale=en> (E.T: 24.02.2021).

⁶ Söz konusu raporlar ile sisteme yönelik getirilen reform önerileri ilerleyen bölümlerde ayrı bir başlıkta incelenmiştir. Bkz. III. Bölüm, 1 başlığı altında yapılan açıklamalar.

⁷ Bkz. dn. 4.

bakış açısının değerlendirilebilmesi amacıyla Anglo Sakson hukuku literatürünün konuya ilişkin önemli monografileri de incelenmiştir.

Çalışmamızın kapsamı, sermaye şirketleri kapsamında halka açık olmayan anonim şirketlerde esas sermaye sistemi ile sınırlandırılmış olup, çalışma boyunca halka açık anonim şirketler ve limited şirketlere konunun esası ile ilgili olduğu ölçüde değinilecektir. Bununla birlikte bu çalışma ile esas sermaye sistemi ve sürdürülebilirliğinin bir bütün olarak değerlendirilmesi amaçlandığından, sermayenin oluşturulması ve sermayenin korunmasına ilişkin TTK hükümlerinin Türk hukukundaki uygulama biçimlerinden ziyade, esas sermaye sisteminin amacı doğrultusunda üstlendikleri işlevler üzerinde durulacaktır.

Esas sermaye sistemin sürdürülebilirliğinin değerlendirilmesinde ise AB Hukuku esas sermaye sistemi tartışmalarında yabancı hukuk doktrininde öne sürülen alternatif ve tamamlayıcı mekanizmalar temel alınacak ve söz konusu mekanizmalar Türk Hukuku bakımından analiz edilecektir.

Bu kapsamda giriş ve sonuç bölümleri hariç olmak üzere üç ana bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde sermaye ve esas sermaye kavramları açıklanmış, anonim şirketlerde esas sermayenin temel özellikleri tetkik edilmiştir. Esas sermaye sisteminin Türk Hukuku bakımından tarihsel gelişimi yanında Kıta Avrupası ve Anglo Sakson Hukuk sistemlerindeki tarihsel gelişimine de yer verilmiştir. Ayrıca bu bölümde esas sermaye sisteminin amacı ve fonksiyonları da incelenmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde esas sermaye sistemi düzenlemelerinin amacı ve AB ve Türk hukukundaki normatif düzenlemeler, sermayenin oluşturulması ve sermayenin korunması ana başlıkları altında incelenmiş, esas sermaye sistemi temel düzenlemelerine ilişkin görüş ve eleştirilere ayrıntılı biçimde yer verilmiştir.

Çalışmanın son ana bölümü olan üçüncü bölümünde esas sermaye sisteminin sürdürülebilirliği, AB Hukukunda esas sermaye sistemi reform önerileri, bu kapsamda ileri sürülen alternatif ve tamamlayıcı mekanizmalar incelenmiş; söz konusu öneriler ve mekanizmalar Türk hukuku açısından analiz edilerek, değişiklik önerilerinde bulunulmuştur.

Çalışmanın değerlendirme ve sonuç bölümünde ise, esas sermaye sistemi temel düzenlemelerinin hukuk sistemimizde amacını gerçekleştirip gerçekleştirmediğine

ilişkin değerlendirmelere yer verilmiş, sistemin sürdürülebilirliğinin sağlanabilmesi için varılan sonuçlar sonuç başlığı altında toplanmıştır.



BİRİNCİ BÖLÜM

ANONİM ŞİRKETLERDE ESAS SERMAYE ve TEMEL KAVRAMLAR

1. Sermaye Kavramı ve Terminoloji

Sermaye, hukuk, iktisat ve muhasebe alanları bakımından farklı tanımlara sahip olan, çok yönlü bir kavramdır. Bu sebeple ortak ve tek bir tanımla ifade edilmesi güçlük arz etmektedir. Türk Dil Kurumu tarafından sermaye, “*Bir ticaret işinin kurulması, yürütülmesi için gereken anapara ve paraya çevrilebilir malların tamamı, anamal, başmal, kapital, meta, resülmal*” şeklinde tanımlanmakla birlikte, “*varlık, servet*” anlamına da gelmektedir⁸.

Muhasebe bakımından sermaye kavramının ise “öz sermaye” ve “ödenmiş sermaye” olarak iki farklı anlamı bulunmaktadır⁹. Öz sermaye, “*işletme sahiplerinin işletmeye sermaye olarak getirdiği değerler ile işletme faaliyeti neticesinde sağlanan ve henüz işletmeden çekilmemiş tüm kaynaklar*” olarak tanımlanmaktadır¹⁰. 213 Sayılı Vergi Usul Kanunu¹¹ m.192/4 hükmünde; bilançonun aktif toplamı ile borçlar arasındaki farkın, müteşebbisin işletmeye koyduğu mevzu varlığını eş deyişle öz sermayeyi ifade ettiği belirtilmiştir. Ödenmiş sermaye ise, “*ortaklar tarafından taahhüt edilen sermaye ile ödenmemiş sermaye arasındaki fark*” olarak tanımlanmıştır¹².

Sermaye kavramının diğer bir tanımına “*Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve*”¹³ kapsamında rastlanmaktadır. Kavramsal çerçeve uyarınca

⁸ Bkz. Türk Dil Kurumu Güncel Türkçe Sözlük: “sermaye”.

⁹ Bazı kaynaklarda “öz sermaye” kavramı “öz kaynak” olarak da ifade edilmektedir. Öz kaynak teriminin kullanımı için bkz. Çaldağ Yurdakul ve Yıldız Ayanoğlu, *Genel Muhasebe*, (Ankara: Gazi Kitabevi, 13.B, 2020), 309; Orhan Sevilengül, *Genel Muhasebe*, (Ankara: Gazi Kitabevi, 19. B, 2020), 558.

¹⁰ Çaldağ/Ayanoğlu, 313; Sevilengül, 584.

¹¹ 213 Sayılı Vergi Usul Kanunu, RG. 04.01.1961/10703.

¹² Sevilengül, s.587; Sermaye kavramı ekonomi ve muhasebe bilimi açısından farklı anlamlara ve türlere sahip olmakla birlikte, çalışmamızın hukuki kapsamı sebebiyle burada ayrıntılı olarak değinilmeyecektir. Ayrıntılı bilgi için bkz. İlhami Öztürk, *Sermaye Azaltımı ve Vergisel Sonuçları*, (Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 213, 2012), 14 vd.

¹³ Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve, Türkiye’nin AB uyum sürecinde IASC/IFRS’ye (International Financial Reporting Standards) dayalı olarak hazırladığı Türkiye Muhasebe Standartları kapsamında finansal tabloların tabi olacakları usul ve esasların belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır. Bkz.

http://kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/DynamicContentFiles/T%C3%BCrkiye%20Muhasebe%20Standartlar%C4%B1/TMSTFRS2017Seti/1-Finansal%20Raporlamaya%20%C4%B0li%C5%9Fkin%20Kavramsal%20%C3%87er%C3%A7eve/K%C3%87_2017.pdf (E.T: 03.03.2018).

sermaye, “*finansal açıdan yatırılan para veya yatırılan satın alma gücü*” olarak tanımlanmış ve işletmenin net varlıkları veya öz kaynakları ile aynı anlama geldiği belirtilmiştir. Bununla birlikte sermaye, “*fiziki açıdan faaliyette bulunabilme kabiliyeti*” olarak da tanımlanmıştır¹⁴.

Hukuki anlamda sermaye kavramı Türk Hukuk Lugatında; “*Medeni hukuk bakımından, para borcunun resülmal kısmı, ticaret hukuku bakımından, bir teşebbüse bir şirkete getirilen para veya mal olarak*” tanımlanmıştır¹⁵. Genel olarak borçlar ve ticaret hukuku alanlarında sermaye, şirket sözleşmesinin temel unsuru olarak ortak amacın gerçekleştirilmesi amacına hizmet eden değerler olarak tanımlanmaktadır. Bir başka hukuki tanıma göre ise sermaye, “*ticaret ve borçlar hukukunda, bir ticari işletmenin veya ortaklığın amacına ulaşması için bu işletme veya ortaklığa getirilmesi taahhüt edilen (ve getirilen) maddi veya gayri maddi malvarlığı unsurları ile ticari itibar, emek ve diğer para ile ölçülebilir değerleri*” ifade etmektedir¹⁶. Sermayenin, “*bilançonun pasifindeki itibari rakamın karşısındaki aktiflerdir*” şeklinde tanımlandığına da rastlanmaktadır¹⁷. Bir başka deyişle hukuki anlamda sermaye “*itibari bir değeri, eş deyişle konulduğu andaki rakamsal değeri*” ifade etmektedir¹⁸.

Mülga 6762 sayılı (eski) Türk Ticaret Kanunu¹⁹’nun (eTK) bilanço başlıklı m.74 hükmü ile “*Aktif yekünü ile borçlar arasındaki fark, tacirin işletmeye tahsis ettiği ana sermayeyi teşkil eder*” ifadesinin de tacirler bakımından sermaye kavramına açıklık

¹⁴ Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve alacaklıların korunmasına hizmet eden bir yapıya sahip değildir. Ayrıca çerçeve metninde, konuya ilişkin olarak sermayenin hangi anlamının en uygun olacağına ilişkin seçimin, finansal tabloları kullananların ihtiyaçları göz önünde bulundurularak yapılması gerektiği ifade edilmiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Ünal Tekinalp, “Türk Ticaret Kanunu’nda Küresel Bir Açılım: IFRS/TMS-TFRS”, *BATİDER*, 24/2, Aralık (2007): 33-68. Sermaye piyasasında TMS/TFRS anlayışı için bkz. Korkut Özkorkut, “Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim – Kamuyu Aydınlatma İlişkisi ve Sorumluluk”. İçinde 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, editör Korkut Özkorkut, 153-84. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2017, 170.

¹⁵ *Türk Hukuk Lugatı*, (Ankara: Başbakanlık Basım Evi, 1991), 296.

¹⁶ Fatih Arıcı, *Alacak Hakkının Anonim Ortaklığa Sermaye Olarak Taahhüdü*, (İstanbul, Beta Yayınevi, 1.B., 2003), 3.

¹⁷ Reha Poroy, Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2021) p.51; İsmail Kırca, Feyzan Şehirali Çelik ve Çağlar Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku, C 1, Temel Kavram ve İlkeler, Kuruluş, Yönetim Kurulu*, (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2013) 305, Hasan Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, (Ankara: Adalet Yayınevi, 2016) 19; Oruç Hami Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku* (Ankara: Seçkin, 4.B. 2019) 295; Erdoğan Moroğlu, *Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Artırımı*, (İstanbul: On iki Levha Yayınları, 2015) 1.

¹⁸ Ünal Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku: Anonim ve Limited Ortaklıklar, Tek Kişi Ortaklığı, Ortaklıklar Topluluğu, Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirme*, (İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015) 80.

¹⁹ RG. 09.07.1956/9353

getirdiği doktrinde belirtilmiş olsa da²⁰, yürürlükte bulunan 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun hükme karşılık gelen 73. maddesinde benzer bir ifadeye yer verilmemiştir.

1.1. Şirketler Hukukunda Sermaye Kavramı

“İki veya daha fazla şahsın müşterek emek ve malları ile müşterek iktisadi bir gayeye erişmek için bir akitle birleşmeleri”²¹ olarak tanımlanan şirket, özel hukuk bakımından sözleşmeyle kurulan ve ortak bir amaca ulaşılmasına hizmet eden kişi birliği olarak tanımlanmaktadır²².

Şirketler hukukunda sermaye kavramı şirket sözleşmesinin temel unsurlarından birini ifade etmektedir²³. Nitekim şirketi diğer kişi topluluklarından ayıran en özellik, şirket tüzel kişiliğinin ortaklarından ayrı olarak kendine özgü bir malvarlığına ve kendini oluşturan pay sahiplerinden ayrı olarak hak ve borçlara sahip olabilmesidir. Şirket tüzel kişiliğine ait bu özellik öğretide “ayrılık ilkesi (*Trennungsprinzip*)” olarak adlandırılmıştır²⁴.

Şirketler hukuku bakımından sermaye kavramı ise bir üst kavram olarak birden fazla anlamı bünyesinde barındırmaktadır²⁵. Genel olarak bir işletmenin finansal

²⁰ Mehmet Bahtiyar, *Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı*, (İstanbul: Beta Yayınları, 1996) 7.

²¹ Ernst Hirsch, *Ticaret Hukuku Dersleri*, (İstanbul: Hak Kitapevi, 3.B., 1948) 188.

²² Arthur Meier-Hayoz ve Peter Forstmoser, *Schweizerisches Gesellschaftsrecht mit Einbezug des künftigen Rechnungslegungsrecht und der Aktienrechtsreform*, (Bern: Stämpfli Verlag AG, Auf.12, 2012) 2; Rıza Ayhan, Hayrettin Çağlar ve Mehmet Özdamar, *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, (Ankara: Yetkin Yayınları, 2019) 10; Abuzer Kendigelen ve İsmail Kırca, *Şirketler Hukuku Cilt I*, (İstanbul: Oniki Levha, 2021), 8.

²³ Türk Borçlar Kanunu m. 620 vd. hükümlerinde düzenlenen adi şirket sözleşmesinin tanımı genel olarak bir ortaklığın temel tanımlayıcı unsurlarını ihtiva etmektedir.

²⁴ Heribert Hirte, *Kapitalgesellschaftsrecht*, (Köln: RWS Verlag Kommunikationsforum, 2016) 3; Reinier Kraakman vd., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, (Oxford: Oxford University Press, 3th. ed., 2017) 5; A. J. Boyle ve John Birds, *Boyle & Birds Company Law*, (Londra: Jordan Publishing, 9th. ed., 2014) 55; Christine Windbichler, *Gesellschaftsrecht*, (Berlin: C.H. Beck, 2017) 277; Martin Henssler ve Lutz Strohn, *Gesellschaftsrecht BGB, HGB, PartGG, GmbHG, AktG, GenG, UmwG, InsO, AnfG, IntGesR*, (München: C.H. Beck, 2016) ; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 58; Şener, *Teorik ve Uygulamalı*, 107; Veliye Yanlı, *Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklılarına Karşı Sorumlu Kılınması* (İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 2000) 10-12. Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 46 vd.; Şahin Akıncı, “Alacaklılardan Mal Kaçırarak İçin Kurulan Yeni Şirkete Müracaat İmkânı Bakımından; Muvazaa, Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması ile Organik Bağ Kavramlarının Elverişliliği ve Yargıtay Uygulamaları”, *Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 27/3 (2019) :651-678.; Ayhan/Çağlar/Özdamar, 125; Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, 81 vd.

²⁵ Hayrettin Çağlar, *Anonim Şirketlerde Esas Sermayenin Azaltılması* (Ankara: Turhan Kitabevi, 2010), 5. Bununla birlikte Türk Hukuk Lugatı'nda sermaye kavramı anonim şirketler açısından ayrıca tanımlanmıştır. Tanım uyarınca anonim şirketlerde sermaye tabiri üç anlama gelmektedir. a) Şirketin

ihtiyacı, iç kaynaklardan karşılanabileceği gibi dış kaynaklardan da karşılanabilecektir. Buna göre işletme için ortakların koydukları sermaye bir iç kaynak olarak ödenmiş sermayeyi (Eigenkapital/Paid-up Capital) ifade ederken, şirketin borçlanmak suretiyle üçüncü bir taraftan edindiği finansal kaynaklar ise dış sermayeyi (Fremdkapital/Borrowed Capital) ifade etmektedir. Bununla birlikte sermaye şirketlerinde pay sahiplerinin taahhüt ettiği ve şirket esas sözleşmesinde yazılı sermaye ise esas sermayeyi (Grund-Stammkapital/Legal Capital) tanımlamaktadır²⁶.

Sermaye kavramı, TTK kapsamında düzenlenmiş olan ticaret şirketlerinin²⁷ şahıs ve sermaye şirketi olarak sınıflandırılmasında da önemli bir rol oynamaktadır. Nitekim şirketler bakımından sermaye, gerek adi şirket sözleşmesi gerekse TTK ile düzenlenmiş bulunan ticaret şirketleri açısından farklı özellikleri bünyesinde barındırmaktadır. 6098 sayılı Borçlar Kanunu²⁸'nin adi şirket sözleşmesine ilişkin hükümlerinde 818 Sayılı Borçlar Kanunu'ndan farklı olarak "sermaye" kavramı yerine "katılma (katılım) payı" kavramı kullanılmıştır²⁹. Buna göre her ortak, para, alacak veya başka bir mal ya da emek olarak, ortaklığa bir katılım payı koymakla

kuruluşu anında müessis veya şerikin vermeği taahhüt ettiği para, şey veya hak. b) Şirket statüsünde rakamla ifade edilip de muayyen ve birbirine eşit hisselerle taksim edilmiş olan itibari sermaye yani "esas sermaye". c) Şirketin fiili mevcudu yani mameleki.

²⁶ Yaşar Karayalçın, *Bilanço Hukuku: Kavramlar-İlkeler-Başlıca Sorunlar-Yeni Gelişmeler* (Ankara: Bankacılık Enstitüsü, 1979) 26.; Windbichler, *Gesellschaftsrecht*, 278; Tilman Bezenberger, *Das Kapital Aktiengesellschaft: Kapitalerhaltung-Vermögensbindung Konzernrecht* (Köln: Otto Schmidt, 2005), 11.; Judith Freedman, "Limited Liability: Large Company Theory and Small Firms", *MLR The Modern Law Review* 63/3 (2000):317-354.; Marcus Bauer, *Gläubigerschutz durch eine formelle Nennkapitalziffer - Kapitalgesellschaftsrechtliche Notwendigkeit oder überholtes Konzept?* (Peter Lang, 1995), 115 vd.; Bernard Umfaher, *The Reform of European Legal Capital Rules: Its Impact on UK and Austrian Company Law* (Antwerpen; Neuer Wissenschaftlicher Verlag, 2009), 77.; Sebastian Barta, "Aufsätze Und Beiträge - Das Kapitalsystem Von Gmbh Und AG - Inhalt Und Zweck Der Regelungen Über Stamm- Bzw. Grundkapital. Zugleich Anmerkungen Zum Referentenentwurf Eines 'Gesetzes Zur Neuordnung Des Mindestkapitals Der Gmbh (Mindestkapg)'" *Gmbh-Rundschau*. 96/11 (2005): 657-662.; Tobias Meyer, *Gläubigerschutz Durch Kapitalschutz: Eine Ökonomische Und Rechtsvergleichende Untersuchung Der Schweizer Kapitalschutzvorschriften Unter Berücksichtigung Des Entwurfs Zur Revision Des Aktienrechts* (Zürich: Dike, 2009), 34.; Barbara Grunewald, *Gesellschaftsrecht* (Tübingen: Mohr Siebeck, 2017), 322.

²⁷ TTK ile düzenlenmiş olan ticaret şirketleri kolektif, komandit, anonim, limited ve kooperatif şirketlerden ibaret olup; kolektif ile komandit şirket şahıs; anonim, limited ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirket sermaye şirketi sayılmaktadır. (TTK m.124/1,2). Bununla birlikte TTK kapsamında ticaret şirketlerinin genel bir tanımı yapılmamış, her şirket türünün başında ilgili şirketin tanımı yapılmıştır. Ticaret şirketleri doktrinde "Bir veya birden fazla kişinin, yazılı bir sözleşme ile, emek, mal veya haklarını ortak bir unvan altında, iktisadi bir amaç uğrunda, kanundaki belirli tiplerden birine uygun olarak birleştirmeleriyle meydana gelen bir tüzel kişiliktir" bkz. Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 51. Ayrıca ticaret şirketlerini maksat ve konusu için ayrıntılı bilgi için bkz. Hırş, s. 190; Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.31-31a; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 58.

²⁸ RG. 04.02.2011/27836

²⁹ Doktrinde katılma payı ve sermaye kavramları eş değer kavramlar şeklinde kullanılmaktadır. Bkz. Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 58.

yükümlüdür³⁰. Adi şirket ortakları tarafından üstlenilen katılım payı, ortak amacın gerçekleştirilmesine hizmet etmektedir.

Ticaret şirketlerinde ise kazanç elde ederek bu kazancın paylaşılması amacının gerçekleştirilebilmesi için ortaklar tarafından şirkete sermaye değerlerinin getirilmesi gerekmektedir. Eş deyişle ticaret ortaklarında her ortağın sermaye borcunu yerine getirme yükümlülüğü bulunmaktadır. Söz konusu yükümlülük TTK m.127 vd. hükümlerinde düzenlenmiş olup, m.127 hükmü ile ticaret şirketlerine hangi değerlerin sermaye olarak getirilebileceği düzenlenmiştir³¹. Ticaret şirketlerinin şahıs ve sermaye şirketi olarak ayrılması hem sermaye olabilecek değerlerin tespitinde hem de ortakların şirket borçlarından kaynaklı sorumluluklarının belirlenmesinde etkili olmuştur. Şöyle ki, şahıs şirketlerinde ortaklar şirket borçlarından, kendi malvarlıklarıyla sınırsız olarak sorumlu olmaları sebebiyle şirkete sermaye olarak kişisel emeğin getirilmesi mümkünken, sermaye şirketlerinde bu durum farklılık arz etmektedir³². Zira ilerleyen başlıklarda ayrıntılı olarak ele alınacağı üzere sermaye şirketlerinde pay sahipleri şirket borçlarından, şirkete getirmiş oldukları sermaye ile sınırlı olarak sorumludur. Diğer bir deyişle, sınırlı sorumluluk ilkesinin bir sonucu olarak sermaye olarak getirilebilecek değerler, sermaye şirketlerinde şahıs şirketlerine nazaran daha kısıtlıdır.

Dolayısıyla şirketler hukuku bakımından sermaye kavramını şirketin türüne göre değerlendirmek gerekir. Nitekim sermayenin ehemmiyeti, işlevi ve korunması şirketin şahıs veya sermaye şirketi olmasına göre farklılık arz edebileceği gibi tâbi olduğu hükümler de aynı değildir.

1.2. Anonim Şirketlerde Sermaye Kavramı

Tarihi 15. yüzyılın başlarına kadar dayanan anonim şirketler, modern anlamıyla 17. yüzyıl itibarıyla kumpanya şeklinde görünüm kazanmış ve söz konusu

³⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz. Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku*, 27 vd.; Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.76.

³¹ TTK m.128 hükmü, sermayenin şirkete getirilmesi bakımından özel düzenleme niteliği taşımaktadır. Hüküm ile ticaret şirketlerine sermaye olarak getirilebilecek değerlerin taahhüdüne ilişkin kurallar belirlenmiştir.

³² Nitekim sermaye şirketlerinde pay sahiplerinin hizmet edimlerini, kişisel emeklerini ve ticari itibarını şirkete sermaye olarak taahhüt etmesi mümkün değildir (TTK m.342, m.581). Bu yasak Kıta Avrupası Hukuk sistemlerinde de yaygın olmakla birlikte öğreti tarafından eleştirilmektedir. Söz konusu eleştirilere çalışmamızın ilerleyen bölümlerinde aynı sermayeye ilişkin hükümlerin değerlendirilmesinde değinilecektir. Bkz. II. Bölüm, 134 vd.

kumpanyalarca kamu hizmetlerinin yerine getirilmesi için sermaye toplaması ile de anonim şirketler bakımından sermaye kavramı ortaya çıkmıştır³³.

Bir sermaye şirketi olan anonim şirket TTK m.329 hükmünde, “*Sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirket*” olarak tanımlanmıştır. Sermayenin belirli ve paylara bölünmüş olması, şirket pay sahiplerinin sadece taahhüt etmiş oldukları sermaye ile ve yalnızca şirkete karşı sorumlu olması anonim şirkete sermaye şirketi vasfı kazandıran temel unsurlardır³⁴.

Anonim şirketlerde sermaye kavramı esasen “*Anonim şirketin amacı nedir?*” sorusu ile yakından ilişkilidir. Bütün ticaret şirketlerinde olduğu üzere anonim şirketlerin de amacı iktisadi faaliyette bulunarak kazanç elde etmek ve paylaşmaktır. Anonim şirketlerin bu amacı elde edebilmesi ve ticari faaliyetlerini sürdürebilmesi için belirli bir finansmana ve organizasyona ihtiyacı vardır³⁵. İşte bu finansman kaynaklarından biri ve en önemlisi pay sahiplerinin şirkete koymayı taahhüt ettikleri sermayedir. Dolayısıyla anonim şirketler bakımından sermaye kavramı, “*anonim şirketin amacını gerçekleştirebilmesi için, ortakların şirkete getirdiği veya getirmeyi taahhüt ettiği malvarlığı unsurlarının toplamının nakit olarak ifadesi*” şeklinde tanımlanmaktadır³⁶.

TTK’nın anonim şirketlere ilişkin hükümlerinde sermaye kavramı genel olarak, anonim şirket esas sözleşmesinde yazılı olan miktarı eş deyişle “esas sermayeyi” işaret etmektedir. TTK m.332 hükmü uyarınca esas sermaye “*tamamı esas sözleşmede taahhüt edilmiş bulunan sermayeyi*” ifade etmektedir. TTK m.332 hüküm gerekçesinde ise “sermaye” sözcüğünün esas sermaye sisteminde, “sermayeyi”; kayıtlı sermaye sisteminde ise “çıkarılmış sermayeyi” ifade eden bir terim olduğu vurgulanmıştır³⁷.

³³ Halil Arslanlı, *Anonim Şirketler Umumi Hükümler I*, (İstanbul: İstanbul Üniversitesi Yayınları No: 805, 1959) 2; Tuğrul Ansay, *Çağdaş Anonim Şirketlerin Sorunları ve Türk Anonim Şirketleri*, (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1972), 16; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 2. Anonim şirketlerin tarihsel gelişimi için ayrıca bkz. Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.442 vd.

³⁴ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.428.

³⁵ Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 305; Ayhan/Çağlar/Özdamar, 129; Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku*, 295; Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 74; Armour/Hansmann/Kraakman/Pargendler, 5; Windbichler, 277; Kendigelen/Kırca, 15.

³⁶ Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku* 295.; Moroğlu, *Sermaye Artırımı*, 1; Ayhan/Çağlar/Özdamar, 129.

³⁷ TTK m.332 hüküm gerekçesi.

Bu çalışma kapsamında sermaye kavramı, esas sermaye sistemindeki anlamı ile kullanılacak olup, halka açık olmayan anonim şirketler bakımından ele alınacaktır.

2. Anonim Şirketlerde Esas Sermaye Kavramı ve Malvarlığı İle İlişkisi

2.1. Anonim Şirketlerde Esas Sermaye Kavramı

Anonim şirketlerde esas sermaye kavramı sahip olduğu özellikler nedeniyle, diğer ticaret şirketlerindeki sermaye kavramından ayrılmaktadır³⁸. Anonim şirketlerde esas sermaye kavramı, “*Tamamı kurucu ortaklar tarafından anonim şirket esas sözleşmesi ile taahhüt edilen, payların toplam itibari değerine eşit ve miktarı belirli ve sabit olan sermaye bütünü*” olarak tanımlanmaktadır. Esas sermaye, TTK m.332/1 hükmünde de “*Tamamı esas sözleşmede taahhüt edilmiş bulunan sermaye*” şeklinde tanımlanmıştır³⁹. Öğretide esas sermaye kavramının bilançonun pasif kısmında (Passivseite) yer alan itibari bir değeri ve şirketlerin kuruluşunda temel bir kanuni niteliği ifade ettiği de belirtilmiştir⁴⁰.

İlerleyen bölümlerde ayrıntılı olarak inceleneceği üzere, esas sermaye sisteminin temel kavramı olan esas sermayenin, sistem ile hedeflenen amaçları gerçekleştirilebilmesi için bir takım unsurları ve fonksiyonları bulunmaktadır. Esas sermaye niteliği itibariyle belirli, paylara bölünmüş, kanuni olarak belirlenen asgari miktarın üzerinde ve tamamı esas sözleşme ile taahhüt edilmiş olup, bu unsurlar sermayenin korunması ilkesi ve emredici hükümler ile korunmaktadır⁴¹.

³⁸ Halil Çonkar, *Anonim Ortaklıkta Ayni Sermaye*, (İstanbul: Oniki Levha Yayınları, 2016) 6. Nitekim doktrinde, anonim şirket sermayesine, şahıs şirketlerindeki sermaye kavramından ayırabilmek maksadıyla esas sermaye denildiği belirtilmektedir.

³⁹ Sermayenin taahhüt edilmesinin nakit ve ayın şeklinde olan pay bedellerinin taahhüt edilmesi anlamına geldiği yönünde bkz. Kırca/Şehirali Çelik/ Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 306.

⁴⁰ Windbichler, 278; Ali Murat Sevi, *Anonim Ortaklıkta Sermayenin Oluşturulması ve Pay Sahiplerine İade Edilmesi Yasağı*, (Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2013) 40; Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.51; Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 77; Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku*, 295; Bezzenberger, a.g.e., 13; Massimo Miola, “Legal Capital and Limited Liability Companies: The European Perspective”, *European Company and Financial Law Review*, 4 (2005): 413-486, 418; Barta, 658; Meyer, 34; Christian Armbrüster, *Fallsammlung zum Gesellschaftsrecht 12 Klausuren und 380 Prüfungsfragen* (Berlin: Springer, 2018) 154. Armbrüster eserinde, bilançoda sermayenin nasıl sınıflandırılacağına dair soruyu sermayenin bilançonun pasif kısmında sınıflandırılacağı şeklinde cevaplamaktadır.

⁴¹ Bkz. I. Bölüm, 10 vd. Anonim şirketlerde sermayenin korunması ilkesine ilişkin olarak ayrıca bkz. Mehmet Mülazimoğlu, *Anonim Şirketler Hukukunda Sermayenin Korunması İlkesi*, (İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2020); Harun Eryiğit, *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Ortaklıklarda Sermayenin Korunması İlkesi*, (İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2020).

Esas sermaye kavramının ve beraberinde esas sermaye sisteminin kavranabilmesi için, Türk hukuku bakımından önem arz eden bir terminoloji tartışması olan esas sermaye ve malvarlığına ilişkisine değinilmesi gerekmektedir.

2.2. Esas Sermayenin Malvarlığı ile İlişkisi

Anonim şirketin sermayesi ile malvarlığı arasındaki ilişkinin Türk hukuk terminolojisinde nitelendirilmesi ve buna bağlı olarak sermayenin korunması ilkesinin isimlendirilmesi konusunda görüş ayrılıkları yaşanmıştır⁴². Kavramın ve ilkenin çerçevesinin (dar ve geniş yorumlanması) belirlenmesi, anonim şirket alacaklılarının alacaklarını yalnızca anonim şirket malvarlığından talep edebildikleri göz önünde bulundurulduğunda önem arz etmektedir. Bu sebeple her iki kavram arasındaki ayrımın yapılması, öğretideki terminoloji tartışmasının ve aralarındaki ilişkinin irdelenmesi gerekmektedir⁴³.

Öncelikle belirtmek gerekir ki, anonim şirket malvarlığı değişken bir değeri ifade ederken, esas sermaye sabit ve belirli bir değeri ifade etmektedir⁴⁴. Dolayısıyla anonim şirket esas sermayesi, anonim şirket malvarlığında meydana gelen artışlardan ve eksilmelerden etkilenmemektedir⁴⁵. Anonim şirket malvarlığı ise şirketin tüzel kişiliğiyle belirli bir anda sahip olduğu haklarından ve borçlarından oluşan bir bütün olup, şirket esas sermayesini de kapsayan üst bir kavramı ifade etmektedir. Bu sebeple esas sermayenin anonim şirket malvarlığını oluşturan unsurlardan biri olduğu kabul edilmektedir⁴⁶.

⁴² Söz konusu tartışmanın karşılaştırmalı hukukta benzer bir önem arz etmediği gözlemlenmekte ve çoğunlukla sermayenin korunması kavramı tercih edilmektedir. Kavram İngilizce olarak çoğunlukla “*capital maintenance*” olarak ifade edilirken, Almanca literatürde “*Kapitalerhaltung, Kapitalschutz*” olarak adlandırılmıştır. Alman Limited Ortaklıklar Kanunu (GmbHG) §30 hüküm başlığı da benimsenen yaklaşıma uygun olarak “*kapitalerhaltung*” şeklindedir.

⁴³ Ayrıca bkz. Eryiğit, 5 vd.; Sevi, 73; Emek Toraman Çolgar, *Şirkete Borçlanma Yasağı*, (İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2019) 9 vd.; Argun Karamanlioğlu, “Anonim Ortaklıklarda Malvarlığının Korunmasına İlişkin Önlemler” (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Maltepe Üniversitesi, 2009), 43 vd.

⁴⁴ Hirş esas sermaye ile şirket malvarlığı arasındaki ilişkiyi bir termometre örneği ile izah etmiştir. Şöyle ki, “*Termometrenin derece taksimatı esas sermayenin cüzüllerini gösterir. Tüpteki civanın hacmi da şirket mameleki olarak kabul edilecek olursa bunun yüksekliği, şirket mamelekinin şirket esas sermayesile olan nisbetini gösterir. O halde, anonim şirketi bir hastaya benzetecek olursak bunun sıhhi durumunu anlamak için, mevcudat ve bilançolardan şirketin mamelikini meydana çıkarmak ve bunu esas sermayenin nominal kıymetile mukayese etmek lazımdır.*” Örnekleme için bkz. Hirş, 266.

⁴⁵ Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku*, 296; Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 80.

⁴⁶ Sevi, 42; Hirş, 265; Arslanlı, *Anonim Şirketler*, 86; Sevi, 42; Karamanlioğlu, 43; Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 122. Kırca tarafından anonim şirketin malvarlığı, öz kaynak ve

Anonim şirketin kuruluşunda genel olarak şirket malvarlığı ile şirket sermayesi birbirine eşit olmakla birlikte, itibari değerden yüksek pay çıkarılması (agiolu) ve aynı sermaye için takdir edilen değer gerçek değerinden fazla olması halleri bu durumun istisnalarını teşkil etmektedir⁴⁷. Buna göre, agiolu pay çıkarılması halinde, kuruluş esnasında anonim şirket malvarlığı şirket sermayesinden fazla olmaktadır⁴⁸. Buna karşın aynı sermaye unsurlarına takdir edilen değer, söz konusu ayınların gerçek değerinden az olması halinde şirket malvarlığı esas sözleşmede belirtilen esas sermaye miktarından az olacaktır⁴⁹. Öte yandan söz konusu durumlar oluşmasa bile, anonim şirket kuruluş masrafları sebebiyle şirket malvarlığı ile şirket sermayesi başlangıç aşamasında dahi eşit olmayabilecektir⁵⁰.

İstisnai haller dışında şirket sermayesi ve şirket malvarlığı arasındaki bu eşitlik, şirket faaliyeti ile birlikte değişim gösterecektir. Nitekim şirketin faaliyeti sonucunda kâr etmesi veyahut kayba uğrayarak zarar etmesi halinde, ortaklık malvarlığında azalma veya artma meydana gelecektir. Öte yandan esas sözleşmede öngörülen esas sermaye miktarının artırılması veya azaltılması ise yalnızca esas sözleşme değişikliği ve kanunen öngörülen prosedür ile mümkün olacaktır (TTK m.456, m.473). Bu durum şirket malvarlığının değişken, esas sermayesinin ise belirli ve sabit bir yapıya sahip olmasının bir sonucudur.

2.3. Terminoloji Sorunu

Anonim şirketlerde sermayenin korunması ilkesi önemini ve dayanağını, sermaye şirketlerinde geçerli olan ve esas sermaye sisteminin de çıkış noktası olan sınırlı sorumluluk ilkesinden almaktadır. Nitekim sınırlı sorumluluk ilkesinin bir sonucu olarak şirket alacakların taleplerini yalnızca şirket malvarlığına yönelik olarak ileri sürebilmeleri; alacaklıların ve şirket malvarlığının korunması ihtiyacını

esas sermaye kavramları arasındaki ilişki şu şekilde ifade edilmiştir: “Anonim şirketin brüt malvarlığı, belirli bir anda şirkete ait para, ekonomik değeri olan mal, alacak ve haklar ile borçlar ve diğer yükümlülüklerin bütünüdür. Net (saf) malvarlığı ise brüt malvarlığından borçlar indirildikten sonra kalan kısımdır; diğer bir ifadeyle, brüt malvarlığının borçları aşan kısmıdır. Bu bakımdan net malvarlığı, miktar bakımından öz kaynaklara eşittir... esas sermaye, öz kaynak kalemlerinden biridir”. Bkz. Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 308.

⁴⁷ Çağlar, *Sermayenin Azaltılması*, 6; Karamanlioğlu, 44; Arslanlı, *Anonim Şirketler*, 85.

⁴⁸ Çağlar, *Sermayenin Azaltılması*, 6. TTK m.347 uyarınca itibari değerinden aşağı bedelle pay çıkarılması mümkün değilken, payların itibari değerinden yüksek bir bedelle çıkarılabilmeleri için ise esas sözleşmede hüküm veya genel kurul kararı bulunmalıdır.

⁴⁹ Arslanlı, *Anonim Şirketler*, 85.

⁵⁰ Çağlar, *Sermayenin Azaltılması*, 6 dn.5.

getirmiştir. Bununla birlikte Türk hukukunda söz konusu korumanın şirket sermayesini mi veyahut şirketin tüm malvarlığını mı kapsadığı konusunda farklı yaklaşımlar bulunmaktadır⁵¹.

İlkenin “sermayenin korunması” veya “malvarlığının korunması” şeklinde adlandırılmasında ortaya çıkan görüş ayrılıklarının temelinde, ilkenin dar veya geniş yorumlanması yer almaktadır. Buna göre ilkenin yorumlanmasında yalnızca şirket esas sermayesine karşılık gelen malvarlığının mı, yoksa geniş anlamda şirketin tüm malvarlığının mı korunması gerektiği sorusunun cevaplanması gerekmektedir.

İlkeyi dar yorumlayarak “sermayenin korunması” olarak adlandıran görüş, ilkenin esas olarak alacaklıları korumayı amaçladığından bahisle şirketin sermayeyi aşan tüm malvarlığının değil, pay sahiplerinin dilediğince tasarrufta bulunamayacağı malvarlığının, eş deyişle kanunen bağlı malvarlığının korunması gerektiğini ileri sürmektedir⁵². Bu görüşe göre, alacaklıların korunması bakımından güvence teşkil eden esas değer sermayenin karşılığı olduğundan ilkenin dar yorumlanarak sermayenin korunması olarak adlandırılması gerekmektedir.

İlkeyi geniş yorumlayarak “malvarlığının korunması” olarak adlandıran görüş ise öğretide ağırlıklı olarak kabul görmektedir⁵³. Bu görüşe göre, anonim şirkette malvarlığının korunması ilkesi, öncelikli olarak alacaklıların korunmasına hizmet

⁵¹ Bu görüşler için ayrıca bkz. Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 121; Sevi, 73; Ünal Tekinalp, “Anonim Ortaklıkta Sermayenin Korunması İlkesi”, *Prof. Dr. Rona Serozan’a Armağan*, c. 2 (İstanbul: On İki Levha, 2010), 1681-1699, 1689.; Eryiğit, 5 vd.; Toraman Çolgar, 9 vd.; Karamanlioğlu, 43 vd.

⁵² Kanunen bağlı malvarlığı, pay sahiplerinin şirkete getirmeyi taahhüt ettiği esas sermaye ve bununla birlikte kanuni yedek akçenin sermayenin yarısına kadar olan kısmının karşılığını ifade etmektedir. Bkz. Alihan Aydın, *Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi*, (İstanbul: Arıkan Yayınları, 2008) 7, dn.5.; Sermayenin korunması ifadesinin sermayeyi aşan malvarlığının (serbest malvarlığının) korunması anlamına gelmediği yönünde ayrıca bkz. Toraman Çolgar, 11. Öğretide ilkenin terminolojik olarak sermayenin korunması şeklinde kullanılmasına rağmen geniş yorumlanmasına da rastlanmaktadır. Bkz. Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku*, 314; Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 80; Tekinalp, a.g.m., s.1692. 6102 sayılı TTK ile birlikte sermayenin korunması ilkesi teriminin açıkça tercih edilmesi sebebiyle ilkenin bu doğrultuda adlandırılması gerektiği yönünde bkz. Eryiğit, 13.

Sermayenin karşılığının korunması teriminin sermayenin pay sahiplerine iade edilmesi yasağına karşılık geldiği yönünde ve konuya ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Sevi, 73 ve 409 vd.

⁵³ Söz konusu ilke ilk kez Prof. Dr. Reha Poroy tarafından “malvarlığının korunması ilkesi” olarak isimlendirilmiştir. İlkeyi terminolojik olarak “malvarlığının korunması ilkesi” olarak benimseyen diğer yazarlar için ayrıca bkz. Tekinalp, a.g.m.; 1689 vd.; Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.467; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 277; Sevi, 73; Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 127 vd.; Eryiğit, 8; Çağlar Manavgat, *Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz*, (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2016) 387; Murat Gürel, *Anonim Şirketin Kendi Paylarının İktisabı Amacıyla Finansal Destek Verme Yasağı*, (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2014).

etmekle birlikte yalnızca alacaklılara değil, aynı zamanda işletme konusunun elde edilmesinde şirket tüzel kişiliğinin ve pay sahiplerinin menfaatlerini de korumaktadır⁵⁴. Söz konusu görüş sahiplerince ilkenin dar yorumunda alacağın miktarının esas sermaye miktarını aşması halinde ilkenin alacaklıları koruma işlevinin yetersiz kalacağı ileri sürülmektedir. Ancak anonim şirketin bütün malvarlığının ilke kapsamına alınması halinde koruma kapsamı genişleyecek, malvarlığının azalması ve pay sahiplerine iadesinin önlenmesi ile hem alacaklıların hem de pay sahiplerinin menfaatlerine hizmet edilecektir. Bu sebeple ilkenin yorumlanmasında çıkar grupları bir bütün olarak ele alınmalı ve tüm malvarlığı unsurları koruma kapsamında değerlendirilmelidir⁵⁵.

İlkenin adlandırılmasına ilişkin tartışma karşısında kanun lafzına da bakmak gerekir. 6102 sayılı TTK’da ilke, genel olarak “sermayenin korunması” olarak adlandırılmaktadır. Kanunun genel gerekçesinde ise “*Güvenli Kuruluş ve Sermayenin Korunması*” başlığında söz konusu adlandırma, “*Güvenli Kuruluş ile sermayenin korunması, anonim şirketin sınırlı sorumlu bir ticaret şirketi olmasından kaynaklanan ve birbirini tamamlayan iki taşıyıcı ilke veya bir taşıyıcı ilkenin iki yüzüdür. Bu ilkeler veya ilke, sermayenin, şirketin hem işletme konusunun hizmetinde bulunmasını hem de tasarruf yetkisinin kapsamında olmasını ifade eder. “Hizmetinde olmak” sermayenin, kural olarak şirketin mülkiyetinde olması, sermayenin gerçek değeri ile şirkete fiilen getirilmesi, korunması ve iade edilmemesi şeklinde tanımlanır*” (Genel Gerekçe p.57) şeklinde ifade edilmiştir. Bununla birlikte “sermayenin korunması ilkesi” ifadesi açıkça yönetim kurulu kararlarının batıl olduğunun tespitini düzenleyen TTK m.391 ve genel kurul kararlarının batıl olduğu durumları düzenleyen TTK m.447 hükümlerinde de doğrudan yer almaktadır.

Kanun koyucu tarafından sermayenin korunması terimi tercih edilmesine rağmen Türk öğretisi ilkenin kapsamını geniş yorumlama eğilimi göstererek “malvarlığının korunması” teriminde mutabık gözükmektedir. Buna karşın karşılaştırmalı hukukta ilkenin adlandırılmasına ilişkin görüş ayrılıkları daha sınırlıdır. Kıta Avrupası hukuk sistemine dahil ülkelerde genel olarak “sermayenin korunması”

⁵⁴ Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 126; Tekinalp, a.g.m., 1694.

⁵⁵ Kırca/Şehirli Çelik/ Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 129; Tekinalp, a.g.m., 1689; Karamanlioğlu, 49; Yanlı, *Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması*, 82; Ali Paşlı, *Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi- Corporate Governance (Kurumsal Yönetim)*, (İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2004) 217; Gürel, 103-105.

teriminin tercih edildiği görülmektedir⁵⁶. Nitekim sermayenin şirkete tam ve eksiksiz getirilmesi ve sonrasında pay sahiplerine iadesinin önlenmesi üzerine kurulu sistemin temel amacının sermayenin yitirilmesinin engellenmesi değil, pay sahiplerine kazandırma yoluyla eksilmesinin önüne geçilmesi olduğu belirtilmektedir⁵⁷. Buna karşın terimin karşılaştırmalı hukukta kullanımı ile kastedilenin şirketin esas sermayesine karşılık gelen malvarlığının değil, tüm malvarlığı olduğu da belirtilmektedir⁵⁸.

Sonuç olarak ilkenin adlandırılmasında gerek “sermayenin korunması” gerekse “malvarlığının korunması” terimlerine ilişkin tartışma, somutlaştıkları kanun hükümleri de dikkate alınırsa ilkenin dar veya geniş yorumlanması düzleminde kalmaktadır. TTK nezdinde bazı hükümlerde doğrudan ifade edildiği üzere esas sermayeye karşılık gelen malvarlığı korunurken, diğer bazı hükümlerde anonim şirket malvarlığının tamamı korunmaktadır⁵⁹. Dolayısıyla kanun koyucunun tercihini de dikkate almak ve kullanım birliği sağlamak adına sermayenin korunması teriminin kullanılmasının yerinde olacağı kanaatinde olmakla birlikte, TTK hükümlerinin amacına göre yorumlanması gerektiğini de belirtmeliyiz. Böylece menfaat sahipleri bir bütün olarak dikkate alındığında, ilke geniş yorumlanabilecek, buna karşın açıkça anonim şirket esas sermayesine karşılık gelen malvarlığının korunmasının öngörüldüğü hükümlerde ise dar yorumlama yoluna gidilebilecektir.

⁵⁶ Alman hukuk terminolojisinde kavram daha çok “*Kapitalerhaltung*” şeklinde kullanılmakla birlikte, “*Kapitalschutz*” veya “*Kapitalerhaltungsprinzip*” şeklinde de isimlendirilmektedir. Söz konusu terminolojik tartışma ilkenin dar veya geniş yorumlanmasına yönelik olarak İsviçre Hukuku’nda ise 1991 yılından sonra gündeme gelmekle birlikte kavram Alman Hukukuna benzer şekilde “*Kapitalerhaltung/Kapitalschutz*” şeklinde kullanılmaktadır. İsviçre Hukukuna ilişkin olarak bkz. Tekinalp, a.g.m. 1690 vd. Kavramın kullanımı için bkz. Meyer, 34 vd; Hanno Merkt, “Der Kapitalschutz in Europa ein rocher de bronze?”, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 33, 3-4 (2004): 305-323, 306 vd.

⁵⁷ Rickford Report, 928; Julia Nienhaus, *Kapitalschutz in Der Aktiengesellschaft mit Atypischer Zwecksetzung : Eine Rechtsvergleichende/Europarechtliche Untersuchung für Deutschland, Frankreich, Belgien, Grossbritannien und Irland*, (Köln: C. Heymanns, 2002) 4; Armour, John Armour, “Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law”, *The Modern Law Review* 63/3 (2000): 365.;Toraman Çolgar, 10.

⁵⁸ Sevi, 74; Sermaye teriminin karşılığını oluşturan “*capital*” kavramı ile şirketin yalnızca tahsis edilmiş malvarlığı değil şirket tüzel kişiliğine ait malvarlığının tamamının ifade edildiği yönünde bkz. Henry W. Ballantine ve George S. Hills, “Corporate Capital and Restrictions upon Dividends under Modern Corporation Laws”, *California Law Review* 23/3 (1935): 231 vd.; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 277.

⁵⁹ Sermayenin korunması ilkesinin her iki kategori hükmünü kapsayacak şekilde anlaşılmasının amaca daha uygun olacağı yönünde bkz. Tekinalp, “Sermayenin Korunması İlkesi”, 1692.

3. Esas Sermayenin Temel Özellikleri

3.1. Belirli ve Sabit Olması

Esas sermayenin belirli olması, hem sermayenin niteliğini hem de anonim şirketin temel bir unsurunu ifade etmektedir⁶⁰. Nitekim TTK m.329/1 hükmü uyarınca esas sermayenin bu özelliği, “*Anonim şirket, sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirkettir*” şeklinde vurgulanmıştır. Doktrinde, sermayenin belirliliği, sabit olması şeklinde de ifade edilmektedir⁶¹. Bununla birlikte belirlilik, şirketin kuruluşu esnasında kurucuların, sermayenin arttırılması esnasında ise pay sahiplerinin taahhütleri neticesinde sermayenin önceden tespit edilerek şirket esas sözleşmesinde belirtilmesi ve ancak esas sözleşmenin değiştirilmesi suretiyle azaltılıp, arttırılabileceğini de ifade etmektedir⁶².

Anonim şirketin ticari faaliyetleri neticesinde şirket malvarlığı içerik ve kıymet itibariyle değişikliğe uğrarken, şirket esas sermayesi esas sözleşmede belirtilen miktar ile sabittir⁶³. Anonim şirket esas sermayesinin belirli olması ve arttırılıp azaltılmasının belirli bir prosedüre tabi tutulması; şirketin belirlenmiş olan esas sermaye miktarına sahip olduğu yönünde bir teminat işlevi görerek esasen alacaklıların korunmasına hizmet etmektedir⁶⁴.

⁶⁰ Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku*, 296; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 300; Arslanlı, 16; Hırş, 265; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 96; Sevi, 42. Bu nitelik İsviçre Hukuku’nda sermayenin “*önceden tespit edilmiş olması*” (*zum voraus bestimmten Kapital*) şeklinde belirtilmektedir (İsv. BK. m.620)

⁶¹ Şirket sözleşmesinde belirtilen sermayenin “sabit” olmasının, sermayenin mutlak olarak değiştirilemeyeceğini ifade etmediği genel kurul kararıyla değiştirilmesinin mümkün olduğu yönünde bkz. Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 302; Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku*, 296.

⁶² Hırş, 265; Arslanlı, 16; Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p. 430; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 96; Sevi, 42. Belirlilik hem esas sermaye hem de kayıtlı sermayeyi kapsayan bir özelliktir. Nitekim kayıtlı sermaye sisteminde de, şirketin başlangıç sermayesi ve tavan sermaye miktarı belirlidir. Kayıtlı sermaye sisteminin şirket esas sermayesinin sabit olmasına istisna oluşturduğu yönünde bkz. Çağlar, *Esas Sermayenin Azaltılması*, 12.

SPK m.50 hükmü ile düzenlenmiş olan “Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı”, anonim şirket sermayesinin belirli ve sabit olmasının bir istisnasını temsil etmektedir. Nitekim bu şirketlerde sermaye, net aktif değer değişmesi ile kendiliğinden değişmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Füsun Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı”. *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 71 (2014): 131-143, 139.

⁶³ Hırş, 265; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku C. I*, 96.; Çağlar, *Esas Sermayenin Azaltılması*, 12.

⁶⁴ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p. 430; Sevi, 43; Hırş, 266; Lutter, “*Legal Capital of public companies in Europe*”, 2.

Sermayenin belirlilik unsuru ve bunun aleniliği hususu TTK tarafından da kanun hükümleriyle vurgulanmıştır. Şöyle ki, TTK m.339 hükmü uyarınca, “*şirketin sermayesi şirket kuruluşu esnasında esas sözleşmede gösterilmeli ve ticaret siciline tescil edilmelidir*”. Bununla birlikte, “*sermayeye ilişkin sonradan meydana gelecek değişiklikler de esas sözleşmeye aktarılmalı tescil ve ilan edilmelidir*”⁶⁵ (TTK m.31, 455, 471).

3.2. İtibari Değerli Paylara Bölünmüş Olması

Anonim şirket sermayesinin bir diğer özelliği ise bütünden yararlanma hakkı veren itibari değere sahip parçalara (paylara) bölünmüş olmasıdır (TTK. 329)⁶⁶. Diğer bir deyişle anonim şirketin sermayesi, belirli itibari değere sahip olan ve bu değerlerin esas sözleşmede belirtildiği paylara bölünmüştür⁶⁷ (TTK m.339/2.c). Anonim şirket sermayesinin paylara bölünmüş olması payların serbestçe ve hızlı devrine olanak sağladığı için anonim şirket türünün tercih edilme oranını arttırmıştır⁶⁸.

Anonim şirketlerde pay (Aktie) kavramı merkezi bir kavram olarak çeşitli anlamları ihtiva etmekle birlikte TTK m.484 hüküm gerekçesinde pay “*anonim şirketteki sermayenin bölünmesi sonucu oluşan birim*” olarak tanımlanmış ve kanuni bir terim olduğu vurgulanmıştır⁶⁹. Dar anlamıyla ise pay, kıymetli evrak anlamındaki pay senedini ifade etmektedir⁷⁰. Nama veya hamiline yazılı çıkarılabilen pay senetleri ile anonim şirket pay sahipliğinin ispatı ve bazı pay sahipliği haklarını kullanması kolaylaşmaktadır.

⁶⁵ Çağlar, *Esas Sermayenin Azaltılması*, 6.

⁶⁶ Esasen paylara bölünmüş olanın sermaye değil, haklar bütünü olduğu yönünde bkz. Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.759.

⁶⁷ Nitekim Alman-İsviçre hukuk sistemlerinde anonim şirket “*Paylı Şirket (Aktiengesellschaft)*” olarak adlandırılmıştır. Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku C. I*, 97, Henssler/Strohn, *AktG* §1, p.12; Philip Stein, *Die Aktiengesellschaft : Gründung, Organisation, Finanzverfassung*, (Wiesbaden: Gabler, 2016), 5; Hanno Merkt, *US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, Fachmedien Recht und Wirtschaft*, (Frankfurt am Main: 2016), 270-271.

⁶⁸ Kırca/Şehirali Çelik/ Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 97.

⁶⁹ Pay kavramının çeşitli anlamları için bkz. Windbichler, 279; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 534 vd.; Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.758 vd; Ayhan/Çağlar/Özdamar, 333; Beşir Fatih Doğan, *Der Erwerb Eigener Aktien im Deutschen und Türkischen Recht im Hinblick auf Europäisches Recht* (Hamburg: Verlag Dr. Kovac, 2004), 5. Doğan, *Der Erwerb Eigener Aktien*, 5; Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 81 vd.

⁷⁰ Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 97; Windbichler, 280; Henssler/Strohn, *AktG* § 1 Rn. 10-12.

Pay kavramının diğerk bir anlamı ise, pay sahibinin üyelik mevkiini ifade etmektedir⁷¹. Nitekim anonim şirketlerde şahıs şirketlerinden farklı olarak pay sahipliğinden doğan haklar ve yükümlölüklerin belirlenmesinde şahıs değıl, paylar belirleyicidir. Bu sebeple, anonim şirket pay sahipliğı, pay sahibinin şahsından özerktir⁷².

Üçüncü anlamıyla ise pay, anonim şirket esas sermayesinin bölünmüş her bir değerini ifade etmektedir⁷³. Bu anlamıyla pay, pay sahibinin şirket sermayesine katılım oranını ifade etmekte ve şirketin tescili ile doğmaktadır. Bu değıer itibari/nominal değıer olarak adlandırılmıştır⁷⁴. Nitekim TTK m. 476/1 hükmü uyarınca “her pay bir itibari değıere sahiptir”⁷⁵ ve itibari değıerden yoksun ve itibari değıerinden aşğı bedelli pay çıkarılması mümkün değıildir (TTK m. 347, m.476/2). Payların itibari değıerlerinin toplamı ise anonim şirket esas sermayesine eşittir⁷⁶.

Anonim şirket sermayesinin paylara bölünmüş olması bazı hukuki sonuçlar da meydana getirmektedir. Buna göre, anonim şirket sermayesinin paylara bölünmesiyle pay sahipliğı mevkiı yaratılmakta ve pay sahipliğinden kaynaklanan hakların ve

⁷¹ Kırca/Şehirali Çelik/ Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 97; Windbichler, 279; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 535; Hırş, 275; Poroy/Tekinalp/Çamoğılu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.760.

⁷² Halil Arslanlı, “Anonim Şirkette Pay ve Pay Sahipliğı”, *İstanbul Üniversitesi Hukuk Faköltesi Mecmuası* 23 (2011) : 258-290.; Ayhan/Çağılar/Özdamar, 342; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 535.

⁷³ Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 534; Windbichler, 279; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 97; Poroy/Tekinalp/Çamoğılu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.758; Ayhan/Çağılar/Özdamar, 335.

⁷⁴ Ayhan/Çağılar/Özdamar, 335; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 534; Windbichler, 279; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 97; Umfahrer, 80; İtibari değıer, payın piyasa değıerini değıil, sermayenin bir parçası olması itibariyle olan değıerini ifade etmektedir. Bkz. Poroy/Tekinalp/Çamoğılu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.758; Umfahrer, 80; Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 82.

⁷⁵ TTK m.476/1 hükmü uyarınca, “Payın itibari değıeri en az 1 kuruştur. Bu değıer ancak birer kuruş ve katları olarak yükseltilebilir. Anılan itibari değıer, Cumhurbaşkanınca yüz katına kadar artırılabilir.” Buna karşın itibari değıerin piyasa değıeri ile örtüşmediğı, karmaşıklık yarattığı ve alacaklıların korunmasında önemli bir rol üstlenmediğı gerekçesiyle ABD başta olmak üzere Yeni Zelanda gibi bazı ölkelerde gerçek itibari değıeri olmayan (non par value shares) pay ihraç edilmesi mümkün hale gelmiştir. Öte yandan, gerçek itibari değıeri olmayan payları kabul etmemekle birlikte, ara bir kurum olarak da nitelendirilen yarı itibari değıersiz pay, gerçek olmayan itibari değıersiz pay veya doktrinde parça pay (*Stückaktie*) olarak isimlendirilen paylar da Almanya başta olmak üzere bazı ölkelerinde kabul edilmiştir (AktG §8, §23) Bkz. Bezenberger, a.g.e., 34; Jens Koch ve Uwe Hüffer, *Standard-Kommentar zum Aktiengesetz*, (München: C.H. Beck, 3 B. 2018) Art. §8, p.17-24. AB esas sermaye sistemine ilişkin reform çalışmalarında ileri sürölen önerilerden birisi de ABD sistemine benzer şekilde gerçek itibari değıeri olmayan pay çıkarılmasının mümkün hale gelmesidir. Konuya ilişkin tartışma ve görüşler ayrı bir başlık altında ve ilerleyen bölümlerde ele alınmıştır. Bkz. II.Bölüm, 5.2. başlığında yapılan açıklamalar.

⁷⁶ Bununla birlikte, her payın itibari değıerinin eşit olması gerekmemektedir. Farklı itibari değıerli paylar sözkonusu olabilir. Bkz. Arslanlı, a.g.m., 250; Ayhan/Çağılar/Özdamar, 335; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 534; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 97. Ancak grup içerisinde itibari değıer bakımından eşitlik aranmaktadır. Bkz. Poroy/Tekinalp/Çamoğılu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.758.

yükümlülüklerin kapsamı belirlenmektedir⁷⁷. Dolayısıyla paylara bölünmüş sermaye, pay sahibinin şirket sermayesine katılmasının yanında oransallık ilkesine bağlı hakların kullanılmasında da belirleyici bir rol oynamaktadır⁷⁸.

Anonim şirket sermayesinin paylara bölünmüş olmasının bir diğer sonucu ise, pay devrinin kolaylaşmasıdır. Payların devrinde anonim şirket tarafından çıkarılan pay senetlerinin türüne göre çeşitli hükümler ve sınırlamalar mevcuttur (TTK m.489 vd.). Ancak payın devredilmesi ile pay sahiplerinin sayısı değişiklik gösterse de, pay sahipliği konumu sabit kalmaktadır⁷⁹.

3.3. Asgari Miktarı Olması

Esas sermaye sisteminin en temel unsurlarından biri, anonim şirket kuruluşunda asgari miktarda sermayenin zorunlu olmasıdır⁸⁰. Esas sermayenin bu özelliği belirlilik

⁷⁷ Bir paya birden fazla kişi sahip olabileceği gibi, bir kişinin birden fazla paya sahip olması da mümkündür. Bkz. Ayhan/Çağlar/Özdamar, 342; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 535; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 100; Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku*, 296. Nitekim pay sahiplerinin sayısının payların sayısı kadar olması zorunluluğu yoktur. Bkz. Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.760.

⁷⁸ Oransallık ilkesi, bazı pay sahipliği haklarına sermayeye katılım oranında iştirake edilebileceğini ifade etmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 118 vd; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 276; Ayhan/Çağlar/Özdamar, 210. Oransallık ilkesinin geçerli olduğu malvarlıksal haklara kâr payı, tasfiye payı ve yeni pay alma hakkı gibi haklar örnek gösterilebilir (TTK m.507). Bunun yanında, oransallık ilkesinden ayrılan durumlar da düzenleme altına alınmıştır. Bkz. TTK m.434 ve imtiyazlara ilişkin TTK m. 478 ve TTK m.479. Ayrıntılı bilgi için bkz. Bilge Aytuğar, *Anonim Şirketlerde Oy Hakkında İmtiyaz*, (İstanbul: Oniki Levha Yayıncılık, 2019); Pay sahipliği hakları için ayrıca bkz. Hırş, 278; Ayhan/Çağlar/Özdamar, 210; Stein, 33 vd.

⁷⁹ Hırş, 280; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 100.

⁸⁰ Bununla birlikte “asgari sermaye zorunluluğu” esas sermaye sisteminin vazgeçilmez unsurlarından biri olmayıp, asgari sermaye zorunluluğunun bulunmadığı bir şirket ise pekâlâ tasavvur edilebilecektir. Asgari sermaye zorunluluğunun bulunmadığı uygulamalara ABD’nin bazı eyaletleri, 2012 değişikliği ile Hollanda hukuku bakımından sınırlı sorumlu şirketler (BV- Besloten Vennootschap met Beperkte Aansprakelijkheid) veya İngiliz hukuku bakımında halka açık olmayan şirketler (private company) örnek gösterilebileceği gibi asgari sermayenin çok düşük bir miktar olarak belirlendiği ara form olarak, Fransız Hukuku’nda 1 Euro Şirketi veya Alman Hukuku’nda 2008 yılında kabul edilen sınırlı sorumlu müteşebbis ortaklıklar (Unternehmergeellschaft/enterprise company) örnek verilebilir. Sınırlı sorumlu müteşebbis ortaklık Alman Limited Ortaklıklar Kanunu §5a hükmü ile düzenlenmiş olup, hükümde kanun ile belirlenmiş olan asgari sermayenin altında bir sermaye ile oluşturulan şirket olarak tanımlanmıştır. Alman hukukunda kabul edilen sınırlı sorumlu müteşebbis ortaklık diğer Kıta Avrupası ülkelerinde kabul edilen bir-euro şirketleri ile eşdeğer niteliktedir. Lutter, *Legal Capital*, 2; Matondo Cobe, *Der Gläubigerschutz in der Unternehmergeellschaft : eine funktionale Gegenüberstellung der Private Limited Company und der UG*, (Wiesbaden: Springer Fachmedien, 2017), 3; Hasan Pulaşlı, “Sermayesiz Sermaye Şirketi ile Ortaya Çıkan Hukuki Sorunlar ve Bunlara Karşı Alınması Gereken Hukuki Önlemler”, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 34/2 (2018), 6 vd.; Paul Davies vd., *Corporate boards in law and practice : a comparative analysis in Europe*, (Oxford: Oxford University Press, 2013) 267; John Kong Shan Ho, “Revisiting the Legal Capital Regime in Modern Company Law”, *Journal of Comparative Law*, 2017/1, 27.; Etem Kaya ve Şaban Kayıhan, “AB Şirketler Hukuku Açısından Türk Hukukunda Asgari Sermaye”, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 32 (2016): 91.

özelliğinin tamamlayıcısıdır. Asgari esas sermaye miktarı nakitle ifade edilebilir olup, pay sahiplerinin taahhüt ettikleri sermayenin toplamını ifade etmektedir⁸¹.

Türk hukukunda TTK m.332 hükmü uyarınca en az sermaye tutarı özel kanunlarda aksi belirtilmedikçe⁸² anonim şirketler için 50.000 TL olarak belirlenmiş; kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş anonim şirketler bakımından ise başlangıç sermayesinin 100.000 TL'den az olmaması gerektiğine hükmedilmiştir⁸³. Sermayenin TTK m.332 hükmünde belirtilen asgari tutarların altına indirilecek şekilde azaltılamayacağı da emredici olarak ifade edilmiştir⁸⁴ (TTK m.473/5). Bununla birlikte bir anonim şirket kurulurken kanun tarafından belirlenen en az sermaye tutarının üzerinde bir sermayenin taahhüt edilmesi mümkündür.

Öğretide, anonim şirket pay sahiplerinin sınırlı sorumlu olması sebebiyle en az sermaye tutarının kanun tarafından belirlenmesi ihtiyacının doğduğu ağırlıklı olarak kabul edilmektedir. Söz konusu hükmün amacının teminat işlevi görerek alacaklıların menfaatlerinin korunması ve şirket tüzel kişiliğinin suiistimal edilmesinin engellenmesi olduğu vurgulanmaktadır⁸⁵. Zira asgari sermaye ile alacaklıların

⁸¹ Arslanlı, *Anonim Şirketler*, 16; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 122; Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku*, 296; Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 79; Ayhan/Çağlar/Özdamar, 207.

⁸² Özel Kanunlarda bazı anonim şirketler için asgari sermaye miktarı daha yüksek oranda belirtilmiştir. Şöyle ki, 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu m.7/1.a hükmü uyarınca Türkiye'de kurulacak bir banka anonim şirket olarak kurulmalı, nakden ve her türlü muvazaadan âri olarak ödenmiş sermayesinin en az otuzmilyon Türk Lirası olması gerekmektedir (Bank. K. m.7/1.f). Aynı şekilde 5684 Sayılı Sigortacılık Kanunu m.3/1 hükmü uyarınca, Türkiye'de faaliyet gösterecek sigorta şirketleri ile reasürans şirketlerinin anonim şirket veya kooperatif şeklinde kurulmuş olması gerekmektedir. Bununla birlikte m.5/3 hükmü uyarınca "Kuruluş işlemlerini tamamlayan ve ruhsat talebinde bulunan sigorta şirketleri ile reasürans şirketleri, ödenmiş sermayelerini, ruhsat talep edilen sigorta branşları için öngörülen sermaye tutarları ile verilmek istenen teminatlara bağlı olarak, beş milyon Türk Lirasından az olmamak kaydıyla, Müsteşarlıkça belirlenecek miktara yükseltmek zorundadır". Yine Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılan, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1) m.6 hükmü uyarınca kuruluşta başlangıç sermayesinin, dönüşümde ise mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesi ile öz sermayesinin her birinin 30.000.000 TL'den az olamayacaktır.

⁸³ TTK m.332/1 hükmü son cümle uyarınca söz konusu en az sermaye tutarı Cumhurbaşkanınca artırılabilir.

⁸⁴ Anonim şirketlerin en az sermaye tutarı özellikle Kıta Avrupası hukuk sistemine dahil çeşitli ülke hukuklarında kanun koyucu tarafından düzenleme altına alınmıştır. Bu miktar, Alman Hukuku'nda anonim şirket asgari sermayesi için 50.000 Euro (AktG. §7), İsviçre Hukuku'nda 100.000 İsviçre Frangı (OR. §621), Fransız Hukuku'nda 225.000 Euro (Code de Commerce L. 224-2), İngiliz Hukuku'nda sınırlı sorumlu halka açık ortaklıklar bakımından (Public Company) ise 50.000 Pound (Companies Act 2006 §763/1) olarak belirlenmiştir. Bununla birlikte Avrupa Birliğinin 2017/1132 sayılı yönergesi md.45/f.1 ile halka açık şirketler için asgari sermayenin en az tutarı 25.000 Euro olarak düzenlenmiştir.

⁸⁵ Sevi, 48; Arslanlı, *Anonim Şirketler*, 17; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 129; Boyle/Birds, 206; Çağlar, *Sermayenin Azaltılması*, 13; Lutter, *Legal Capital*, s.7; Peter O. Mülberr ve Max Birke, "Legal Capital — Is There a Case against the European Legal Capital Rules?", *European Business Organization Law Review* 3/4 (2002): 695-732, 727.

menfaatlerinin, belirli bir tutarla teminat altına alındığı çoğunlukla kabul görmektedir. En az sermaye tutarının, kanun koyucu tarafından zorunlu olarak tespitinin gerekliliği, alacaklıların korunmasına gerçekten hizmet edip etmediği ve şirket finansmanında oynadığı rol, esas sermaye sistemine ilişkin tartışmanın bir konusu olmakla birlikte bu tartışmalara çalışmamızın ilerleyen bölümlerinde ayrıntılı olarak değinilecektir⁸⁶.

3.4. Tamamının Taahhüt Edilmiş Olması

Esas sermayenin bir diğer özelliği ise kurucular tarafından tamamının taahhüt edilmiş olmasıdır. Pay sahiplerinin şirket esas sözleşmesinden kaynaklanan sermaye borcunun bir sonucu olarak sermaye taahhüdü, kurucuların belli bir pay karşılığında tespit olunacak ayni veya nakdi değeri anonim şirkete getirmeyi vaat etmesidir⁸⁷. Bununla birlikte sermaye taahhüdü gelecekte ortak sıfatını alacak olan kurucular tarafından yapılacak olup, taahhüdün hukuki niteliği irade açıklamasıdır⁸⁸.

TTK m.335 hükmü uyarınca şirket, kurucuların kanuna uygun olarak düzenlenmiş, sermayenin tamamını ödemeyi şartsız taahhüt ettikleri⁸⁹ ve imzalarının noterce onaylandığı veya ticaret sicili müdürü yahut yardımcısı huzurunda imzaladığı esas sözleşmede anonim şirket kurma iradelerini açıklamalarıyla kurulmaktadır. Dolayısıyla sermayenin tamamının taahhüt edilmiş olması anonim şirketin kurucu unsurlarından biridir.

Sermayenin kurucular tarafından tamamının ödeneceğinin taahhüt edilmesi kapsamında öngörülen düzenlemeler TTK genel gerekçesinde de belirtilen güvenli kuruluşa hizmet etmektedir. Gerekçeye göre, güvenli kuruluş ve sermayenin korunması ilkeleri birbirini tamamlamakta, sermayenin işletme konusunun hizmetinde ve şirketin tasarruf yetkisinin kapsamında olduğunu ifade etmektedir⁹⁰.

Esas sermayenin tamamının taahhüt edilmiş olması diğer bazı düzenlemeler ile de desteklenmiştir. Nitekim TTK m.339 hükmü gereğince *“pay sahiplerinin taahhüt ettiği sermaye paylarının türleri ve miktarları esas sözleşmenin içeriğine dâhil olup,*

⁸⁶ Bkz. II. Bölüm, 2.1. ve 5.1. başlıklarında yapılan açıklamalar.

⁸⁷ Sevi, 127; Şener, 295; Benzer düzenlemeye Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu’nda da rastlanmaktadır (AktG §2,29) Bkz. Stein, 16; Koch, §29, p.13.

⁸⁸ Tekinalp, pay taahhüdünün anonim ortaklığın tescili ile oluşacak payların kurucular tarafından satın alınmasına ilişkin bir borçlanma işlemi olduğunu belirtmiştir. Bkz. Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 173; Sevi, 127.

⁸⁹ Tekinalp tarafından taahhüdün kayıtsız şartsız olmasının ödemenin de kayıtsız ve şartsız olduğu anlamına geldiği ifade edilmiştir. Bkz. Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 173.

⁹⁰ TTK Genel Gerekçesi p.57.

kurucular tarafından imzalanan esas sözleşmenin noter tarafından onaylanması gerekmektedir” (TTK m.339/2, j). Aynı şekilde TTK m.339/2.c hükmünde de şirketin sermayesi ile her payın itibari değeri ve bunların ödenmesinin şekil ve şartları, esas sözleşmede belirtilmesi gereken hususlar olarak düzenlenmiştir. TTK m.341 hükmü ile esas sermayeyi oluşturan payların tamamının kurucular tarafından taahhüt olunduğunun esas sözleşmenin altında yer alan noter şerhi ile onaylanacağı belirtilmekle birlikte hüküm, TTK’nın yürürlüğe girmesinden kısa bir süre sonra yürürlüğe giren 6335 sayılı Kanun⁹¹ ile maliyetlerin azaltılması gerekçesiyle yürürlükten kaldırılmıştır⁹².

Ticaret şirketlerine ilişkin genel hüküm niteliğinde olan TTK m.128 hükmüne göre ise de her ortak usulüne göre düzenlenmiş ve imza edilmiş şirket sözleşmesiyle koymayı taahhüt ettiği sermayeden dolayı şirkete karşı borçludur⁹³. Anonim şirket esas sözleşmesinin usulüne göre düzenlenmiş ve imzalanmış olması sermaye taahhütlerinin geçerliliği anlamına gelecektir. Nitekim şirket esas sözleşmesinin tüm kurucular tarafından imzalanması neticesinde TTK m.335 hükmü gereği şirket kurulmuş, sermaye taahhüdünü ihtiva eden irade açıklamaları kurucular tarafından kabul edilmiş ve sermaye koyma borcu doğmuş olacaktır⁹⁴.

4. Esas ve Kayıtlı Sermaye Sistemi

Anonim şirketler hukukunda esas veya kayıtlı sermaye sistemi olmak üzere iki tür sermaye sistemi benimsenmiştir⁹⁵ (TTK m.332, m.460). TTK m.332 hükmü

⁹¹ RG. 30.06.2012/28339

⁹² İlgili kanun hükmü, hüküm ile TTK m.339 arasında ilişki kurulmamış olması sebebiyle eleştirilmiştir. Bkz. Erdoğan Moroğlu, *Türk Ticaret Kanunu Tasarısı: Başlangıç, Ticari İşletme, Ticaret Şirketleri ve Son Hükümlere İlişkin Değerlendirme ve Öneriler*, (İstanbul: Türkiye Barolar Birliği Yayınları, 2006), 147; Abuzer Kendigelen, *Yeni Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler*, (İstanbul: XII Levha Yayınları, 2012), 229.

⁹³ Anonim şirketlerde pay sahibinin şirkete karşı tek borcu taahhüt etmiş olduğu sermaye koyma borcunu yerine getirmesidir. Bu kural tek borç ilkesi olarak adlandırılmış olup, TTK m.480 hükmü ile somutlaşmıştır. Tek borç ilkesi, hükümde “*esas sözleşmeyle pay sahibine, pay bedelini veya payın itibari değerini aşan primi ifa dışında borç yükletilemez*” şeklinde ifade edilmiştir. Tek borç ilkesine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Esra Hamamcıoğlu, “Anonim Ortaklıklarda Tek Borç İlkesine İlişkin Gelişmeler”, *Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 6/1 (2018): 125-45.

⁹⁴ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.486a vd.

⁹⁵ Kayıtlı sermaye sistemi 6102 sayılı TTK öncesinde 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda halka açık anonim ortaklıklar için düzenlenmişti. Kayıtlı sermaye sistemine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Mehmet Bahtiyar, *Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı*, (İstanbul: Beta Yayınları, 1996); Esra Cenkcı, *Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye Sistemi*, (İstanbul: Oniki Levha Yayıncılık, 2015); Fena İpek, “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Kayıtlı Sermaye

uyarınca, “*tamamı esas sözleşmede taahhüt edilmiş bulunan sermayeyi ifade eden esas sermaye 50.000 Türk Lirasından ve sermayenin artırılmasında yönetim kuruluna tanınmış yetki tavanını gösteren kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş bulunan halka açık olmayan anonim şirketlerde başlangıç sermayesi 100.000 Türk Lirasından aşağı olamayacaktır*”. Böylece hüküm ile halka açık olmayan anonim şirketler bakımından da kayıtlı sermaye sistemi kabul edilmiştir⁹⁶.

Çalışmamızın konusu bakımından esas sermaye sistemi üzerinde ayrıntılı durulacak olup, kayıtlı sermaye sistemine ise tanımı kapsamında değinilecektir.

4.1. Esas Sermaye Sistemi

Kıta Avrupası hukuku ülkelerinde de ortak bir sistem olarak benimsenen esas sermaye sistemi, pay sahiplerinin sınırlı sorumlulukları sonucunda ortaya çıkan alacaklıların korunması ihtiyacını karşılamaya yönelik kurallar bütünüdür.

TTK uyarınca hem halka açık hem de halka açık olmayan anonim şirketler bakımından esas sermaye sisteminin benimsenmesi mümkün olup, sermaye kavramı ise esas sermaye sistemindeki sermayeyi ifade etmektedir. Nitekim esas sermaye sisteminde sermaye, sermayenin tamamının pay sahipleri tarafından şirket esas sözleşmesi ile taahhüt edilmesi anlamına gelmekte iken, kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşmede belirtilen miktar, taahhüt edilmiş sermayeyi değil, yönetim kurulu tarafından sermaye artırım yetkisinin kullanılabileceği tavanı işaret etmektedir⁹⁷.

Düzenlemesi ve Bu Düzenlemenin Sermaye Piyasası Hukuku Işığında Değerlendirilmesi, *Journal of Yaşar University* 8, Özel Sayı, (2013) 1413-1456.

Bununla birlikte şartlı sermaye artırımını bir sermaye sistemi olmayıp, bir sermaye artırım yöntemi. Şarta bağlı sermaye artırımını TTK m.463 hükmünde düzenlenmiş olup, hükme göre genel kurul, yeni çıkarılan tahviller veya benzeri borçlanma araçları nedeniyle, şirketten veya topluluk şirketlerinden alacaklı olanlara veya çalışanlara, esas. sözleşmede değiştirme veya alım haklarını kullanmak yoluyla yeni payları edinmek hakkı sağlamak suretiyle, sermayenin şarta bağlı artırılmasına karar verebilecektir. Şarta bağlı sermaye artırımını anonim şirket esas sözleşmesinde yer alabileceği gibi, esas sözleşme değişikliği ile sonradan da ihdas edilebilecektir. Şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Mustafa İsmail Kaya, *Şartlı Sermaye Artırımı*, (Ankara: Yetkin Yayıncılık, 2009).

⁹⁶ Halka açık olmayan anonim şirket kavramının tam olarak anlaşılabilmesi için halka açık anonim şirket kavramını tanımlamakta fayda vardır. Halka açık anonim şirket kavramı SPK'nın 3/g maddesinde “halka arz eden” kavramı esas alınarak “*Sahip olduğu sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek üzere Kurula başvuruda bulunan gerçek veya tüzel kişiler*” şeklinde tanımlanmıştır. Buna göre payları halka arz edilen veya edilmiş sayılan anonim şirketler, halka açık anonim şirketler olarak tanımlanabilecektir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Manavgat, 15 vd.

⁹⁷ Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 306; Ayhan/Çağlar/Özdamar, 322; Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku*, 574 vd.; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 303; Manavgat, 452.

Esas sermaye sistemi hukuki düzenlemeleri anonim şirketler hukuku bakımından birçok düzenlemenin temelini oluşturmakla birlikte, anonim şirket menfaat çevreleri bakımından önemli işlevlere de sahiptir. İlerleyen bölümlerde üzerinde durulacağı üzere, esas sermayenin şirketin kuruluşu ve işleyişi esnasında bir takım fonksiyonları ve amaçları bulunmaktadır. Bu amaçlar doğrultusunda özellikle Kıta Avrupası hukuk sistemlerinde esas sermaye sistemini oluşturan bazı temel ve koruyucu hükümler ihdas edilmiştir.

4.2. Kayıtlı Sermaye Sistemi

Kayıtlı sermaye sistemi, esas sermaye sisteminde sermayenin sabit olmasından kaynaklı bazı sorunların bertaraf edilmesi amacıyla kabul edilmiştir⁹⁸. Kayıtlı sermaye, esas sözleşme uyarınca yetkilendirilen yönetim kurulunun, sermaye artırımında yetkisini kullanabileceği üst sınırı, eşdeyişle tavanı gösteren rakamı ifade etmektedir. Bu husus TTK m.460 hükmünde, *“Halka açık olmayan bir anonim şirkette, ilk veya değiştirilmiş esas sözleşme ile, esas sözleşmede belirlenen kayıtlı sermaye tavanına kadar sermayeyi artırma yetkisi, yönetim kuruluna tanındığı takdirde, bu kurul, sermaye artırımını, bu Kanundaki hükümler çerçevesinde ve esas sözleşmede öngörülen yetki sınırları içinde gerçekleştirebilir. Bu yetki en çok beş yıl için tanınabilir.”* şeklinde ifade edilmiştir⁹⁹. Dolayısıyla kayıtlı sermaye sisteminin

⁹⁸ Kayıtlı sermaye sistemi İngiliz ve Amerikan hukuklarında *“Authorized Capital/Registered Capital”*, Alman ve İsviçre hukuklarında ise *“das genehmigte Kapital”* olarak isimlendirilmektedir. Alman hukukunda kayıtlı sermaye bir artırım yöntemi olarak 1937 tarihli Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu ile kabul edilmiş ve mevcut kanun ile de varlığını sürdürmektedir (AktG § 202) . Bkz. Bahtiyar, *Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi*, 34; Andreas Pentz, *“Genehmigtes Kapital, Belegschaftsaktien und Sacheinlagefähigkeit obligatorischer Nutzungsrechte - das adidas-Urteil des BGH - Besprechung des Urteils BGH NJW 2000, 2354 -”*, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 30/6 (2001): 907.; Walter Bayer ve Jessica Schmidt, *“Die Reform Der Kapitalaufbringung Bei Der Aktiengesellschaft Durch Das ARUG”*, *Zeitschrift Für Unternehmens- Und Gesellschaftsrecht* 38/6 (2009): 805-846, 819.

⁹⁹ Bununla birlikte 6103 sayılı Türk Ticaret Kanununun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanunla, halka açık olmayan anonim şirketlerin kayıtlı sermaye sistemini kabul etmelerine, daha sonra bu sisteme geçmelerine, sermayelerini artırmalarına, kayıtlı sermaye tavanını yükseltmelerine, sistemden çıkmalarına ve çıkarılmalarına, ilişkin usul ve esasların Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından hazırlanacak tebliğ ile düzenleneceği belirtilmiştir. Bunun üzerine Bakanlıkça *“Halka Açık Olmayan Anonim Şirketlerde Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Tebliği”* 19.10.2012 tarihinde Resmi Gazetede yayınlanmıştır. Tebliğ uyarınca, Kayıtlı sermaye sistemini kabul etmek veya bu sisteme geçmek isteyen şirketlerin, Genel Müdürlüğe başvurarak izin alması gerekmektedir. TTK m.332 hükmü ile Halka açık olmayan anonim şirketler gerekli şartları yitirdikleri takdirde Sanayi ve Ticaret Bakanlığı’ndan izin alarak kayıtlı sermaye sisteminden çıkabilecekleri düzenlenmiş olup, söz konusu düzenleme Bahtiyar tarafından liberalleşmenin arttığı günümüzde bu gibi düzenlemelerin amaç doğrultusunda elverişsiz olması sebebiyle eleştirilmiştir. Bkz. Mehmet Bahtiyar, *“Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’nın Dili İle Bazı Hükümlerinin Değerlendirilmesi”*, *Türkiye Barolar Birliği Dergisi*, 61 (2005): 47-106, 67.

temeli, yönetim kurulu kararıyla sermayenin artırılabilmesine dayanmaktadır. Böylece yönetim kurulunun yetkileri kuvvetlendirilerek¹⁰⁰, sermayenin daha hızlı ve pratik bir şekilde arttırılabilmesine olanak tanınmıştır.

Kayıtlı sermaye ile anonim şirket kurulmasına ilişkin olarak ülkemizdeki ilk kanun, 7462 sayılı *Ereğli Demir Çelik Fabrikaları Türk Anonim Ortaklığı Kanunu* olup¹⁰¹, bu kanunla kayıtlı sermaye sistemi söz konusu şirket için özel olarak tanımlanmıştır. Anonim şirketler bakımından ise kayıtlı sermaye sistemi Türk Hukuku'nda ilk defa 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu¹⁰² (mülga) ile halka açık anonim şirketler için benimsenmiştir. Doktrinde, kayıtlı sermaye sisteminin benimsenmesinde halka açık olan ve halka açık olmayan anonim şirketler arasındaki bu ayrım eleştirilmiş, halka açık olmayan anonim şirketlerin de kayıtlı sermaye sistemini kabul edebilme imkânının sağlanmasına yönelik önerilerde bulunulmuştur¹⁰³. Böylece 6102 sayılı TTK ile söz konusu öneriler değerlendirilerek, halka açık olmayan anonim şirketler için de kayıtlı sermaye sistemi kabul edilmiştir (TTK m.332/1, m.460).

Kayıtlı sermaye sisteminde sermaye kavramı, anonim şirketler hukuku genel hükümlerinden bağımsız olmadığı gibi anonim şirket esas sermayesinin temel özellikleri kayıtlı sermaye sistemi açısından da geçerlidir. Bununla birlikte esas sermaye sisteminde genel kurulun yetkisinde olan sermaye artırımı, kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulunun yetkisine bırakılmıştır¹⁰⁴. Böylece esas sermaye sisteminde sermayenin ancak esas sözleşme değişikliği ile artırılıp azaltılabilmesi sebebiyle ortaya çıkan şirketin sermaye ihtiyacının hızlıca karşılanamaması probleminin azaltılması amaçlanmıştır.

¹⁰⁰ Buna karşın yönetim kurulu kararıyla kayıtlı sermayenin arttırılması bir esas sözleşme değişikliği değil yönetim kurulu işlemidir. Bkz. Moroğlu, *Sermaye Artırımı*, 334.

¹⁰¹ RG. T. 01.03.1960/10445. Ayrıca bkz. Bahtiyar, *Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi*, 49.

¹⁰² RG. 30.07.1981/17416.

¹⁰³ Arslan Kaya, "Sermaye Artırımı.", *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları*, (1997): 174-175.

¹⁰⁴ Kayıtlı sermayenin bir sistemden öte özel bir sermaye artırım yöntemini ifade ettiği öne sürülebilecekse de, gerek SPK'nın gerekse TTK'nın ilgili hükümleri kayıtlı sermayenin bir yöntemden ziyade bir sistem olduğunu esasen ve lafzen desteklemektedir. Nitekim TTK'nın 332. maddesinde "kayıtlı sermaye sistemi" ifadesi yer almakta ve madde gerekçesi ile de desteklenmektedir. Aynı şekilde TTK m.460 hüküm başlığı "Kayıtlı Sermaye Sisteminde" şeklinde olup, kayıtlı sermaye sisteminde sermaye taahhüdü yoluyla artırımı düzenlemektedir. Bkz. Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 31 4; Manavgat, 446.

Kayıtlı sermaye sisteminde başlangıç sermayesi SPK m.3/1.b hükmü uyarınca, “*kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkların sahip olmaları zorunlu olan asgari çıkarılmış sermayeyi*” ifade etmektedir. Kayıtlı sermaye sistemine geçecek olan anonim şirketler bakımından başlangıç sermayesi halka açık olmayan anonim şirketler bakımından TTK m. 332 hükmü ile 100.000 TL; halka açık anonim şirketlerde de SPK’nın II-18.1 numaralı Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği m.5/3 hükmü ile 100.000 TL olarak düzenlenmiş ve TTK ile uyum sağlanmıştır¹⁰⁵.

Çıkarılmış sermaye ise, yine SPK m.3/1.d hükmü uyarınca “*kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkların satışı yapılmış paylarını temsil eden sermayelerini*” ifade etmektedir. Buna göre çıkarılmış sermaye, yönetim kurulu tarafından sermayenin arttırılması kararı alındıktan sonra yeni payların çıkarılması ile yükselen ve tamamı taahhüt edilmiş olan şirketin mevcut sermaye miktarını ifade etmektedir¹⁰⁶.

5. Anonim Şirketlerde Esas Sermaye Sisteminin Ortaya Çıkışı ve Gelişimi

Anonim şirketlerde esas sermaye sisteminin ortaya çıkışı ve gelişim süreci, sermaye şirketlerinin ortaya çıkışı ve gelişimi ile yakından bağlantılıdır. Bu sebeple hem çalışma konumuzun esas olan hem de sermaye şirketlerinin gelişiminde önemli bir rol oynayan anonim şirketlerin tarihsel süreçteki gelişimine kısaca değinme gereği duymaktayız.

Anonim şirket türünün ilk görünümüne 15. ve 16. yüzyıllarda rastlanmakla birlikte, günümüz anlamında anonim şirketler esas itibariyle 17. yüzyılda Hollanda, İngiltere ve Fransa’da kurulan kumpanyalar ile ortaya çıkmıştır¹⁰⁷. Kumpanyalarda çok sayıda kişi belirli bir sermaye ile bu teşebbüse katılıyor ve katılan kişilerin sorumlulukları getirmiş oldukları sermaye sınırını geçemiyordu. Böylelikle tüzel kişiliğe sahip ortaklıklar birden fazla kişiden küçük tasarrufların toplanması sebebiyle büyük ölçekli ekonomik faaliyetler yapılabiliyordu. Fakat bu dönemde anonim ortaklıkların öncüsü sayılan söz konusu teşebbüsler çoğunlukla kamu hizmetlerini

¹⁰⁵ Sermaye Piyasası Mevzuatında Seri IV. N.59 sayılı tebliğ ile yapılan değişiklik öncesinde, söz konusu rakamların TTK düzenlemesinden farklı oluşu, doktrin tarafından eleştirilmekteydi. Bkz. Moroğlu, *Değerlendirme ve Öneriler*,87.

¹⁰⁶ Bahtiyar, *Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi*, 62; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*,304; İpekeli, 1418;

¹⁰⁷ 1407 yılında İtalya’da kurulan Saint Georges Bankası ve Milano’da 16. yy sonlarına doğru kurulan Ambrosius Bankası anonim şirketlerin en eski örnekleri olarak gösterilmektedir. Bkz. Arslanlı, *Anonim Şirketler*,1; Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*,1; Sevi, 58; Carsten Schäfer, *Gesellschaftrecht*, (München: C.H. Beck, 2018), 278.

gerçekleştirme amacıyla kurulmakla birlikte kralın veya devletin imtiyazı ve tasarrufu (octroi, ferman) ile kuruluyordu. Ortaklar şirket tüzel kişiliğinde yalnızca sermaye getirilmesi bakımından bir etkiye sahip olup, şirket idaresine müdahale edemiyordu¹⁰⁸.

18. yy ile birlikte kumpanyaların başarıları ve sanayi devriminin de etkisiyle¹⁰⁹, anonim şirketlere olan talep artmıştır. Fransız İhtilali'nin de etkisiyle octroi sistemi terkedilerek anonim ortaklıklar özel hukuk tüzel kişisi halini almış ve ortaklar şirket yönetiminde de etkili hale gelmeye başlamıştır¹¹⁰. Anonim şirketlerin özellikle demiryolu işletmelerinin denizaşırı ticari faaliyetlerinde popüler hale gelmesiyle, kişi ortaklığı niteliğinde olan bir takım işletmelerin çıkarmış olduğu pay senetleri de anonim ortaklıkların pay senetleriyle birlikte piyasada işlem görmeye başlamış ve istismarlar gündeme gelmiştir¹¹¹.

Anonim şirketin gelişmesi ve yaygınlaşması ile paralel olarak Fransa, 1807 tarihli Code de Commerce (Fransız Ticaret Kanunu) ile devletin anonim şirketler üzerindeki etkisini azaltılmış, anonim şirketlerin kuruluşunda konsesyon sistemini terk ederek, normatif sisteme geçilmiştir¹¹². Böylece, anonim şirketler bir kanuna tâbi kılınarak bu kanun hükümlerinde düzenlenen hususları yerine getirdiği takdirde tescile talep hakkına sahip olmuştur¹¹³. Yine İngiltere'de 1844 tarihli Joint Stock Companies Registration and Regulation Act (Anonim Ortaklıklar Kanunu), Almanya'da 1870 tarihli Aktien Novelle (1. Paylı Ortaklıklar Değ. Kanunu), İsviçre'de 1881 tarihli

¹⁰⁸ Arslanlı, 1-2; Kırca/Şehirali Çelik/ Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 2; Schäfer, 278.

¹⁰⁹ Bu dönemde anonim şirketlerin gelişimi hakkında bkz. Joel Bakan, *Şirket: Kâr ve güç peşindeki patolojik kurum* Çev: Rahmi G. Ögdül, (İstanbul: Ayrıntı, 2007), 20 vd.

¹¹⁰ Her ne kadar octroi sistemi kaldırılrsa da anonim şirketler üzerinde devlet etkisini sürdürmüştür (konsesyon sistemi). Bkz. Arslanlı, *Anonim Şirketler*, 2; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 2; Sevi, 59.

¹¹¹ Sevi, 59; Poroy/Tekinalp/Çamoglu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.449; Bu skandallar neticesinde 1720 yılında İngiltere'de Krallık imtiyazı veya kanun ile yetkilendirilen tüzel kişiliğe sahip ortaklıklar dışında kalan ortaklıkların pay senedi ve pay çıkarmaları Bubble Act ile yasaklanmıştır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Ron Harris, "The Bubble Act: Its Passage and Its Effects On Business Organization", *The Journal of Economic History* 54/3 (1994): 610-627.; John Turner, *The Development of English Company Law Before 1900* (Belfast Queen's University Centre for Economic History, 2017). <http://www.quceh.org.uk/uploads/1/0/5/5/10558478/wp17-01.pdf> (E.T: 19.11.2020). Yine Almanya'da 1884 tarihli reform ile kuruluş hükümleri ve kurucuların yükümlülükleri önemli ölçüde sıkılaştırılmıştır. Bkz. Schäfer, 278.

¹¹² 1807 tarihli Fransız Ticaret Kanunu ilk olarak izin sistemi üzerine inşa edilmiş olsa da, 24 Temmuz 1867 tarihli kanunla izin sistemini terk etmiştir. Bkz. Arslanlı, *Anonim Şirketler*, 3; Klaus J Hopt, "Comparative Company Law", *Oxford Handbook of Comparative Law Oxford Handbook of Comparative Law / Ed. by Mathias Reimann and Reinhard Zimmermann*, (2006): 1161-1191, 1164.

¹¹³ Arslanlı, *Anonim Şirketler*, 3; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 4.

Obligationenrecht (İsviçre Borçlar Kanunu) ve zaman içinde diğer Avrupa ülkelerinde de normatif sistem benimsenmiştir¹¹⁴.

Tarihsel süreçte ekonomide büyük sermayelere ihtiyaç duyulması neticesinde anonim şirketler yaygınlaşmış; sınırlı sorumluluğunun menfaat sahipleri açısından doğurduğu sonuçlar, pay sahiplerinin şirket yönetimine etkisi, çıkar çatışmaları ve kurumsal yönetim gibi konular gelişme göstermiştir. Bununla birlikte günümüzde anonim şirketler hukuku hâla gelişimini devam ettirmekte, bu paralelde Kıta Avrupası hukuku, Anglo Sakson hukuku ve Türk hukuku da değişimin bir parçası olmaktadır. Böylece küreselleşen piyasaların etkisi ve rekabetin artmasıyla anonim şirketler hukuku anlayışı yerel hukuk bağlamından çıkıp, uluslararası anlamda bir boyut kazanmış ayrıca hukuki düzenlemelerde liberalleşme eğilimi belirgin bir şekilde artmıştır.

5.1. Esas Sermaye Sistemini Ortaya Çıkaran Sebepler

5.1.1. Sınırlı Sorumluluk

Sorumluluk kavramı doktrinde temel olarak “... ile sorumluluk” ve “...den sorumluluk” şeklinde iki ayrı anlam ifade edecek şekilde açıklanmaktadır¹¹⁵. “...ile sorumluluk” borçlunun borcunu tam ve gereği gibi ifa etmemesi halinde alacaklının devlet eliyle malvarlığına el konulmasını ifade ederken; “...den sorumluluk” hukuk düzeni içerisinde, hukuki bir ödev veya hukuki bir ilişkiye aykırı davranılması halinde ortaya çıkan sorumluluğu ifade etmektedir¹¹⁶.

Genel bir kavram olarak sınırlı sorumluluk, malvarlığı ile sorumluluk türüne ait olup, konu itibarıyla ve miktar itibarıyla sınırlı sorumluluk olarak ikili bir ayrıma tâbi tutulmuştur¹¹⁷. Konu itibarıyla sınırlı sorumluluk hallerinde borçlu, belirli bir konu ile sınırlı olarak sorumlu iken miktar itibarıyla sınırlı sorumluluk halinde borçlunun sorumluluğu borcun miktarı kadardır.

¹¹⁴ Sevi, 60; Turner, 17; Schäfer, 278.

¹¹⁵ Fikret Eren, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, (Ankara: Yetkin Yayınları, 2021) 562 vd. Sorumluluk hukukunun çeşitli anlamları için bkz. Eren, 562 vd ; Hırş, 192.

¹¹⁶ Sorumluluğun çeşitli anlamları için ayrıca bkz. Hırş, 192.

¹¹⁷ Sorumluluk türleri şahıs ile sorumluluk ve malvarlığı ile sorumluluk olmak üzere iki ana başlık altında incelenmektedir. Ayrıntılı bilgi için Eren, 562 vd.

Anonim şirketlerde esas sermaye sisteminin işlevleri ve amacının anlaşılabilmesi için sınırlı sorumluluk ilkesinin (Limited Liability, Beschränkte Haftung) de incelenmesi gerekmektedir.

Sınırlı sorumluluk ilkesi 19 yy.da yüksek riskli faaliyet gösteren şirketlerin sermaye bulmakta zorlanması neticesinde ortaya çıkmış ve tarihsel süreçte her zaman anonim şirketlere bağlı bir ilke olmamasına rağmen zamanla şirketler hukukunun yapıtaşlarından biri haline gelmiştir¹¹⁸. Dolayısıyla sınırlı sorumluluk ilkesinin sermayenin korunmasına ilişkin kurallarla bağlantısının anlaşılması, esas sermaye sisteminin kavranması açısından önem teşkil etmektedir.

Anonim şirketler hukuku bakımından sınırlı sorumluluk ilkesi şirketin, şirket borçlarından dolayı alacaklılara karşı yalnızca tüzel kişilik olarak ve şirket malvarlığı ile; şirket pay sahiplerinin ise şirkete karşı ve yalnızca koymayı taahhüt ettikleri sermaye ile sorumlu olmasını ifade etmektedir¹¹⁹. Söz konusu tanımdan yola çıkılarak söylenebilir ki, şirket pay sahiplerinin şirket alacaklıları ile doğrudan bir hukuki ilişkisi bulunmamaktadır. Anonim şirketlerde sınırlı sorumluluk ilkesinin doğurduğu önemli sonuçlardan biri olan alacaklıların korunması ihtiyacı da pay sahipleri ile alacaklılar arasında hukuki ilişki olmamasından kaynaklanmaktadır.

Buna karşılık doktrinde ilgili tanımın şirket alacaklıları ile anonim şirket ve pay sahipleri arasındaki ilişkinin nitelendirilmesinde yetersiz kaldığı vurgulanmaktadır.

¹¹⁸ Armour vd., *Anatomy of Corporate Law*, 8; Nitekim 19. yy ortalarına kadar sınırlı sorumluluk ilkesi, İngiliz Şirketler Hukuku'nda anonim şirketler bakımından temel bir ilke değildi. Paul L. Davies ve Sarah Worthington, *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*, (Sweet & Maxwell, 2012), 208; Şirket tüzel kişiliğinin ayrı olması ve sınırlı sorumluluk bakımından İngiliz şirketler hukuku uygulamasında *Salomon & Salomon & Co Ltd. davası* [1897] AC 22 (HL) oldukça önemli bir yere sahiptir. Söz konusu davada Lordlar Kamarası 1897 tarihinde, temyiz mahkemesinin kararını oybirliği ile değiştirerek, şirketin ayrı bir tüzel kişiliği olduğu kararını vermiştir. Bununla birlikte Lordlar Kamarası, bir limited şirketle işlem yapan alacaklıların ortaya çıkabilecek risklerden dolayı kendilerinin sorumlu olduğu fikrine sahipti. Lordlar Kamarası'nın *Salomon & Salomon & Co Ltd. davası* kararından bu yana, şirket tüzel kişiliğinin pay sahiplerinden bağımsız olarak ayrı bir tüzel kişiliği olması sorgulanmamıştır. Ancak şirket tüzel kişilik perdesinin kaldırılması bu durumun istisnasını teşkil etmektedir. *Salomon & Salomon & Co Ltd. davasına* ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Umfaher, 21 vd; Bafra Erdem, "İngiliz Mahkemelerince Şirket Tüzel Kişiliği Perdesinin Kaldırılması", *Türkiye Barolar Birliği Dergisi*, (2014), 355-372 (E.T: 05.10.2018) <http://tbbdergisi.barobirlik.org.tr/m2014-112-1390>; Ayrıca bkz. Yunus Emre Göger, *Sermaye Şirketlerinde Sınırlı Sorumluluk İlkesi ve Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması*, (Ankara: Yetkin Yayıncılık, 2020).

¹¹⁹ Armour vd., *The Anatomy of Corporate Law*, 8; Hirş, 193; Arslanlı, *Anonim Şirketler*, 18; Bezenberger, a.g.e., 11; Freedman, a.g.m., 319; Frank H Easterbrook ve Daniel R Fischel, "Limited Liability and the Corporation", *Foundations of Corporate Law*, 52/1 (1985), 89-117, 90. Meyer, 20; Paul Halpern, Michael Trebilcock ve Stuart Turnbull, "An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law", *The University of Toronto Law Journal*, 30/2, (1980), 117-150.

Şöyle ki, sınırlı sorumluluk ilkesi kavramının anonim şirketlerdeki görünümünün, genel anlamda sınırlı sorumluluk kavramıyla örtüşmediği, zira şirketin alacaklılarına karşı sorumluluğun sınırsız olduğu, sınırlı olanın şirketin malvarlığı olduğu belirtilmiştir¹²⁰.

Türk Hukuku bakımından söz konusu ilke TTK m.329 hükmünde şu şekilde belirtilmiştir.

“Anonim şirket, sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirkettir.

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

Hükmün birinci fıkrası ile anonim şirketin şirket alacaklılarına karşı sorumluluğu düzenlenirken, pay sahiplerinin şirkete karşı olan sorumluluğuna ise ikinci fıkra da yer verilmiştir. Hükmün ifadesi bakımından şirket alacaklılarına karşı anonim şirket tüzel kişiliğinin borçlu olduğu, pay sahiplerinin ise alacaklılara karşı bir sorumluluklarının olmadığı vurgulanmıştır¹²¹. Dolayısıyla TTK bakımından da pay sahipleri ile şirket alacaklıları arasında doğrudan hukuki bir ilişki kurulmadığı söylenebilecektir¹²².

Anonim şirketlerde sınırlı sorumluluk ilkesi alacaklılar, pay sahipleri ve şirket tüzel kişiliği bakımından bazı sonuçlar meydana getirmektedir. İlke, pay sahiplerinin şahsi malvarlıklarını şirket borçlarına karşı korumakta, kâr payı haklarına hizmet etmekte, şirket hisselerinin transferini kolaylaştırmakta ve riskli girişimlere teşvik sağlamaktadır¹²³. Ayrıca ilke pay sahiplerinin üstlenmesi gereken riski, şirkete getirmiş olduğu sermayenin azalması durumuna indirgemesi sebebiyle küçük

¹²⁰ Kırca/Şehirali Çelik/ Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 104. Yine Paslı tarafından, anonim şirket pay sahibi ile şirket alacaklısı arasında herhangi bir borç ilişkisi söz konusu olmadığı vurgulanmakta ve sınırlı sorumluluk kavramının kullanımı eleştirilmektedir. Bkz. Ali Paslı, “Yeni Türk Ticaret Kanunu Anonim Ortaklık Hükümlerinin Tanıtılması (I), *BATİDER*, 27/3, (2011), 137-167, 142 dn.8; Bezenberger, a.g.e., 12; Daniel Buchholz, “Limited Liability Companies and Voluntary Creditors: Reexamining The Abolishment”, *Creighton Law Review*, 51, 513- 536; 535. Ayrıca “Sınırlılık kavramının yorumlanmasına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 108. Mesuliyet kavramı için bkz. Hırş, 193; Arslanlı, 18.

¹²¹ Maddede geçen sorumluluk kavramına ilişkin olarak bkz. Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 107.

¹²² Paslı, “YTK Anonim Ortaklık Hükümlerinin Tanıtılması”, 142, dn.8; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 108.

¹²³ Umfaher 19; Freedman, 320; David W. Leebron, “Limited Liability, Tort Victims, and Creditors”, *Columbia Law Review* 91/7 (1991): 1565-1650, 1584.

miktarlarda sermayenin birleşerek anonim şirkete katılımının artmasına da büyük ölçüde katkı sağlamaktadır¹²⁴. Buna karşın sınırlı sorumluluk ilkesinin anonim şirket tüzel kişiliği açısından ticari faaliyetler neticesinde oluşabilecek başarısızlığı bertaraf etmediği ancak riskin bir kısmının, pay sahiplerinden alacaklılara aktarılmasına sebep olduğu da vurgulanmalıdır¹²⁵.

5.1.2. Alacaklıların Korunması İhtiyacı

Sınırlı sorumluluk ilkesi anonim şirketin ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olması (Ayrılık ilkesi/Trennungsprinzip) ile de yakından bağlantılıdır. Şöyle ki ayrılık ilkesi, şirket malvarlığını pay sahiplerinin şahsi alacaklılarından korurken, sınırlı sorumluluk ilkesi pay sahiplerini, şirketin alacaklılarına karşı korumaktadır¹²⁶. Böylece pay sahipleri, riskli yatırımlar konusunda daha cesaretli davranabilir hale gelmekte, bu durum ise alacaklılar açısından zaman zaman dezavantajlı bir durum yaratmaktadır¹²⁷.

Bununla birlikte pay sahiplerinin şirketin işleyişine yönelik bilgi edinmesinde şirket alacaklılarına nazaran avantajlı konumları, sınırlı sorumluluk ilkesi ile pekişmektedir. Başka bir deyişle anonim şirket pay sahipleri şirketin finansal durumuna ilişkin olarak bilgi edinme konusunda daha az maliyete katlanırken, sınırlı

¹²⁴ Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 106; Umfaher, 19; Freedman, 327.

¹²⁵ Easterbrook/Fischel, 91.

¹²⁶ Armour vd., *The Anatomy of Corporate Law*, 5 ve 9; Hirte, 3; Boyle/Birds, 55; Phillip Lipton, “The Introduction Of Limited Liability Into The English And Australian Colonial Companies Acts: Inevitable Progression Or Chaotic History?”, *Melbourne University Law Review*, 41, (2018), 1279-1322, 1279. Anonim şirket tüzel kişiliği, anonim şirket malvarlığını ortakların şahsi alacaklılarına karşı koruyan bir kalkan (entity shielding) olarak nitelendirilmektedir. Bkz. Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 82; John Armour vd., *The Essential Elements of Corporate Law* (Cambridge, MA: Harvard Law School, 2009), 7.

¹²⁷ Easterbrook/Fischel, 90; Umfaher, 29. Sınırlı sorumluluk ilkesinin kurumsal risk alma açısından fazlaca teşvik sağlaması sebebiyle özellikle haksız fiil alacaklıları bakımından mağduriyet yaratması alternatif sorumluluk rejimleri arayışını doğmuştur. Bu kapsamda öne sürülen alternatif rejimlerden bir tanesi anonim şirket sorumluluğunun şirket ve pay sahipleri arasında pay sahiplerinin payları ile orantılı olacak bir biçimde paylaştırılmasıdır. Grundfest eserinde söz konusu durumu şu şekilde örneklendirmiştir: Bir anonim şirket haksız fiilden kaynaklı olarak 1.2 milyar tutarında bir tazminatla sorumlu bulunuyor ve ancak anonim şirket 200 milyon dolarlık bir malvarlığına sahipse, şirketin hisselerinin yüzde birinin sahibi olan pay sahiplerinin kalan 1 milyar dolarlık talebin yüzde birinden (10 milyon doları) sorumlu olacaktır. Bu durumda geleneksel sınırlı sorumlulukta, tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasını gerektiren özel durumlar olmadığı sürece, pay sahipleri şirket malvarlığından tazmin edilemeyen zararlardan korunacaktır. Söz konusu sorumluluk sisteminin halka açık şirketlerde hisse senetlerinin piyasa değerine olası etkilerine ilişkin bkz. Joseph A. Grundfest, “The Limited Future of Unlimited Liability: a Capital Markets Perspective”, *Yale Law Journal*. 102/2 (1992), 388 vd. Özellikle şirketin kredi almak suretiyle borç altına girmesi halinde, esas sermaye, şirketin ekonomik durumu konusunda tam bir gösterge olmadığı için (bu durumda ilgili alacaklı tarafından edinilen ek teminatlar istisna teşkil edecektir) şirket riskli yatırımlara gittiğinde zarar etmesi ihtimalinde, şirketin borçlanma miktarı esas sermaye miktarını bir hayli aşabilecektir. Buna karşın uygulamada özellikle kredi kuruluşları kredi temin ederken şirket esas sözleşmesinde belirtilen asgari esas sermaye miktarı ile çoğu zaman yetinmemektedir.

sorumluluk sayesinde de daha az risk altındadırlar. Buna karşın alacaklıların bilgi edinmesi pay sahiplerine nazaran daha maliyetli ve zor olmakla birlikte, şirketin ticari faaliyeti neticesinde ortaya çıkabilecek muhtemel riskler sebebiyle alacaklılarını elde edememe ihtimali ile de karşı karşıyadırlar¹²⁸.

Alacaklıların şirket malvarlığından alacağını elde edememesi, eşdeyişle şirket tüzel kişiliği tarafından borcun ifa edilememesi, çeşitli şekillerde ortaya çıkabilecektir¹²⁹. Bu durumlara, şirketin kötü piyasa şartlarından etkilenmesi, yönetim tarafından ihmalkârlık veya hileli işlemler yapılması¹³⁰, yöneticilerin şirket tüzel kişiliğine karşı dolandırıcılık suçu işlemesi, şirketin büyük riskli yatırımlarda başarısız olması gibi örnekler verilebilecektir¹³¹. O halde, şirkete karşı koymayı taahhüt ettikleri sermaye miktarı ile sorumlu olan pay sahiplerinin şahsi malvarlıkları şirketin ticari kaybı durumundan etkilenmeyecek, söz konusu kayıp şirkete karşı alacaklı sıfatını haiz kişiler bakımından etkilerini doğuracaktır. Dolayısıyla pay sahipleri ve şirket alacaklılarının menfaatleri göz önünde bulundurulduğunda sınırlı sorumluluk, şirket

¹²⁸ Posner, 508; Sınırlı sorumlu şirketten riskin alacaklılar üzerine aktarılmasının iktisatta dışsalılık sorununu ifade etmektedir. Dışsalılık sorunu, bir kişinin eylemlerinin, taraf olmayan bir başkasını etkilemesi olarak açıklanmaktadır. Hasan Ersel, “Ronald Coase ve İktisatta Dışsalılık Sorunu”, *İktisat ve Toplum Dergisi*, 36, (2013), 43-48, 45; Freedman, 329; William W. Bratton, “Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process”, *Eur. Bus. Org. L. Rev.* 39-87 (2006), 4; Çonkar, 8.

¹²⁹ Anonim şirket alacaklıların karşılaşılabileceği risklere ayrı bir başlık altında ve ayrıntılı olarak ilerleyen başlıklarda yer verilmiştir. Bkz. I. Bölüm, 6.1.4. başlığı altında yapılan açıklamalar.

¹³⁰ Umfaher, 27. Özellikle şirket yönetiminin gerekli donanımına sahip olmaması halinde bu durumun şirket iç işleyişinde vücut bulması ve alacaklıların bilgi edinme bakımından konumları dikkate alındığında, durumun tespitinin önceden yapılabilmesi oldukça güçtür.

¹³¹ Bu konuya ilişkin somut bir örnek olarak 1970’li yıllarda İrlanda merkezli olan ve asbest ürünlerini üretmeyi bırakana kadar Avustralya’nın en büyük asbest üreticisi olan James Hardie şirketler grubu davası verilebilir. Buna göre James Hardie Industries plc. şirketine karşı Avustralya faaliyetlerinde insan sağlığına zararlı asbest kullanması sebebiyle tazminat davası açıldığında, şirketin zarar etmemek amacıyla paravan şirketler kurma yoluna gitmiş ve grup şirketler bakımından haksız fiil sorumluluğu bağlamında sınırlı sorumluluk ilkesinin sorgulanmasına sebep olmuştur. Buna göre şirketin mevcut ve olası asbest hastalığı mağdurlarının durumunu düzgün bir şekilde hesaba katmayarak kurumsal sosyal sorumluluklarını göz ardı etmesi sebebiyle, 2004 yılında özel bir araştırma komisyonu kurulmuştur. Komisyon raporu ile birlikte, sınırlı sorumluluğun işleyişi bakımından mevcut yasaların yeterliliğine ilişkin sorular gündeme gelmiştir. Bunula birlikte Hardie davası tüzel kişilik perdesinin kaldırılması bakımından da örnek davalardan biridir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Tom Hadden, *The Regulation of Corporate Groups in Australia*, *UNSW Law Journal*, 15/1, (1992), 69; Lipton, 1284; Göger, a.g.e., 57; Sınırlı sorumluluk ile tüzel kişilik perdesinin kaldırılması arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Zira tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasına ilişkin davalar alacaklıların korunmasına hizmet etmektedir. ABD hukukunda sözleşmeden kaynaklı uyumsuzluklara nazaran, haksız fiillerde tüzel kişilik perdesinin kaldırılması yolunun daha fazla tercih edildiği gözlemlenmektedir. Edwards Company, Inc., Plaintiff-appellant, ve Monogram Industries, Inc., davalarda paravan şirket olarak kurulan Monotonics’ten alacaklı Edward Şirketinin tüzel kişilik perdesinin kaldırılması talebi ABD Temyiz Mahkemesince kabul edilmiştir. Bkz. Easterbrook/Fischel, 112. Bkz. <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/730/977/345431/> (E.T: 22.11.2020)

alacaklıları bakımından riskin üstlenilmesi sonucunu doğururken; pay sahipleri bakımından riski sınırlandırmaktadır¹³².

Sınırlı sorumluluk ilkesinin pay sahiplerine sağladığı bu avantajlar nedeniyle anonim şirket alacaklılarının korunması ve maliyetlerin azaltılması ihtiyacı doğmuştur. Bu ihtiyaç, şirket malvarlığının korunması ve pay sahiplerine iadesinin önüne geçilmesi gerekliliğini beraberinde getirmiştir. Böylece, özellikle Kıta Avrupası Hukuk sistemlerinde şirket sermayesine karşılık gelen malvarlığının oluşturulması ve şirket faaliyeti esnasında bu malvarlığının korunmasına yönelik tedbirler düzenlenmiş ve bu tedbirlerin bütünü anonim şirketlerde esas sermaye sistemini doğurmuştur. Esas sermaye sistemi düzenlemeleri ile sınırlı sorumluluğun pay sahipleri açısından doğurduğu avantajlar ile alacaklılar açısından ortaya çıkan sonuçlar dengelenmeye çalışılmıştır¹³³.

Sonuç olarak esas sermaye sistemi, anonim şirketlerin ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olması ve sınırlı sorumluluk ilkesi sebebiyle alacaklıların korunması ihtiyacı ile ortaya çıkmıştır. Esas sermaye sistemi düzenlemeleri, Anglo-Sakson ve Kıta Avrupası Hukuk sistemlerinde farklı evrelerden geçerek günümüzdeki anlamını kazanmıştır. Sistemin verimliliğinin değerlendirilebilmesi için esas sermaye sisteminin gelişim aşamalarına karşılaştırmalı hukuk ve Türk Hukuku açısından değinmekte fayda görmektediriz.

5.2. Türk Hukukunda Konunun Gelişimi

Türk Hukuku'nda anonim şirketlere ilişkin ilk düzenlemeler 1850 tarihli Kanunnâme-i Ticaret'te yer almakla birlikte, kanun 1807 tarihli Fransız Ticaret Kanunu'nun bir çevirisi niteliğindeydi¹³⁴. Kanunnâme-i Ticaret ile anonim şirketlerin sermaye şirketi olma niteliği, “tesmiyesiz şirket” ifadesiyle belirtilmiş, böylece pay sahiplerinin şirkete karşı olan sorumluluğunun sermayesi kadar olduğu da vurgulanmıştır¹³⁵. Kanunnâme-i Ticaret 1850'den 1926 yılına kadar yürürlükte kalmışsa da dönemin ihtiyaçlarına cevap verememesi üzerine 1926 tarihli ve 865 sayılı

¹³² Çonkar, 8; Bezenberger, a.g.e., 12.

¹³³ Bauer, a.g.e., 108.

¹³⁴ Kanun Fransız Ticaret Kanununun birinci ve ikinci kısımları tercüme edilmek suretiyle 28 Temmuz 1850 tarihinde “Ticaret Kanunname-i Hümayunu” adıyla yayınlanmıştır. İbrahim Sırma, “Osmanlı Anonim Şirketlerinde Kâr Dağıtımı”, *Akdeniz Üniversitesi Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 3/2, (2011), 3; Arslanlı, *Anonim Şirketler*, 3; Nurkut İnan, “Kanunname-i Ticarete Göre Protestolar”, *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 22/1, (1966), 2; Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 38.

¹³⁵ Sırma, a.g.m., 3.

Türk Ticaret Kanunu Yürürlüğe girmiştir¹³⁶. 865 sayılı Türk Ticaret Kanunu m.121/4 hükmünde anonim şirket, “*sermayesi belirli ve sorumluluğun sermaye miktarı ile sınırlı olduğu şirket*” şeklinde tanımlanmıştır¹³⁷. Kanunnâme-i Ticaret ile anonim şirketlerin kuruluşu ve sermaye yapısına ilişkin kabul edilen rejim genel olarak 865 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda da korunmuş ve esas sermaye sistemine ilişkin temel ilkeler benimsenmiştir.

1926 tarihli Türk Ticaret Kanunu’nun yerini ise Prof. Dr. Ernst Hirsch tarafından kaleme alınan ve şirketler hukukunun temelini oluşturan 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu almıştır. Esas sermaye sistemi bakımından 6762 sayılı mülga Ticaret Kanunu (eTK) önemli yenilikler ihtiva etmiştir. Buna göre eTK m.272 hükmü ile ilk defa anonim şirketlerde zorunlu esas sermaye miktarı düzenlenerek, 500.000 Türk Lirasından aşağı olamayacağı belirtilmiştir. Yine pay senetlerinin itibari değeri ise 500 TL olarak belirlenmiş olup, itibari değerinden aşağı bir bedeller pay senedi çıkarılması yasaklanmıştır¹³⁸ (eTK m.286, m.399).

6762 sayılı eTK, esas sermaye sisteminin günümüz bakımından temellerini atmışsa da, özellikle AET-AT/AB’nin kurulması, serbest pazar ve rekabetin yaygınlaşması, teknolojik gelişmeler vb. sebepler ticaret hukuku anlayışında önemli değişiklikler meydana getirmiştir. Türkiye ve AB arasında 2001 yılında AB katılma ortaklığının imzalanması ile birlikte Türkiye, hukuki uyumu sağlamakla yükümlü hale gelmiştir. Türkiye’nin AB üyelik süreci ve bununla beraber uluslararası piyasanın bir parçası olma isteği, 6762 sayılı eTK’nın değiştirilmesine yönelik çalışmaları hızlandırmıştır. Bu kapsamda 2005 yılında Prof. Dr. Ünal Tekinalp’in başkanlığında

¹³⁶ 1926 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nu yapılırken birden fazla ülke hukukundan yararlanılmıştır. Bunlar, 1911 tarihli İsviçre Borçlar Kanunu, 1882 tarihli İtalyan Ticaret Kanunu ve Fransız Ticaret Kanunudur. Bununla birlikte Kanunnâme-i Ticaret ile anonim şirketlerin kuruluşu mehz Fransız Kanunu’na benzer biçimde izne bağlanmış, 1926 tarihli 865 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda da izin sistemi korunmuştur.

¹³⁷ 865 sayılı TTK m.121/4: “*Bir unvan altında müteşekkili ve sermayesi miktarı muayyen ve eshama münkasem ve diyun ve taahhüdatı yalnız şirketin sermayesile müemmen ve her şerikin mesuliyeti sermayesi miktarile mahdud ise o şirket «Anonim» dir*”.

¹³⁸ 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda düzenlenen bu miktarlar 1951 tarihli tasarıda daha düşüktür. Nitekim tasarı metninde esas sermaye miktarı 100.000 TL, her payın itibari değeri ise 100 TL olarak belirlenmişse de, Adliye Encümeni mazbatasıyla yükseltilmiştir. Mazbata metninde bu husus “*Bir hisse senedinin itibari değerinin 100 lira olması iktisadi ihtiyaçlara aykırıdır. Anonim şirketlerin en az yarım milyon sermaye ile kurulmaları esasını haklı gösteren gerekler bu hüküm için dahi doğrudur. Bu bakımdan hisse senetlerinin en az beş yüz lira değerinde olması kabul edilmiştir*” şeklinde belirtilmiştir. Bkz. Arslanlı, Anonim Şirketler, 8.

oluşan bilim komisyonu tarafından 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu tasarısı ortaya çıkmış ve 2011 yılında tasarı yasalaşmıştır.

Her ne kadar 6102 sayılı TTK'nın hazırlık çalışmaları AB'de esas sermaye sistemi tartışmalarının yükselişe geçtiği dönemde yapılmışsa da Kıta Avrupası hukuk sisteminin etkisiyle genel olarak kanun, esas sermaye sistemi ve ilkelerine bağlı olacak şekilde kaleme alınmıştır. Öte yandan TTK hazırlanırken, ABD'den yükselerek AB şirketler hukukunu etkisi altına alan akım ve alternatif arayışlar üzerinde durulmuş, ancak kanunun yürürlüğe girdiği dönemde Avrupa'nın dahi köklü bir değişikliğe hazır olunmadığı vurgulanarak söz konusu tartışmalar için ilerleyen zamana referans verilmiştir¹³⁹.

Türk Hukuku açısından TTK'nın yürürlüğe girmesinin üzerinden 9 yıl geçtiği dikkate alındığında bu tartışmaların yapılmasının zamanının çoktan geldiği söylenmelidir. Zira bu süreçte AB şirketler hukukunda önemli değişiklikler olmuş, şirketler arası rekabet yarışı ivmelenmiş, teknolojinin gelişmesi ile yeni tartışmalar gündeme gelmiştir. TTK yürürlüğe girdiği günden itibaren başta 6335 sayılı kanun olmak üzere, bir çok kez değişikliğe uğramıştır¹⁴⁰.

Bugün geldiğimiz noktada gerek belirttiğimiz süreçlerin, gerekse Kovid-19 pandemi sürecinin tüm dünya ülkeleri ve pek tabi Türkiye açısından bazı ekonomik sonuçları olması kaçınılmazdır. Bu sebeple Türk şirketlerinin uluslararası piyasalarda gücünün artması ve yerel hukukumuzla bunun desteklenebilmesi için şirketler hukuku alanındaki gelişmeler takip edilerek ticaret hukuku mevzuatının değiştirilmesine kapı aralanması gerektiği kanaatindeyiz. Bu kapsamda çalışmamızın ilerleyen bölümlerinde, söz konusu bütünün yalnızca bir parçası olan esas sermaye sistemine ilişkin gelişmeler ve alternatif sistemler, Türk hukukundaki mevcut durum esas alınarak reformist bir bakış açısıyla değerlendirilmeye çalışılacaktır.

5.3. Karşılaştırmalı Hukukta Konunun Gelişimi

2000'li yılların başında anonim şirketlerde esas sermaye sistemi düzenlemelerine yönelik yükselen tartışmaların özünde Kıta Avrupası hukuk

¹³⁹ TTK genel gerekçesi, p.64.

¹⁴⁰ TTK'nın henüz yürürlüğe girmeden 6335 sayılı kanun ile değiştirilmesi doktrinde eleştirilmektedir. Bkz. Korkut Özkorkut, "6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'nda Şirkete Borçlanma Yasağı, Finansal Raporlama ve Bağımsız Denetime İlişkin Değişiklikler" *BATIDER*, XXVIII/3 2012, 45-71, 46.

sistemiyle Anglo-Sakson hukuk sisteminin konuya bakış açılarının farklı olması yatmaktadır. Nitekim esas sermaye sistemine ilişkin düzenlemeler bakımından alacaklıların menfaatlerine öncelik tanıyan Kıta Avrupası hukuk sisteminin aksine Anglo-Sakson hukuk sistemi, şirket ortakları ve yatırımcıların menfaatlerini ön planda tutmaktadır. Bununla birlikte Anglo-Sakson perspektifinde alacaklıların korunması yalnızca ticaret hukukunun bir meselesi olmayıp, iflas ve ceza hukuku düzenlemeleriyle de desteklenmekte, ayrıca alacaklıların korunmasında önleme (ex ante) değil, sorumluluk gibi (ex post) mekanizmalar tercih edilmektedir¹⁴¹.

Şirketler hukukunda meydana gelen yasama yarışında ABD deneyimi konunun en belirgin örneklerinden biridir. Söz konusu yasama yarışı kaynağını, şirketlere uygulanacak hukukun belirlenmesinden almaktadır¹⁴². ABD’de şirketlere uygulanacak hukukun eyaletler arasında farklılık göstermesi ve şirketlerin başka bir yargı çevresine katılmasına izin verilmesi sebebiyle, Delaware gibi bazı eyaletler şirketler lehine ve daha az kısıtlayıcı bir yaklaşım benimsemiştir¹⁴³. Bu durum ABD şirketler hukukunun gelişmesine önemli katkılarda bulunmuş ve AB şirketleri bakımından da etkisini göstermekte gecikmemiştir. ABD’de şirketlerin kendi yargı çevresi içinde faaliyet göstermesi amacıyla eyaletler arasında başlayan bu yasama yarışı¹⁴⁴, global ekonomide şirketler arası rekabetin sınırları aşmasına ve hukuk sistemleri arasındaki farklılığın belirginleşmesine sebep olmuş ancak rekabette AB ülkelerindeki şirketler bakımından dezavantaja dönüşmüştür.

¹⁴¹ Wolfgang Schön, “The Future of Legal Capital”, *European Business Organization Law Review* 5/3 (2004): 429-448, 431. Alacaklıların korunmasına ilişkin yaklaşımlara dair bkz. I. Bölüm, 6.1.5. başlığı altında yapılan açıklamalar.

¹⁴² Şirketlere uygulanacak hukuka ilişkin olarak ayrıntılı bilgi için bkz. Musa Aygül, *Milletlerarası Özel Hukukta Şirketlere Uygulanacak Hukukun Tespiti*, Seçkin Ankara 2007; Tuğrul Arat, *Ticaret Şirketlerinin Tabiiyeti*, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları: 269, Ankara 1970.

¹⁴³ Armour, *Who Should Make Corporate Law?*, 9.

¹⁴⁴ İngilizce ifadesi “*regulatory competition*” olan terim şirketler hukuku bağlamında yargı sistemleri arasında şirketlerin kendi yargı çevresinde faaliyet göstermesi amacıyla oluşan yarışı ifade etmektedir. Armour, bir yasama yarışının söz konusu olabilmesi için, ilk olarak hukuk düzeninde yapılacak olan değişiklik şirketlerin işlem maliyetini azaltmalı, ikinci olarak değişiklik yapılan yargı düzeni, teşvik edilen şirketlerin kendi yargı çevresinde faaliyet göstermesi neticesine bir kazanım sağlaması gerektiğini ifade etmiştir. Yazara göre, her iki şartın sağlanması halinde hukuk düzenleri, şirketlerin kendi yargı çevresinde faaliyet göstermesi için düzenlemelerini yeniden dizayn etme uğraşı içine gireceklerdir. Bkz. John Armour, “Who Should Make Corporate Law? EC Legislation Versus Regulatory Competition”, *ECGI - Law Working Paper No. 54/2005*, 8.

Avrupa’da ise şirketler hukuku uygulamada birlik sağlanması amacıyla yönergeler ile düzenlenmiştir¹⁴⁵. Konumuz bakımından 77/91/EEC sayılı İkinci Konsey Yönergesi¹⁴⁶ başlayan bu yeknesaklaştırma çabası, AB üyesi ülkelerin ulusal hukuklarını direktifin asgari şartlarına uygun hale getirmesi ile devam etmiştir. Daha sonra ayrıntılı biçimde değineceğimiz üzere, AB üyesi ülkeler arasında yaratılmak istenen bu yeknesak düzen, ATAD kararlarına konu olan bazı uyuşmazlıklar ve İngiltere’nin Anglo-Sakson hukuk sistemi geleneğinden gelen uygulamaları sebebiyle sorgulanmaya başlamıştır. Böylece esas sermaye sistemi düzenlemeleri yoğun eleştiri ile karşı karşıya kalmış, sisteme yönelik alternatif arayışlar; Avrupa Birliği iç piyasa düzenlemelerin sadeleştirilmesine yönelik SLIM Grubu (Simpler Legislation the Internal Market) raporu, Jaap Winter başkanlığında Şirketler Hukuku Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu (High Level Group), Jonathan Rickford başkanlığındaki Rickford raporu, Hollanda Çalışma Grubu Raporu, Lutter Grup Raporu, ve KPMG Raporu ile hız kazanmış ancak aynı zamanda doktrinde yoğun tartışmaları da beraberinde getirmiştir¹⁴⁷.

İlgili düzenlemelere ilişkin hukuki tartışmalar ilerleyen bölümlerde ayrıntılı olarak incelenecek olup bu başlık altında, esas sermaye sistemi düzenlemelerinin esnekleştirilmesi süreci Kıta Avrupası ve Anglo-Sakson hukuk sistemleri açısından ayrı ayrı ele alınacaktır.

5.3.1. Kıta Avrupası Hukuk Sisteminde Konunun Gelişimi

Anonim şirket pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğu ve alacaklıların korunması ekseninde gelişen esas sermaye sistemi başta Almanya olmak üzere Kıta Avrupası hukuk sistemlerinde önemli bir yere sahiptir. Alacaklıların korunması ile bağlantılı olarak ele alınan esas sermaye sistemi, 19 yy. da gelişmeye başlamış ve 20. yy.’da

¹⁴⁵ Nitekim, her ne kadar AT tarafından ABD şirketler hukukunda hakim olan yasama yarışı ve liberal model iyi bilinse de genel olarak reddedilmiş ve yeknesaklık sağlayan mevzuat ile Delaware Etkisinden kaçınılmıştır. Bkz. Friedrich Kübler, “A Shifting Paradigm of European Company Law?”, *Columbia Journal of European Law*, 11/2, (2004), 219-240, 221; Joseph A. McCahery ve Erik P. M. Vermeulen, “Does the European Company Prevent the 'Delaware-Effect'?", *TILEC Discussion Paper No. 2005-010*.

¹⁴⁶ Bkz. “Anonim Ortaklıkların Kurulması ve Sermayelerinin Korunması ve Değiştirilmesi Hususunda, Ortakların ve Diğer Kişilerin Menfaatlerinin Korunması İçin, Üye Devletlerce, Anlaşma’nın 58. maddesinin İkinci Paragrafı Kapsamındaki Ortaklıklardan Talep Edilen Güvencelerin Eşdeğer Kılınması Amacıyla Bu Türlü Güvencelerin Uyumlaştırılması Konusunda 77/91/AET Sayılı ve 13 Aralık 1976 Tarihli II. Konsey Yönergesi”, OJ L 26, 31.01.1977.

¹⁴⁷ Söz konusu raporlar ile sisteme yönelik getirilen reform önerileri ilerleyen bölümlerde ayrı bir başlıkta incelenmiştir. Bkz. III. Bölüm, 1 başlığı altında yapılan açıklamalar.

Avrupa Ekonomik Topluluğu (AET)¹⁴⁸ tarafından 77/91 EEC sayılı İkinci Konsey Yönergesinin ilan edilmesiyle somutlaşmıştır. İkinci Konsey Yönergesi, AB üyesi ülkelerin mevzuatlarında birlik sağlanması ve esas sermaye sisteminin AB üyesi ülkelerde yeknesak bir uygulama olmasını hedeflemiştir¹⁴⁹.

Tüm dünya çapında gelişen ekonomiyle birlikte Avrupa'daki şirketlerin de ABD şirketleri ile rekabet yarışında etkili bir yere sahip olmak istemesi, AB hukukunda esas sermaye sistemi düzenlemelerinin ekonomik külfetinin hafifletilmesi ve iç piyasa kurallarının esnekleştirilmesi ihtiyacını doğurmuştur. Bu gelişmeler doğrultusunda Avrupa Komisyonu tarafından 1999 yılında SLIM (Simpler Legislation The Internal Market) çalışması yayınlanmıştır¹⁵⁰. Üye ülkelerin uzman temsilcilerinden oluşan SLIM Çalışma Grubu, AET Birinci ve İkinci Konsey Yönergelerinin modernizasyonu ve bazı hususların serbestleşmesi yönünde önerilerde bulunmuştur¹⁵¹. 2002 yılında ise, SLIM grubunun çalışmasına paralel olarak Şirketler Hukuku Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu (High Level Group) tarafından, AB şirketler hukuku çerçevesini, şirket hukuku düzenlemelerini, kurumsal yönetim uygulamalarını ve standartlarını modernleştirmeye ve geliştirmeye yönelik çalışmalar yapılmıştır¹⁵². Söz konusu iki çalışmanın neticesinde AB komisyonu, 2003 yılında 77/91/EEC Sayılı İkinci Konsey Yönergesinin sadeleştirilmesi ve sermayenin korunması için alternatif yöntemlerin geliştirilmesi için faaliyet planı hazırlamıştır¹⁵³.

¹⁴⁸ Avrupa Ekonomik Topluluğu (AET), 1957'de Roma Antlaşması ile kurulmuştur. 1993'te Avrupa Birliği'nin (AB) kurulmasıyla Avrupa Topluluğu (AT) adını aldı ve AB'ye dâhil edilmiş, 2009'da ise tamamen AB'ye devredilerek varlığını sona ermiştir.

¹⁴⁹ Sevi, 62; Sevi, İkinci Konsey Yönergesi ile İngiliz Hukukunun esas sermayeye ilişkin düzenlemelerinin daha liberal olması sebebiyle diğer Avrupa ülkelerine nazaran avantajlı konumunun da, AB içerisindeki ortaklıkların asgari bazı düzenlemelere tabi olmalarını sağlayarak ortadan kaldırdığını belirtmiştir. Bkz. Sevi, 62 dn. 111.

¹⁵⁰ Beşir Fatih Doğan, “Avrupa Birliği Şirketler Hukuku Modernizasyon Çalışmaları, Avrupa Birliğinin 77/91EWG nolu İkinci Şirketler Yönergesinde Değişiklik Yapan 2006/68/EWG nolu Yönergenin Getirdiği Yenilikler”, *Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi*, 7/2, (2008), 1-13, 2; Sevi, 64; Merkt, “Der Kapitalschutz in Europa”, 306; Rainer Koll-Möllenhoff, *Das Prinzip des festen Grundkapitals im europäischen Gesellschaftsrecht: Kapitalaufbringung und -erhaltung im EU-Recht und in den Rechten Deutschlands, Frankreichs und Englands* (Baden-Baden: Nomos, 2005), 283.; Hanno Merkt, “Creditor Protection and Capital Maintenance from a German Perspective”, *European Business Law Review* 15/5 (2004): 1045-1057, 1045.; Miola, 417; Umfaher, 12; Mülberr/Birke, 697.

¹⁵¹ Söz konusu öneriler için bkz. III. Bölüm, 1.1. başlığı altında yapılan açıklamalar.

¹⁵² Doğan, “Avrupa Birliği Şirketler Hukuku Modernizasyon Çalışmaları”, 2; Sevi, 63; Koll-Möllenhoff, 283; Merkt, “Creditor Protection”, 1045; Miola, 417; Çolgar, 69.

¹⁵³ Ortaklıklar Hukukunun Modernizasyonu ve Kurumsal Yönetimin Avrupa Birliğinde Geliştirilmesi, Brüksel 21.05.2003, COM (2003) 284 Final. (E.T: 23.05.2019).

bkz. <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:EN:PDF> ; Koll-Möllenhoff, 283; Sevi, 64; Doğan, “Avrupa Birliği Şirketler Hukuku Modernizasyon Çalışmaları”, 3.

5.3.1.1. AB hukukunda konunun gelişimine etki eden kararlar

AB hukuku bakımından esas sermaye sistemi ve bu sisteme ilişkin hukuki düzenlemelerin gelişiminde yukarıda belirttiğimiz çalışmalarla birlikte, şirketlerin yerleşme özgürlüğü konusunda Avrupa Topluluğu Adalet Divanı¹⁵⁴ (ATAD) tarafından verilen bazı kararlar oldukça önemli bir rol oynamıştır.

Söz konusu davalardan 1999 tarihli *Centros v Erhvervs- Og Selskabsstyrelsen*, kararında¹⁵⁵ uyuşmazlık, İngiltere’de tescilli *Centros Ltd.*’nin şubesinin tescil başvurusunun Danimarka’da reddedilmesi üzerine ortaya çıkmıştır. 1992 yılında kurulduğundan beri faaliyet göstermeyen şirketin taahhüt edilen sermayesi de ödenmemiştir¹⁵⁶. Bu sebeple davacı, şirketin esas amacının Danimarka hukukuna göre öngörülen zorunlu asgari sermaye tutarını ödemekten kaçınarak, şube görünümünde ana şirket faaliyeti sürdürmek olduğunu ve ülkesinde öngörülen emredici kurallara aykırı davranıldığını iddia etmiştir. ATAD söz konusu davaya ilişkin olarak Centros şirketinin yerleşme serbestisinden faydalanarak başka bir ülkede şube açabileceğini, sadece bu sebebe dayanılarak tescil talebinin reddedilemeyeceğine ve bu durumun yerleşme özgürlüğünden yararlanmaya engel teşkil etmeyeceğine hükmetmiştir¹⁵⁷.

ATAD tarafından verilen ve söz konusu gelişmelerde etkili olan bir diğer karar ise *Überseering*¹⁵⁸ kararıdır. Söz konusu uyuşmazlık esasen ayıplı hizmetten

¹⁵⁴ “Avrupa Toplulukları Adalet Divanı’nın adı 2009 tarihinde Lizbon anlaşması ile “Avrupa Birliği Adalet Divanı (ABAD)” olarak değişmiştir.

¹⁵⁵ *Centros v Erhvervs- Og Selskabsstyrelsen*, (C-212/97), 09.03.1999, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A61997CJ0212>; Kararın Türkçe çevirisi için bkz. Alper Hakkı Yazıcı, “Avrupa Toplulukları Adalet Divanı Centros / Erhvervs-Og Selskabsstyrelsen Kararı”, “Küresel Bakış Dergisi,” 2/5, (2012), 47- 58; Martin Gelter, “Centros, the Freedom of Establishment for Companies, and the Court’s Accidental Vision for Corporate Law”, *SSRN Journal SSRN Electronic Journal*, 2015.

¹⁵⁶ İngiltere’de limited şirketler için asgari bir sermaye zorunluluğu bulunmamakla birlikte, şirketin esas sözleşmesinde belirtilen 100 pound tutarındaki sermayesi dahi ödenmemiştir.

¹⁵⁷ Hayrettin Çağlar, “Avrupa Birliği Hukukuna Göre Şirketlerin Yerleşme Serbestisi ve Avrupa Toplulukları Adalet Divanı’nın ‘Cartesio’ Kararı”, içinde *Prof. Dr. Fırat Öztan’a Armağan*, C.I (Ankara: Turhan Kitabevi, 2010), 623-38; Bengül Kavlak, “Avrupa Birliği Hukukunda Şirket Hareketliliğine İlişkin Güncel Gelişmelerin Değerlendirilmesi”, *III. Avrupa Birliği Hukukunda Güncel Gelişmeler Konferansı*, 08.05.2019/ATAUM, 682; Sevi, 64; Toroman Çolgar, 70; Eryiğit, 266; Wolfgang Schön, “Gesellschafter-, Gläubiger- und Anlegerschutz im Europäischen Bilanzrecht”, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 29/4 (2000): 706-742, 726. John Armour, “Legal Capital: An Outdated Concept?”, *European Business Organization Law Review*, 28/1 (2006): 5-27, 7, ; Söz konusu kararların Türk Şirketler Hukuku bakımından değerlendirilmesi için ayrıca bkz. Ethem Kara, “Yeni Türk Ticaret Kanunun AB Şirketler Hukuku, ABAD Kararları ve İçe Göçler Açısından Değerlendirilmesi”, *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*, 22/3, (2016), 1457-1481.

¹⁵⁸ *Überseering BV v Nordic Construction Company Baumanagement GmbH (NCC)*, 05.11.2002 Bkz. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A62000CJ0208>

kaynaklanmakla birlikte yerleşme serbestisi açısından uyumsuzluk, üye devlette kurulan bir şirketin idare merkezinin sonradan değişmesi halinde şirketin ilgili ülkede dava ve fiil ehliyetine sahip olup olmadığı noktasındadır. ATAD Überseering davasında, bir şirketin hukuken tanınmamasının yerleşme özgürlüğünün hukuki temelini zedelediğini, üye devlette kurulmuş tüzel kişiliğin diğer üye ülkede de tanınması, söz konusu şirketin dava ve fiil ehliyetinin varlığının kabul edilmesi gerektiği yönünde karar vermiştir¹⁵⁹.

ATAD'ın yerleşme özgürlüğü çerçevesinde vermiş olduğu kararları güçlendirdiği bir diğer kararı ise *Inspire Art*¹⁶⁰ kararıdır. Inspire Art şirketi, İngiltere hukukuna göre kurulmuş ve tescil edilmiş olup, Amsterdam'da bir şubesi bulunmaktadır. Amsterdam Ticaret Odası, Hollanda Resmi Yabancı Şirketler Kanunu¹⁶¹ uyarınca bu şirketin yabancı şirket olduğundan bahisle, yabancılık durumunun sicile şerh düşülmesi için Amsterdam Bölge Mahkemesi'ne başvurmuştur. Hollanda şirketler hukuku düzenlemeleri ile AB düzenlemelerinin şirketlerin yerleşme özgürlüğü bakımından birbiri ile uyumlu olmaması karşısında ATAD, somut olayın özelliklerine göre bir kötüye kullanım hali istisna olmak kaydıyla şirketlerin, yerleşme özgürlüğünden mahrum bırakılamayacağına, 89/666/EEC sayılı 11. Konsey Direktifi¹⁶²'nde öngörülme şartların, Hollanda Resmi Yabancı Şirketler Kanunu ile getirilemeyeceğine hükmetmiştir¹⁶³.

ATAD söz konusu kararlarında, şirket alacaklılarının menfaati gerekçesiyle esas sermaye sistemi düzenlemelerinden kaynaklı yükümlülüklerin, şirketlerin yerleşme özgürlüğünü kısıtlayıcı biçimde uygulanmaması gerektiğini kabul etmiştir. Bununla birlikte ATAD, alacaklıların kamuyu aydınlatma hükümleri ile kendilerini bilgilendirme kabiliyetine sahip olmaları sebebiyle asgari sermayeye ilişkin bazı kuralların alacaklıların korunması bakımından verimsiz olduğunu ileri sürmüş, bu gibi

¹⁵⁹ Kavlak, 685; Armour, "Legal Capital", 23; Çağlar, " 'Cartesio' Kararı", 629.

¹⁶⁰ Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v Inspire Art Ltd. Bkz. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A62001CJ0167>

¹⁶¹ Wet op de formeel buitenlandse vennootschappen (WFBV). <https://wetten.overheid.nl/BWBR0009191/2020-02-01> (E.T: 25.11.2020).

¹⁶² <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A31989L0666> (E.T: 25.11.2020)

¹⁶³ Kavlak, a.g.m., 688; Sevi, 64.

bazı emredici kuralların şirket karşısında daha güçsüz konumda olan alacaklılar veya hileli fiiller söz konusu olduğunda gerekli olduğunu eklemiştir¹⁶⁴.

ATAD tarafından verilen bu kararlar AB İkinci Konsey Yönergesinin esas sermaye sistemi düzenlemelerine yönelik seslerin yükselmesine sebep olmuş ve böylece reform çalışmaları hızlanmıştır.

5.3.1.2. Alman hukukunda

Kıta Avrupası hukuk sistemlerinin genel yaklaşımına paralel olarak Alman hukukunda da sermayenin korunması ilkesi önem arz etmekte ve alacaklıların söz konusu ilke yoluyla korunması bir mihenk taşı olarak nitelendirilmektedir¹⁶⁵. Bu sebeple Alman hukuk doktrinde esas sermaye sisteminin esnekleştirilmesi konusunda muhafazakar bir tutum söz konusu olmakla birlikte, zamanla esas sermayenin korunmasına yönelik bu tutum sorgulanır hale gelmiştir.

Alman Hukuku tarihinde yüz yılı aşkın bir geçmişe sahip olan esas sermaye sistemi, anonim şirket azınlık pay sahiplerinin korunması önceliği ile ortaya çıkmışsa da 1930'lu yıllarla birlikte alacaklıları koruma fonksiyonu ile ön plana çıkmıştır¹⁶⁶. AB İkinci Konsey Yönergesi esasen halka açık şirketler bakımından uygulanmakla birlikte, söz konusu hükümlerin etkisi bazı ülke hukuklarında genişletilmiş olup, Almanya da bu ülkeler arasındadır. Nitekim Alman Hukukunda yönergenin çerçevesi Alman Limited Ortaklıklarını (GmbH) da kapsamaktadır¹⁶⁷.

AB hukuku kapsamında ortaya çıkan tartışmalar, Alman öğretisinde esas sermaye sistemine olan geleneksel bakış açısının muhafaza edilip edilmeyeceği sorusunu gündeme getirmiştir. Bu süreçte yoğun eleştirilere rağmen esas sermaye sisteminin Alman Hukukunda savunulmasının bazı sebepleri vardır. *Herbert Wiedemann*, bu kuralların her şeyden önce Alman şirketler hukuku kültürünün bir parçası (Kulturleistung ersten Ranges) olduğunu ifade etmiştir¹⁶⁸. Öte yandan esas

¹⁶⁴ Schön, "The Future of Legal Capital", 433; Sevi, 65; Merkt, "Der Kapitalschutz in Europe", 309; Miola, 417-418. Söz konusu kararların şirketlerin yerleşme özgürlüğü bakımından sonuçları için ayrıca bkz. Kavlak, 698 vd.

¹⁶⁵ Bezzenger, a.g.e., 72; Eryiğit, 106.

¹⁶⁶ Lutter, "Legal Capital", 2; Toraman Çolgar, 23.

¹⁶⁷ Schön, "The Future of Legal Capital", 434.

¹⁶⁸ Schön, "The Future of Legal Capital", 435'ten naklen dn. 28; Sebastian Barta, "Aufsätze und Beiträge - Das Kapitalsystem von GmbH und AG - Inhalt und Zweck der Regelungen über Stamm- bzw. Grundkapital. Zugleich Anmerkungen zum Referentenentwurf eines 'Gesetzes zur Neuordnung

sermaye sistemine yönelik değişikliklerin şirketler arası rekabette yarattığı sonuçlardan Alman şirketlerinin ne derece etkileneceği de dile getirilmiştir. Bu kapsamda esas sermaye sisteminin sürdürülebilirliği için gerekli olan düzenlemelerin Alman şirketleri bakımından da rekabet açısından dezavantaj oluşturduğu ifade edilmiş ve uluslararası rekabete dayanılabilmesi için bazı değişikliklere gidilmesi önerilmiştir¹⁶⁹. Böylece 2005 yılında limited ortaklıkların kuruluşunun kolaylaştırılması amacıyla asgari sermayenin 25.000 Euro'dan 10.000 Euro'ya düşürülmesinin önerildiği bir yasa tasarısı (Asgari Sermaye Yasası/Gesetzes zur Neuregelung des Mindestkapitals der GmbH) hazırlanmıştır. Bu tasarı ile Alman şirketlerinin uluslararası rekabet gücünün korunması ve güçlendirilmesi amaçlanmışsa da, öneri kabul edilmemiş ve 25.000 Euro asgari sermaye miktarı muhafaza edilmiştir¹⁷⁰. Bu gelişmeler sonrasında 2008 yılında "Alman Limited Şirketlerinin Modernleştirilmesi ve İhlallerle Mücadele Kanunu (MoMiG)" ile Almanya, şirketlerin yerleşim yeri teorileri bakımından idare merkezi yaklaşımını terk ederek, ATAD kararlarına uygun olarak kuruluş yeri teorisini benimsemiş, ayrıca mini-GmbH Olarak tanımlanan ve daha az asgari sermayeli bir şirket türü olan "Mütesebbis Ortaklık (Unternehmergesellschaft)" kurumu Alman Şirketler hukukuna kazandırılmıştır¹⁷¹.

Esas sermaye sistemi düzenlemelerine yönelik olarak AB'de yaklaşık 10 yıl süren tartışmalar neticesinde Alman Şirketler Hukuku kurallarında bazı değişiklikler yapılmışsa da gerek Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'nda (AktG), gerekse Limited Ortaklıklar Kanunu'nda (GmbHG) esas sermaye sisteminin taşıyıcı kolonları olan sermayenin oluşturulması, asgari esas sermaye ve sermayenin korunmasına ilişkin hükümler varlığını korumaktadır. Nitekim Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu

des Mindestkapitals der GmbH (MindestKapG)", *GmbH-Rundschau* 96/11 (2005): 657-662, 657.; Christoph Kuhner, "The Future of Creditor Protection", *Legal Capital in Europe*, Edt. Marcus Lutter, (Berlin: European Company Law Review, De Gruyter Recht, 2002): 341-364, 343.

¹⁶⁹ Barta, 675.

¹⁷⁰ Oruç Hami Şener, *Yargıtay Kararları Işığında Limited Ortaklıklar Hukuku*, Seçkin Yayıncılık, (Ankara: Seçkin Yayınları, 2017), 109. Hukuki bir yaklaşımla asgari sermaye tutarı şirketin kuruluşunda, bir giriş bileti/ücreti (*Eintrittskarte/Eintrittsgeld*) veya ciddiyet eşiği olarak değerlendirilmektedir. Bu durum alacaklılara girişimcilik riskini üstleneceklerine dair taahhütte bulunamayacak olanların şirket kurmasına izin verilmemesi gerektiğini ifade etmektedir. Bkz. Jena Walter Bayer, "Moderner Kapitalschutz", *ZGR* (2007), 220-240, 229-238.

¹⁷¹ Sınırlı Sorumlu Mütesebbis Ortaklık limited şirketin bir alt türü olup teorik olarak 1 Euro ile kurulabilmektedir Sınırlı sorumlu mütesebbis ortaklık, Alman Limited Ortaklıklar Kanunu §5a/1 hükmü ile düzenlenmiş olup, hükümde kanun ile belirlenmiş olan asgari sermayenin altında bir sermaye ile oluşturulan şirket olarak tanımlanmıştır. Konuya ilişkin olarak ayrıca bkz. Lutter, "Legal Capital", 2; Cobe, 3; Pulaşlı, "Sermayesiz Sermaye Şirketi", 6 vd. ; Davies vd., 267.; Shan Ho, 27; Kara/ Kayıhan, 83.

(Aktiengesetz-AktG) bakımından asgari sermaye miktarı AktG m.7 hükmünde 50.000 Euro olarak belirlenmiştir.

5.3.1.3. İsviçre hukukunda

İsviçre hukukunda esas sermaye sistemi üç temel unsurdan oluşmaktadır. Bu temel unsurlar asgari sermaye, sermayenin oluşturulması ve sermayenin korunmasıdır. 19.yy İsviçre Kanton Yasalarında asgari esas sermaye şartı bulunmamakla birlikte İsviçre şirketler hukukunda ilk olarak 1928 yılında taslak olarak sunulmuş ve 1936 yılında 50.000 İsviçre Frangı olarak düzenleme altına alınmıştır¹⁷². 1991 yılında İsviçre Borçlar Kanunu'nda yapılan revizyonla ise söz konusu miktar 100.000 İsviçre Frangına çıkarılmıştır. Daha sonra her ne kadar asgari sermayenin kurucu bir unsur olmadığı ve asgari sermayeye gereksinim duyulmadan da sistemin var olabileceği vurgulansa da Kıta Avrupası ülke hukuklarında süren ağırlıklı muhafazakar tutum sebebiyle düzenleme, İsviçre hukukunda da varlığını devam ettirmektedir¹⁷³.

Buna karşın İsviçre Hukuku da AB hukukundaki esas sermaye sistemi düzenlemelerine yönelik gelişmelerden tamamen uzak kalamamış, İsviçre şirketler hukukunun modernleştirilmesi gerektiği yönünde bir eğilim zamanla kendini göstermeye başlamıştır. Nitekim 2016 yılında İsviçre Federal Konseyi, İsviçre Borçlar Kanunu'na ilişkin kapsamlı bir değişiklik taslağını gündeme getirmiştir¹⁷⁴. Söz konusu taslağın odak noktası, anonim şirket kuruluşuna dair hükümlerin ve sermaye yapısının daha esnek hale getirilmesi ve pay sahibi haklarının kuvvetlendirilmesi olarak belirtilmiştir. Bu kapsamda, esas sermayenin yabancı para cinsinden belirlenebilmesi, kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırımı ve azaltımının belirli bir aralıkta olmak koşulu ile kolaylaştırılması (Kapitalband), itibari değer konusunda daha esnek bir yapının oluşturulması, kurumsal yönetimin kuvvetlendirilerek şirketin önlem mekanizmalarının teşvik edilmesi ve iflasın önlenmesi gibi önerilerde bulunulmuştur¹⁷⁵.

¹⁷² Meyer, 45.

¹⁷³ Meyer, 38.

¹⁷⁴ <https://www.admin.ch/gov/en/start/documentation/media-releases.msg-id-64622.html>

¹⁷⁵ Ayrıca bkz. Karin Poggio, “Vierter Meilenstein in der Aktienrechtsrevision”, *Expert Focus*, 9 (2020): 660-67. Dieter Gericke vd., “Neues Aktienrecht: Tour d’Horizon”, *Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht (GesKR)*, sy 3 (2020): 323-341. Aydın Alber Yüce, “İsviçre Anonim Şirketler

2001 yılında başlayan uzun bir geçmiş sonrasında ilgili revizyon 19 Haziran 2020 tarihinde parlamentoda kabul edilmiş olup, 13 Ekim 2020 tarihinde yayınlanmış ve 1 Ocak 2021 tarihi itibarıyla yürürlüğe girmiştir¹⁷⁶. Bu revizyon şirketler hukukuna ilişkin tüm esaslı noktaları kapsamaktadır. Buna göre söz konusu revizyon konumuz kapsamında özellikle¹⁷⁷:

- Sermayenin yabancı para cinsinden belirlenebilmesi (m.621/2 nOR),
- İtibari değerin sıfırdan büyük bir değere sahip olması (m.622/4 nOR),
- Ayni sermaye olabilecek değerlerin niteliklerinin kanun ile belirlenmesi (m.634/1 nOR),
- Şartlı sermayenin uygulama alanının genişletilmesi (m.653/1 nOR),
- Sermaye bandı uygulamasında yönetim kuruluna verilecek yetkinin olası sermaye azaltımlarında da uygulanması (m.653s nOR),
- Şirketlerin kendi payını iktisabına ilişkin olarak fesih davası durumunda sınırın %20 olarak belirlenmesi (m.659/3 nOR),
- Yedek akçelere ilişkin düzenlemelerin modernize edilmesi (m.671 nOR) gibi yenilikler içermektedir¹⁷⁸.

5.3.2. Anglo-Sakson Hukuk Sisteminde Konunun Gelişimi

5.3.2.1. Amerikan hukukunda

ABD’de şirketler arası rekabetin gelişimi, Avrupa ile kıyaslandığında çok daha önce başlamıştır. ABD şirketleri arasındaki bu rekabetin gelişmesinde, şirketlerin tâbi olacağı hukukun belirlenmesine yönelik teorilerin de katkısı olmuş, kuruluş yeri teorisinin benimsenmiş olması ile şirketlere kuruluş yerlerini belirlemek suretiyle kendilerine uygulanacak hukuku seçebilme imkânı sağlanmıştır¹⁷⁹.

Hukuku Revizyon Tasarısının Şirket Sermayesi ve Paylar Bakımından Getirdiği Bazı Yenilikler”, *Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 2/12 (2017): 55-79.

¹⁷⁶ <https://fedlex.data.admin.ch/filestore/fedlex.data.admin.ch/eli/oc/2020/746/de/pdf-x/fedlex-data-admin-ch-eli-oc-2020-746-de-pdf-x.pdf>

¹⁷⁷ Metnin devamında, İsviçre Borçlar Kanunu’nun değiştirilmesine yönelik olarak 19.06.2020 tarihinde parlamento tarafından kabul edilen metin maddeleri nOR olarak belirtilecektir.

¹⁷⁸ İlgili değişikliklere ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Gericke vd. a.g.m., 324 vd.

¹⁷⁹ Kara/Kayıhan, a.g.m.; 80. Şirketlere uygulanacak hukukun belirlenmesinde *idare merkezi teorisi* (*real seat theory*) veya *kuruluş yeri teorisi* (*incorporation theory*) benimsenmektedir. Kıta Avrupası hukuk sistemlerinde çoğunlukla idare merkezi teorisi benimsenmekle birlikte, özellikle ATAD kararları sonrasında, idare merkezi teorisine yönelik değişiklik önerilerinde bulunulmuş ve şirketler arası rekabete uyum sağlanabilmesi amacıyla kuruluş yeri teorisi gündeme gelmeye başlamıştır. Bkz. Armour, “Legal Capital,” 23; High Level Grup Raporu, 102 vd.; Çağlar, “‘Cartesio’ Kararı”, 625 vd.

Şirketler hukuku düzenlemelerinde eyaletler arası farklılıkların söz konusu olduğu ve hukukun case law şeklinde şekillendiği ABD’de şirketlere ilişkin ilk kanuni düzenlemeyi 1875 yılında yapan New Jersey, Delaware tarafından söz konusu düzenlemelerin 1899 yılında aynen alınması ve sonrasında ise bir çok muhafazakar hükmün kaldırılmasıyla, şirketler hukuku yarışında Delaware’in arkasında kalmıştır. Böylece 1913 yılından itibaren ABD’de, Delaware eyaleti şirketler bakımından cazip hale gelmiş ve ardından yeni kurulacak şirketler için önde gelen destinasyonlardan biri haline gelmiştir¹⁸⁰. Delaware eyaletinin şirketler hukukuna ilişkin asgari sermaye miktarı, şirketlerin kuruluş süreçleri ve maliyetleri gibi konularda avantajlı düzenlemelere sahip olması, ABD şirketler hukuku yarışında etkili bir rol oynamıştır. Bugün New York Menkul Kıymetler Borsası’nda listelenen şirketlerin yarısından fazlasının merkezi Delaware eyaletinde yer almaktadır. Ortaya çıkan bu durum ise “*Delaware Etkisi*” olarak adlandırılmaktadır¹⁸¹.

ABD şirketler hukukuna hakim olan liberal yaklaşım sebebiyle, ABD’de genel olarak klasik anlamda esas sermaye sistemi düzenlemeleri yer almamakla birlikte, bazı düzenlemeler bakımından eyaletler arasında bir takım farklılıklar söz konusudur¹⁸². ABD hukukunda esas sermaye sistemine olan bu yaklaşımın temel sebebi, korunmak istenen menfaatlerin başında alacaklılardan önce pay sahipleri ve yöneticilerin gelmesidir. Çünkü alacaklıların kendilerini sözleşme yoluyla korumaları beklenmektedir. Ayrıca ABD şirketler hukuku uygulamasında esas sermayeye yönelik düzenlemelere biçilen rol, Kıta Avrupası hukuku nazara alındığında çok daha az öneme sahiptir. Alacaklıların korunmasından ziyade pay sahiplerinin menfaatlerinin ön plana çıktığı ABD şirketler hukukunda, şirketlerin faaliyetlerini kısıtlayıcı hükümlerin kaldırılmasının veya esnekleştirilmesinin eyaletler arası yasama yarışında

¹⁸⁰ Michael P. Dooley ve Michael D. Goldman, “Some Comparisons Between the Model Business Corporation Act and the Delaware General Corporation Law”, *The Business Lawyer* 56/2 (2001): 737. Richard A. Booth, “Capital Requirements in United States Corporation Law”, *Legal Capital in Europe*, Edt. Marcus Lutter, (Berlin: European Company Law Review, 2006) 621-645, 622; Hopt, “Comparative Company Law”, 1162; Kara/Kayıhan, a.g.m., 80; Eryiğit, 236.

¹⁸¹ McCahery/Vermeulen, a.g.m., 7 vd.; Kara/Kayıhan, a.g.m. 80; Miola, 436; William L. Cary, “Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware”, *The Yale Law Journal*, 83/4 (1974), 663-705.

¹⁸² ABD hukukunda şirketlerin serbestçe kurulabilmesinin mümkün olmasından sonra şirketin sermaye yapısına ilişkin düzenlemelerin bir çoğu eyalet yasalarına bırakılmıştır. Amerikan Şirketler Hukukuna ilişkin ayrıntılı bilgi için ayrıca bkz. Booth, a.g.m., 620-645.; Andreas Engert, “Life Without Legal Capital: Lessons from American Law”, *Legal Capital in Europe*, Edt. Marcus Lutter, (Berlin: De Gruyter Recht, 2006), 646-695.

rol oynadığı ve doktrinde görece gevşek olarak değerlendirilen bu durumun ise daha verimli kuralların evrimleşmesini sağladığı kabul edilmektedir¹⁸³.

ABD şirketler hukukunda eyalet yasalarıyla esas sermaye sistemine ilişkin kabul edilen hükümler, sınırlı sorumluluğun bir karşılığı olarak görülmüş olup, bu düzenlemeler ile haklarını -şahıs şirketlerinin aksine- anonim şirket pay sahiplerine karşı ileri süremeyecek olan alacaklıların korunması amaçlanmıştır¹⁸⁴. Bu kapsamda her ne kadar esas sermaye kuralları eyaletten eyalete geniş bir spektruma yayılsa da temelinde 1950 tarihli MBCA (The Model Business Corporation Act), 1984 yılında revize edilmiş RMBCA (The Revised Model Business Corporation Act), Delaware Şirketler Kanunu, New York Şirketler Kanunu ve California Şirketler Kanunu esas alınmaktadır¹⁸⁵.

ABD öğretisinin konuya yaklaşımı sebebiyle, 1950 tarihli Model Kanun ile öngörülmüş olan itibari değer ve asgari esas sermayeye ilişkin düzenlemeler, 1980 tarihli revizyon ile elimine edilmiş, aynı sermaye taahhüdünde hizmet edimlerine ilişkin sınırlamalar da kaldırılmıştır¹⁸⁶. Bu değişikliğin gerekçesi ise söz konusu düzenlemelerin kompleks olması ve alacaklıların korunması amacına yeterince hizmet edememesi olarak ifade edilmiştir¹⁸⁷. Bununla birlikte RMBCA ile dağıtımlara ilişkin bilanço testi ve ödeme yeterliliği testleri getirilmiş, bu testlerin uygulanmasında yöneticilere takdir hakkı tanınmıştır (DGCL m.170). Görüldüğü üzere ABD hukukunda alacaklıların korunması amacı ön planda olmadığından, sisteme ilişkin temel kurallar son derece esnek düzenlenmiş olup, dağıtımlar konusunda yöneticilerin takdir hakkı daha geniştir.

ABD şirketler hukuku bu yaklaşım ve uygulama ile esas sermaye sistemine, Kıta Avrupası hukukuna nazaran tamamen farklı bir bakış açısı geliştirmiştir. Tüm şirketlere uygulanacak olan emredici hükümler yerini sözleşmelere, sorumluluk hükümlerine ve alacaklıları koruyacak alternatif mekanizmalara bırakmıştır. Bununla birlikte alacaklılar, iflas hukukuyla da korunmaktadır.

¹⁸³ Booth, a.g.m. 622.

¹⁸⁴ Booth, a.g.m., 623.

¹⁸⁵ Söz konusu kanunlara ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Booth, a.g.m., 628 vd.

¹⁸⁶ Booth, a.g.m., 633; Eryiğit, 23-236

¹⁸⁷ KPMG raporu, 157; Eryiğit, 235-236. Buna karşın DGCL’de bazı esas sermaye sistemi düzenlemeleri yer almaya devam etmekte ise de, uygulama esas sermaye sisteminin klasik anlamına nazaran, MBCA’ya benzer şekilde daha esnek bir yapıdadır. Dooley/Goldman, a.g.m., 741.

Amerikan hukukunun esnekleşme eğilimi ve şirketlerin rekabet artışıındaki avantajları konumları, Avrupa’da da hissedilmiş ve rekabet yarışında güç kazanmak isteyen AB şirketleri de göz önünde bulundurularak, AB’de esas sermaye sistemi düzenlemeleri bakımından revizyon önerileri gündeme gelmiştir.

5.3.2.2. İngiliz hukukunda

İngiliz hukukunda sermayenin korunmasına dair kurallar, 19.yy ortalarından başlayarak sonuna kadar olan süreç içerisinde mahkeme kararları ve mevzuat ile oluşmuştur. Ayrıca esas sermaye sistemine ilişkin düzenlemeler bugün içtihatların yanında büyük çoğunlukla 2006 tarihli Şirketler Kanunu (Companies Act)¹⁸⁸ ile düzenlenmektedir. Bu hükümler kaynağını 19. yy mahkeme kararlarından ve AB 77/91 EEC sayılı İkinci Konsey Direktifinden almaktadır.

İngiliz şirketler hukukunun modernizasyon çalışmaları 21.yy başlarında başlamış, 1985 tarihli Şirketler Kanunu’nda öngörülen esas sermaye sistemi hükümleri ciddi eleştirilere maruz kalmıştır. Bu kapsamda 1999 yılında *Steering Group* tarafından reform çalışmaları başlatılmış, 2001 yılında şirketler hukukunun yeniden gözden geçirilmesi başlığında “*Company Law Review (CLR)*” isimli ayrıntılı ve radikal bir rapor sunulmuştur. Steering Grup tarafından yasal sermaye konusu spesifik olarak veya olası reformların bir parçası olarak değerlendirilmiş ve önerilerde bulunulmuştur¹⁸⁹. Hükümet tarafından, değerlendirilen önerilere karşılık olarak ise “*White Paper*” adıyla bir rapor paylaşılmıştır¹⁹⁰.

Avrupa Birliği Komisyonu tarafından kabul edilen Uluslararası Muhasebe Standartlarının (IFRS), İngiliz şirketlerinde uygulama alanı 2003 yılında genişletilmiştir. Bunun üzerine İngiliz hukukunda esas sermaye sistemine yönelik

¹⁸⁸ Companies Act 2006. Bkz. <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents> (E.T: 09.11.2020) Companies Act çalışmanın devamında CA olarak anılacaktır.

¹⁸⁹ CLR’de özellikle mevcut ya da potansiyel alacaklıların, şirkete kredi verip vermeyeceği kararında esas sermaye miktarını önemli bir konu olarak görmediği, halka açık olmayan şirketler ile halka açık şirketlere farklı rejimlerin uygulanması gerektiği, gerçek itibari değeri olmayan payın kabulü gibi hususlar üzerinde durulmuştur. Bkz. Jennifer Payne, "Legal Capital in the UK Following the Companies Act 2006", *University of Oxford Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series*, (2008): 20.(E.T: 26.03.2021).

¹⁹⁰ Raporda, AB mevzuatında önemli değişiklikler yapılmadan önce, halka açık şirketler açısından İngiliz sermaye koruma rejiminde büyük değişiklikler yapılmasının mümkün olamayacağı ifade edilmiştir. Bkz. Umfaher, 14; Eilis Ferran, “Revisiting Legal Capital”, *EBOL*, 20 (2019): 521-545, 524.

tartışmalar özellikle dağıtım rejimi ve muhasebe standartları üzerinde toplanmıştır¹⁹¹. AB düzenlemelerinin etkisinin genişlemesi üzerine ortaya çıkan tartışmaların devamında mevcut sermayenin korunması hükümlerinin değerlendirilmesi ve muhasebe standartlarının geliştirilmesi amacıyla 2004 yılında, *Jonathan Rickford* başkanlığında çeşitli meslekten katılımcılarından da yer aldığı bir reform çalışması yapılmıştır¹⁹². Söz konusu çalışmada esas sermaye sisteminin avantajları ve dezavantajları alternatif mekanizmalarla birlikte ele alınmış; asgari sermayeye, aynı sermaye konulmasına, dağıtımlara ve sermayenin iadesine ilişkin daha verimli olacağına inanılan yaklaşımlar sunulmuştur¹⁹³. Ayrıca Rickford Raporu yalnızca İngiliz şirketler hukukunu etkilememiş, AB hukukunda da önemli tartışmaları körüklemiştir.

Söz konusu reform çalışmaları sonucunda esas sermayeye ilişkin hükümler genel olarak halka açık şirketlere (Public Companies) uygulanacak hale getirilmiş olup, halka açık olmayan şirketler (Private Companies) kapsam dışında bırakılmıştır¹⁹⁴. Öte yandan AB yönergelerinin, İngiltere bakımından istenen reform çalışmalarına bir bariyer oluşturduğu da literatürde ifade edilmektedir¹⁹⁵.

Günümüzde ise mevcut koşulların söz konusu tartışmaların yapıldığı yıllardan farklı oluşu ve Brexit sebebiyle İngiltere kanun koyucusunun esas sermaye sistemine yaklaşımının da değişmesi olasıdır. Nitekim 2006 revizyonu döneminde İngiltere ekonomisi yükselişteyken, günümüzde şirketler ile toplum arasındaki sosyal

¹⁹¹ Brexit sonrası İngiltere her ne kadar AB muhasebe standartlarıyla bağlı olmayacaksa da, muhasebe standartların iç hukuka aktarılması sebebiyle şirketler başlangıçta aynı ilkelere karşılık gelecek şekilde raporlama yapmaya devam edeceklerdir. Bkz. Peter Böckli vd. “The Consequences of Brexit for Companies and Company Law”, *Cambridge University Legal Studies Research Paper Series*, 22, (2017), 25.

¹⁹² Bkz. Rickford Raporu.

¹⁹³ Rickford Raporunun değerlendirilmesine yönelik olarak bkz. Eva Micheler, “Legal Capital in Europe”, *Legal Capital in Europe*, Edt. Marcus Lutter, (Berlin: De Gruyter Recht, 2006), 413-425. Rapora ilişkin ayrıca bkz. III. Bölüm, 1.3. başlığı altında yapılan açıklamalar.

¹⁹⁴ CA 2006 ile yapılan deregülasyona rağmen halka açık olmayan şirketlerin hala bazı kısıtlamalar ile karşı karşıya olduğuna, dolayısıyla tüm şirketler bakımından alacaklıların korumasının, sözleşme hukukuna ve şirketin iflası durumunda iflas hükümlerine bırakıldığı bir sistem önerilmektedir. Nitekim mevcut esas sermaye kurallarının alacaklılara herhangi bir maddi koruma sağlamadığından bahisle, alacaklı korumasını da azaltmayacak daha esnek ve verimli bir sistemin düzenleyici rekabet açısından da önemli olacağı yönünde bkz. Payne, 42. Anglo-Sakson hukuku anlayışında şirketler hukuk ile alacaklıların korunması hususu birbirinden düzgün bir biçimde ayrılmalıdır. Bkz. Merkt, “Kapitalerschutz in Europe”, 312.

¹⁹⁵ Nitekim 2006 yılında yapılan revizyon çalışmalarında İngiliz Hükümeti daha kapsamlı bir reform çalışması yapmak istemiştir, fakat AB üyeliği sebebiyle söz konusu değişiklikler küçük ölçekli kalmıştır. Ferran, “Revisiting Legal Capital”, 524.

sözleşmenin çıktığı, kısa vadeli yatırımlara ilişkin bazı sorunların kötüye doğru gittiği, bunların temelinde ise şirketlerin sermaye yapılarının ve likidite kararlarının rol oynadığı, söz konusu büyük resmin uygulamada, esas sermayeye ilişkin hükümlerin elverişsiz ve kompleks olduğunu gösterdiği, İngiliz literatüründe ileri sürülen görüşler arasındadır¹⁹⁶. Dolayısıyla günümüzde CA 2006 ile öngörülen esas sermaye hükümlerinin bazı noktalarda eksik olduğunun deneyimlerle ortaya çıkması sebebiyle önceki reformist anlayışın tekrar gündeme gelmesi gerektiği ve Brexit ile bazı radikal değişiklikleri yapma fırsatının yakalanabileceği savunulmaktadır¹⁹⁷.

6. Esas Sermaye Sisteminin Amacı

Esas sermaye sistemine ilişkin düzenlemelerin temelinde anonim şirket pay sahiplerinin yalnızca şirkete koymayı taahhüt ettikleri sermaye ile sınırlı sorumlu olması sebebiyle alacaklıların korunması ihtiyacı olduğunu ifade etmiştik¹⁹⁸. Nitekim, anonim şirket faaliyeti esnasında pay sahipleri ile alacaklıların menfaatleri birbiriyle örtüşmediği gibi, alacaklılar arasında da zaman zaman menfaat çatışmaları gündeme gelebilmektedir. Bu durum karşısında gerek şirket alacaklıları ile şirket pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmasının gerekse alacaklıların kendi aralarında ortaya çıkan menfaat çatışmalarının dengelenmesi gerekmektedir. Esas sermaye sistemi düzenlemelerinin temel amaçlarından en önemlisi bu çatışmaların dengelenmesidir.

Esas sermaye sistemi temel düzenlemelerinin amaçları üzerinde her bir düzenleme bakımından ilerleyen bölümlerde ayrıntılı olarak durulacaksa da; tüm bu düzenlemelerin çatısını, şirket alacaklılarının korunması amacının oluşturduğunu ifade etmek gerekir¹⁹⁹.

Anonim şirket malvarlığı şirketin faaliyeti esnasında değişkenlik gösterebilecek ve alacaklılar bakımından yetersiz kalabilecekse de kuruluş safhasında asgari esas sermaye zorunluluğu ve sermayeyi koruyucu hükümler; şirket alacaklıları bakımından teminat oluşturmayı, şirket pay sahiplerinin şirkete koymayı taahhüt ettiği sermaye miktarının şirket alacaklıları bakımından uygun bir miktar ve nitelikte olmasını,

¹⁹⁶ Bu kompleks kurallar yığınının İngiliz Ev Eşyaları Mağazasının (BHS) 2016 yılında çöküşüne engel olamadığı, aynı şekilde 2017 yılında Carillion Şirketinin de iflasına engel olmadığı örnekleri verilmiştir. Ferran, “Revisiting Legal Capital”, 525.

¹⁹⁷ Ferran, “Revisiting Legal Capital”, 542.

¹⁹⁸ Bkz. I. Bölüm 5.1.2. başlığı altında yapılan açıklamalar.

¹⁹⁹ Bezenberger, a.g.e., 72; Miola, 418.

şeffaflık yoluyla alacaklıların doğru bilgilendirilmesini sağlamayı, esas sermaye miktarının şirket tüzel kişiliğinin ticari faaliyetleri için erişilebilir olmasını, sermayenin istisnai durumlar haricinde şirket pay sahiplerine geri ödenmesini engellemeyi, anonim şirket malvarlığının sürdürülebilirliğinin teminat altına almayı, şirketi olası bir iflas, borca batıklık ve sosyal refahı azaltacak ticari faaliyetlerden korumayı, pay sahipleri arasındaki eşitliğin gözetilmesini sağlamayı ve azınlık pay sahiplerinin menfaatlerini korumayı amaçlamaktadır²⁰⁰.

Eksikliklerine rağmen esas sermaye sisteminin, şirketlerin iflas maliyetlerini düşürmesi, alacaklıları koruması ve toplumun sosyal refahına zarar verebilecek kurumsal davranışlara karşı adeta bir kolluk görevi üstlenmesi sebebiyle mevcut olan en iyi sistem olduğu çoğunlukla kabul edilmektedir²⁰¹.

Tüm bu amaçlar doğrultusunda esas sermaye sistemi genel olarak, “*sermayenin oluşturulması/tedariki (Kapitalaufbringung)*” ve “*sermayenin korunması/idamesi (Kapitalschutz/Kapitalhaltung)*” prensipleri çerçevesinde şekillenmiştir²⁰². Esas sermaye sisteminin kendisinden beklenen amaçlara hizmet edip etmediğine yönelik tartışmalar da genel olarak bu prensipler üzerinden yürütülmüştür.

Esas sermaye sisteminin amacı, fonksiyonlarını da belirlemektedir. Bu bağlamda esas sermaye sisteminin doktrinde üzerinde durulan temel fonksiyonları, şirket finansmanını sağlaması, tampon işlevi görmesi, sorumluluk fonu oluşturması, riskin paylaşılmasına katkı sağlaması, ciddiyet eşiği oluşturması ve sinyal etkisi şeklinde sıralanabilir²⁰³. AB hukukunda esas sermaye sistemine ilişkin uzun yıllar süren tartışmaların temelinde, esas sermaye sisteminin yukarıda saydığımız amaçları gerçekleştirebilmesinde bu fonksiyonların ne düzeyde işlevsel olduğu sorusu yer

²⁰⁰ Ayrıca bkz. Andreas Cahn, “Capital maintenance in German Company Law”, *Institute for Law and Finance Working Paper Series* No. 146, (2015); Umfahrer, a.g.e., 34; Çonkar, 14; Merkt, “Kapitalschutz in Europe”, 311 vd.; Tim Drygala, “Stammkapital heute – Zum veränderten Verständnis vom System des festen Kapitals und seinen Konsequenzen”, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 35/5 (2006): 587-637, 589 vd.; Geoffrey P Miller, *Das Kapital: Solvency Regulation of the American Business Enterprise* (Chicago, IL: University of Chicago Law School, 1995), 5 vd.

²⁰¹ Miller, a.g.e., 6.

²⁰² Meyer, 38; Çonkar, 10 vd.; Jan Christoph Mosch, *Kapitalschutz ohne Kapital. Die Haftung der Gesellschafter am Beispiel der englischen Private Limited Company und der Europäischen Privatgesellschaft (EPG/SPE) bei IFRS-Bilanzierung*. (Duncker & Humblot, 2013), 36 vd.; Koll-Möllenhoff, 51 vd.

²⁰³ Esas sermaye sisteminin söz konusu fonksiyonlarına ilişkin bkz. II. bölüm, 62 vd.

almaktadır. Esas sermaye sistemine ilişkin bu sorunun cevaplandırılabilmesi için korumayı amaçladığı menfaat çevresinin incelenmesi gerekmektedir.

6.1. Esas Sermaye Sistemi ve Alacaklıların Korunması

Şirketin finansmanı amacıyla yabancı sermayenin şirkete girişi, ticari faaliyetler, haksız fiil veya sebepsiz zenginleşme gibi hallerde şirket ile alacaklılar arasında hukuki ilişkiler kurulmakta ve alacaklılar bu gibi durumlarda şirketten belli bir miktarda alacak hakkına sahip olmaktadır. Daha önce belirttiğimiz üzere, anonim şirket pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğu sebebiyle alacaklıların alacaklarını talep edebileceği yegâne kaynak anonim şirket tüzel kişiliğine ait olan malvarlığı olup, şirket alacaklılarının şirketten öncelikli beklentisi, alacaklarının ödenmesidir. Mali durumu iyi olan bir şirket karşısında alacaklıların, alacaklarını talep edebileceği bir malvarlığından söz edebiliriz de; zarar eden veya borca batık bir şirketin alacaklıları bakımından aynı durum söz konusu değildir. Bu durumda alacaklılar kendilerini riskli bir pozisyonda bulabileceklerdir. Böylece alacaklılar şirketle hukuki bir ilişki içerisinde olmaktan -kaçınabiliyorsa- kaçınacaktır²⁰⁴. Aksi halde alacaklıların borçlu şirket karşısındaki zorunlu konumu sebebiyle alacak hakları ancak, esas sermaye sistemi düzenlemelerinin verimliliği ölçüsünde korunabilecektir²⁰⁵.

Şüphesiz ki alacaklıları şirket karşısında koruyan tek mekanizma esas sermaye sistemi değildir. Esas sermaye sisteminin emredici hükümleri dışında alacaklıların sözleşme hukuku, yöneticilere ilişkin sorumluluk hükümleri, iflas hukuku hükümleri, tüzel kişilik perdesinin kaldırılması veya kişisel teminatlar yoluyla da koruması mümkündür. Söz konusu mekanizmaların esas sermaye sistemine ne düzeyde bir alternatif teşkil edeceği ilerleyen bölümlerde ele alınacak olup, burada gerek esas sermaye sistemi gerekse alternatif mekanizmalar bakımından her alacaklının şirket karşısında aynı düzeyde pazarlık şansına sahip olmadığı gerçeğinin göz ardı

²⁰⁴ Elis Tarelli, “Basel II and The Protection of Creditors in Company Law”, (Doktora Tezi, Hamburg Üniversitesi, 2015), 29.

²⁰⁵ Anonim şirket pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğu sebebiyle alacaklıların korunması ihtiyacı TTK’da da doğrudan veya dolaylı bir çok hükümde kendisini göstermektedir. Şirketlerin birleşmeleri, bölünmeleri ve tür değiştirmelerinde (TTK m.157, 175,176,190,193), alacaklılara tanınan dava hakları (m.206, m.353), şirkete borçlanma yasağı kapsamında alacaklılara tanınan haklar (m. 395), değiştirme ve alım hakkını haiz alacaklıların korunması (m. 467) ve sermayenin azaltılmasında alacaklıları korumaya yönelik düzenlemeler (m.475) anonim şirketler hukukunda alacaklıları doğrudan koruyan başlıca hükümlere örnek gösterilebilecektir.

edilmemesi gerektiğini belirtmekle yetineceğiz²⁰⁶. Bu sebeple, şirketin iflası karşısında alacaklıların aynı konumda olmaması, alacaklılar arasında menfaat çatışmalarını gündeme getirecektir. Bu noktada menfaat çatışmalarının tamamen önlenmesi ticari realiteye uygun olmamakla birlikte nasıl bir sistem ile söz konusu çatışmaların en aza indirgenmesi mümkün olacaktır sorusunun yanıtlanması gerekmektedir.

Anonim şirket esas sermayesine karşılık gelen miktar genişledikçe, teminat oluşturduğu alacaklı kategorisi de genişlemektedir. Şöyle ki, şirket malvarlığının kapsama alanı şirketle pazarlık şansına sahip olmayan veya farklı menfaat çevrelerini temsil eden işçilerden, ticari alacaklılara veya haksız fiil alacaklılarına kadar genişlemektedir²⁰⁷. Bu sebeple literatürde esas sermaye sistemi düzenlemeleri incelenirken alacaklıların çeşitli ayrımlara tabi tutulduğu görülmektedir. Bu ayrımın bir kısmı alacaklıların şirket ile girmiş olduğu hukuki ilişkinin niteliğine göre yapılırken, diğer kısmı alacaklıların şirket karşısındaki konumlarına göre yapılmıştır. Bu kapsamda alacaklılar özellikle gönüllü-gönüllü olmayan (Voluntary-Involuntary/Freiwillige-Unfreiwillige Gläubiger) şeklinde sınıflandırılmaya tabi tutulmuştur²⁰⁸. Esas sermaye sistemi kurallarının büyük ölçüde gönüllü olmayan güçsüz konumdaki (Non-adjusting Creditors) alacaklıların korunması bakımından önem arz ettiği kabul edilmekle birlikte, bu kurallar alacaklıların tamamını kapsamaktadır.

6.1.1. Anonim Şirket Alacaklılarının Şirket Karşısındaki Konumları Bakımından Sınıflandırılması (Gläubigergruppen)

Şirket malvarlığının durumu şirketin ödeme gücünün tespiti ve dolayısıyla alacaklılar açısından önem arz etmektedir. Nitekim alacaklıların borçlu şirket

²⁰⁶ Dolayısıyla her alacaklının kendisine en uygun koruma yolunu seçemeyeceğine ilişkin olarak bkz. Miola, 472.

²⁰⁷ Miola, 473.

²⁰⁸ Tarelli, 31 vd.; Holger Fleischer, “Legal Capital: A Navigation System for Corporate Law Scholarship”, *European Business Organization Law Review* 7/1 (2006): 29-38, 32. Miola, 472 vd.; Mülberr/Birke, 708 vd.; Mathias M Siems, Leif Herzog, ve Erik Rosenhäger, “The Protection of Creditors of a European Private Company (SPE)”, *European Business Organization Law Review* 12/1 (2011): 147-172, 150.; Paolo Santella ve Riccardo Turrini, “Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive? “, *EBOR*, 9 (2008): 427-461, 437; Stefan Heinrich, *Covenants als Alternative zum gesetzlichen Kapitalschutz : zugleich eine ökonomische Analyse von Gläubigerschutzsystemen*, (Berlin : Duncker & Humblot, 2009): 46 vd.

karşısında sahip oldukları alacak haklarını elde edebilmeleri için anonim şirket malvarlığının borçlarını ödemeye yeterli olması gerekmektedir. Bu gereklilik alacaklılar için şirketin finansal durumu hakkında bilgi edinme ihtiyacını da beraberinde getirir.

Şirketin ödeme yeterliliğine ilişkin bilgi kanun, kamuyu aydınlatma belgeleri veya sözleşme yoluyla edinebilecekse de, bu kaynaklara erişebilme açısından anonim şirket alacaklıları arasında farklılıklar söz konusudur. Özellikle şirket ile sözleşme yoluyla hukuki ilişki içerisinde olan alacaklılar ayrıcalıklı bir konuma sahiptirler. Eş deyişle, bazı alacaklılar şirket karşısında avantajlı konumdayken, diğer bazı alacaklılar bilgi edinme ve hak talepleri bakımından dezavantajlı bir durumda kalmaktadır.

6.1.1.1. Güçlü/gönüllü alacaklılar (voluntary creditors/adjusting / secured contractual creditors/ freiwillige gläubiger)

Anonim şirket karşısında güçlü/gönüllü konumda olan alacaklılar, şirket ile olan hukuki ilişkilerinde kuvvetli, sözleşme hükümleri sebebiyle müzakere hakkına sahip, bilgi edinme konusunda avantajlı, sözleşmeden kaynaklı hak, yükümlülük ve aldığı riskler konusunda bilinçli olup, çoğu zaman borçlarına ilişkin kişisel teminatlara sahiptirler²⁰⁹. Dolayısıyla söz konusu alacaklı grubu, sözleşme hükümlerini yapılandırabilme, borçlu şirkete ilişkin ödeme gücüne dair bilgi edinme kabiliyetine sahip olup, kendileri nezdinde oluşabilecek risklere karşı avantajlı durumdadırlar. Bu alacaklılara ilişkin en belirgin örnek, şirketin kredi ihtiyacını temin ettiği bankalar verilebileceği gibi şirketle uzun süreli sözleşme ilişkisi içerisinde bulunan büyük tedarikçiler ve finansal hizmet sağlayıcıları da söz konusu kategoriye dahil edilebilecektir²¹⁰. Söz konusu alacaklılar bakımından risk ise borçlu şirketin finansal durumuna ilişkin doğru bilgi alınamaması²¹¹ ve sözleşme sırasında öngörülemeyen fırsatçı davranışlar sebebiyle gündeme gelecektir.

²⁰⁹ Armour, “Legal Capital”, 11, 4; Tarelli, 28. Ayrıca bkz. Philip Marx, *Der Solvenztest als Alternative zur Kapitalerhaltung in der Aktiengesellschaft*, (Nomos, 2006).

²¹⁰ Armour, “Legal Capital”, 4; Miola, 474. Doktrinde alacaklılara dair yapılan bir diğer ayırım ise, uzun süreli ve kısa süreli alacaklılardır. Bankalar veya şirkete kredi sağlayan kurumlar uzun süreli alacaklılar kategorisine dahil edilmektedir. Bkz. Tarelli, 39.

²¹¹ Heinrich, 47; Tarelli, 28; Ayrıca borçlu şirketin ödeme gücüne ilişkin olarak doğru bilgiye ulaşabilmek, alacaklılar bakımından da çoğu zaman zor ve masraflıdır. Posner, bu durumu bilgi edinme ve gözetim problemi olarak isimlendirmektedir. Bkz. Richard A. Posner, “The Rights of Creditors of Affiliated Corporations”, *The University of Chicago Law Review*, 499, (1975-1976): 507.

6.1.1.2. Güçlü olmayan/zorunlu alacaklılar (involuntary creditors/ non-adjusting- non-secured ceditors/unfreiwillige gläubiger)

Anonim şirket karşısında güçlü olmayan veya gönüllü olmayan olarak isimlendirilen alacaklılar, şirket karşısında hareket kabiliyeti düşük olan, çoğu zaman şirketle isteyerek hukuki bir ilişkiye girmeyen (haksız fiil/sebepsiz zenginleşme vb. sebeplerle) veya mevcut hukuki ilişkide pazarlık şansına sahip olmayan (işçiler) alacaklı grubunu temsil etmektedirler. Nitekim söz konusu alacaklılar diğerlerine nazaran borçlu şirkete dair daha az bilgiye sahip olup, sözleşmeden kaynaklı ayrıca bir teminata da sahip olmamaları sebebiyle alacaklarına kavuşamama riskiyle karşı karşıya kalmaktadırlar. Ayrıca anonim şirket karşısında alacaklı konuma gelmelerine sebep olan bazı durumlarda ise (örneğin: haksız fiil) alacak hakkına sahip olduklarına dair bilgiye alacağın talep edilme zamanı geldiğinde vakıf olabilmekte ve o anda şirketin malvarlığının borçlarını ödemeye yetmemesi halinde bu durum kendileri için dezavantaj oluşturmaktadır²¹².

Bu grup alacaklılara en belirgin örnek olarak haksız fiil sebebiyle alacaklı konumunda olan alacaklılar verilmekle birlikte, her birinin bireysel özelliklerine cevap vermenin mümkün olmadığı çalışanlar, ticari müşteriler, tedarikçiler ve yükleniciler de bu gruba dahil edilmektedir²¹³.

Özetlemek gerekirse her ne kadar alacaklıların şirket karşısında maruz kalacakları riskler ve şiddetleri alacaklı gruplarına göre çeşitlilik gösterse de; prensip olarak tüm alacaklıların, pay sahipleri ve diğer alacaklılar ile içinde bulundukları menfaat çatışmasının çözümünde korunmaya değer bir çıkarı vardır. Şöyle ki, güçlü konumda olan alacaklılar için kayda değer bir faydası olan bazı düzenlemeler, daha güçsüz konumda alacaklıların alacak talepleri bakımından neredeyse bir anlam ifade etmeyecek kadar zayıf kalabilecektir. Ayrıca her iki alacaklı grubu bakımından

²¹² Tarelli, 4; Mülberr/Birke, 708. Çeşitli hukuk sistemlerinde güçlü olmayan alacaklıların korunmasına yönelik özel düzenlemelere rastlanmaktadır. Buna göre, örneğin, Almanya ve Birleşik Krallıkta belirli durumlarda zorunlu sigorta poliçeleri gerekliliği, ABD'de pay sahiplerinin kusurları ile orantılı olarak sınırsız kişisel sorumluluğuna gidilebilmesi, Rusya'da ise iflas davalarında gönüllü alacaklılara nazaran haksız fiil alacaklılarına öncelik verilmektedir. Bkz. Santella/Turrini, a.g.m., 437. Fleischer, Avrupa'da kısmen daha etkisiz olan şirketin iflas etmesi durumunda haksız fiil alacaklılarına öncelik verilmesinin, güçlü olmayan alacaklıların korunması için bir çözüm olup olmadığının belirsizliğini korumasına rağmen tartışılması gerektiğini ileri sürmektedir. Bkz. Fleischer, "Legal Capital", 33; Lynn M. LoPucki, "The Unsecured Creditor's Bargain", *Virginia Law Review*, 80/8, (1994): 1887-1965, 1907.

²¹³ Armour, "Legal Capital", 4; Tarelli, 34; Halpern vd., a.g.m.,145; Heinrich, 48; Fleischer, "Legal Capital", 33.

borçlarına ilişkin olarak borçlanma öncesinde veya sonrasında (ex ante/ex post) şirketin finansal durumuna ilişkin bilgi edinmeye dair yapılacak izleme maliyetleri de farklılık gösterebilecektir²¹⁴. Bununla birlikte bilhassa güçlü konumda olmayan alacaklılar açısından, şirkete karşı nasıl alacaklı konumuna geldikleri de önem arz etmektedir²¹⁵. Dolayısıyla, esas sermaye sistemi düzenlemelerinin fayda ve maliyetlerinin somut olayın özelliklerine göre alacaklı kategorisi de göz önüne alınarak değerlendirilmelidir.

Her iki grup bakımından alacak taleplerinin borçlu şirket tarafından yeterli ölçüde garanti altına alınabilmesi mümkün müdür? Sorusuna ise doktrinde farklı cevaplar verilmiştir. Şöyle ki, özellikle şirketlere kredi sağlayan kurumlar, şirketlerin kredi itibarını önceden değerlendirerek ve güncel malvarlığı durumunu dikkate alarak borç verdikleri gibi, bu borçlar bakımından oluşabilecek temerrüt riskini ve şirket tarafından gerçekleştirilebilecek olası hile veya usulsüzlükleri de göz önünde bulundurmakta; çoğu zaman borçlarına karşılık şahsi bir teminat talep etmektedirler²¹⁶. Öte yandan temerrüt oluşturacak her risk öngörülebilir olmadığı gibi, ayrıca bu risklerin her zaman sözleşme yoluyla kontrol edilmeleri de mümkün değildir. Dolayısıyla güçlü konumda olan alacaklıların da borçlunun fırsatçı davranışlarından kendilerini korumaları kolay değildir. İşte bu gibi durumlarda alacaklıların korunabilmesi için yasal düzenlemelere ihtiyaç olduğu kabul edilmektedir²¹⁷.

Sonuç olarak, ilerleyen başlıklarda inceleyeceğimiz üzere anonim şirket karşısında alacaklıların karşılaşılabilecekleri riskler çeşitlilik arz ederek, her alacaklı grubu için farklı sonuçlar doğurmaya gebe dir. Düzeyleri ve türü çeşitlilik arz eden borcun ödenmemesi riski, alacaklılar arasında menfaat çatışması doğurmakta ve şirkete karşı kendileri için en uygun güvencenin sağlanması yönünde talepleri de beraberinde getirmektedir.

²¹⁴ Bu duruma örnek vermek gerekirse; bir ex-ante önlem olarak alacaklıların borçlu şirkete krediyi vermeden önce temerrüt riskine bağlı olarak kredinin getirisini belirlemesi gerekecektir. Söz konusu alacaklının uzman bir alacaklı olmaması halinde, bu belirlemenin yapılabilmesi için uzmanlaşmış bir alacaklıdan daha fazla harcama yapması söz konusu olabilir. Bu noktada uzmanlık ile kastedilen, alacaklının borçlu şirketin kredi talep ettiği sektör hakkında iyi bilgi sahibi olmasıdır. Bkz. Tarelli, 30. Aynı şekilde, kredi kuruluşlarının aksine büyük tedarikçilerin anonim şirketin ticari faaliyetlerinin ve ödeme yeterliliğinin izlenmesi konusunda daha az yetkinliğe sahip oldukları ve uygulamada bankalara nazaran daha yüksek izleme maliyetleriyle karşı karşıya kaldıkları belirtilmiştir. Bkz. Heinrich, 47.

²¹⁵ Armour, “Legal Capital”, 9.

²¹⁶ Posner, 503; Halpern vd., a.g.m., 128.

²¹⁷ Heinrich, 51.

Alacaklıların kendi arasında ve anonim şirket pay sahipleri ile alacaklılar arasında ortaya çıkan menfaat çatışmalarını kavramak, esas sermaye sistemi kurallarının bu çatışmayı ne derece dengeleyici bir rol oynadığını değerlendirebilmek açısından önem arz etmektedir. Bu sebeple çalışmanın devamında öncelikle alacaklılar arasındaki menfaat çatışmaları, daha sonra alacaklılar ile şirket pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmaları irdelenecektir.

6.1.2. Anonim Şirket Alacaklıları Arasındaki Menfaat Çatışmaları

Özellikle Kıta Avrupası hukuk sistemlerinde her ne kadar alacaklıların menfaatleri şirket pay sahiplerinin menfaatlerine göre öncelik arz etse de, alacağın türü, alacaklıların bilgi edinebilme kapasitesi, anonim şirket ile alacaklılar arasındaki hukuki ilişkinin kurulma şekli ve süresi gibi sebeplerle anonim şirketin alacaklıları arasında da menfaat çatışmaları yaşanabilmektedir²¹⁸.

Anonim şirket borçlarının ödenmesi sırasında alacaklılar arasında alacağın türüne göre bir öncelik bulunması kanunen mümkün olabileceği gibi²¹⁹ (örneğin amme alacakları) sözleşme yoluyla da bu önceliğin yaratılması mümkündür. Dolayısıyla borçların ödenmesinde önceliği olan alacaklılar, şirketin genel alacaklılarına nazaran daha avantajlı durumdadırlar. Bu da şirketin malvarlığının tüm borçlarını karşılayamayacak düzeyde olduğu hallerde, bazı alacaklı gruplarının alacak haklarını elde edemeyecekleri anlamına gelmektedir²²⁰. Eş deyişle her ne kadar alacaklılar genel olarak şirket pay sahipleri ve şirket tüzel kişiliği karşısında öncelikli konumda olsalar da, rehin veya ipotek hakkı vb. teminatlara sahip alacaklılar karşısında diğer alacaklılar bu öncelikten yeterince yararlanamamaktadır²²¹. Bu durum ise alacaklılar arasında menfaat çatışmalarını gündeme getirmektedir.

²¹⁸ Bu öncelik Türk Hukuku bakımından da geçerlidir. Bu duruma örnek olarak anonim şirketin sona ermesi halinde TTK m. 543 hükmüyle tasfiye sonu dağıtma usulü gösterilebilir. Buna göre, tasfiye hâlinde bulunan şirketin borçları ödendikten ve pay bedelleri geri verildikten sonra kalan varlığı, esas sözleşmede aksi kararlaştırılmamışsa pay sahipleri arasında, ödedikleri sermayeler ve imtiyaz hakları oranında dağıtılacaktır. Anonim şirketlerde çıkar çatışmaları için ayrıca bkz. Feyzan Hayal Şehirali Çelik, *Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler*, (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 2008).

²¹⁹ Bu tür rüçhaniyetli alacaklara amme alacakları örnek olarak gösterilebilir.

²²⁰ Tarelli, 31; Armour vd., *The Anatomy of Corporate Law*, 111.

²²¹ LoPucki, “*Teminatsız alacakların korunması stratejilerinin çoğunlukla alacaklıların teminatsız olma durumuna rıza gösterdiğini varsayarak belirlendiğini, alacaklıların gönülsüz olarak hukuki ilişki kurduğu hallere ilişkin olarak ise teoride üç farklı alternatif seçimin öne sürüldüğünü*” ifade etmektedir. Bunlardan ilki gönülsüz alacaklıları, gönüllü alacaklıların altında bırakmak, ikincisi gönülsüz (istemsiz)

Alacaklılar arasında bu çatışmayı meydana getiren bir diğer sebep ise, bilgi edinebilme açısından eşit konumda olmamalarıdır. Alacaklıların şirketin mali durumuna ilişkin olarak bilgi edinme stratejileri, alacaklı olduğu miktar ve hukuki ilişkiyle doğrudan bağlantılıdır²²². Şöyle ki, alacak miktarı çok fazla olmayan ve izleme konusunda uzmanlaşmamış alacaklıların bilgi asimetrisi ve işlem maliyetleri sebebiyle şirketle müzakere kabiliyetleri düşmektedir²²³. Böyle bir durumda söz konusu alacaklı grubu, bilgi edinmek için yapılacak gözetim/izleme masraflarını kısma eğiliminde olup, güçlü konumda bulunan alacaklıların edindiği bilgilerden faydalanma yoluna gidebilmektedirler²²⁴. Öte yandan alacaklarına karşılık ayrıca teminata sahip güçlü alacaklılar ise anonim şirket malvarlığı ile teminatı oranında ilgilenerek, izleme maliyetlerinden tasarruf sağlayabileceklerdir²²⁵. Dolayısıyla yalnızca teminatı oranında şirket malvarlığı ile ilgilenen güçlü konumda alacaklıların menfaatleri ile bilgi edinme konusunda yetkin ve güçlü olmayan alacaklılar arasında bir menfaat çatışması gündeme gelebilmektedir.

Bununla birlikte, bazı durumlarda güçlü olmayan alacaklılar, güçlü konumda olan alacaklıların şirket üzerindeki etkilerinden faydalanabilmektedir. Buna göre güçlü konumdaki alacaklıların sözleşmeye şirket sermayesinin pay sahiplerine iade edilmesini kısıtlayan, malvarlığını koruyan veya şirketin ödeme gücüne ilişkin veri akışını zorunlu kılan kloxlar koyması halinde anonim şirket malvarlığı korunmuş olacak, böylece güçlü olmayan alacaklılar da bu durumdan dolaylı olarak faydalanabilecektir²²⁶. Buna karşın, güçlü konumda bulunan alacaklıların yapmış

alacaklıları genel bir sorumluluk sigortası ile korumak, üçüncüsü ise gönülsüz alacaklıları teminatlı alacaklılardan öncelikli hale getirmektir. Son halde öncelik durumunu öngörebilen teminatlı bir alacaklı şirkete vereceği krediyi, borçlunun ödeme gücünün ötesinde genişletmeyi red edecektir. Söz konusu alternatif çözümlerin ekonomik analizi için bkz. LoPucki, a.g.m. 1903-1916.

²²² Thomas H. Jackson ve Anthony T. Kronman, “Secured Financing and Priorities among Creditors”, *The Yale Law Journal*, 88/6, (1979): 1143-1182, 1158; Tarelli, 32.

²²³ Bilgi asimetrisi, taraflardan birinin diğeri hakkında yeterli bilgiye sahip olamaması anlamına gelen durumu ifade etmektedir. Kavram ilk olarak George A. Akerlof tarafından literatüre kazandırılmıştır Bkz. George A. Akerlof, “The Market For “Lemons”: Quality Uncertainty And The Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, 84/3, (1970): 488-500, 490 vd.

²²⁴ Tarelli, 32.

²²⁵ Jackson/Kronman, a.g.m.; 1153. Öne sürülen bir diğer görüş ise, bilgi edinme konusunda güçlü konumdaki alacaklılar, şirket pay sahiplerine de bilgi akışı sağlayabilecek ve özenli bir pay sahibi, şirketin mali durumunun zayıflamasına ilişkin hareket edebilecek, bunun sonucunda ise şirketin malvarlığının korunması sebebiyle tüm alacaklılar fayda sağlayabilecektir. Fakat, alacaklı tarafından edinilen bilgi kendi menfaatine yönelik ve tek bir odakta toplandığı zaman, bilgi edinmenin etkisi zayıflayabilecektir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Tarelli, 32.

²²⁶ Luca Enriques/Jonathan R. Macey, “Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules”, *Cornell Law Review*, 86, (2001): 1166-1202, 1172.

olduğu sözleşmelerle diğer alacaklılara dezavantaj yaratılabilecek ve bir menfaat çatışması da gündeme gelebilecektir. Bu duruma öğretide şöyle bir örnek verilmiştir. Anonim şirket ile yapılan sözleşmede, sözleşme hükümlerinin ihlal edilmesi durumunda alacaklının söz konusu alacağın tamamına hak kazanacağı şeklinde bir klotun bulunması ve bu koşulun vuku bulması halinde şirketin malvarlığı azalacağı gibi, daha zayıf konumdaki alacaklıların alacak hakları da zedelenebilecektir²²⁷. Görüldüğü üzere, söz konusu sözleşmeler çoğu zaman tüm alacaklıları değil, spesifik olarak belli bir alacaklı grubunun çıkarlarını korumakta hatta diğer alacaklıların menfaatlerini zedeleyici bir etkiye dahi sahip olabilmektedirler²²⁸. Dolayısıyla, zayıf konumda olan alacaklılar, güçlü konumda olan alacaklılar tarafından edinilen bilgilerden veya söz konusu alacaklıları koruyan sözleşme hükümlerinden kolaylıkla yararlanamayacaklardır. Bunun ötesinde şirketin iflas etmesi, şirket malvarlığının şirket borçlarını ödemeye yetmeyeceği anlamına gelmektedir ki, bu durumda güçlü konumdaki alacaklılar, zayıf konumdaki alacaklıların haklarının zedelenmesi pahasına kendi konumlarından faydalanma eğiliminde olacaklardır²²⁹.

Anonim şirket alacaklı kategorileri arasında fark yaratan bir diğer husus ise alacaklıların şirketle hukuki ilişki kurma şekilleridir. Nitekim anonim şirketle gönüllü olarak sözleşme tarafı olan alacaklılar (bilhassa kredi sözleşmesi kapsamında bankalar), risklerini optimize etme ve hesaplama konusunda daha iyi bir konuma ve uzmanlığa sahiptirler. Buna karşılık söz konusu avantaj, zorunlu alacaklılar (haksız fiil veya sebepsiz zenginleşmeden doğan alacaklar) için gündeme gelmeyecektir. Çünkü bu alacaklı grubu, şirketle gönüllü olarak işlem yapmamasından ötürü olası risklere karşı kendilerini doğrudan koruyamamaktadır²³⁰. Dolayısıyla şirketin malvarlığının, borçlarını ödemesi konusunda yetersiz kalması halinde bu durumun sonuçlarına daha fazla katlanmak zorunda kalmaktadırlar.

²²⁷ Mülberr/Birke, 724; Tarelli, 36.

²²⁸ Bezenberger, a.g.e., 86.

²²⁹ Tarelli, 37.

²³⁰ Buna karşın bu alacaklıların şirketler hukuku emredici hükümlerine nazaran daha etkili ve başka yasal mekanizmalarla da korunabileceği ifade edilmiştir. Bu mekanizmalara işçiler için iş sözleşmeleri, emekliliğe, iş güvenliğe ve sağlığına dair kanunlar; tüketiciler için ürün güvenliği, haksız fiil ve sorumluluk düzenlemeleri örnek verilmiştir. Bkz. Henry Hansmann, Reinier H Kraakman, ve NYU Center for Law and Business, *The End of History for Corporate Law* (New York: NYU Center for Law and Business, 2000),10.

Bunlara ilaveten, şirketle gönüllü olarak sözleşme ilişkisi içine giren alacaklılar da kendi aralarında menfaat çatışması yaşayabileceklerdir. Özellikle finansman ağırlıklı sözleşme yapan alacaklılar daha güçlü konumda değerlendirilirken (müzakere kabiliyetleri sebebiyle), şirketle olan sözleşme ilişkisinde aynı derecede söz sahibi olmayan çalışanlar, tedarikçiler veya şirketle alım satım ilişkisi içinde olan küçük işletmelerin şirket karşısındaki konumlarının daha zayıf olduğu öğretide kabul edilmektedir²³¹.

Son olarak alacaklıların, şirket karşısında alacaklı sıfatına sahip oldukları süreler de menfaat çatışması yaratabilecektir. Özellikle bankalar ve finans kuruluşları şirketlerle uzun süreli sözleşme ilişkisi içerisinde olup, bu ilişkinin sürdürülebilmesi için periyodik olarak şirketin ödeme gücü hakkında bilgi veya bir takım teminatlara sahip olmayı istemesi olasıdır²³². Öte yandan uzun süreli bir hukuki ilişki şirkete, bu süre içinde bulunduğu faaliyetlerde risk alabilme ve bu riskleri kompanse edebilme kabiliyeti de kazandırmaktadır²³³. Şirket ile kısa süreli hukuk ilişki içinde bulunan alacaklılar bakımından ise borcun vadesinin kısa olması sebebiyle, ahlaki tehlike ve fırsatçı davranışlar ile karşı karşıya kalma riski ortaya çıkmaktadır. Çünkü kısa vadeli borçlanmalarda süre sebebiyle şirketin kâr odaklı faaliyette bulunma olasılığı daha zor olup, riskin kompanse edilmesi ise şirket açısından daha masraflıdır.

Şüphesiz ki, anonim şirket alacaklıları arasında menfaat çatışması yaratıcı etkenler bu saydıklarımızdan ibaret olmayıp, somut olayın koşullarına göre farklılık arz edebilecektir. Ancak çalışmanın kapsamı gereği bu durumu yaratan en yaygın etkenler açıklanmıştır. Şunu da belirtmekte fayda vardır ki, bir anonim şirketin büyüklüğü ve yaptığı ticari faaliyet sebebiyle çok sayıda ve çeşitlilik gösteren alacaklı portföyüne sahip olması son derece doğaldır. Dolayısıyla hukuk kurallarının farklı alacaklı gruplarının tamamı bakımından aynı düzeyde koruma sağlaması mümkün değildir. Bu durum sebebiyle öğretide, ortaya çıkan bu menfaat çatışmalarının yalnızca emredici hukuk kuralları ile dengelenmesinin maliyetli olacağı, etkili bir biçimde

²³¹ Tarelli, 35; Enriques/Macey, a.g.m.,1183; Armour, “Legal Capital”, 4.

²³² Tarelli, 40; Uzun süreli alacaklıların şirket hakkında bilgi edinme kapsamı ve masraflarına katlanma isteği, borcun kapsamı ve süresiyle doğru orantılı olduğu belirtilmektedir. Bkz. Jackson/Kronman, a.g.m.,1158.

²³³ Jackson/Kronman, a.g.m., 1159.

çözümleenebilmesi için daha az maliyetli çözümler geliştirilmesi gerektiği dile getirilmiştir²³⁴.

6.1.3. Anonim Şirket Alacaklıları ile Pay Sahipleri/Yöneticiler Arasındaki Menfaat Çatışmaları

Anonim şirket malvarlığının korunması, anonim şirket alacaklılarıyla birlikte pay sahipleri bakımından da önem arz etmektedir. Zira anonim şirket malvarlığının aktifinde meydana gelen artışlar neticesinde pay sahipleri kâr payı alabileceklerdir ki bir pay sahibinin anonim şirket tüzel kişiliğinden esas beklentisi bu yöndedir²³⁵. Ancak anonim şirketin faaliyeti esnasında pay sahiplerinin kâr beklentisi, bilgi edinebilme açısından alacaklılara nazaran avantajlı olan konumları ve kontrol yetkilerini -özellikle finansal kriz zamanlarında- alacaklılar aleyhine kullanmaları, pay sahipleri ile alacaklılar arasında menfaat çatışmalarını gündeme getirmektedir²³⁶. Nitekim şirketin finansal olarak sıkıntı yaşadığı dönemlerde şirket yöneticilerinin alacağı kritik kararlar, anonim şirket malvarlığını ve dolayısıyla alacaklıların durumunu etkilemektedir. Bu noktada özellikle finansal kriz zamanlarında şirketin faaliyetinde kontrol sahibi kişilerin kendi çıkarlarına değil, şirketin çıkarlarına yönelik hareket etmesi gerekmekte ise de, uygulamada sıklıkla pay sahiplerinin fırsatçı davranışlarının ön plana çıkarak şirket malvarlığının kötüye kullanıldığına rastlanmaktadır²³⁷. Aynı şekilde şirketin faaliyeti esnasında pay sahipleri kâr beklentisiyle riskli yatırımlara eğilimli olmasına karşın, alacaklılar malvarlığının azalması riski sebebiyle bu gibi yatırımlara sıcak bakmayacaktır. Bunun nedeni, anonim şirketin üstlendiği borcun büyüklüğü ile söz konusu yatırımlar sebebiyle alacaklılar tarafından üstlenilen riskin doğru orantılı olmasıdır. Ayrıca bu durumda şirket tarafından yapılan yatırımın getirisi

²³⁴ Gary Lawson, "Efficiency And Individualism", *Duke Law Journal*, 42, (1992): 97; Eryiğit, 241.

²³⁵ Alacaklılara ödenecek miktarın sözleşme ile kararlaştırılmasında sabit olduğu dolayısıyla şirket kâr elde etmese bile ödenmesi gerektiği, eş deyişle alacaklıların pay sahiplerinden farklı olarak sabit bir talep hakkına sahip olduğu yönünde bkz. Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku I*, 261.

²³⁶ Pay sahipleri ile alacaklılar arasındaki bu çıkar çatışmaları, yabancı hukuk ve ekonomi literatüründe "shareholder-creditor agency problem" olarak adlandırılmıştır.

²³⁷ Eva Micheler, "Gläubigerschutz im Englischen Gesellschaftsrecht", *ZGR*, 3-4, (2004): 324-347; Mülazımoğlu, 68; Ayrıca bkz. Thomas Bachner, "Wrongful Trading – A New European Model for Creditor Protection?", *European Business Organization Law Review*, 5, (2004): 293-319; Laura Rodés Saldaña, "Suitability of EU Legal Capital Rules as a Mechanism of Creditor Protection a Comparative and Functional Study", (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Leicester Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 2019), 30.

yalnızca pay sahiplerine yönelik olmakta, yalnızca riskine katlanan alacaklıların talepleri ise sabit kalmaktadır²³⁸.

Anonim şirket pay sahipleri ile alacaklılar arasında menfaat çatışması yaratan bir diğer husus ise anonim şirketin finansal durumuna ilişkin bilgi edinme kabiliyetidir. Bu her ne kadar anonim şirketin doğasına içkin olsa da, pay sahipleri gerek şirketin finansal durumuna ilişkin bilgi sahibi olma, gerekse genel kurul aracılığıyla kontrol sahibi olabilmeleri açısından alacaklılara nazaran daha avantajlı bir konumda yer almaktadır. Nitekim anonim şirket ile güçlü konumdaki alacaklılar arasında yapılan sözleşme hükümleri saklı kalmak üzere, diğer alacaklıların anonim şirketin finansal durumuna ilişkin olarak doğrudan bilgi edinme şansı yoktur. Bilgi edinme açısından avantajlı konumlarını kullanan pay sahiplerinin şirket içerisinde çoğunluğu temsil ederek şirket kontrolü üzerinde doğrudan veya dolaylı olarak baskı uygulaması veya yöneticilerin haksız ticaret yaparak özen yükümlülüklerine aykırı davranması yoluyla da çıkar çatışmaları gündeme gelebilecektir²³⁹.

İşte esas sermaye sistemi kurallarının başlıca amaçlarından bir tanesi daha önce de belirttiğimiz üzere söz konusu menfaat çatışmalarını dengelemektir²⁴⁰. Kanunen sağlanmaya çalışılan bu denge mekanizması şirket bakımından bir maliyet kalemi yaratmaktadır. Yabancı literatürde “agency cost (Agency Theory), Agenturtheorie” olarak adlandırılan ve Türkçe’ye “Vekalet/Vekil Maliyeti” şeklinde çevrilen kavram, “çeşitli sebeplerle²⁴¹ üçüncü kişilere verilen anonim şirket temsil ve yönetim yetkisinin, özen ve sadakat yükümlülüklerine aykırı olarak kullanılması sonucunda alacaklılar nezdinde ortaya çıkabilecek risklerin azaltılması için (performanslarının denetlenmesi gibi) yapılan maliyetleri” ifade etmektedir²⁴².

²³⁸ Mülbert/Birke, 710.

²³⁹ Pay sahiplerinin başlıca fırsatçı davranışlarına örnek olarak, alacaklıların haklarının sulandırılması, riskin aktarılması/değiştirilmesi, sermayenin örtülü iadesi, yetersiz yatırım yapılması verilebilir. Bkz. Enriques/Macey, a.g.m., 1168-1170; Mülbert/Birke, 712; Saldaña, 33; Mülazimoğlu, 75. Bununla birlikte alacaklıların karşılaşılabileceği olası riskler ayrıntılı olarak ilerleyen başlıklarda incelenmiştir. Bkz. II. Bölüm, 55 vd.

²⁴⁰ Avrupa şirketler hukukunun genel amacının pay sahiplerinin refahını veya yatırımlarının getirisini maksimize etmek değil, öncelikli olarak pay sahipleri, alacaklılar ve çalışanlar arasında oluşan çıkar çatışmalarının uzlaştırılması olduğu yönünde bkz. Kubler, “A Shifting Paradigm”, 219.

²⁴¹ Pay sahiplerinin yönetim için yeterli olmaması, pay sahiplerinin yönetmeyi istememesi gibi sebepler örnek olarak verilebilir. Agency cost kavramına ilişkin olarak ayrıca bkz. Alexandra Scholz, *Kapitalerhaltung durch Solvenzttest*, (Münster: Gabler Edition Wissenschaft, 2008), 21 vd; Halpern vd., a.g.m., 125.

²⁴² Enriques/Macey, a.g.m., 1168; Mülazimoğlu, 73 vd.

Bu başlık bakımından sonuç olarak denilebilir ki, alacaklılar ile pay sahipleri arasında, gerek şirketin faaliyeti sırasında gerekse finansal kriz zamanlarında, pay sahipleri lehine bir menfaat çatışması vardır. Esas sermaye sisteminin benimsendiği hukuk sistemlerinde emredici düzenlemelerin alacaklıları, bu menfaat çatışmasına karşı koruduğu kabul edilmekle birlikte, bu düzenlemelerin (özellikle dağıtım rejimlerini kısıtlayan) pay sahipleri ile alacaklılar arasındaki menfaat dengesini koruyucu etkisi sorgulanmıştır. Nitekim, şirketin ticari işlemleri bakımından çok kısıtlayıcı bir yaklaşım, pay sahiplerinin ve yöneticilerin riskli yatırım yapma konusundaki eğilimini arttıracak ve alacaklılar bakımından yine dezavantajlı bir ortam meydana gelecektir. Dolayısıyla uygun bir dengenin sağlanabilmesi; şirketin iç yapısı, sözleşmelerin içeriği ve genel hukuk kuralları gibi birçok değişkene bağlıdır. Bunun ötesinde ampirik çalışmalar, şirketler tarafından alacaklılara sözleşme ile sağlanan korumanın da kanun hükümleri tarafından sağlanan koruma kadar etkili olduğunu göstermiştir²⁴³. Buna karşın bazı durumlarda²⁴⁴ ise emredici hükümlerin söz konusu çatışmalara daha iyi yanıt verdiği gözlemlenmiştir. Özellikle borca batık şirketleri hedefleyen hükümler alacaklıların menfaatlerini gözeterek pay sahipleri ve yöneticileri alacaklıların lehine hareket etme yönünde teşvik etmekte, hatta bazı durumlarda sorumluluk hükümleri ile zorunlu kılmaktadır²⁴⁵.

6.1.4. Anonim Şirket Alacaklılarının Karşılaşabileceği Muhtemel Riskler

Önceki başlıklarda incelediğimiz üzere, anonim şirket tüzel kişiliği, pay sahipleri ve alacaklılar arasındaki ilişkiler zaman zaman son derece kompleks hale gelebilmektedir. Gerek alacaklıların kendi arasında, gerekse alacaklılar ile pay sahipleri arasında meydana gelen menfaat çatışmaları sonucunda alacaklılar bazı risklerle karşı karşıya kalacaklardır. Alacaklılar bakımından somut duruma göre ortaya çıkabilecek bu riskler her ne kadar çeşitlilik gösterse de doktrinde özellikle üzerinde durulmuş ve yüksek olası risklere değinmekte fayda vardır.

²⁴³ Armour vd., *The Anatomy of Corporate Law*, 113.

²⁴⁴ Armour/Hertig/Kanda bu durumların üç tanesini özellikle vurgulamıştır. Bunlar, iflasa yakınlık, şirket grupları ve güçlü olmayan alacaklıların durumlarıdır.

²⁴⁵ Armour vd., *The Anatomy of Corporate Law*, 115; Bu duruma Türk Hukukunda TTK m. 376 hükmü ile düzenlenen sermayenin kaybı ve borca batık olma durumunda bildirim yükümlülüğü örnek gösterilebilir.

Çalışmada söz konusu riskler, şirketin ticari başarısızlığı, iflas eden şirketin devredilmesi, riskin dışsallaştırılması, şirket sermayesinin yetersiz hale gelmesi ve ahlaki tehlike (Moral Hazard) şeklinde başlıklandırılmıştır²⁴⁶.

6.1.4.1. Şirketin ticari başarısızlığı

Rekabete dayalı piyasa ekonomisindeki belirsizlikler, küresel ekonomik krizler gibi sebeplerle şirketlerin mali durumunun kötüleşmesi, alacaklılar bakımından oluşabilecek olağan risklerden biridir. Söz konusu durumda şirket tüzel kişiliğinin karşılaştığı iflas riski, sınırlı sorumluluk sayesinde şirket pay sahiplerinden çok alacaklılara yönelmektedir. Şirketin iflası neticesinde pay sahipleri, şirkete koymuş oldukları sermaye miktarının kaybıyla karşı karşıya kalırken, özellikle şirket karşısında güçsüz durumdaki alacaklılar, eş deyişle borçlarının teminatı yalnızca anonim şirket esas sermayesi olan alacaklılar, alacaklarını alamama tehlikesi ile karşı karşıya kalacaklardır²⁴⁷. Bazı durumlarda alacaklıların alacak miktarlarının, şirket pay sahiplerinin şirkete koymuş oldukları sermaye miktarından daha fazla olduğu göz önüne alınırsa, olası bir iflas durumunda alacaklıların negatif etkileneceğinin kaçınılmaz olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

Bununla birlikte şirketin mali durumun piyasa koşullarından etkilenecek zarar etmesinde, şirket yönetiminin yetersizliği, gerekli donanımına sahip olmaması, basiretsiz davranması veya organlar arası uyumsuzluklar da rol oynayabilecektir. Bu gibi durumlarda şirketin iç işleyişi mevzubahis olduğundan ve alacaklıların söz konusu işleyişe dair bilgi sahibi ve etki imkânı olamaması sebebiyle alacaklılar yine dezavantajlı bir durumda olacaktır²⁴⁸.

Esas sermaye sistemi kurallarının en işlevsiz kaldığı risk faktörlerinden biri şirketin ekonomik bunalım sebebiyle ticari başarısızlığa uğramasıdır. Zira piyasanın bazı durumlarda öngörülebilmesi mümkün olmadığından emredici kurallar şirketin iflasını engelleyemeyecektir²⁴⁹.

²⁴⁶ Söz konusu başlıklandırma Umfahrer tarafından sınırlı sorumluluğun olası tehlikeleri üst başlığı altında yapılmıştır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Umfahrer, 27 vd.

²⁴⁷ Umfahrer, 28.

²⁴⁸ Umfahrer, 28.

²⁴⁹ Ancak Lutter, aşgari sermayenin bir girişim sermayesi olduğunu ve girişime ilişkin risklerden etkilenebileceğini ifade etmiştir. Ayrıca bu sermaye miktarının şirketi iflasa karşı koruduğu veya alacaklıları tam anlamıyla koruduğunun iddia edilmediğini vurgulamıştır. Bkz. Lutter, “Legal Capital”, 6.

6.1.4.2. İflas eden şirketin devredilmesi (phoenix syndrome)

Yabancı literatürde iflas eden bir şirketin yükümlülükten kaçınmak amacıyla faaliyetlerini başka bir şirkette yürütmesi durumu, “*Phoenix Sendromu*” olarak ifade edilmektedir²⁵⁰. Bu durum şirketler topluluğunda iflas eden şirketin diğer bir şirkete veya işletmeye devredilmesi yoluyla gerçekleşebileceği gibi, iflas eden şirketin işlemlerini sürdürmek üzere yeni bir şirket kurması yoluyla da gerçekleşebilecektir. Her iki durumda da şirket pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğu ve şirketin ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olması gibi kurumsal özellikler, şirketin bazı yükümlülüklerinden kaçınmasında kolaylık sağlayacağından²⁵¹, iflas eden şirketin özellikle güçlü konumda olmayan alacaklıları, alacaklarından mahrum kalma tehlikesiyle karşı karşıya kalacaklardır.

İflas eden veya kapanan şirketin başka bir şirket adıyla varlığını sürdürmesinin diğer bir etkisi de şirketler arası rekabette görülmektedir. Şöyle ki, borçlarından ve yükümlülüklerinden kaçınmak amacıyla kanuni düzenlemelerin dolanılması halinde, söz konusu şirket emredici hükümlere tabi diğer şirketlere nazaran avantajlı konuma gelmekte bu durum ise rekabet ile sağlanması beklenen faydayı engellemektedir.

Şirket alacaklıları açısından dezavantajlı bir duruma sebep olan bu gibi faaliyetlere sebebiyle şirket yöneticilerinin sorumlulukları ve alacaklılara tazminat hakkı tanınması gibi caydırıcı mekanizmalar (hileli iflas ve hileli ticaret) Anglo-Sakson ülke hukukları başta olmak üzere çeşitli ülke hukuklarında düzenlenme altına alınmıştır²⁵². Özellikle İngiltere’nin konuya ilişkin düzenlemeleri Avusturalya düzenlemelerine de örnek teşkil etmiştir²⁵³. Bununla birlikte şirketlerin finansal

²⁵⁰ Helen Anderson, “Directors’ Liability for Fraudulent Phoenix Activity—A Comparison of the Australian and UK Approaches”, *Journal of Corporate Law Studies* 14/1 (2014): 2.; Umfaher, 28; Lipton, 1285.

²⁵¹ Anderson, a.g.m., 2; Umfaher, 28. Phoenix aktivitelerinin engellenmesine yönelik olarak, kanuni düzenlemeler gereğinden fazla katıysa işletmenin faaliyetlerini bastırarak gelişimini önleyebileceği gibi, fazla esnek olmaları halinde de söz konusu düzenlemeler aldatıcı eylemlerle kolayca dolanılabilir.

²⁵² İngiliz 1986 tarihli Aciz Hali Kanunu (Insolvency Act 1986), bölüm (section) 213/1. Hileli ticaret ilişkin cezai müeyyide ise İngiliz Şirketler Kanunu m.993 hükmünde düzenlenmiştir. (CA section 993). İngiltere ve Avusturalya’nın söz konusu düzenlemelerine ilişkin karşılaştırma ve İngiliz hukukuna ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Anderson, 5 vd; Thomas Bachner, “Creditor Protection Through Insolvency Law in England”, *Legal Capital in Europe*, Edt. Marcus Lutter, (Berlin: De Gruyter Recht, 2006), 427-479. Hileli iflas ve hileli ticaret kavramlarına ilerleyen bölümlerde ayrıca değinilmiştir. Bkz. III. Bölüm, 3.3. başlığı altında yapılan açıklamalar.

²⁵³ Ayrıntılı bilgi ve söz konusu düzenlemeler için bkz. Anderson, a.g.m., 139; Bachner, “Wrongful Trading”, 294 vd.; Şirketin faaliyetlerine başka bir şirket adıyla devam etmesi halinde alacaklıların zarar

bakımdan zor duruma düşmesi halinde, işletmenin devamını sağmaya yönelik kurumlar da (iflasın ertelenmesi, konkordato vb.) söz konusu aktivitelerin azalmasında etkin rol oynayabilecektir.

6.1.4.3. Riskin dışsallaştırılması

Anonim şirketler kâr elde etmeye yönelik faaliyetlerinin bir parçası olarak krediye yönelmekte, şirketlere sağlanan büyük ölçekli krediler ise riskli yatırımlar yapma konusunda pay sahiplerini teşvik edici bir rol oynamaktadır. Alacaklılar ile pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmasının bir nedeni de anonim şirketin söz konusu ticari faaliyetleri sebebiyle pay sahipleri nezdinde oluşacak riskin, alacaklılar aleyhine dışsallaştırılmasıdır. Nitekim pay sahipleri, getirdikleri sermayeye karşılık olarak kâr beklentisi içindeyken, alacaklılar şirketten yalnızca sabit bir miktarda alacak beklentisi içindedir. Esasen riskin dışsallaştırılması, anonim şirket pay sahiplerinin sınırlı sorumlu olmasının bir sonucudur. Dolayısıyla doktrinde alacaklıların pay sahiplerine nazaran daha düşük oranda risk taşımaları gerektiği kabul edilmekte ise de alacaklılar, pay sahiplerinin riski dışsallaştırma eğilimi sebebiyle şirket kârından pay alamadıkları gibi, sermayenin kaybına ilişkin risklere de katlanmak zorunda kalmaktadırlar²⁵⁴.

Riskin alacaklılar aleyhine dışsallaştırılması özellikle mali durumu zayıflayan şirketlerde daha belirgin bir biçimde gözlemlenmektedir. Şöyle ki, şirket pay sahiplerinin şirkete getirmiş olduğu esas sermaye miktarı gözden çıkarılabilir bir miktarı temsil ediyorsa, ki bu kanuni düzlemde kaldığı zaman böyledir, şirket yüksek risklerle yüksek kâr elde etme girişiminde bulunarak olası iflas durumundan sıyrılmaya çalışabilir²⁵⁵. Söz konusu işlemler neticesinde kâr elde edilmesi halinde pay sahipleri durumun avantajlarından yararlanırken, zarar edilmesi halinde şirkete getirmiş oldukları sermayeleri oranında yükümlülüklerine katlanacaklardır. Buna

uğraması halinde, şirketler arası organik bağın tespiti önem taşımaktadır. Söz konusu bağın tespitine yönelik olarak Türk hukuku bakımından özellikle işçi hakları temelinde emsal kararlar bulunmaktadır. Yargıtay 9. HD 2019/5875 E. 2019/16290 K. sayılı kararında organik bağın tespitine ilişkin olarak, “İlaveten, gerekçeli karar başlığında/dava dilekçesinde yer alan davahıların ve Müflis ...Makina San. A.Ş. 'nin birbirleri ile olan ilişkilerinin mahiyeti, bu şirketlerin devir, birleşme, ünvan değişikliği, yemin değişikliği gibi yollarla birbirine dönüşüp dönüşmediği, en son unvanları taraflardan ve vekillerinden sorularak ve eldeki belgelere göre tespit edilmelidir.” gerekçesiyle bozma kararı vermiştir.

²⁵⁴ Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku I*, 261; Umfahrer, 28; Riskin dışsallaştırılmasının istenmeyen bir sosyal maliyet yarattığı yönünde bkz. Easterbrook/Fischer, *Limited Liability*, 103-104.

²⁵⁵ Pay sahiplerinin ekonomik avantajlarının kapsamını genişletmek ve kâr payını arttırmak amacıyla yüksek riskler alması, moral hazard (ahlaki tehlike) içeren davranışlara örnek teşkil etmektedir. Bkz. Koll-Möllenhoff, 47; Sevi, 54; Çonkar, 22.

karşın bilhassa güçlü konumda olmayan alacaklılar, şirketin zarar etmesi ihtimalinde alacaklarından mahrum kalma riskiyle karşı karşıya kalacaklardır²⁵⁶.

Dolayısıyla pay sahipleri açısından son derece avantajlı olan sınırlı sorumluluk, riskin dışsallaştırılmasını teşvik ederek şirket alacaklıları bakımından “riskin üstlenilmesi” ile sonuçlanmaktadır²⁵⁷.

6.1.4.4. Şirket esas sermayesinin yetersizliği (undercapitalization)

Anonim şirket alacaklıları bakımından oluşabilecek risklerden bir tanesi de şirket esas sermayesinin yeterli bir şekilde oluşmaması veya anonim şirketin faaliyetiyle birlikte yetersiz hale gelmesidir²⁵⁸. Genel olarak anonim şirketlerin kuruluşunda sermayenin ödenmesine ilişkin düzenlemelerde, sermayenin bir kısmının ödenmesi yeterli görülmekte ise de²⁵⁹, pay sahibinin taahhüt etmiş olduğu sermaye borcunu zamanında ve gereği gibi ifa etmemesi halinde alacaklılar bakımından söz konusu risk gündeme gelebilecektir. Nitekim esas sermayeye karşılık gelen malvarlığı, şirket alacaklıları için güvence işlevi görürken, şirketin faaliyete başlama aşamasında ise gerekli işletme finansmanını sağlama işlevini yerine getirmektedir²⁶⁰.

Şirket pay sahipleri tarafından taahhüt edilen sermaye koyma borcunun gereğince ifa edilmemesinde, temerrüde ilişkin sonuçların doğması ve şirket tarafından borcun ifasının talep edilmesi mümkün olsa da²⁶¹, alacaklılar bakımından sermaye borcunun ödenmesine yönelik doğrudan bir talep hakkı söz konusu değildir.

²⁵⁶ Umfahrer, s.29. Posner, gönüllü alacaklılara ilişkin bir dışsallık sorunu olmadığını ileri sürmektedir. Bkz. Posner, 503. Aynı yönde bkz. Easterbrook/Fischel, 105.

²⁵⁷ Çonkar, 8; Bezenberger, a.g.e., 12.

²⁵⁸ Söz konusu risk anonim şirketlerde sınırlı sorumluluk ilkesi ile doğrudan bağlantılıdır. Saldaña, 48. Zira sınırlı sorumluluk ilkesi sebebiyle alacaklıların başvurabilecekleri yegâne malvarlığı anonim şirket tüzel kişiliği malvarlığı olup alacaklılar tarafından bu malvarlığının yetersizliği arzu edilmeyecektir. Esas sermayenin tam ve eksiksiz oluşturulması (kapitalaufbringung) pay sahibinin taahhüt ettiği sermaye bedelini fiilen şirkete getirerek sermaye koyma borcunu ifa etmesiyle mümkün olmaktadır.

²⁵⁹ TTK m. 344 uyarınca, nakden taahhüt edilen payların itibarî değerlerinin en az yüzde yirmibeşi tescilden önce, gerisi de şirketin tescilini izleyen yirmidört ay içinde ödenecektir.

²⁶⁰ Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku I*, 308; Sevi, 201; Easterbrook/Fischel, “Limited Liability”, 113; Peter O. Mülberr, “A synthetic view of different concepts of creditor protection- or: A high-level framework for corporate creditor protection”, *ECGI Working Paper Series in Law*, Working Paper 60, (2006): 36 vd. Buna karşın, esas sermaye sistemi düzenlemelerinin söz konusu işlevleri yerine getirebilme konusundaki yeterliliği tartışmalıdır.

²⁶¹ Türk Hukukunda TTK m.550 hükmü ile sermayenin oluşturulmasına yönelik olarak hukuki sorumluluk hali düzenlenmiştir. Hükme göre, sermaye tamamıyla taahhüt olunmamış veya karşılığı kanun veya esas sözleşme hükümleri gereğince ödenmemişken, taahhüt edilmiş veya ödenmiş gibi gösterenler ile kusurlu olmaları şartıyla, şirket yetkilileri, bu payları üstlenmiş kabul edilirler ve payların karşılıkları ile zararı faiziyle birlikte müteselsilen öderler. Sermaye taahhüdünde bulunanların ödeme yeterliliğinin bulunmadığını bilen ve buna onay verenler, söz konusu borcun ödenmemesinden doğan zarardan sorumludurlar.

Dolayısıyla alacaklılar sermayenin yetersiz hale gelmesi riski ile henüz şirketin kuruluşu aşamasında dahi karşı karşıya kalabilecektir.

Söz konusu riskin büyüklüğü anonim şirket asgari sermaye miktarı ile doğru orantılı olup, esas sözleşmede aksi kararlaştırılmamışsa, kanunen belirlenmiş olan asgari sermaye miktarı çoğu zaman düşük kalmaktadır²⁶². Bununla birlikte şirket esas sermayesinin yetersizliği genel olarak tüm alacaklıları etkilemekle birlikte, bu etkinin yoğunluğu alacaklı grupları bakımından değişkenlik göstermektedir. Nitekim güçlü konumda olan alacaklılar, şirket ile olan sözleşme ilişkileri vasıtasıyla söz konusu riski bertaraf edebilme veya etkisini azaltma şansına sahipken, güçlü olmayan alacaklılar bakımından aynı ihtimalden söz edilemeyecektir²⁶³. Şöyle ki, şirkete kredi sağlayan kredi kurumları genellikle alacaklı oldukları büyük meblağlar karşılığında alacaklarını sözleşme ile teminat altına almaktadırlar. Bu teminatlar söz konusu alacaklıları diğer alacaklılara nazaran güçlü konuma ve aynı zamanda borçların ödenmesi esnasında öncelikli hale getirmektedir. Böylece güçsüz konumdaki alacaklılar için sermaye yetersizliği etkisini daha fazla göstermektedir²⁶⁴.

Anonim şirket esas sermayesinin yetersiz kalabileceği bir diğer durum ise, anonim şirketin temerrüde düşme olasılığının öngörülmesiyle birlikte malvarlığının bir kısmının üçüncü kişilere aktararak kullanılamaz hale getirilmiş olmasıdır²⁶⁵. Bu durumda şirket tüzel kişiliği nezdinde temerrüt sonucu ortaya çıkabilecek zararlar ve riskler, alacaklılara aktarılmaktadır²⁶⁶.

²⁶² Yetersiz sermayenin iflas riskini ve aynı zamanda aktif ile pasifler arasındaki farkı arttırdığı, ayrıca şirketin ödeme gücüne zarar verdiği yönünde bkz. Saldaña, 49.

²⁶³ Ancak bazı sözleşmelerde, sözleşmenin süresi alacaklının şirketin mali durumunu etraflıca araştırmasına yeterli gelmeyecek düzeyde kısa ve maliyetli olabilecektir. Örneğin 30 günlük bir mal alım-satım sözleşmesiyle şirket karşısında alacaklı olan bir tacir, karşılaşabileceği muhtemel risklere ilişkin ayrıntılı bir araştırmaya girmeye yeltenmeyecektir. Bu durumda alacaklılar, şirket esas sermayesine karşılık gelen malvarlığının şirkette aktif bir değer olarak varlığını koruduğunu ancak varsayabileceklerdir. Bkz. Easterbrook/Fischel, "Limited Liability", 113.

²⁶⁴ Umfaher, 31; Zorunlu alacaklıların durumu için ayrıca bkz. Halpern vd., a.g.m., 145.

²⁶⁵ Tarelli, 38.

²⁶⁶ Ancak söz konusu durumun ahlaki tehlike (moral hazard) davranışı olarak kabul edilmesi halinde, sorumluluk hükümleri ve hatta somut olaya göre tüzel kişilik perdesinin kaldırılması gibi uygulamalar gündeme gelebilecektir. Buna karşın sermaye yetersizliği halinde tüzel kişilik perdesinin kaldırılması davasının avantajları ve dezavantajları yabancı doktrinde tartışılmalı konulardan biri olmuştur. Bu tartışmalar kaynağını sermayenin yeterlilik ölçütünün ne şekilde belirlenmesi gerektiğinden almaktadır. Mülbet, "A synthetic view of different concepts of creditor protection", 37; David Millon, "Piercing the Corporate Veil, Financial Responsibility, and the Limits of Limited Liability", *Washington & Lee Public Legal Studies Research Paper Series*, Working Paper No. 2006-08, (2006): 1336; LoPucki, a.g.m., 1904, dn.70.

Görüldüğü üzere anonim şirket esas sermayesi, sınırlı sayıda olmayan bir çok sebepten yetersiz hale gelebilecektir. Ayrıca, şirket malvarlığı şirketin kuruluşu esnasında yeterli gözüke de, şirketin faaliyeti sırasında her zaman yetersiz hale getirilerek alacaklılar bakımından risk yaratılabileceği göz ardı edilmemelidir²⁶⁷.

6.1.4.5. Ahlaki tehlike (moral hazard) ve fırsatçı davranışlar (opportunistic behavior/ opportunistischen verhaltens)

Anonim şirkette sınırlı sorumluluk ilkesi sebebiyle pay sahiplerinin alacaklılara nazaran avantajlı konumda olmaları ve riskin alacaklılara aktarılabilmesi, pay sahiplerinin kendi lehine ve fakat alacaklılar aleyhine işlem yapma eğilimini arttırdığı öğretilde kabul edilmektedir²⁶⁸. Bu etki ise “*Ahlaki Tehlike (Moral Hazard)*” olarak adlandırılmaktadır.

Anonim şirket pay sahipleri ile alacaklıları arasındaki menfaat çatışmaları sonucunda ortaya çıkan fırsatçı davranışlar çeşitlilik arz etmekle birlikte, temelde anonim şirketin yönetiminde etkili olan pay sahiplerinin alacaklılar aleyhine malvarlığı aktarımı yaparak malvarlığını sulandırması, riskli yatırımlar yapmak suretiyle alacaklılar bakımından dezavantajlı bir durum yaratması veya şirket yönetiminde özen ve sadakat yükümlülüğünün ihlal edilmesi şeklinde görünmektedir²⁶⁹.

Bu noktada konumuz açısından önem arz eden husus söz konusu ahlaki tehlike davranışlarının önlenmesinde esas sermaye sistemi hükümlerinin ne derece etkili olduğudur. Öğretilde, esas sermaye sistemi düzenlemelerinin alacaklıları bu tehlikelerden koruduğu kabul edilmekte, sistem ile alacaklılara aktarılan risklerin tekrar şirkete devredilmesi ve böylece taraflar için adil bir risk dağılımının sağlanması amaçlanmaktadır²⁷⁰. Bununla birlikte, söz konusu davranış tiplerinin bazıları ticari hayatın olağan riskleriyle bağlantılı olduğu için önlenmesinde esas sermaye sistemi düzenlemeleri yeterince etkili olmamaktadır. Öte yandan özellikle dağıtım

²⁶⁷ Umfaher, 31. Bu risk sebebiyle şirketin, esas sermayeye karşılık gelen malvarlığında sonuç doğuracak olağan dışı işlemleri alacaklılarına bildirme yükümlülüğü olması gerektiği yönünde bkz. Easterbrook/Fischel, “Limited Liability”, 113. Ayrıca sermayenin durumu hakkında şirketin bilgi vermesi, alacaklıların bilgi edinmesine nazaran daha az maliyetli olacaktır.

²⁶⁸ Bauer, a.g.e., 95.

²⁶⁹ Armour vd., *The Anatomy of Corporate Law*, 111.

²⁷⁰ Bauer, a.g.e., 95.

kısıtlamalarının şirket malvarlığının pay sahiplerine iadesine mani olması sebebiyle, pay sahiplerinin fırsatçı davranma konusundaki cesaretini kırdığı söylenebilecektir²⁷¹.

Fırsatçı davranışları sınırlı sayıda olacak şekilde başlıklandırmak mümkün değilse de, esas sermaye sisteminin etkinliğinin değerlendirilmesi için sıklıkla karşılaşılan davranış biçimlerine değinilmesi gerektiğini düşünüyoruz²⁷².

6.1.4.5.1. Yönetimde hile ve usulsüzlük

Anonim şirket yönetim kurulu üyeleri, görevlerini yerine getirirken şirketin menfaatini gözetmek ve tedbirli bir yöneticinin özeniyle hareket etmek yükümlülüğü altındadır²⁷³. Anonim şirket alacaklıları bakımından oluşabilecek risklerden biri şirket yönetiminde hile veya usulsüzlük yapılması ve söz konusu yükümlülüklerle aykırı davranılmasıdır. Anonim şirket yönetiminde hile ve usulsüzlük yapılması ile şirket yönetiminde gerekli özenin gösterilmemesi birbirini kapsayan, aynı zamanda birbirinden farklı konulardır. Yönetimde hile veya usulsüzlük yapılması şirket yönetiminde özen yükümlülüğünün yerine getirilmediği sonucunu doğursa da, özen yükümlülüğüne her aykırılık hile veya usulsüzlük yapıldığının bir göstergesi olmayacaktır.

Şirket yönetiminde hile ve usulsüzlük yapılması suretiyle alacaklılar bakımından ahlaki tehlike yaratılması çeşitli şekillerde ortaya çıkabilecektir. Buna göre şirket varlıklarının zimmete geçirilmesi, uygun kullanılmaması veya mali tablolarda hile yapılması hile ve usulsüzlük halinin çeşitli görünümüne örnek olarak verilebilecektir. Mali tablolarda yapılan hileler ile güdülen amaç, kârı yüksek göstermek veya şirketin mali yapısını olduğundan iyi göstermek olabileceği gibi iflas sürecinden kaçınmak da olabilir²⁷⁴.

²⁷¹ Kuhner, “The Future of Creditor Protection”, 351.

²⁷² Söz konusu ahlaki tehlike davranışlarının başlıklandırılması Christoph Kuhner tarafından Marcus Lutter editörlüğünde hazırlanmış olan Legal Capital in Europe isimli eserde yayınlanmış olan The Future of Creditor Protection çalışmasında yapılmıştır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Kuhner, “The Future of Creditor Protection”, 348 vd.

²⁷³ Nitekim 6102 sayılı TTK ile kurumsal yönetimle paralel olarak yönetim kurulunun profesyonel olması benimsenmiştir. Ayhan/Çağlar/Özdamar, 251; Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 225.

²⁷⁴ Mali tablo hilelerinin özellikle kurumsal yönetimin işlerlik kazanmış olduğu karar alma mekanizmalarının bir veya birkaç kişi elinde toplanmadığı şirketlerde, bir veya iki kişinin yönetime ilişkin kararlar bakımından tam kontrole sahip olduğu şirketlere nazaran daha az olduğu belirtilmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Özgür Çatıktaş, “İşletmelerde Mali Tablo Hileleri”, *Denetim*, (2016): 18-30, 20-23.

Bununla birlikte anonim şirket yöneticilerinin sınırlı sorumluluktan daha fazla yararlanmak istemesi sebebiyle iflas işlemlerini geciktirerek kanundan kaynaklı yükümlülüklerine aykırı davranması, şirketin hisse senedi fiyatlarının yüksek gösterilmesi veya şirket yöneticilerinin kendilerine ikramiye vb. yararlar sağlaması yoluyla da çeşitli usulsüzlükler yapılması mümkündür²⁷⁵.

Şirket yönetiminde hile veya usulsüzlük yapılmasının alacaklılar bakımından risk teşkil etmesinde alacaklıların şirket yönetimine ilişkin olarak bilgi sahibi olmaması da etkilidir²⁷⁶. Bu sebeple şirket yönetiminde hile ve usulsüzlük yapıldığının tespiti anında, şirket malvarlığı yetersiz hale gelmiş ve alacaklıların zararlarını tazmin edebilmesi için geç kalınmış dahi olabilecektir. Yönetimde hile ve usulsüz yapılması suretiyle ahlaki tehlike yaratıldığında, söz konusu risk çoğu zaman hem güçlü hem de güçlü konumda olmayan alacaklılar bakımından ortaya çıkacaktır. Zira güçlü konumdaki alacaklıların şirket ile yaptıkları sözleşme ile yöneticiler tarafından yapılacak olası ahlaki tehlike davranışlarının önüne geçebilmesi kolay değildir²⁷⁷.

6.1.4.5.2. Faydalanarak kaçma (cash in and run)

Fayda sağlayarak kaçma davranışı *Kuhner* tarafından, “*alacaklılar ile sözleşme sonrasında borçlunun kredi temin etmek yoluyla nakit varlıklarını arttırarak kaçması*” şeklinde tanımlanmaktadır²⁷⁸. Sınırlı sorumlu şirketlerde yaygın olan bu davranış biçiminde, şirketin yüksek miktarda borçlanması sonrasında pay sahiplerince alacaklıların menfaatlerine aykırı bir biçimde şirket varlıklarının nakit olarak çekilmesi veya şirket varlıklarının pay sahiplerine dağıtılması söz konusudur²⁷⁹. Böylece anonim şirket malvarlığı alacaklılar aleyhine azalmış olmaktadır. Bu duruma verilebilecek bir diğer örnek ise, anonim şirket tarafından yabancı yatırımcılardan yüksek değerde hisse senedi satın alınarak borçlanmasıdır. Her iki örnekte de borçlu

²⁷⁵ Yöneticilerin ve pay sahiplerinin belirttiğimiz eğilimleri karşısında gerek AB hukuku düzenlemelerinde gerekse Türk Hukukunda şirket sermayesinin kaybı ve borca batıklık halinde yönetim kurulunun çağrı ve bildirim yükümlülükleri bulunmaktadır. Söz konusu yükümlülüklerin ihlali hali ise sorumluluk hükümleri ile güvence altına alınmıştır.

²⁷⁶ Umfaher, 32; Tarelli, 29; Armour, “Legal Capital”, 4.

²⁷⁷ Heinrich, 51.

²⁷⁸ Kuhner, “The Future of Creditor Protection”, 349.

²⁷⁹ Kuhner, “The Future of Creditor Protection”, 349; Mülazımoğlu, 76.

şirket tarafından alacaklılar aleyhine işlem yapılmış olup, doktrinde bu durumlara ilişkin olarak mecazi anlamda “*yazar kasa ile kaçmak*” kavramı kullanılmaktadır²⁸⁰.

Pay sahiplerinin kendi menfaatlerine fakat alacaklılar aleyhine nakit akışı sağlama eğilimine karşı esas sermaye sisteminde, kâr payı dağıtımları başta olmak üzere pay sahiplerine yapılacak olan dağıtımlar bilanço hukuku kuralları ile sıkı şartlara bağlanmıştır. Böylece anonim şirket malvarlığının azaltılması suretiyle alacaklılar aleyhine ortaya çıkabilecek risklerin hafifletildiği kabul edilmektedir²⁸¹.

6.1.4.5.3. Riskli yatırım yapılması (overinvestment problem)

Finansal kriz zamanlarında şirkete karşı yalnızca taahhüt etmiş oldukları sermaye miktarıyla sorumlu olan pay sahipleri, şirket ekonomisinin canlanması için daha riskli adımlar atma ve yatırımlar yapma konusunda istekli olabilecektir. Çünkü bu aşamada pay sahipleri için yüksek zarar riski, orantılı olmayan kâr fırsatları ile dengelenmeye çalışılmaktadır²⁸². Buna karşın alacaklılar, şirketin finansal durumunun kötüye gittiği koşullarda bu gibi riskli yatırımları arzu etmeyecektir. Söz konusu riskli yatırım başarılı olursa, pay sahipleri avantajlı bir duruma gelirken; aksi halde pay sahipleri yalnızca şirkete koymuş oldukları sermaye oranında zarara uğrayacak, buna karşın alacaklılar alacaklarını alamama gibi bir ihtimalle dahi karşı karşıya gelebileceklerdir²⁸³. Anonim şirketin yüksek riskli yatırımlara yönelmesinin bir diğer yolu ise, düşük riskli yatırımlarda bulunan malvarlığı değerlerini -örneğin hisselerini- satarak, daha yüksek riskli yatırımlara aktarmasıdır ki bu durumda da alacaklılar bakımından aynı sonuç doğacaktır²⁸⁴.

Yabancı doktrinde şirketin finansal bir kriz ile karşı karşıya olmadığı ve sürekliliğini koruduğu zamanlarda şirketin canlandırılması için riskli yatırımlar yapılmasının cazip olmadığı ve alacaklılar bakımından söz konusu riskin doğmayacağı

²⁸⁰ Johannes Fridrich, *Der Schutz des Kapitals der Aktiengesellschaft bei fremdfinanzierter Übernahme* (Berlin: Duncker & Humblot, 2010), 55.; Christoph Kuhner, “Zur Zukunft der Kapitalerhaltung durch bilanzielle Ausschüttungssperren im Gesellschaftsrecht der Staaten Europas”, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 34/6 (2005): 753-787, 766.

²⁸¹ Kuhner, “The Future of Creditor Protection”, 349. Buna karşın dağıtımlarda bilanço testinin yanında, şirketin ödeme gücü yeterliliğinin de dikkate alınması gerektiği esas sermaye sistemine ilişkin reform çalışmalarında önerilmiştir. Bu konu ilerleyen bölümlerde ayrıntılı biçimde incelenmiştir. Bkz. III. bölüm, 3.5. başlığı altında yapılan açıklamalar.

²⁸² Heinrich, 44; Bachner, “Wrongful Trading”, 297; Shan Ho, 5.

²⁸³ Engert, “Life Without Legal Capital”, 652; Mülazımoğlu, 80.

²⁸⁴ Armour vd., *The Anatomy of Corporate Law*, 111. Riskli yatırım halinde alacaklıların özellikle korunması gerektiği yönünde bkz. Saldaña, 29.

belirtilmiştir²⁸⁵. Öte yandan, esas sermaye sistemi düzenlemeleriyle söz konusu davranışların etkisi azaltılabilse de, önlenmesine yönelik beklentinin abartılmaması gerektiği, yeniden canlanma için riskli yatırım yapılmasına yönelik davranışların ise tüzel kişilik perdesinin kaldırılması veya yöneticilerin hukuki sorumluluğu gibi alternatif mekanizmalarla önlenmesinin yerinde olacağı vurgulanmıştır²⁸⁶.

6.1.4.5.4. Hakların sulandırılması (claim dilution/die verwässerungsgefahr)

Anonim şirketin mevcut alacaklılar üzerindeki temerrüt riskini arttırması ve alacaklıların haklarını sulandırılması halleri, anonim şirketin mevcut alacaklıları aleyhine yeni ve öncelikli borç altına girmesi halinde gündeme gelmektedir²⁸⁷. Bununla birlikte alacaklıların haklarının sulandırılması, riskin borçlanma yoluyla artırılması veya daha riskli bir işkoluna geçilmesi gibi işlemlerle de gerçekleştirilebilir. Böylece şirketin borca batık duruma gelmesi halinde, alacaklı sayısının çoğalmasından ötürü, daha önceki alacaklıların taleplerinin karşılanamaması söz konusu olacaktır. Nitekim bu durumda anonim şirket malvarlığına borçlanma yoluyla pasif bir kalem daha eklenmektedir.

Yeni borçlanmaların önceki alacaklıları ne derece etkileyeceği, şirketin yeni alacaklıları ile olan hukuki ilişkisine bağlıdır. Şöyle ki, anonim şirket karşısında mevcut alacaklılardan sonra alacaklı olanlara sözleşme yoluyla şahsi teminat tanınması halinde, bu durum önceki alacaklıların haklarının sulandırılması sonucunu doğuracaktır. Bu durumda özellikle güçlü konumda olmayan ve teminatsız alacaklılar, pay sahiplerinin yatırım amaçlı borçlanma eğilimlerinden zararlı çıkacaklardır.

Esas sermaye sistemi kuralları alacaklıların haklarının borçlanma yoluyla sulandırılması karşısında elverişli bir koruma sağlayamamaktadır. Zira şirketin olağan faaliyeti kapsamında borçlanması, alacaklılar bakımında ticari risk kapsamına gireceği için, esas sermaye sistemi hükümlerinin söz konusu riski önlemekte verimli

²⁸⁵ Kuhner, “The Future of Creditor Protection”, 351.

²⁸⁶ Kuhner, “The Future of Creditor Protection”, 351; Mülazımoğlu, 82. Esas sermaye sistemi ile şirketin öz kaynaklarının korunmasının alacaklılar açısından önem arz ettiği, nitekim pay sahiplerinin etkisiz olacağını bilse bile şirket malvarlığının azalması halinde kumar oynama eğiliminde olacağı, dolayısıyla öz kaynakların korunması ile bu riskin azaltılabileceği yönünde bkz. Engert, “Life Without Legal Capital”, 652.

²⁸⁷ Bratton, 46; Sabine Otte, *Das Kapitalschutzsystem der englischen private limited company im Vergleich zur deutschen GmbH*. (Hamburg: Dr. Kovac, 2006), 23.; Enriques/Macey, a.g.m. 1169; Armour vd., *The Anatomy of Corporate Law*, 111; Heinrich, 45; Mülazımoğlu, 86.

olamayacağı söylenebilir²⁸⁸. Ayrıca anonim şirket dağıtım kurallarına uyduğu sürece malvarlığını kullanarak ticari işlem yapma serbestisine sahiptir. Bu noktada söz konusu riskin bertaraf edilmesi ancak belirli alacaklılar için sözleşme yoluyla mümkün olup, tüm alacaklıları kapsayacak bir koruma ancak tüzel kişilik perdesinin kaldırılması veya sorumluluk hükümleri ile sağlanabilecektir²⁸⁹. Aynı şekilde alacaklıların şirket faaliyetleri hakkında yeterince bilgi sahibi olmaması ise söz konusu borçlanma öncesinde tedbir almalarına engel olmaktadır²⁹⁰. Nitekim alacaklı ile borçlu arasında var olan bilgi asimetrisi nedeniyle fırsatçı davranış tehlikesinin ve kapsamının, sözleşmeli alacaklılar tarafından bile tam olarak öngörülebilmesi mümkün değildir.

Teorik olarak anonim şirket alacaklılarının ahlaki tehlike ve fırsatçı davranışlarından zarar görme ihtimali olsa da, uygulamada özellikle güçlü konumda ve uzun vadeli alacaklılar bakımından söz konusu risk daha düşüktür. Çünkü borçlanma faaliyeti, bir şirketin ticari hayatında tekrar eden bir işlem olup, şirketlerin alacaklılarını birden fazla kandırması hayatın olağan akışında olası değildir. Zira bir şirketin sistematik olarak alacaklılarına zarar vermesi halinde, alacaklıların ilerleyen dönemde şirkete kredi verme oranı düşecektir²⁹¹.

6.1.5. Alacaklıların Korunmasında Yöntemler: Ex ante - Ex post

Esas sermaye sisteminin veya alternatif mekanizmaların alacaklıların korunması bakımından verimliliği, koruma yöntemlerinin fayda ve maliyeti yönünden de ele alınmalıdır. Öncelikle şunu belirtmekte fayda vardır; alacaklıların şirket tüzel kişiliği karşısında korunması gerek alacaklı çevresinin genişliği gerekse uygulamada ortaya çıkan çeşitlilik sebebiyle önemli bir sorunu bünyesinde barındırmaktadır. Bu sorun,

²⁸⁸ Kuhner, “The Future of Creditor Protection”, 352. Buna karşın dağıtım ile ilişkin kısıtlamalar sebebiyle, pay sahiplerinin borçlanma yoluna gitme eğilimi somut olaya göre daha az olabilecektir. Zira şirketin pasif malvarlığının aktif malvarlığından fazla olması halinde bilanço esasına göre pay sahiplerine dağıtım yapılması mümkün olmayacaktır.

²⁸⁹ Her ne kadar sözleşme sonrası borçlanma yoluyla alacaklılar üzerindeki risklerin arttırılmasının önüne alacaklılar ile şirket arasındaki sözleşme hükümleri ile geçilebileceği ifade edilmişse de, şirket karşısındaki alacaklıların yalnızca sözleşme ile hukuki ilişki içinde olmadığı ve ayrıca her alacaklının da pazarlık payı bulunmadığı unutulmamalıdır. Heinrich, 45; Shan Ho, 5.

²⁹⁰ Heinrich, 45. Öte yandan şirket ile yeni sözleşme ilişkisi içine giren alacaklılar, bilgi asimetrisi sebebiyle önceki alacaklılar kadar zarar görmeyeceklerdir. Zira söz konusu alacaklılar şirketin güncel finansal durumu hakkında önceki alacaklılara nazaran daha günce bir bilgiye sahip olacaktır. Bkz. Enriques/Macey, a.g.m., 1169 dn. 9.

²⁹¹ Shan Ho, 4; Enriques/Macey, a.g.m., 1170.

alacaklıların korunmasının hangi aşamada gündeme geleceği ve menfaat çatışmalarının dengelenmesinde nasıl bir sınır çizilmesi gerektiğidir.

Pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğu ve alacaklılar ile pay sahipleri arasındaki bilgi asimetrisi sebebiyle her ne kadar alacaklıların şirket ile hukuki ilişkisi boyunca korunması gerekmekte ise de; özellikle şirketin finansal olarak kötüye gittiği zamanlarda ve iflası halinde alacaklılar bakımından gerçek bir korunma ihtiyacı ortaya çıkmaktadır. Bu doğrultuda alacaklıların korunmasında zamansal olarak “*ex ante*” ve “*ex post*” olmak üzere iki farklı yaklaşım bulunmaktadır²⁹². *Ex ante* (önceden) koruma mekanizmaları ile alacaklıların, gerçek korunma ihtiyacının ortaya çıkması öncesinde korunmasını ifade edilirken, *ex post* sistemlerde alacaklıların sonradan korunması (örn. şirketin iflası halinde) ifade edilmektedir. Esas sermaye sisteminde, asgari sermayeye ilişkin düzenlemeler, dağıtımların kısıtlanması, itibari değer ve şirketin kendi payını iktisabına yönelik düzenlemeler genel olarak *ex ante* nitelik taşıırken, özellikle sorumluluk hükümleri ve iflas hukuku ile bağlantılı düzenlemeler *ex post* bir niteliği haizdir. Bunun yanında her iki mekanizmanın bir arada bulunduğu hibrid uygulamalara da rastlanmaktadır ki, özellikle pay sahiplerinin sorumluluğu esasına dayalı bu gibi karma mekanizmaların fırsatçı davranışlar karşısında caydırıcılık etkisi bulunduğu kabul edilmektedir²⁹³.

Ancak tüm bu yöntemlerle alacaklıların verimli bir şekilde korunabilmesi konusu esas sermaye sistemi emredici hükümlerine aykırılık halinde mahkemeler tarafından verilecek kararlara bağlıdır. Zira normatif düzenlemelerin etkinliğinin uygulama ile desteklenmesi gerekmektedir²⁹⁴. Bu kapsamda yabancı doktrinde, alacaklıların emredici *ex ante* yöntemlerle korunmasının yanında, mahkemelerin de *ex*

²⁹² Saldaña, 74; Armour vd. *The Anatomy of Corporate Law*, 109; Scholz, a.g.e., 26 vd.

²⁹³ Her ne kadar sorumluluğa dayalı mekanizmalar doğası gereği -*ex post*- niteliğe sahip olsalar da, sorumluluğun çerçevesinin çizilebilmesi için önden bazı çıkarımların yapılması gerektiğinden, bu mekanizmalar bünyesinde -*ex ante*- bir nitelik de barındırmaktadır. Bkz. Saldaña, 74. Buna örnek olarak İngiltere'nin 1986 tarihli İflas Yasasının 214. Bölümünde yer alan haksız ticaret düzenlemeleri gösterilebilir. Söz konusu yasada 2014 yılında yapılan reform önerileriyle Birleşik Krallık'taki işletmelerde şeffaflık ve güvenin artırılması amaçlanarak, özellikle yöneticilerin suistimaliyle mücadele etmek için hukuki sorumluluk hükümlerinin genişletmesine odaklanılmıştır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Richard Williams, “What Can We Expect to Gain from Reforming the Insolvent Trading Remedy?”, *The Modern Law Review*, 78/1, (2015): 55-84.

²⁹⁴ Bu durum sistemin zayıflığının bir göstergesi olarak yorumlanmıştır. Bkz. Saldaña, 76.

post nitelikte bir etkiyle gerektiğinde yöneticilerin sorumluluğuna hükmetmesi gerektiği ve böylece korumanın güçlendirilebileceği dile getirilmiştir²⁹⁵.

Alacaklıların korunmasında yöntemler konusunda hukuk sistemleri arasında farklı yaklaşımlar bulunmaktadır²⁹⁶. Bu kapsamda, AB Hukuku bağlamında konuya emredici düzenlemeler (daha çok ex ante) ışığında bakılırken, özellikle ABD hukukunda sözleşmeler ve sorumluluk (ex post) açısından bir bakış söz konusudur. Dolayısıyla AB hukukunda esas sermaye sistemi düzenlemeleri esas alınırken, ABD hukukunda sözleşme taraflarının iradesi ön plandadır. AB hukukunda benimsenen emredici düzenlemeler rejimi yalnızca alacaklıları değil, anonim şirket tüzel kişiliğini ve pay sahiplerini de korumayı amaçlamakla birlikte, söz konusu düzenlemelerin bu amacı gerçekleştirmek konusunda ne düzeyde yeterli olduğu uzunca bir süre tartışma konusu olmuştur. Buna karşın eyalet yasalarına dayalı ABD sisteminde her ne kadar eyaletler arasında bazı düzenlemeler farklılık arz etse de genel olarak alacaklıların korunmasına yönelik doğrudan hükümlere yer verilmemiştir. Alacaklılar çoğunlukla sözleşmeler, tüzel kişilik perdesinin kaldırılması doktrini ve dolandırıcılık yasaları ile korunmaktadır.

Alacaklıların korunmasına yönelik olarak ortaya çıkan bu farklı yaklaşımlar farklı uygulamaları da beraberinde getirmiştir. Ancak şirketler hukuku yarışının global bir platformda seyretmesi, yaklaşım farklılıklarını azaltmaya başlamıştır. Bu durum, AB hukuku anlamında bazı reform önerilerini ve esnekleştirme çabalarını getirmişse de, özellikle muhafazakar yaklaşımın ağır bastığı ülkelerde (Almanya, İsviçre) yeterince etkili olamamıştır.

Sonuç olarak anonim şirket tüzel kişiliği, pay sahipleri ve alacaklıların menfaatleri bir bütün olarak değerlendirildiğinde, alacaklıların korunması konusu kompleks bir yapıyı haizdir. Nitekim alacaklılar ve diğer menfaat grupları arasındaki dengein sağlanması çoğu zaman zorlu olmakla birlikte, koruma mekanizmaları bakımından tekil bir perspektif çoğunlukla belirli bir alacaklı grubuna hizmet etmekle

²⁹⁵ Şirketler hukukunda menfaat dengesinin sağlanmasında mahkemelerin rolüne ilişkin olarak ayrıntılı bilgi için bkz. John J. Coffee, Jr., “The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role” 89 (7) *Columbia Law Review*, (1989): 1618-1691.

²⁹⁶ Alacaklıların korunmasına yönelik mekanizmalara ilişkin ayrıntılı bilgi için ayrıca bkz. Saldaña, “Suitability of EU Legal Capital Rules as a Mechanism of Creditor Protection a Comparative and Functional Study”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Leicester Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 2019),

eleştirilmeye mahkumdur²⁹⁷. Dolayısıyla alacaklıların korunması mekanizmalarının belirlenmesinde şeffaflık ve verimlilik temelinde hibrid bir uygulamanın esas alınması tarafımızca daha elverişli gözükmemektedir.

6.2. Esas Sermaye Sistemi ve Pay Sahiplerinin Korunması

Anonim şirketlerde pay sahibi, “*şirketteki çıplak payın veya pay senedinin sahibi olan gerçek veya tüzel kişiyi*” ifade etmektedir²⁹⁸. Pay sahipliği sıfatı, aslen kazanabileceği gibi devren de kazanılabilecektir. Şirkete sermaye koyarak pay sahipliği konumu elde eden pay sahiplerinin, anonim şirketin faaliyeti sırasında bazı haklarını kullanmak ve katılma payının getirilerinden yararlanmak isteyecekleri açıktır. Ancak anonim şirket malvarlığının çoğunluk pay sahipleri dahi olsa serbestçe tasarruf edilebilir bir toplamı ifade etmediğini vurgulamak gerekir²⁹⁹. Öte yandan pay sahipliğinden kaynaklanan hakların etkili bir biçimde kullanılabilmesi, pay sahiplerinin korunması ile doğru orantılıdır. Bu hakların korunmasında ise esas sermaye sistemi düzenlemeleri ve pay sahipleri arasındaki ilişki belirleyici bir rol oynamaktadır.

Esas sermaye sisteminin ortaya çıktığı ilk zamanlarda azınlık pay sahiplerinin haklarını koruyucu etkisi ön plana çıkarken, daha sonra alacak haklarını koruma işlevi ağırlık kazanmıştır³⁰⁰. Dolayısıyla esas sermaye sistemi literatürde çoğu zaman alacaklı açısından ele alınmış ve incelenmiştir. Oysa esas sermaye sistemi yalnızca şirket alacaklılarının değil, pay sahiplerinin menfaatlerini de korumaktadır. Nitekim pay sahiplerinin hakları -özellikle mali hakları- dayanağını esas sermaye payından almaktadır. Dolayısıyla anonim şirket malvarlığının korunması yalnızca alacaklılar için değil, pay sahipleri için de önem arz etmektedir. Esas sermaye sisteminin pay sahiplerini koruyucu etkisi özellikle azınlık pay sahiplerinin hakları bakımından önem

²⁹⁷ Bu duruma örnek olarak bazı alacaklıların sözleşmeler yoluyla korunması örnek gösterilebilir. Şirket tüzel kişiliği ile gerçekleştirilen bu sözleşmeler neticesinde her ne kadar şirket malvarlığının belirli bir miktarı teminat gösterilmiş olsa da, söz konusu teminatlar yalnızca sözleşme tarafı alacaklıları korumaktadır. Buna karşın, anonim şirket karşısında sözleşme dışı bir hukuki ilişkiden kaynaklı olarak alacaklı konumunda bulunanlar bakımından yalnızca emredici hükümler koruyucu bir etki doğuracaktır. Dolayısıyla anonim şirket alacaklılarının heterojen doğası dikkate alındığında korumanın genişletilmesi ancak değişik türlerde koruma araçlarının uygulanması ile mümkün olabilecektir.

²⁹⁸ Ayhan/Çağlar/Özdamar, 342; Pay sahibinin hukuki durumuna ilişkin olarak bkz. Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 326; Tekinalp/Poroy/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.810; Arslanlı, *Anonim Şirketler*, 133; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, 453; Windbichler, 390.

²⁹⁹ Aydın bu noktada anonim ortaklık bakımından “malvarlığının bağlılığı” kuralının gündeme geleceğini ifade etmiştir. Bkz. Aydın, *Kendi Paylarını Edinmesi*, 19.

³⁰⁰ Lutter, “Legal Capital”, 2.

arz etmektedir³⁰¹. Nitekim çoğunluk pay sahipleri zaman zaman anonim şirket malvarlığını kendi menfaatleri için kullanma eğiliminde olabileceklerdir. Çoğunluk pay sahiplerinin şirketteki konumlarını suiistimal ederek hareket etmesi veya kararlar alması halinde, azınlık pay sahipleri bu durumdan etkilenecek ve hakkaniyet çerçevesinde korunmaya ihtiyaç duyacaklardır³⁰².

Anonim şirket esas sermayesi pay sahiplerinin katılma haklarını tanımlamaktadır. Bu sebeple esas sermaye sistemi düzenlemeleri ile haklarını şirkete getirdiği/getirmeyi taahhüt ettiği sermaye payı oranında (Oransallık İlkesi) kullanan pay sahipleri arasında eşitliğin sağlanması da amaçlanmaktadır³⁰³. Buna göre pay sahiplerinin esas sermaye paylarına göre eşit şekilde işlem görmeleri sağlanmalı, anonim şirket malvarlığı üzerinde çoğunluk pay sahipleri lehine ve fakat azınlık zararına işlem gerçekleştirilmesinin önüne geçilmesi gerekmektedir³⁰⁴.

Şirket tarafından kâr payı dağıtılmasında eşit işlem ilkesinin gözetilmeyerek çoğunluk lehine dağıtım yapılması, borçlanma taleplerinde eşitliğin gözetilmemesi, sermayenin hukuka uygun bir şekilde arttırılmaması sebebiyle mevcut pay sahipliği haklarının sulandırılması³⁰⁵ veya bazı pay sahiplerine örtülü dağıtım yapılması gibi uygulamalar pay sahipliği haklarının zedelenmesine yol açmaktadır³⁰⁶. Tüm bu

³⁰¹ Engert, “Life Wthout Legal Capital”, 655; Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 327; Eminoğlu, a.g.m, 85; Armour vd, *The Anatomy of Corporate Law*, 79. Anonim şirket içerisinde çoğunluk pay sahipleri ile azınlık pay sahipleri arasında meydana gelen menfaat çatışması yabancı literatürde “horizontal agency conflict/problems” olarak isimlendirilmiştir. Hirte, *Kapitalgesellschaftrecht*, 13; Tarelli, 15; Armour vd, *The Anatomy of Corporate Law*, 29; Otte, 23.

³⁰² Böyle bir durumda, azınlık pay sahibinin yöneticilerin davranışını gözetlemesi maliyetli olacaktır. Tarelli, 15. Özellikle, şirket gruplarında azınlığın zararına hareket edilmesi hali için ayrıca Bkz. Peter Böckli vd. “A Proposal for the Reform of Group Law in Europe”, *EBOR*, 18, (2017): 1-49, 27. Anonim şirketlerde azınlık haklarına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Erol Ulusoy (Editor), *Anonim Şirketlerde Bireysel ve Azınlık Pay Sahibi Hakları*, (Ankara: Bilge Yayınevi, 2016).

³⁰³ Nitekim eşit işlem ilkesi TTK m.357 ile ve 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 42 ile de hüküm altına alınmıştır. Saldaña, 57. Ayrıntılı bilgi için ayrıca bkz. Şükrü Yıldız, *Anonim ortaklıkta pay sahipleri açısından eşit işlem ilkesi* (Ankara: Seçkin, 2004).; Cafer Eminoğlu, “Anonim Şirket Pay Sahipleri Açısından “Eşit Şartlarda Eşit İşlem” İlkesi”, *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, 1 (2015): 79-88; Pay sahipleri bakımından eşit işleme tabi tutulma hakkı vazgeçilmez niteliktedir. Pay sahiplerinin haklarından sermayeye katılma oranında yararlanma ilkesine ilişkin ayrıntılı bilgi için ayrıca bkz. Ayhan/Çağlar/Özdamar, 210; Bununla birlikte bazı hakların kullanılmasında oransallık ilkesi geçerli değildir. Eş deyişle bu tür hakların kullanılmasında pay sahiplerinin malik olduğu pay sayısı etkili olmayacaktır. Bu haklara örnek olarak, iptal davası açma (TTK m.445), bilgi alma hakkı verilebilecektir. Bkz. Tekinalp/Poroy/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.878.

³⁰⁴ Meyer, 44; Eminoğlu, a.g.m., 80.

³⁰⁵ Anonim şirket esas sermayesinin arttırılması esnasında çoğunluk pay sahiplerinin güçlerini azınlık aleyhine kullanması ihtimaline karşı 2017/1132 sayılı AB yönergesinde zorunlu rüçhan hakkı düzenlenmiştir. Ancak bu hakkın her durumda işlevsel olmadığı yönünde bkz. Engert, “Life Without Legal Capital”, 654.

³⁰⁶ Engert, *Life Without Legal Capital*, 655; Toraman Çolgar, 105.

hukuka aykırı uygulamalar karşısında, sermayenin korunması ilkesi ve eşit işlem ilkesi pay sahiplerini teminat altına almaktadırlar. Anonim şirket malvarlığının dağıtımına yönelik olarak getirilen sınırlamalar, sermayenin iadesi yasağı, şirketin kendi payını iktisap etmesine ve borçlanma yasağına ilişkin düzenlemeler, itibari değerinin altına pay çıkarılamaması, anonim şirket sermayesinin arttırılmasına yönelik kurallar esas sermaye sisteminin pay sahiplerini koruyucu etkisinin somutlaştığı örneklerdir.

Esas sermaye sisteminin amacını gerçekleştirebilmesinde ne düzeyde işlevsel olduğunun tespit edilebilmesi için, yarar sağladığı menfaat çevreleri birbirinden ayrı tutulmamalı ve bir bütün olarak ele alınmalıdır. Bu sebeple çalışmanın devamında esas sermaye sistemi düzenlemeleri, alacaklılar ve yerine göre pay sahiplerine olan etkileri de dikkate alınarak incelenecektir.

7. Esas Sermaye Sisteminin Fonksiyonları

Esas sermaye sisteminin gerek alacaklılar gerekse pay sahipleri bakımından hedeflediği korumayı sağlaması fonksiyonları ile yakından bağlantılıdır. Nitekim söz konusu fonksiyonlardan beklenen fayda ile ortaya çıkardığı sonuçlar, esas sermaye sisteminin işlevselliğine yönelik soruları cevaplandırmada yardımcı olacaktır. Şüphesiz ki, esas sermaye sistemine dair değineceğimiz tüm fonksiyonların tüm şirket tipleri ve hukuk sistemlerinde aynı sonuçları vereceğini iddia etmek mümkün değildir. Zira günümüzde ekonomi çok hızlı değişim göstermekle birlikte, şirket çeşitliliği ve menfaat sahiplerinin ihtiyaçları da bu değişimin etkisiyle farklılaşmaktadır. Ancak esas sermaye sistemine ilişkin büyük resme bakarsak, söz konusu kuralların temel fonksiyonlarını belirtmek konu bütünlüğü açısından önem arz etmektedir.

7.1. Şirket Finansmanı Sağlaması

Esas sermaye sisteminin temel fonksiyonlarından bir tanesi, esas sermayeye karşılık gelen malvarlığının öz sermaye kalemi olarak şirkete doğrudan finansal bir katkı sağlaması ve şirket için işletme sermayesi oluşturmastır³⁰⁷. Esas sermaye sisteminde en az sermaye tutarına (Asgari Sermaye) ilişkin düzenlemeler bu fonksiyonun temel yapı taşı oluşturmaktadır.

³⁰⁷ Sevi, 50 vd.; Çonkar, 20; Meyer, 41; Koll-Möllenhoff, 46; Andreas Pentz, Hans-Joachim Priester ve Andre Schwann, “Raising Cash and Contributions in Kind when forming a Company and for Capital Increases”, *Legal Capital in Europe*, Edt. Marcus Lutter, (Berlin: De Gruyter Recht, 2006), 45; Bauer, a.g.e., 117.

Şirket ortakları tarafından şirkete getirilen ve esas sermayeye karşılık gelen malvarlığı, şirket öz sermayesinin bir unsuru olarak şirketin faaliyete başlamasında bir kaynak olmanın yanında, yabancı sermaye karşısında da bir takım avantajlara sahiptir³⁰⁸. Çünkü şirket öz sermayesine katkıda bulunan pay sahipleri, şirkete yabancı sermaye olarak katkı sağlayan kredi kurumlarından farklı olarak sermaye paylarının karşılığında faiz beklentisi taşımamaktadır³⁰⁹.

Her ne kadar esas sermayeye karşılık gelen malvarlığının şirket finansmanında bir fon oluşturduğu yönünde görüşler ağırlıklı olsa da, esas sermayenin finansman fonksiyonunu yerine getirebilmesi için miktarı önem arz etmektedir. Şöyle ki, kanunen düzenlenmiş asgari esas sermaye miktarı; şirketin kuruluşu için yeterli, ayrıca şirket kurma fikrini destekleyecek ve gelecek vaat eden şirket girişimlerini de engellemeyecek nitelikte olması gerekmektedir³¹⁰.

Öte yandan, şirketin faaliyete başlaması için gerekli finansman sağlanmakla birlikte günümüz ekonomisinin hızlı işleyişinde şirket, ticari faaliyetleri sonucunda kısa sürede ciddi kayıplar yaşayabilecektir. Şirket kuruluşu ile şirketin faaliyeti sırasında karşılaşılabileceği muhtemel riskler arasındaki zamanın kısalması pay sahipleri tarafından şirkete getirilen ve öz sermayenin bir kalemini teşkil eden asgari miktarın işlevselliğinin sorgulanmasına sebep olmuştur. Kanun ile emredici olarak belirtilmiş olan asgari tutarın sağlayacağı yarar, şirket kuruluşunda ve finansman temelinde değerlendirilirse verimli olabilecektir de; şirketin zarara uğraması ihtimalinde bu verimlilik azalacaktır³¹¹. Bu sebeple söz konusu yararın sürdürülebilir

³⁰⁸ Sevi, 50; Koll-Möllenhoff, 46. Pentz/Priester/Schwanna, 45.

³⁰⁹ Sevi, 51. Şirket pay sahiplerinin anonim şirket sermayesine taahhüt ettiği sermaye miktarına karşılık olarak temel beklentisi kârdır. Nitekim TTK m.509 hükmü ile anonim şirketler bakımından sermaye için faiz ödenemeyeceği de emredici bir şekilde belirtilmiştir. Bununla birlikte, ticaret şirketleri bakımından genel hüküm niteliğinde olan TTK m.132 hükmünde kanunda aksine hüküm olmaması halinde, şirket sözleşmesiyle ortakların, koydukları sermayeler için faiz ve şirketteki hizmetleri sebebiyle kendilerine ücret verilmesinin kabul olunabileceği düzenlenmiştir. Hükmün uygulaması anonim şirketler bakımından, aksine bir hüküm bulunması sebebiyle mümkün olmamakla birlikte, alacaklılara karşı sorumluluğun sınırlandırılmamış olduğu şahıs ortaklıkları bakımından esas sözleşmede hüküm bulunması halinde mümkün olacaktır.

³¹⁰ Umfahrer, 34; Bununla birlikte söz konusu şirket kurma girişimlerinin genel ekonomik refaha katkısı da olabilecektir.

³¹¹ Kanun tarafından emredici olarak düzenlenen en az sermaye tutarının yeterliliği hususu ayrı bir başlık altında incelenecektir. Bkz. III. Bölüm, 5.1. başlığı altında yapılan açıklamalar.

olması için alacaklıların korunmasını destekler nitelikte diğer düzenlemelerin de varlığı gerekmektedir³¹².

Yaygın görüşe göre, esas sermayeye karşılık gelen malvarlığının bir diğer işlevi ise dolaylı olarak şirket kredibilitesine katkıda bulunmasıdır³¹³. Nitekim öz sermaye, şirket finansmanı için katkı sağlamak ve yabancı sermaye unsuru olarak temin edilecek kredi itibarının belirlenmesinde etkili olmaktadır³¹⁴. Zira gerçek kişi tacirler veya şirket alacaklılarına karşı sorumluluğun sınırlandırılmadığı kişi ortaklıklarında kredibilite; şahısların itibarı, ailevi durumu, sosyal konumu gibi değerler baz alınarak değerlendirilebilecekse de; sermaye şirketlerinde pay sahiplerinin şahıs varlığı değerleri belirleyici bir rol oynamamaktadır³¹⁵. Bu sebeple şirket pay sahipleri tarafından şirkete getirilen malvarlığı, anonim şirket için kredi itibarı sağlarken, kredi kuruluşları bakımından ise şirketin mali durumunun tespiti ve güvenilirliği için bir veri oluşturmaktadır.

7.2. Sorumluluk Fonu Oluşturması

Anonim şirket esas sermayesinin işlevleri açıklanırken öne sürülen klasik yaklaşımlarından biri “*sorumluluk fonu, garanti fonu, güvence işlevi (Haftungsfond, Garantiefond-Theorie)*” teorisidir³¹⁶. Anonim şirketlerde sınırlı sorumluluk ayrıcalığından yararlanan şirket pay sahipleri, esas sermaye sistemi temel düzenlemeleri sebebiyle şirketi belirli bir malvarlığı ile donatmakta ve söz konusu malvarlığı alacaklılar lehine kanuni düzenlemelerle korunmaktadır. Böylece anonim

³¹² Umfahrer, 35; Söz konusu malvarlığının alacaklılara yönelik etkisinin ancak dolaylı olacağı yönünde bkz. Çonkar, 20; Pentz/Priester/Schwanna, 47.

³¹³ Bauer, 117; Turrini, 435. Bununla birlikte şirketin kredibilitesi bir çok faktöre dayanmaktadır. Bkz. Horst Eidenmüller, Barbara Grunewald ve Ulrich Noack, “Minimum Capital in the System of Legal Capital”, *Legal Capital in Europe*, Edt. Marcus Lutter, (Berlin: De Gruyter Recht, 2006), 17-41; 25.

³¹⁴ Anonim şirket pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğu sebebiyle kredi kuruluşlarının kredi vermeden önce, anonim şirket esas sermayesine karşılık gelen malvarlığının şirkette gerçekten var olup olmadığını veya şirketin güncel mali durumunu ayrıca tespit etme yoluna gittiği gözlemlenmektedir. Buna karşın esas sermayenin şirket kredibilitesine etkisi bakımından doktrinde, uygulamada alacaklıların anonim şirketin asgari sermaye miktarını dikkate almadıkları kredinin verilmesi sırasında şirketin mevcut malvarlığı miktarını tekrar değerlendirdiklerine dikkat çekilmiştir. Sevi, 51; Meyer, 39,41; Koll-Möllenhoff, 47; Drygala, “Stammkapital Heute”, 589; Çonkar, 21.

³¹⁵ Marcus Lutter, *Kapital, Sicherung der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung in den Aktien- und GmbH-Rechten der EWG*, (Karlsruhe: Verlag C.F. Müller, 1964), 40; Çonkar, 21. Lutter, anonim şirket tüzel kişiliğinin, ortaklarının kredibilitesinden arızı olarak yararlanması halinde, söz konusu pay sahibinin şirket ortaklığından ayrılması halinde “ödünç alınmış” itibarın da sona ereceğini belirtmiştir. Bkz. Lutter, *Kapital*, 40.

³¹⁶ Koll-Möllenhoff, 45; Sevi, 52; Çonkar, 14; Meyer, 39; Bauer, a.g.e, 115.

şirkette bulunan esas sermaye tutarı kadar öz kaynak, alacaklılar için bir teminat ve sorumluluk fonu oluşturmaktadır³¹⁷.

Bununla birlikte sorumluluk fonu teorisi doktrinde bazı yönleriyle eleştirilmektedir. Şöyle ki, anonim şirket pay sahiplerinin şirkete esas sermaye karşılığında getirdikleri değerler, şirket alacaklılarının tatmin edilmesi için şirket kasasında bekletilmemekte tam aksine ticari faaliyete başlayan şirketin başlangıç finansmanını oluşturarak ticari faaliyette kullanılmaktadır³¹⁸. Oysa anonim şirket esas sermayesine karşılık gelen bu malvarlığının bir fon olarak değerlendirilebilmesi için alacaklılar lehine bloke edilmiş olması gerekmektedir. Bu sebeple her ne kadar esas sermaye sistemine ilişkin düzenlemeler, alacaklıların şirket nezdinde her zaman erişebilecekleri belirli bir miktar malvarlığının bulunması düşüncesiyle ihdas edilmişse de, bu miktarın alacaklılar lehine garanti edilebilmesi problem teşkil etmektedir.

Ayrıca ticari faaliyete başlayan bir şirketin ticari faaliyeti esnasında karşılaşılabileceği ekonomik olarak zayıflama, kötü yönetim, piyasanın değişkenliği gibi sebepler esas sermayeye karşılık gelen malvarlığının eksilmesine sebep olup, alacaklılar için risk ortaya çıkarmaktadır. Esas sermayenin bir fon oluşturmaya için esas sermaye miktarının ticari faaliyet esnasında kullanılmaması (bloke edilmesi) ve pay sahiplerine de iadesi önlenmelidir³¹⁹. Dolayısıyla anonim şirketin kuruluşu esnasında kurucular tarafından taahhüt edilen asgari sermaye miktarı, alacaklılar bakımından yalnızca kuruluş esnasında bir sorumluluk fonu olmasına karşın faaliyet esnasında olası risklerden alacaklıları korumaktan uzaktır. Bu durum sistemin getiriliş amacıyla bir çelişki yaratmakta ve esas sermaye sorumluluk fonu işlevini amacına

³¹⁷ Sevi, 52; Meyer, 39; Çonkar, 14; Koll-Möllenhoff, 45; Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku I*, 308.

³¹⁸ Şirketin söz konusu malvarlığını kullanması bakımından Çonkar, bu kullanımın sadece malvarlığını tüketmek anlamına gelmeyeceğini, nakdi değerlerin aynı değerlere, aynı değerlerin ise nakdi değerlere dönüştürülmek suretiyle mahiyetinin değiştirilmesinin, şirket malvarlığı miktarının değişmemesine rağmen kullanım anlamına geldiğini belirtmiştir. Bkz. Çonkar, 15. Bununla birlikte nakdi değerlerin aynı değerlere dönüştürülmesi halinde, söz konusu ayının değeri piyasa ekonomisine göre şirket malvarlığı miktarında dolaylı bir azalmaya ve artmaya yol açabilecektir. Meyer, 101; Pay sahiplerinde şirkete getirilen sermayenin “çelik kasada saklanan altın külçe” olmadığı yönünde bkz. Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku I*, 309 ve dn.43.

³¹⁹ Sevi, 52; Merkt, “Creditor Protection”, 1048; Enriques/Macey, a.g.e., 1186.; Çonkar, 15; Meyer, 101.

uygun yerine getirememektedir³²⁰. Bu sebeple klasik bir görüş olarak esas sermayeye karşılık gelen malvarlığının alacaklılar için teminat teşkil eden bir sorumluluk fonu (Haftungsfond) oluşturması teorik bir yaklaşım olarak kalmaktadır³²¹.

Bununla birlikte alacaklılar için yalnızca esas sermaye değil, şirketin tüm malvarlığı değerleri teminat oluşturmaktadır³²². Şirketin kurulması aşamasında şirket malvarlığı şirket esas sermayesiyle aynı değere denk gelmekle birlikte, şirketin faaliyetiyle birlikte şirket malvarlığı esas sermaye miktarının üzerine çıkabileceği gibi şirketin zararı halinde esas sermaye miktarının altında da kalabilecektir. Bu ahvâlde şirket esas sermayesinin şirket alacaklıları bakımından fon işlevi gördüğünü söylemek mümkün olmayacaktır³²³. Dolayısıyla esas sermaye miktarının altına düşen malvarlığının -esas sermayenin esas sözleşme ile çok yüksek miktarda belirlenmiş olması hariç- alacaklıların taleplerini karşılamaktan uzak kalacağı göz ardı edilmemelidir.

Sorumluluk fonu teorisine sermayenin korunması düzenlemeleri (Kapitalerhaltung) açısından bakmak gerekirse, bu hükümler de esas sermayeyi alacaklılar için bir kasada muhafaza etmemekte ayrıca ticari faaliyet esnasında karşı karşıya kalılabilecek riskleri de bertaraf etmekten uzak kalabilmektedir³²⁴. Nitekim Schön, “bir şirketin sermayesinin oluşturulması ve korunmasını düzenleyen hükümlerin yalnızca şirket ile pay sahipleri arasındaki varlık transferini kontrol ettiğini, dolayısıyla şirketin ekonomik başarısına veya başarısızlığına bir etkisi olmadığını” vurgulamıştır³²⁵.

Öte yandan günümüzde esas sermayeye karşılık gelen malvarlığının sorumluluk fonu fonksiyonu eleştirilse de şirket öz sermayesini korumaya yönelik hükümlerin alacaklıları korumaktan tamamen uzak olmadığını kabul etmek gerekir. Nitekim pay sahiplerinin anonim şirkete sermaye koyarak en azından şirket lehine bir yatırımda

³²⁰ Meyer, 102; Dyrgala, “Stammkapital”, 593; Enriques/Macey, a.g.e., 1187. Esas sermayenin şirket alacaklılarına koruma, eş deyişle güvence işlevinin abartılmaması gerektiği yönünde bkz. Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku I*, 310.

³²¹ Koll-Möllenhoff, 45; Sevi, 53; Çonkar, 14.

³²² Sevi, 2; Çonkar, 14; Koll-Möllenhoff, 45.

³²³ Çonkar, 15.

³²⁴ Schön, “The Future of Legal Capital”, 437; Çonkar, 15.

³²⁵ Schön, “The Future of Legal Capital”, 437; Sevi, 16.

bulunduğu ve bu motivasyonun anonim şirket malvarlığının korunmasında bir rol oynadığını göz ardı etmemek gerekir³²⁶.

7.3. Tampon İşlevi (Verlustpuffer)

Anonim şirket esas sermayesine karşılık gelen malvarlığının bir diğer işlevi ise alacaklılar ile şirketin uğradığı zararlar arasında bir tampon etkisi göstermesidir. Esas sermayenin bu fonksiyonu, şirket esas sermayesine ilişkin olarak bir önceki başlıkta incelediğimiz sorumluluk fonu teorisiyle birlikte değerlendirilmektedir. Doktrinde, anonim şirket esas sermayesinin, sorumluluk fonu işlevinin ötesinde bilhassa kuruluş aşamasında alacaklılar ile şirket arasında bir tampon görevi (Verlustpuffer, Buffer Function, Cushion) üstlendiği vurgulanmaktadır³²⁷.

Anonim şirket esas sermayesinin söz konusu işlevi özellikle, yeni kurulan veya piyasasını genişleten bir şirketin kâr elde etmekten çok harcamalar yapması sebebiyle ortaya çıkabilecek başlangıç zararı halinde önem kazanmaktadır. Şirket kuruluşunda anonim şirket pay sahipleri tarafından oluşturulan öz sermaye, bu aşamada şirketin finansal stabilizesini desteklemekte ve alacaklılar için adeta bir koruma çemberi çizmektedir³²⁸. Eş deyişle esas sermaye, anonim şirketin kuruluşu esnasında hem bir destek vazifesi görmekte, hem de şirketin karşılaşılabileceği muhtemel zararlara karşı tampon görevi üstlenmektedir.

Bununla birlikte esas sermayenin bu işlevinin, şirketin faaliyet aşaması bakımından da incelenmesi gerekmektedir. Esas sermayenin tampon işlevi anonim şirketin kuruluşu aşamasındaki koruyucu etkisini şirketin faaliyeti esnasında aynı verimlilikte sürdürememektedir. Ticari faaliyet esnasında anonim şirketin pasif malvarlığının aktif malvarlığından fazla hale gelerek esas sermaye miktarının azalması sonucunda söz konusu tampon etkisi tükenirse, anonim şirket finansal olarak sermayenin kaybı veya borca batık olma halleri ile karşı karşıya kalabilecektir. Dolayısıyla, her ne kadar şirketin kuruluşu esnasında esas sermayeye karşılık gelen

³²⁶ Bu hususta ayrıca bkz. Lutter, “Legal Capital”, 4; Miola, 419; Meyer, 39.

³²⁷ Koll/Möllenhoff, 45; Sevi, 53; Cobe, 105; Çonkar, 16; Meyer, 39; Pentz/Priester/Schwanna, 44; Miola, 421. Esas sermayenin öz sermaye ile oluşturulması halinde anonim şirket tarafından bir geri ödemenin söz konusu olmaması sebebiyle anonim şirket bilançosundaki zararların öz sermaye ile telafi edilebileceği yönünde bkz. Bauer, a.g.e., 115.

³²⁸ Sevi, 52; Meyer, 40; Koll-Möllenhoff, 46; Dyrgala, “Stammkapital”, 589.

malvarlığı şirket alacaklıları için başlangıç zararlarına karşı tampon görevi üstlense de, söz konusu miktar şirketin kâr edemediği senaryolarda bu işlevini yitirecektir.

Esas sermayenin tampon işlevi, şirketin olası risklerini dengeleyebildiği oranda anlam ifade etmekle birlikte etkinliği, esas sermayenin miktarı ve şirketin karşılaşılabileceği ekonomik risklere göre değişkenlik gösterebilecektir³²⁹. Nitekim sabit bir asgari sermaye miktarı, piyasada faaliyet gösteren ve farklı risk profillerine sahip olan tüm anonim şirketlerin zararları için tampon işlevini aynı verimlilik düzeyinde gösteremeyecektir³³⁰. Aynı şekilde esas sermayenin bu işlevinin kapsamı, pay sahiplerinin anonim şirket esas sözleşmesinde taahhüt ettikleri sermaye miktarıyla da orantılıdır. Böylece esas sözleşme ile kanun koyucu tarafından belirlenen miktardan- ki bu miktar çoğu zaman tampon işlevi için yetersiz kalmaktadır- daha fazla miktarda esas sermaye belirlendiği takdirde korumanın da kapsamı genişleyecektir.

Bu sebeple doktrinde ağırlıklı olarak esas sermayeye karşılık gelen malvarlığının tampon işlevinin, şirketin kuruluşu aşamasıyla sınırlı kaldığı vurgulanmakta ve bizim de katıldığımız üzere, şirketin faaliyeti süresince öz sermaye ve yabancı sermaye dengesinin değişmesiyle etkinliğinin azalacağı ifade edilmektedir³³¹.

7.4. Riskin Paylaşılmasına Katkı Sağlama

Anonim şirkette pay sahiplerinin sorumluluğunun taahhüt etmiş oldukları sermaye ile sınırlandırılmış olmasının şirketin faaliyeti esnasında pay sahiplerini riskli girişimlere teşvik ettiğini belirtmiştik. Yüksek ticari risk taşıyan işlemlerde pay sahipleri bakımından şahsi sorumluluğun olmaması, hukuki ilişkilerde alacaklıları riskin taşıyıcısı haline getirmekte ve menfaatlerini olumsuz yönde etkilemektedir³³². Bu sebeple anonim şirket pay sahiplerinin şirket esas sermayesinin oluşması için aynı veya nakdi katkıda bulunmasının onları, ekonomik menfaatleri için almaya hevesli olduğu riskler konusunda daha dikkatli ve titiz olmaya sevk ettiği kabul edilmektedir. Şöyle ki olası bir zarar etme halinde şirket pay sahipleri, şirkete getirdikleri sermaye

³²⁹ Enriques/Macey, a.g.m., 1186; Meyer, 103.

³³⁰ Enriques/Macey bu duruma ilişkin olarak, radyoaktif atıkları taşıyan, borçluluk ve iflas risk oranı yüksek bir şirket ile yazılım tasarlayan ve borçluluk oranı düşük bir şirketin aynı minimum sermaye gereksinimine sahip olmasının anlamlı olmadığını ifade etmektedir. Bkz. Enriques/Macey, a.g.e., 1186.

³³¹ Çonkar, 17; Koll-Möllenhoff, 46.

³³² Koll-Möllenhoff, 47; Bauer, a.g.e, 118; Sevi, 54; Çonkar, 22.

unsurları sebebiyle kişisel katkısını kaybetme riskiyle karşı karşıya kalmakta ve kısmen de olsa ticari faaliyet esnasında ortaya çıkabilecek risklere ortak olmaktadır. Eş deyişle anonim şirket pay sahibi, yönettiği şirketin olası risklerine sermaye payları ölçüsünde katılmış ve bunu sermaye olarak anonim şirket bilançosunda göstererek alenileştirmiştir³³³. Anonim şirket esas sermayesinin bu işlevi, riskin paylaşılmasına katkı sağlanması, işletme rizikosuna ortakların katılımının sağlanması, kurucuları dikkatli davranmaya teşvik etmesi (Massigung der Gesellschafter, Instrument der Verhaltenssteuerung), rizikoya katılma (Risikobeteiligung) gibi başlıklarla isimlendirilmektedir³³⁴.

Anonim şirket pay sahiplerine tanınan sınırlı sorumluluk ayrıcalığının adeta bedeli olan³³⁵ sermaye koyma borcu, her ne kadar pay sahipleri bakımından riske katılma sonucu doğursa da; kanuni asgari sermaye miktarı ile bir anonim şirketin ticari faaliyet esnasında alabileceği ekonomik riskler karşılaştırıldığında, alacaklılar ile şirket pay sahiplerinin taşıyacağı riskler arasında bir orantısızlık görülmektedir. Çünkü şirketin kurulması sonrasında kurucular yalnızca şirket katkı payları oranında riske katılırken, şirketin faaliyeti süresince ortaya çıkan ve katkı paylarını aşan diğer riskler alacaklılar üzerine aktarılmaktadır³³⁶.

Alacaklılar ile pay sahipleri arasında riskin üstlenilmesi bakımından oluşan bu dengesizlik, potansiyel alacaklıların şirket ile sözleşme yapma sürecinde bazı riskleri değerlendirerek hareket etmesi gerekliliğini doğurmuştur. Özellikle yabancı sermaye temini sağlayan kredi kuruluşları ve bankalar, faiz miktarının belirlemede olası riskleri dikkate almaktadır. Bununla birlikte kanunen zorunlu asgari sermaye miktarı öngörülmesi sayesinde alacaklıların söz konusu değerlendirmeyi yapmasında işlem

³³³ Koll-Möllenhoff, 47; Sevi, 54; Meyer, 41; Çonkar, 22; Lutter, “Legal Capital”, 4; Drygala, “Stammkapital”, 596.

³³⁴ Drygala, “Stammkapital”, 595.

³³⁵ Esas sermayenin riskin paylaşılmasına katkı sağlaması işleviyle benzer doğrultuda nitelendirilen bu husus “*risk primi teorisi (Risikonpramientheorie)*” olarak adlandırılmaktadır. Buna göre asgari sermaye sorumluluğun sınırlandırılmış olmasına bir prim teşkil ederek, pay sahiplerinin üçüncü kişilerin zararlarını minimize etme çabasına hizmet etmektedir. Bkz. Koll-Möllenhoff, 47-48; Öz sermayenin risk sermayesi olarak, alacaklılar ile pay sahipleri arasında uygun bir risk dağıtımı sağladığı yönünde bkz. Andreas Engert, “Die Ökonomische Begründung Der Grundsätze Ordnungsgemässer Unternehmensfinanzierung”, *Zeitschrift Für Unternehmens- Und Gesellschaftsrecht (ZGR)* 33/6 (2004):813-841, 819.

³³⁶ Lutter, “Legal Capital”,4; Bezzenger, a.g.e., 12.

maliyetlerinin düştüğü belirtilse de³³⁷, alacaklıların tamamının şirket ile risk değerlendirme müzakeresine girebilmesinin mümkün olmadığı unutulmamalıdır.

Sonuç olarak asgari sermayenin, riski paylaştırarak alacaklılar ile pay sahipleri arasındaki menfaat dengesine katkı sağladığı, pay sahiplerini ticari risklerin üstlenilmesinde daha özenli davranmaya ve üçüncü kişilerin zararlarını minimize etmek amacıyla şirket yönetimini daha kurumsal olmaya teşvik ettiği göz ardı edilemese de piyasa ekonomisinin hızı ve alacaklıların çeşitliliği göz önüne alındığında etkisinin sınırlı olduğu gözlemlenmektedir.

7.5. Ciddiyet Eşiği Oluşturması

Anonim şirket sermayesinin, bir diğer işlevi ise pay sahipleri bakımından bir ciddiyet eşiği (Seriositätsschwelle, Threshold for seriousness) oluşturmasıdır. Buna göre anonim şirket kurucularının kanun koyucu tarafından belirlenen asgari miktarı şirkete sermaye olarak getirme zorunluluğu; özensiz, hileli veya suç oluşturacak şekilde şirketlerin kurulmasını önlerken, bir şirket kurma niyetinde olanları da daha ihtiyatlı davranmaya sevk etmektedir³³⁸. Böylece, ciddiyet arz etmeyen veya piyasa ekonomisinde yaşama kabiliyeti bulunmayan şirketlerin oluşumu engellenerek alacaklılar dolaylı olarak korunmaktadır.

Öğretide, bir anonim şirketin hukuka aykırı olarak, plansız veya dolandırıcılık amacıyla kurulması, pay sahipleri lehine kârın özelleştirilmesi ve fakat alacaklılar aleyhine zararın sosyalleştirilmesi halinin, anonim şirketin kuruluşunda belirli miktarda katılım payının getirilmesi mecburiyetiyle engellenebileceği ifade edilmektedir³³⁹. Anonim şirket asgari esas sermayesinin bu fonksiyonu yerine getirip getirememesinde şüphesiz ki kanun koyucu tarafından benimsenen miktar önem arz etmektedir. Şöyle ki, söz konusu miktarın alacaklıları korumak adına fazla yüksek tutulması; şirket kuruluşunda teşviki azaltacak ve şirket kurma niyetinde olanları şahıs şirketlerine veya daha az miktarda asgari sermaye düzenlemesine sahip olan ülkelere yönlendirecektir. Buna karşın asgari esas sermaye miktarının fazla düşük tutulması halinde ise sınırlı sorumluluk imtiyazından kötü niyetle faydalanmak veya paravan

³³⁷ Koll-Möllenhoff, 48.

³³⁸ Henssler/Strohn, *AktG*§1, Rn.10-12; Sevi, 55; Çonkar, 23; Meyer, 42; Koll-Möllenhoff, 48; Mülberr/Birke, 717; Pentz/Priester/Schwanna, 46; “Armour, Share Capital”, 365; Miola, 421.

³³⁹ Meyer, 42.

şirket kurmak isteyenlerin yolu açılmış olacaktır. Bu nedenle asgari esas sermaye miktarının belirlenmesinde menfaat dengesinin gözetilmesi gerekmektedir³⁴⁰.

7.6. Sinyal Fonksiyonu (Signalwirkung)

Anonim şirket esas sermayesinin bir diğer işlevi de şirket bilançosunda yazılı itibari bir rakam olarak şirketin mali durumu hakkında yönetim kurulu için sinyal işlevi görmesidir³⁴¹. Bilanço bakımından esas sermayenin sinyal işlevi kendini özellikle sermayenin kaybı veya borca batıklık hallerinde göstermektedir³⁴². Bu kapsamda anonim şirket esas sermayesine karşılık gelen miktar her ne kadar şirketin acze düşmesini bertaraf etmese de; sermayenin kaybı veya borca batık olma durumu hallerinde şirket yönetimini uyarmakta ve alacaklıların zarara uğramasını engellemek üzere önlemler alınmasını sağlamaktadır³⁴³.

Bununla birlikte anonim şirket esas sermayesi, şirketin mali gidişatı yönünde şirket yönetim kurulunun yanında, şirketin muhtemel alacaklılarına (özellikle kredi sağlayanlara) da ödeme gücü sinyali (finansal sinyal) vermekte ve finansal bir kimlik oluşturmaktadır³⁴⁴. Buna göre kanuni olarak düzenlenmiş olan en az sermaye tutarı veya en az sermaye tutarının üzerinde belirlenmiş olan sermaye miktarı, şirketin mevcut veya gelecekteki alacaklıları bakımından kolektif bir sorumluluk vaadi teşkil ederek, ödeme gücüne dair bir şeffaflık sunmaktadır. Böylece özellikle esas sermaye miktarının kanunen belirlenmiş asgari miktardan yüksek olacak şekilde belirlendiği durumlarda anonim şirketin kredibilitesi kredi kurumları nezdinde yükselmekte, faiz

³⁴⁰ İlerleyen bölümlerde ele alınacağı üzere özellikle AB yönergelerinde belirtilen asgari sermaye miktarlarının günümüzde ciddiyet eşiği ve bağlılık oluşturma amacının giderek azaldığı yönünde bkz. Saldaña, 196.

³⁴¹ Sevi, 56; Koll-Möllenhoff, 49; Meyer, 43; Drygala, “Stammkapital”, 599-600. Doktrinde söz konusu fonksiyon “*Tehlike Çanı Fonksiyonu*” olarak da isimlendirilmiştir. Bkz. Çonkar, 18

³⁴² Sermayenin kaybı halinin belirlenmesinde şirketin son yıllık bilançosuna göre sermaye ile kanuni yedek akçeler toplamı, zarar ile karşılaştırılırken, borca batık olma durumunda şirketin aktifleri ile borç toplamı değerlendirilmektedir. Bu durum TTK m.376 hükmünde sermayenin kaybı, borca batık olma durumu başlığı altında düzenlenmiştir. Borca batık olma kavramı TTK m.376 hüküm gerekçesinde “*Şirket aktifleri-yıllık bilançoda olduğu gibi defter(iktisap) değerleriyle değil- fakat gerçek değerleriyle değerlemeye tabi tutulsalar bile alacaklıların, alacaklarını alamamaları, yani şirketin borç ve taahhütlerini karşılayamaması*” şeklinde tanımlanmıştır. Ayrıca hükmün pay sahiplerinin, alacaklıların, sermaye piyasası aktörlerinin yatırımlarını ve genel ekonomik menfaati korumayı amaçladığı belirtilmiştir. Bununla birlikte söz konusu görev ve yetkiler TTK m.369 hükmü uyarınca yönetim kurulunun özen yükümlülüğü kapsamındadır.

³⁴³ Çonkar, 19; Sevi, 59.

³⁴⁴ Meyer, 43; Koll-Möllenhoff, 49; Drygala, “Stammkapital”, 599 vd.

oranları azalmakta ve şirketin yabancı sermayeye erişimi de kolaylaşmaktadır³⁴⁵. Buna karşın anonim şirketin faaliyet gösterdiği sektör bakımından düşük kalan bir sermaye miktarı, alacaklılar tarafından kredi itibarının değerlendirilmesinde zayıf bir sinyal olarak algılanabilir³⁴⁶.

8. Ara Sonuç

Anonim şirketlerde esas sermaye sistemi 19.yy başlarından itibaren etkisini göstermeye başlamış olup, esas sermaye sisteminin ortaya çıkışında; ayrılık ilkesi, sınırlı sorumluluk ilkesi ve beraberinde alacaklıların korunması ihtiyacı etkili olmuştur. Belirttiğimiz ilkeler anonim şirketin taraf olduğu hukuki ilişkilerin esasını belirlediği gibi, esas sermaye sistemi düzenlemelerine de temel oluşturmaktadır. Alacaklılar bakımından oluşabilecek riskler ise hem alacaklıların kendi içerisinde farklı konumları hem de somut olayın durumuna göre çeşitlilik arz etmektedir. Bu çeşitliliğin hukuk sistemlerinde alacaklıların menfaatlerine olan farklı bakış açılarıyla bir araya gelmesi, esas sermaye sistemi düzenlemeleri bakımından da farklı görüşlerin ortaya çıkmasına sebep olmuştur.

Esas sermaye sisteminde, alacaklıların alacak talepleri bakımından karşı karşıya kalabilecekleri riskler dikkate alınarak, özellikle anonim şirket esas sermayesinin temin edilmesi ve korunmasına yönelik, gerek şirket kuruluş aşamasında gerekse faaliyet aşamasında uygulanmak üzere çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Söz konusu bu düzenlemelerin ortaya çıktığı dönemde Anglo-Sakson ve Kıta Avrupası düzenlemeleri birbiri ile paralellik arz etmişse de ekonominin globalleşmesi ve rekabet koşullarının sertleşmesi, esas sermaye sistemi düzenlemelerinde özellikle ABD kaynaklı bir reform hareketini gündeme getirmiştir. ABD’de de ortaya çıkan bu dalga etkisini 2000’li yılların başında AB hukukunda da göstermeye başlamış ve yaklaşık 10 yıl sürecek bir tartışmanın kapıları açılmıştır. Esas sermaye sistemi düzenlemelerine,

³⁴⁵ Drygala, “Stammkapital”, 601; Mülbert/Birke, 695. Nitekim, bazı alacaklılar için şirket finansmanı ve ödeme gücü kabiliyeti hakkında ayrıntılı bilgi edinmenin maliyeti göz önünde bulundurulduğunda, yüksek oranda sermaye miktarının belirlenmesi ve ilanı alacaklılar nezdinde güven oluşturarak, esas sermayenin teminat işlevini de desteklemektedir. Bkz. Meyer, 43. Buna karşın konuya muhasebe yönünden bakanlar, kredi kurumları açısından bir şirketin ekonomik olarak sağlıklı olduğu sinyalini yüksek borçlanma kabiliyetiyle sağladığı dış sermaye oranının verdiğini ifade etmektedir. Bkz. Carsten Jungmann, “Solvenztest- versus Kapitalschutzregeln - Zwei Systeme im Spannungsfeld von Gläubigerschutz und Finanzierungsfreiheit Der Kapitalgesellschaft”, *Zeitschrift Für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR)* 35/5 (2006): 638-682, 675.

³⁴⁶ Horst Eidenmüller ve Andreas Engert, “Aufsätze- Die angemessene Höhe des Grundkapitals der Aktiengesellschaft”, *Die Aktiengesellschaft*, 50/4 (2005): 97-108, 101.

Kıta Avrupası Hukuk sistemlerinin -özellikle Almanya- muhafazakar yaklaşımının karşısında Anglo-Sakson hukuk sistemlerinin liberal yaklaşımı, şirketlerin yerleşim özgürlüğüne ilişkin bazı uyuşmazlıklara sebep olmuş ve ATAD tarafından bu uyuşmazlıklara yönelik verilen kararlar, özellikle AB üyesi ülkelerinde etkili olmuştur. Böylece esas sermaye sistemine yönelik düzenlemeler sorgulanır hale gelmiştir.

Çalışmamızın buraya kadar olan kısmında, söz konusu tartışmalara değinilmeden önce, esas sermaye sisteminin temel kavramları, bu kavramların ortaya çıkışı, esas sermaye sistemi ile korunan menfaat çevreleri ve konunun tarihsel gelişim süreci açıklanmıştır. Bundan sonraki bölümlerde esas sermaye sisteminin amacı, koruduğu menfaat çevreleri de dikkate alınarak ele alınacak, esas sermaye sistemi temel düzenlemeleri incelenecektir. Söz konusu inceleme yapılırken, esas sermaye sistemi düzenlemeleri şirket, pay sahipleri ve alacaklılar arasındaki menfaat dengesini kurmakta ne derece etkilidir? sorusuna da cevap aranacaktır.

İKİNCİ BÖLÜM

ESAS SERMAYE SİSTEMİ TEMEL DÜZENLEMELERİ VE SİSTEME İLİŞKİN İLERİ SÜRÜLEN GÖRÜŞLER

(AB ve Türk Hukuku Karşılaştırmalı)

Esas sermaye sistemi düzenlemelerinin kendisinden beklenen amaçlara verimli bir şekilde hizmet edip etmediğinin değerlendirilebilmesi için söz konusu düzenlemelerin neler olduğuna, kapsamına ve amaçlarına değinilmesi gerekmektedir. Daha önce belirttiğimiz üzere esas sermaye sistemine ilişkin tartışmaların önemli bir kısmı, Kıta Avrupası hukuk sistemi çerçevesinde ve AB ülkeleri kapsamında gündeme gelmiştir. Bununla birlikte 6102 sayılı TTK'nın esas sermaye sistemine yönelik hükümlerinin kaleme alınmasında da 77/91/EEC sayılı İkinci Konsey Yönergesinin etkili olduğu göz önüne alınarak, çalışmanın bu bölümünde esas sermaye sistemi temel düzenlemeleri, AB ve Türk Hukuku bakımından karşılaştırmalı olarak ele alınmıştır.

Buna göre bu bölümde öncelikle, esas sermaye sistemi düzenlemelerinin kapsamı ele alınacak, ardından esas sermaye sistemi temel düzenlemelerine AB ve Türk Hukuk bakımından karşılaştırmalı olarak ve normatif düzlemde değinilecek ve esas sermaye sistemine ilişkin görüşler AB hukuku çerçevesinde yürütülmüş olan tartışmalar esas alınarak değerlendirilecektir.

1. Esas Sermaye Sistemi Düzenlemelerinin Kapsamı

Esas sermaye sistemi düzenlemelerinin kapsamını, sınırlı sorumluluk ilkesi ve menfaat sahiplerinin korunması ihtiyacı belirlemiştir. Nitekim pay sahiplerinin sınırlandırılmış sorumluluğu ve bunun yanında yer alan kâr elde etme isteği, pay sahiplerinin şirketin faaliyeti esnasında riskli ve fakat alacaklılar zararına hareket etme ihtimalini arttırmaktadır. Böylece bahsedilen riskler göz önünde bulundurularak sermayenin fiilen tam oluşturulması ve pay sahiplerine geri ödenmemek üzere korunması üzerine yükselen bir kurallar bütünü olan esas sermaye sistemi ortaya çıkmıştır.

Esas sermaye sistemi düzenlemelerinin kapsamı, söz konusu düzenlemeler ile anonim şirket esas sermaye miktarının mı yoksa tüm malvarlığının mı korunduğu tartışması ile yakından ilişkilidir. Nitekim daha önce belirttiğimiz üzere, sermaye ile

malvarlığı ilişkisi bakımından ilkenin yorumlanmasında -her ne kadar yabancı hukuk doktrininde olmasa da- Türk hukukunda bir terminoloji tartışması mevcuttur³⁴⁷. Buna göre konuya ilişkin öğretide yapılan tartışmalara sermayenin iadesi başlığı altında ayrıca değinilecekse de, esas sermaye sisteminin kapsamına ilişkin bu tartışmalar sermayenin korunması ilkesinin dar ve geniş yorumlanması noktasında toplanmaktadır. Buna göre bir takım yazarlar sermayenin korunması ilkesi ile ortaklığın tüm malvarlığının korunduğunu savunurken, karşıt görüşte olan yazarlar ise belirli bir malvarlığının eş deyişle bağlı malvarlığının (esas sermaye ve zorunlu yedek akçeler) korunduğunu savunmaktadır.

Sermayenin korunması ilkesinin geniş yorumlanmasını savunan görüş uyarınca, esas sermaye sistemi düzenlemeleri ile alacaklıların ve diğer menfaat çevrelerinin verimli bir biçimde korunabilmesi için, ilkenin esas sermaye miktarının ötesinde bir anlamla yorumlanarak anonim şirketin tüm malvarlığının (serbestçe tasarruf edilebilecek malvarlığı değerleri/özkaynak dahil) korunması gerekmektedir³⁴⁸. Bu görüş, alacaklıların yegane başvuru kaynağının anonim şirket malvarlığı olduğunu göz önünde bulundurarak, alacaklılara aktarılan riskin telafi edilebilmesinin ancak geniş yorumla mümkün olabileceğini savunmaktadır³⁴⁹. Esas sermaye sisteminin bir parçası olarak sermayenin korunması ilkesini dar yorumlayan görüş uyarınca ise, ilke ile anonim şirket esas sermayesi ve dağıtılmasına izin verilmeyen bağlı malvarlığı korunmaktadır³⁵⁰.

Kanaatimizce, gerek kuralların konuluş amacı, gerekse anonim şirket tüzel kişiliğinin temel yapısı dikkate alındığında, ilkenin dar yorumlanması yerinde

³⁴⁷ Bkz. I. Bölüm, 2.3. başlığı altında yapılan açıklamalar.

³⁴⁸ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.467; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler*, C I, 127 vd; Tekinalp, “Sermayenin Korunması İlkesi”, 1689 vd.; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 277; Sevi, 73; Konuya ilişkin Alman Hukuku tartışmaları için ayrıca bkz. Bezzenberger, a.g.e, 202. Serbestçe tasarruf edilebilecek malvarlığı değerleri kavramına ilişkin olarak bkz. Eryiğit, 70, dn.147.

³⁴⁹ Türk Hukukunda da ağırlıklı olarak benzer bir kabul söz konusudur. Nitekim Tekinalp/Poroy/Çamoğlu tarafından, “*Türk sermaye ortaklıklarının büyük çoğunluğunun, tüzel kişinin kendi üyelerinden, tüzel kişiliği haiz ortaklıkların ortaklarından ayrı kişilikleri dolayısıyla kasaları olduğu anlayışına ve sermayenin korunması kuralına ters düşen yerleşik bir uygulaması olduğu*” belirtilmiştir. Dolayısıyla anonim şirket malvarlığının tamamının emredici hükümler vasıtasıyla korunması gerektiği düşüncesi hakimdir. Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.512b.

³⁵⁰ Sermayenin korunması ifadesinin sermayeyi aşan malvarlığının (serbest malvarlığının) korunması anlamına gelmediği yönünde ayrıca bkz. Toraman Çolgar, 11. Öğretide ilkenin terminolojik olarak sermayenin korunması şeklinde kullanılmasına rağmen geniş yorumlanmasına da rastlanmaktadır. Bkz. Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku*, 314; Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 80; Tekinalp, “Sermayenin Korunması İlkesi”, 1692.

olacaktır³⁵¹. Zira anonim şirket tüzel kişiliğinin varlığı ile sağlanmak istenen sosyal bir fayda bulunmaktadır³⁵². Pay sahiplerinin sermayelerinin toplanmasıyla meydana gelen anonim şirket tüzel kişiliği, ticari faaliyetleriyle toplumsal refaha katkı sağladığı gibi, pay sahiplerine de bir kâr beklentisi sunmaktadır. Dolayısıyla yalnızca pay sahiplerinin sınırlı sorumlu olması, anonim şirketin serbest malvarlığı da dahil olmak üzere malvarlığının tasarrufuna ilişkin tüm faaliyetlerinin emredici düzenlemeler eliyle kontrol altına alınması için yeterli bir sebep değildir. Ayrıca pay sahiplerinin ahlaki tehlike arz eden davranışlarının önüne geçilmesinin tek yolu emredici düzenlemelerin kapsamının genişletilmesi değildir. Esas olan söz konusu düzenlemelerin yargı yoluyla doğru yorumlanması ve bu tür davranışlardan kaçınılmasını sağlayacak bir içtihat yaratılabilmesidir. Aksi halde esnek olmayan bir rejimde teori ile uygulamanın paralellik arz etmediği bir sonuç ortaya çıkacaktır ki, bu durum hem yatırımcıların yatırım kararlarını olumsuz yönde etkileyecek, hem de pay sahiplerinin fırsatçı davranışlarını tetikleyecektir. Dolayısıyla esas sermaye sisteminde sermayenin korunması ilkesi, yorumlanırken düzenlemenin amacı ve korunmak istenen menfaatler göz önünde bulundurulmalıdır.

Esas sermaye sistemi düzenlemelerinin kapsamı, yoğunluğu ve katılığı hukuk sistemleri arasında öncelikli olarak korunması istenen menfaate göre farklılıklara sahiptir. Nitekim AB ve özellikle Alman şirketler hukuku düzenlemelerinde alacaklıların korunması amacı ağır basmakla birlikte, ABD hukukunda pay sahiplerinin ve şirketin menfaatleri ön plandadır³⁵³. Çalışmanın birinci bölümünde tarihsel süreçte ortaya çıkış sebepleri üzerinde durduğumuz esas sermaye sistemi uzun yıllar, özellikle Kıta Avrupası ülkelerinde adeta bir mihenk taşı vazifesi üstlenmiş ve bu hukuki düzenlemeleri ortak bir payda altında toplamak amacıyla AET tarafından 77/91 EEC sayılı İkinci Konsey Yönergesi ilan edilmiştir. 2006 yılında değiştirilen 77/91 nolu İkinci Şirketler Yönergesinin yerini 25 Ekim 2012 tarihinde 2012/30/EU sayılı yönerge almıştır. 2017 yılına kadar Avrupa Birliği ülkelerince uygulanmaya devam eden 2012/30/EU sayılı yönerge ise 30.06.2017 tarihinde (EU) 2017/1132 sayılı Yönerge ile yürürlükten kaldırılmıştır. 2017/1132 sayılı Yönerge ile altı farklı

³⁵¹ Bezzenberger, a.g.e., 1; Benzer yönde, Eryiğit, 94 vd.

³⁵² Armour vd., *The Anatomy of Corporate Law*, 22.

³⁵³ Miola, 420; Enriques/Macey, a.g.m, 1173; Kubler, “A Shifting Paradigm”, 219 vd.; Merkt, *Creditor Protection*, 1049.

yönerge kapsamında düzenlenen hususlar yeknesak bir düzenleme haline gelmiştir. İkinci Konsey Yönergesi ile öngörülen hükümlerin AB'ye üye ülkeler tarafından yönergede belirtilen şirketler kapsamında uygulanması zorunludur. Yönerge bakımından bu çoğunlukla halka açık şirketleri (Public Companies) kapsamaktadır³⁵⁴. Bununla birlikte üye devletlere, yerel hukuklarında daha katı düzenlemeler öngörebilmesi konusunda serbesti tanınmıştır. Özellikle Alman hukukunda yönergenin kapsamı genişletilerek halka açık olmayan şirketlere de uygulanmaktadır. İngiliz Hukukunda ise halka açık olmayan şirketler (Private Company) yönergenin kapsamı dışında tutulmuştur³⁵⁵. AB düzenlemeleri etkisini 6102 sayılı TTK bakımından da göstermiş, özellikle güvenli kuruluş ve sermayenin korunması konularında Türk kanun koyucusuna rehberlik etmiştir³⁵⁶. Türk Hukuku bakımından da esas sermaye sistemi düzenlemeleri, halka açık ve halka açık olmayan anonim şirketler ile limited şirketleri kapsamakla birlikte, çalışmamızda halka açık olmayan anonim şirketler açısından esas sermaye sistemi düzenlemeleri esas alınmıştır.

Esas sermaye sisteminin temelini oluşturan düzenlemeler özellikle Kıta Avrupası hukukuna dahil tüm ülke hukuklarında benzer şekilde düzenlenmiştir. Buna göre söz konusu düzenlemeler, sermayenin tedariki/oluşturulması ve sermayenin korunması olmak üzere iki temel başlık altında toplanmıştır.

Bu kapsamda çalışmamızın devamında her iki üst başlık bakımından özellikle esas sermaye sistemi tartışmalarında önem arz eden düzenlemeler üzerinde durulacaktır. Buna göre, sermayenin oluşturulması başlığı altında; asgari sermaye zorunluluğu, itibari değerden az bedelle veya itibari değerden yoksun pay çıkarılmasının yasak olması ve aynı sermayeye ilişkin sınırlamalara, sermayenin

³⁵⁴ Eddy O Wymeersch, "Reforming the Second Company Law Directive", *SSRN Journal SSRN Electronic Journal*, (2006): 2. J. Barneveld, "Legal Capital and Creditor Protection: Some Comparative Remarks", *The European Private Company (SPE) : A Critical Analysis of the EU Draft Statute*, 2009, 81-102, 82. Fleischer, "Legal Capital", 33 vd. Her ne kadar Yönergenin kapsamının halka açık olmayan şirketlere de uygulanacak şekilde genişletilmesi önerilerinde bulunulmuşsa da söz konusu dönemde AB üyesi olan İngiltere'nin etkisiyle bu öneriler karşılık bulamamıştır.

³⁵⁵ Türk öğretisinde İngiliz Hukuku şirket türlerinden private limited liability company çoğunlukla limited şirket olarak çevrilmekte ise de, şirket esasen halka açık olmayan sınırlı sorumlu şirketi ifade etmektedir. Nitekim İngiltere Şirketler Kanunu (Companies Act 2006) şirket türleri, halka açık ve halka açık olmayan, sınırlı ve sınırsız sorumlu şirket olarak sınıflandırılmıştır (CA sec 3-4).

³⁵⁶ Nitekim, TTK genel gerekçesinde Türkiye'nin, AB'nin üye ülkelerin ulusal hukuklarında çeşitli dallarda gerçekleştirdiği uyumlaştırma ile ortaya çıkan ortak hukuka ve dolayısıyla geleceğin hukukunun biçimlendirilmesine ilişkin çalışmalar ve reformlara uzak kaldığı, AB düzenlemelerinin Türkiye'de kısa ve orta vadede gerçekleştirilmesi öngörülen çalışmaların genel çerçevesini çizen yönlendirici bir nitelik taşıdığı belirtilmiştir. Bkz. TTK Genel Gerekçe, Başlık II.

korunmasına ilişkin düzenlemeler kapsamında ise; sermayenin iadesi yasağı, anonim şirketin kendi payını iktisap etmesi ve finansal yardım yasağı, kâr payı dağıtımının sınırlandırılması, şirkete karşı borçlanma yasağı, sermayenin azaltılması ve sorumluluk hükümleri düzenlemelerine yer verilecektir. Metodolojik olarak öncelikle esas sermayenin oluşturulması ve sermayenin korunması düzenlemelerinin amaçları üzerinde durulacak ve daha sonrasında AB ve Türk Hukuku mevzuatındaki görünümüleri normatif düzlemde ele alınacaktır. Söz konusu düzenlemelerin Türk Hukuku bakımından uygulamalarına ise çalışmamız ile bağlantılı olduğu ölçüde değinilecektir. Sermayenin oluşturulması ve sermayenin korunmasına ilişkin düzenlemelere yönelik yabancı öğretide yer görüşler ve eleştirilerin Türk Hukuku bakımından değerlendirilmesi ise ayrı bir başlık altında yapılacaktır.

2. Sermayenin Oluşturulmasına İlişkin Düzenlemeler: AB (2017/1132 Sayılı Yönerge) ve Türk Hukuku’ndaki Görünümleri (de lege lata)

2.1. Asgari Sermaye Zorunluluğu (Minimum Capital/Mindestkapital)

Tamamı pay sahipleri tarafından esas sözleşmede taahhüt edilen ve şirketin ticari faaliyetlerine başlayabilmesi için gereken asgari esas sermaye miktarı, bir çok ülke hukukunda kanun koyucu tarafından emredici hükümler ile belirlenmiş ve şirket kuruluşunun zorunlu unsurlarından biri haline gelmiştir.

Esas sermaye sisteminin temelinde öncelikli olarak alacaklıların korunması fikrinin yer alması sebebiyle asgari sermaye zorunluluğu, alacaklılara sunulan bir kolektif sorumluluk taahhüdü olarak nitelendirilmiştir³⁵⁷. Buna karşın yabancı doktrinde asgari esas sermaye zorunluluğunun esas sermaye sisteminin vazgeçilemez bir ögesi olmadığı, ayrıca bu zorunluluğun, sermayenin fiilen tedariki ve pay sahiplerine iadesinin yasaklanması prensipleri ile desteklenmesi gerektiği, aksi halde

³⁵⁷ Eidenmüller/Grunewald/Noack, a.g.m., 20. Asgari sermaye zorunluluğuna ilişkin ayrıca bkz. Ernst-August Baldamus, *Reform der Kapitalrichtlinie* (Köln; München: Heymann, 2002), 78.; Felix Steffek, *Gläubigerschutz in der Kapitalgesellschaft: ein ökonomisch-funktionaler Vergleich des Gläubigerschutzes in Krise und Insolvenz nach englischem und deutschem Kapitalgesellschafts- und Insolvenzrecht* (Tübingen: Mohr Siebeck, 2011), 9 vd. Armour, “Legal Capital”, 10; Bezzenberger, a.g.e., 30; Enriques/Macey, a.g.m., 1175; Mülberr/Birke, 701; Schön, “The Future of Legal Capital”, 436; Meyer, 37; Santella/Turrini, a.g.m., 436; Barta, 658; Koll-Möllenhoff, 65; Bauer, a.g.e., 133. Türk Hukukunda asgari sermaye zorunluluğu için bkz. Ayhan/Çağlar/Özdamar, 207; Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku*, 604; Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 80; Eryiğit, 37 vd; Çonkar, 12; Sevi, 84 ; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 268.

kağıt üzerinde kalan ve anlamı olmayan bir düzenlemeden ibaret olacağı vurgulanmıştır³⁵⁸.

Asgari esas sermaye zorunluluğuna ilişkin olarak bu miktarın alacaklıların korunmasına gerekli katkıyı sağlayıp sağlamadığı, şirketin finansmanı için yeterli olup olmadığı, piyasada mevcut şirket çeşitliliğine rağmen tek bir asgari sermaye miktarının uygulanabilirliği gibi konular, esas sermaye sisteminin sadeleştirilmesine ilişkin tartışmaların başında gelmektedir.

2.1.1. Asgari Sermaye Zorunluluğunun Amacı

Esas sözleşmede belirlenen bilanço rakamı olarak sermaye, anonim şirketin kuruluş aşamasında belirli görevleri yerine getirerek alacaklıları ve pay sahiplerini korumaya hizmet etmektedir. Buna göre kurucular tarafından taahhüt edilen sermaye tutarının amacı, alacaklıların korunması ve anonim şirketin faaliyete başlayabilmesini sağlamaktır. Bu sebeple asgari sermaye tutarı, alacaklıların şirket malvarlığı ile sınırlı olan talepleri için bir başlangıç teminatı ve sorumluluk taahhüdü vasfını üstlenmektedir³⁵⁹. Eş deyişle asgari sermaye zorunluluğuna ilişkin emredici hükümler ile en azından şirkete belirli miktarda sermayenin pay sahipleri tarafından getirilmesi ve bu başlangıç sermayesinin şirketin ticari faaliyete başlayabilmesi için yeterli miktarda olması amaçlanmaktadır.

Bununla birlikte asgari esas sermaye miktarı belirli bir ciddiyet eşiğini temsil etmektedir³⁶⁰. Asgari sermaye miktarı çok yüksek tutulursa işletme girişimleri engellenecek, asgari sermaye miktarı çok düşük tutulursa da alacaklılara yeterli bir koruma sağlanamayacaktır³⁶¹. Dolayısıyla asgari esas sermaye miktarı potansiyel girişimcileri engellemeyecek, fakat ciddiyetten yoksun veya hukuka aykırılık içeren girişimler için de bir eşik olacak nitelikte olmalıdır.

³⁵⁸ Eidenmüller/Grunewald/Noack, a.g.m., 20; Lutter, “Legal Capital”, 7; Çonkar, 12; Armour, “Legal Capital”, 10.

³⁵⁹ Eidenmüller/Grunewald/Noack, a.g.m., 19; Saldaña, 48; Henssler/Strohn, *AktG* §1, Rn. 10-12; Bauer, a.g.e., 134; Steffek, a.g.e., 11.

³⁶⁰ Asgari esas sermaye tutarı bir *quid pro quo* olarak, pay sahiplerinin sahip olduğu sınırlı sorumluluk ayrıcalığının bir bedeli (*Eintrittspreis*) olarak görülmektedir. Meyer, 37; Bauer, 138.

³⁶¹ Buna karşın asgari sermaye miktarı, çok küçük şirketler dışında alacaklılar için çok az koruma ve güvenlik sağlayabilmektedir. Büyük şirketler söz konusu olduğunda bu tür yasal miktarların anlamsız olduğu yönünde bkz. Bezenberger, a.g.e., 31.

Asgari sermaye zorunluluğu ile şirketin başlangıç aşamasında zarar etmesi engellenerek erken iflasın önlenmesi³⁶², ilk dönem borçlanmalar için bir tampon oluşturulması da amaçlanmakta ise de sabit tutarda (Fixed Legal Capital) bir miktarın bu amaçları gerçekleştirebilme olasılığına öğretilde şüpheyle yaklaşılmaktadır.

Asgari sermaye zorunluluğunun amacının ve verimliliğinin değerlendirilebilmesi için esas sermaye sisteminin bir bütün olarak ele alınması gerekmektedir. Zira daha önce de belirttiğimiz üzere asgari sermaye zorunluluğunun olmadığı bir sistem tasavvur edilebilmekte ise de; söz konusu zorunluluğun esas sermayeyi koruyan ve pay sahiplerine iade edilmesini engelleyen düzenlemeler ile desteklenmediği bir sistem için aynı şey söylenemeyecektir.

2.1.1.1. AB hukuku düzenlemesi

AB hukukunda asgari sermaye zorunluluğuna ilişkin ilk yeknesak düzenleme 77/91/EEC sayılı İkinci Konsey Yönergesinde yapılmış, söz konusu düzenleme 2012 yılında mevcut yönergeyi yenileyen 2012/30 sayılı yönergede de yer almış ve daha sonra 2017 yılında yenilenerek yürürlüğe giren 2017/1132 sayılı yönergede de mevcudiyetini korumuştur.

2017/1132 sayılı yönergenin “*Sermayenin Korunması ve Değiştirilmesi*” başlıklı dördüncü bölümünde düzenlenen asgari sermaye miktarı yönergenin 45. maddesi ile hüküm altına alınmıştır. Buna göre “*Bir şirketin kurulabilmesi ve faaliyete başlayabilmesi için üye devletlerin yasaları ile öngörülecek olan asgari sermaye miktarı 25.000 Euro’ dan az olamayacaktır*³⁶³”. Bununla birlikte üye devletler, yönerge ile belirtilen tutarın üzerinde sermaye tutarı belirlemek konusunda serbest bırakılmıştır. Nitekim Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu (Aktiengesetz-AktG) m.7 hükmü ile asgari sermaye miktarı 50.000 Euro olarak belirlenmiştir. Yürürlükteki İsviçre Borçlar Kanunu (Obligationenrecht-OR) m.621 hükmüne göre ise anonim şirket esas sermayesi en az 100.000 İsviçre Frangı tutarında olmalıdır³⁶⁴. İngiliz

³⁶² Esas sermayenin sinyal işlevi ile bağlantılı olarak, asgari sermaye miktarının azalması şirket yöneticileri bakımından borca batıklık hali için bir uyarı niteliği taşımaktadır. Henssler/Strohn, *AktG* § 1, Rn. 10-12.

³⁶³ Söz konusu miktar her beş yılda bir Avrupa Parlamentosu ve Konseyi tarafından, ekonomik ve mali eğilimler göz önüne alınarak gerekirse gözden geçirilecektir. Bkz. 2017/1132 sayılı Yönerge m.45.

³⁶⁴ İsviçre Borçlar Kanunu’nda değişiklik öngören 23 Kasım 2016 tarihli Tasarı (E-OR) Bildirisi’ndeki değişiklik önerisiyle, şirket faaliyetlerine göre yapılacak değerlendirme neticesinde şirket sermayesi yabancı bir para birimi üzerinden de belirlenebilmesini mümkün kılmaktadır. Ancak seçilen yabancı

Şirketler Kanunu m.763 hükmünde ise (Companies Act-CA) asgari sermaye zorunluluğu, yalnızca halka açık anonim ortaklıklar (Public Companies) için emredici olarak düzenlenmiş, buna göre halka açık bir şirketin minimum sermaye tutarı 50.000 pound veya bu miktara karşılık gelen Euro tutarı olarak belirlenmiştir³⁶⁵.

2.1.1.2. Türk hukuku düzenlemesi

Türk Hukuku bakımından 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununu m.332 hükmünde düzenleme altına alınmış olan asgari sermaye zorunluluğu, “*en az sermaye tutarı*” şeklinde başlıklandırılmış olup, söz konusu miktarın belirlenmesinde AB 77/91 EEC sayılı İkinci Konsey Yönergesi hükmü etkili olmuştur. TTK m.332 hükmüne göre “*Tamamı esas sözleşmede taahhüt edilmiş bulunan sermayeyi ifade eden esas sermaye 50.000 Türk Lirasından ve kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş bulunan halka açık olmayan anonim şirketlerde başlangıç sermayesi 100.000 Türk Lirasından aşağı olamayacaktır*”³⁶⁶. Şirketin sermayesi ile her payın itibari değeri bunların ödenmesinin şekil ve şartları ise TTK m.339/2-c bendi uyarınca esas sözleşmede yer alması zorunlu unsurlar arasında yer almaktadır. Bununla birlikte sermaye nakden taahhüt edilmişse, söz konusu payların itibari değerlerinin en az yüzde yirmi beşinin tescilden önce ödenmesi (TTK m.344/1), nakit dışı unsurların ise şirketin kuruluşu öncesinde şirkete getirilmesi gerekmektedir³⁶⁷.

6102 sayılı TTK’nın yürürlüğe girmesinden önce kurulan şirketler bakımından ise sermayelerini asgari tutarlara yükseltmek için son tarih, 6103 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanun³⁶⁸ m.20/1 hükmü ve Anonim ve Limited Şirketlerin Sermayelerini Yeni Asgari Tutarlara Yükseltmelerine ve Kuruluşu ve Esas Sözleşme Değişikliği İzne Tabi Anonim Şirketlerin Belirlenmesine İlişkin Tebliğ³⁶⁹ m.7 hükmü uyarınca 14.02.2014 şeklinde belirlenmiştir. Belirtilen

para biriminin 100.000 Frank tutarına karşılık gelmesi gerekmektedir. Bkz. Botschaft 2016, BBI 2017, s.430; Ayrıca bkz. Yüce, a.g.m., 58. İsviçre Şirketler Hukuku’na ilişkin revizyon 19 Haziran 2020 tarihinde parlamentoda kabul edilmiş olup, 13 Ekim 2020 tarihinde yayınlanmış ve 1 Ocak 2021 tarihi itibarıyla yürürlüğe girmiştir. Sermayenin yabancı para cinsinden belirlenebilmesi nOR. m.621/2 hükmünde düzenlenmiştir. Gericke vd., a.g.m, 324.

³⁶⁵ İngiliz hukukunda “private limited companies” olarak isimlendirilen halka açık olmayan şirketler bakımından zorunlu asgari sermaye tutarı öngörülmemiş olup, söz konusu şirketin halka açılması gündeme gelirse CA m. 90 vd. hükümleri ile belirtilen değişikliklerin yapılması gerekmektedir.

³⁶⁶ Söz konusu en az sermaye tutarı Cumhurbaşkanınca artırılabilir.

³⁶⁷ Ayhan/Çağlar/Özdamar, 220; Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku*, 604.

³⁶⁸ RG. 14.01.2011/27846.

³⁶⁹ RG. 15.11.2012/28468.

süre içinde sermayelerini yükseltmeyen şirket belirtilen sürenin sonunda infisah edilmiş sayılacaktır. Bununla birlikte, 6103 sayılı kanun ile asgari sermaye tutarlarının yükseltilmesi amacıyla yapılacak genel kurullarda toplantı nisabı aranmayarak, kararların toplantıda mevcut oyların çoğunluğu ile alınabileceği belirtilmiş ve söz konusu şirketlere kolaylık sağlanmıştır.

Türk Hukuku bakımından anonim şirketlerin zorunlu asgari sermayesini daha yüksek tutan özel kanunlar bulunmakla birlikte³⁷⁰, uygulamada özellikle büyük ölçekli şirketler tarafından zorunlu asgari sermaye miktarı çoğu kez aşılmaktadır. Bunun ötesinde, anonim şirkete pay sahipleri tarafından getirilen sermayenin amaçlarını gerçekleştirebilmesi için miktarından bağımsız olarak şirkete, fiilen ve hukuka uygun biçimde getirilmesi önem arz etmektedir. Alacaklıların korunmasının temel alındığı sistemin verimli bir şekilde işlemesi birbiriyle bağlantılı bu mekanizmaların iyi işlemesine bağlıdır.

³⁷⁰ Özel kanunlarla belirlenen en az sermaye tutarlarına örnek vermek gerekirse, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun kuruluş şartlarını düzenleyen 7. maddesi uyarınca Türkiye'de kurulacak bir bankanın en az 30 milyon TL sermayeye sahip olması gerekmektedir³⁷⁰. Bununla birlikte 19 Ağustos 2021 tarihinde BDDK tarafından "*Dijital Bankaların Faaliyet Esasları ile Servis Modeli Bankacılığı Hakkında Yönetmelik Taslağı*" ilgililerin görüşüne sunulmuş olup, taslağın 11. maddesi uyarınca dijital bankaların kuruluşu için gerekli olan asgari sermaye tutarı, nakden ve her türlü muvazaadan ari olarak ödenmiş olmak üzere, bir milyar Türk Lirası olarak belirlenmiştir.

Benzer şekilde sigorta şirketlerine yönelik olarak, SEDDK (Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurulu) tarafından yayınlanan "Sigorta Branşları için Öngörülen Minimum Sermaye Tutarlarına İlişkin Genelge (2021/24)" uyarınca, kuruluş işlemlerini tamamlayarak ruhsat talebinde bulunan sigorta şirketleri, sigorta kooperatifleri (kapalı mütevelliler hariç) ile reasürans şirketlerinin, ödenmiş sermayelerinin 36.576.000 TL'den az olmaması gerekmektedir. 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu³⁷⁰ m. 5/1.e hükmü uyarınca ise "*Tasarruf finansman şirketi dışındaki şirketlerin nakden ve her türlü muvazaadan ari olarak ödenmiş sermayesinin en az elli milyon Türk lirası olması, bu tutarın tasarruf finansman şirketleri için en az yüz milyon Türk lirası olması gerekmektedir.*" Ayrıca hükmün devamında, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu asgari ödenmiş sermaye tutarını artırmaya yetkili kılınmıştır.

Bununla birlikte TTK m.332 hükmünün uygulama istisnalarından bir diğeri ise SPK m.50-51 hükmü ile düzenlenmiş olan "Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığıdır". Nitekim SPK m.51 hükmü uyarınca, "*Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarında, 6102 sayılı Kanunun; anonim şirketlerde esas sermayeye, asgari sermaye miktarına, esas sözleşmenin asgari içeriğine, aynı sermaye taahhütlerine, nominal değere, ortaklığın kendi paylarını iktisap veya rehin olarak kabul etmesine, sermaye artırımı ve azaltımı usulüne, pay taahhüdü ve ödenmesine, pay devrine ilişkin kısıtlamalarına, kâr-zarar hesabı ve kârın dağıtımına, yedek akçelere ve tasfiyeye ilişkin hükümleri uygulanmaz.*"

2.2. İtibari Değerden Az Bedelle veya İtibari Değeri Olmayan Pay Senedi Çıkarılmasının Yasak Olması (Das Verbot der Unterpariemiission)

Esas sermayenin oluşturulmasında önem taşıyan bir diğer husus da itibari değerden aşağı bedelle pay senedi veya itibari değerden yoksun pay senedi çıkarılmamasına dair yasaktır.

İtibari değer, payların şirket esas sermayesine oranla değerinin ölçülmesini sağlamak amacıyla pay senetleri üzerinde yazılı olan değeri ifade etmekte olup, itibari değerlerin toplamı şirketin ödenmiş sermayesini oluşturmaktadır³⁷¹. Esas sermaye sistemi ile alacaklılar, pay sahipleri ve şirket tüzel kişiliğinin menfaatleri arasında bir denge kurulmaya çalışılmıştır. Bu menfaat üçgeninin yanında bazı hükümler ise eşit işlem ilkesi gereği şirket içi çıkar çatışmalarını dengelemeyi amaçlamaktadır³⁷². Şirketin kuruluşu veya sermaye artırımını esnasında itibari değerden aşağı bedelle pay senedi çıkarılamaması veya bazı hukuk sistemlerince benimsenen itibari değeri olmayan (Non par value shares, Nennwertlosen Aktie) pay senedi çıkarılamayacağına dair yasak da bu hükümlerden biridir³⁷³.

Söz konusu yasak kapsamında olan, gerçek itibari değeri olmayan paylarda, şirket tarafından ihraç edilen paylar üzerinde nominal bir değer yazmamaktadır. Gerçek olmayan itibari değersiz payların çıkarılmasında esas sözleşmede sermayenin kaç adet paya bölündüğünün yazılmasıyla yetinilmekte, fakat payın itibari değeri belirtilmemektedir³⁷⁴. Bu paylardan her biri, sermayenin eşit bir miktarını temsil etmektedir. Böylece payların itibari değeriyle esas sermaye arasındaki bağlantı koparılmakta, payların yalnızca piyasa değeri söz konusu olmaktadır. Dolayısıyla iki tür arasındaki fark kendini, gerçek itibari değeri olmayan payların şirketin mevcut

³⁷¹ Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 82; Ayhan/Çağlar/Özdamar, 341; İtibari değer, Alman hukuk literatüründe “*Nennbetrag*”, İngiliz ve ABD hukuk literatüründe “*par-value/par-stock*” olarak isimlendirilmiştir. Koll-Möllenhoff, 78; Meyer, 35; Henssler/Strohn, *AktG* §6 Rn. 13; Bezenberger, a.g.e., 33; Merkt, *US Gesellschaftrecht*, 270.

³⁷² Bkz. I. Bölüm, 6.2. başlığı altında yapılan açıklamalar.

³⁷³ Gerçek itibari değeri olmayan paylar çoğunlukla asgari esas sermaye zorunluluğunun da bulunmadığı hukuk sistemlerinde kabul edilmektedir.

³⁷⁴ İsviçre’de bu tür paylar için “*sessiz kalan pay senetleri*” ifadesi kullanılmıştır. Zira pay senedi itibari değer konusunda sessiz kalmakta, payın sermayeye oranı gösterilmekle birlikte itibari değeri ifade edilmemektedir. TTK genel gerekçe p. 63. Yine aynı şekilde söz konusu paylara atanan değer için “*sanal değer (virtueller Nennwert)*” ifadesi de kullanılmaktadır. Bkz. Meyer, 36.

malvarlığı değeriyle, gerçek olmayan itibari değersiz payların ise şirketin esas sermaye miktarıyla bağlantılı olması şeklinde göstermektedir³⁷⁵.

2.2.1. İtibari değerden az bedelle veya itibari değeri olmayan pay senedi çıkarılması yasağının amacı

Anonim şirket tarafından itibari değerinin altında bir bedelle pay çıkarılamamasına ilişkin yasağın temel amacı payların itibari değerleri toplamının şirket esas sermayesine karşılık gelmesi sebebiyle, ortaklık sermayesinin şirkete eksiksiz ve etkin bir biçimde getirilmesini sağlamaktır³⁷⁶. Böylece sermayenin esas sözleşmede belirtilen tutarda karşılığının bulunmaması ve sermayenin şişirilmesi ihtimallerinin önüne geçilmesi hedeflenmektedir³⁷⁷. İtibari değer ile sermayenin bu bağlantısı, sermaye ve dolayısıyla bağlı sermaye miktarının şirketin finansal büyüklüğü ile olan ilişkisinin tanımlanmasına katkıda bulunmaktadır³⁷⁸.

Yasağın esas sermaye artırımlarında da uygulanmasının temelinde ise pay sahipleri arasındaki eşitliğin korunması amacı yer almaktadır. Nitekim sermayenin artırılması sırasında mevcut pay sahiplerinin paylarının itibari değerinden daha düşük bir bedelle pay çıkarılması halinde, eski pay sahiplerinin paylarının sulandırılması (Stock watering/Unterpariemission) gündeme gelecektir³⁷⁹. Dolayısıyla bu yasak ile anonim şirketin yeni pay sahipleri lehine ve fakat mevcut pay sahiplerinin oy hakkı

³⁷⁵ Santella/Turrini, a.g.m., 446; Meyer, 36.

³⁷⁶ Yasağın hem şirket kuruluşunda hem de esas sermayenin artırılmasında uygulanması da söz konusu amaçla örtüşmektedir.

³⁷⁷ Umfaher, 85; Boyle/Birds, a.g.e., 207; Meyer, 35-36; Henssler/Strohn, *AktG* § 8, Rn. 2-3. Anonim şirket esas sermayesine dair bu şeffaflık, itibari değer bakımından bir seçme hakkının tanındığı sistemlerde de önem arz etmektedir. Nitekim Alman hukukunda şirketler itibari değerli veya parça pay seçiminden birini yapmak zorunda olup, söz konusu tercihin belirtilmesinin açıklık ve uygulanabilirlik için gerekli olduğu vurgulanmaktadır. Bkz. Hüffer/Koch, *Art.* § 8, p.4.

³⁷⁸ Bezenberger, bu bağlamın gösterge olabilmesi açısından gevşek olduğunu, zira şirketin yalnızca yeni hisseler çıkararak değil, kârlarını koruyarak da büyüyebileceğini ifade etmiştir. Böyle bir durumda anonim şirket sermayesi artırılmamakla birlikte, dağıtılabilir malvarlığı yaratılabilecektir. Keza mevcut pay senetlerinin değerlerinin artmasıyla da dağıtılabilir malvarlığı büyüyebilecektir. Bkz. Bezenberger, a.g.e., 35.

³⁷⁹ Buna karşın primli pay (agiolu paylar) çıkarılması halinde ise yeni pay sahipleri tarafından ödenen primin esas sermayeye değil yedek akçeye ayrılması halinde, yeni pay sahipleri kâr ve tasfiye payı açısından pay için ödedikleri bedel oranında hak sahipliği kazanamayacaklarından, agiolu payların da yeni pay sahipleri bakımından dezavantajlı bir durumu ortaya çıkardığını söylemek mümkündür. Bu ve benzer durumlarda pay sahiplerinin menfaatlerinin dengelemesi amacıyla farklı itibari değerde paylar çıkarılmasının gerekli olabileceği yönünde bkz. Aytuğar, *Anonim Şirketlerde Oy Hakkında İmtiyaz*, 102 dn. 312. Agiolu paylar sebebiyle itibari değer koruyucu işlevinin esaslı olmadığı yönünde bkz. Koll-Möllenhoff, 79. Mevcut pay sahiplerinin oy hakkının güç kaybetmesi ise “*oyun sulandırması* (vote dilution)” şeklinde isimlendirilmiştir. Bkz. Boyle/Birds, a.g.e., 195. İtibari değer düşüncesinin, pay sahiplerine pay senetlerinin satılmasında eşit davranılmasını sağlama etkisi gibi pratik ihtiyaçlardan dolayı gündeme geldiği konusunda bkz. Booth, 624.

vb. haklarını kullanması aleyhine olabilecek şekilde pay çıkarılmasının önüne geçilmesi de hedeflenmektedir³⁸⁰. Bununla birlikte itibari değerin pay sahipliği açısından diğer görevleri, sermaye borcunun miktarının kapsamını, kâr ve tasfiye payı dağıtımına katılma oranlarını ve en önemlisi pay sahiplerinin oy hakkını belirlemesidir³⁸¹.

2.2.2. AB Hukuku Düzenlemesi

Anonim şirkette payların gerek kuruluşta gerekse sermaye artırımını esnasında itibari değerinin altında veya itibari değeri olmayan şekilde çıkarılması konusunda da Kıta Avrupası ve Anglo-Sakson hukuk yaklaşımları farklılık arz etmektedir. Nitekim çoğunlukla emredici düzenleme altına alınan yasak, itibari değerin piyasa değeri ile örtüşmediği, karmaşıklık yarattığı ve alacaklıların korunmasında önemli bir rol üstlenmediği gerekçesiyle ABD'nin bazı eyaletleri başta olmak üzere Yeni Zelenda gibi bazı ülkelerde uygulanmamakta ve gerçek itibari değeri olmayan pay ihraç edilebilmektedir³⁸². Öte yandan, Kıta Avrupası ülkelerinde itibari değeri olmayan pay uygulaması yaygın olmamakla birlikte, Belçika başta olmak üzere İngiltere ve İtalya hukukunda bu paylara rastlanmaktadır³⁸³.

Bununla birlikte gerçek itibari değeri olmayan payların kabul edilmediği AB'ye üye ülke hukuklarında esnekleşme sağlayan bir diğer uygulama ise ara bir kurum olarak nitelendirilen “*yarı itibari değersiz pay*”, “*gerçek olmayan itibari değersiz*

³⁸⁰ Heinrich, 79; Miola, 455; Merkt, *US Gesellschaftsrecht*, 273; Umfahrer, 86. Sermaye artırımını sırasında mevcut pay sahiplerinin haklarını koruyucu bir diğer kurum ise rüçhan hakkıdır (pre-emption right). Rüçhan hakkı TTK m. 461 hükmü ile düzenlenmiş olup, pay sahibinin yeni pay alma hakkının belirlenmesinde itibari değerin esas alınacaktır. Yine pay alma hakkını güçlendirmek amacıyla rüçhan hakkının kullanımının kaldırılmasına ve sınırlandırılmasına istisnaen gidilebilmektedir. Rüçhan hakkına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Şükrü Yıldız, “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununda Rüçhan Hakkı Konusunda Getirilen Değişiklikler”, *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununu Beklerken Sempozyumu, MÜHFHAD Özel Sayı*, 18/2, (2012).

³⁸¹ Örneğin TTK m. 434/1 hükmü uyarınca pay sahiplerini oy haklarını genel kurulda, paylarının toplam itibari değeriyle orantılı olarak kullanmaktadır.

³⁸² İtibari değeri olmayan paylar ABD'de ilk olarak 1912 yılında New York Eyaletinde kabul edilmiştir. Ancak yine de Delaware ve New York Eyaletlerinin şirketler hukuku düzenlemelerinde itibari değerli paylar varlığını sürdürmekte; şirketin kuruluş belgelerinde veya yönetim kurulu tarafından verilecek ihraç kararlarında belirtilmek şartıyla şirkete itibari değeri olmayan pay çıkarılması bakımından pay senetlerinin ihraçı sırasında tercih hakkı tanınmaktadır. Bkz. Delaware Genel Şirketler Kanunu (DGCL), 8, § 151; New York Ticari Şirketler Kanunu (BSC), sec.501.

³⁸³ TTK genel gerekçe p. 62. Ayrıca bkz. Derek French, Stephen W. Mayson, ve Christopher Ryan, *Mayson, French & Ryan on Company Law: 2012-2013 Edition* (Oxford, Oxford University Press, 2012), 173.

pay” veya doktrinde “*parça pay (Stückaktie)*” olarak isimlendirilen paylardır. Söz konusu paylar, başta Almanya üzere Fransa bazı ülke hukuklarında kabul edilmiştir³⁸⁴.

Söz konusu yasak AB İkinci Konsey Yönergesi (2017/1132) 47. madde hükmünde düzenlenmiş olup, hükme göre hisse senetleri, itibari değerin altında bir değerle veya itibari değersiz olarak çıkarılamayacaktır. Yine benzer bir düzenleme Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu (Aktiengesetz-AktG) m.8 hükmü ile yapılmış olup yönerge düzenlemesinden farklı olarak “*Stückaktie*” olarak isimlendirilen parça paylar kabul edilmiştir (Alm. POK §8/3). İsviçre Borçlar Kanunu (Obligationenrecht-OR) m.624 hükmünde de pay senetlerinin ancak itibari değerinde veya üzerinde çıkarılabileceği belirtilmiştir. İngiliz Şirketler Kanunu (Companies Act-CA) m.542 hükmünde de payların sabit bir itibari değeri olması gerektiği aksi halde payların geçersiz sayılacağı belirtilmiştir.

2.2.3. Türk Hukuku Düzenlemesi

İtibari değeri olmayan veya itibari değerden düşük pay çıkarılmasına ilişkin yasak Türk hukukunda da AB ülkelerine benzer şekilde düzenleme altına alınmıştır. TTK m.476 hükmü uyarınca “*Anonim şirketin itibari değeri olmayan pay çıkarması mümkün olmayıp payın itibari değeri en az 1 kuruş olmak zorundadır*”³⁸⁵. Bununla birlikte TTK m.347 hükmü ile itibari değerin altında bir bedelle pay çıkarılması da

³⁸⁴ Almanya’da söz konusu paylar “*Stückaktie (anteiliger Betrag)*” olarak adlandırılmakla birlikte 1998 yılında Stückaktiengesetz ile Alman Şirketler Hukuku sistemine, Fransız Hukuku’na ise yine 1998 yılında “*coupures d’action*” ismiyle dahil edilmiştir. Alm Pok §8 (3) hükmü uyarınca Parça payların itibari değerleri olmamakla birlikte, parça paylar esas sermayeye eşit tutarlarla katılmaktadırlar. Fakat parça paylara, ortaklığın sermayesine katılmada isabet eden tutar 1 Euro’dan az olamayacaktır. Bkz. Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.780a; Schäfer, *Gesellschaftsrecht*, 320; Bezenberger, a.g.e, 33.

³⁸⁵ Bununla birlikte, bir anonim ortalıkta farklı itibari değere sahip paylar çıkartılabilecektir.

yasaklanmıştır³⁸⁶. Payların itibari değerinden yüksek bir bedelle çıkarılabilmeleri için (agiolu paylar) esas sözleşmede hüküm veya genel kurul kararı gerekmektedir³⁸⁷.

Payların itibari değerden aşağı bir bedelle ihraç edilmesi halinde ise bazı yaptırımlar söz konusu olmaktadır. Buna göre, yasağa aykırılığın ilk sonucu, sicil memurunun şirketin kuruluşunun veya sermaye artırımının tescilini reddetmesidir. Bu aykırılık tespit edilememiş ve şirket tescil olmuşsa TTK m.353 hükmü uyarınca fesih davası açılabilir. Yine TTK m. 445 hükmü uyarınca genel kurul kararının iptaline gidilebileceği gibi, TTK m.447/c hükmü uyarınca butlanı yoluna da gidilebilecektir. Ancak fesih davasına süreye bağlı olması sebebiyle fesih yoluna gidilememesi veya iptal ve butlan hükümlerinin herhangi bir sebeple uygulanamaması halinde, öğreti ve içtihat yolu açık olmak üzere TTK m.551 hükmü uyarınca ilgililerin sorumluluğuna da gidilebilecektir (TTK m.347 hüküm gerekçesi).

2.3. Ayni Sermaye Olabilecek Unsurlar ve Değerlerinin Bilirkişi Tarafından Tespit Edilmesi

Esas sermaye sisteminin temel sütunlarından biri olan sermayenin oluşturulması/tedariki (Kapitalaufbringung) ilkesi gereğince, sermayenin pay sahipleri tarafından şirkete fiilen ve hukuku uygun biçimde getirilmesi gerekmektedir. Şirketin kuruluşu veya esas sermayenin artırılması esnasında kurucular veya pay sahipleri şirkete nakit sermaye taahhüdünde bulunabileceği gibi, nakdi olmayan eş deyişle aynı nitelikte sermaye taahhüdünde de bulunabileceklerdir.

³⁸⁶ Bu durumun Türk Hukuku bakımından istisnası borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklarda görülmektedir. SPK m. 12/2 hükmü uyarınca Kurul borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıkların paylarının piyasa fiyatı veya defter değerinin nominal değerinin altında olması durumunda, payların nominal değerinin altında bir fiyatla ihraç edilmesine izin verebilecektir. Düzenleme VII-128.1 Pay Tebliği ile yapılmıştır. Tebliğin nominal değerinin altında pay ihracı yoluyla sermaye artırımı başlıklı 18. maddesi ile payları borsada işlem görmeyen anonim ortaklıklar için nominal değerinin altında pay çıkarılamayacağına ilişkin yasak tekrarlanmıştır. Payları borsada işlem gören anonim ortaklıklar bakımından ise istisna “*Payları borsada işlem gören halka açık ortaklıklar, sermaye artırımı kararının kamuya açıklanma tarihinden önceki otuz gün içinde paylarının borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatlarının ortalamasının nominal değerinin altında olması durumunda, yapacakları sermaye artırımında paylarını nominal değerinin altında bir fiyattan ihraç edebilir.*” şeklinde belirtilmiştir. Söz konusu düzenlemenin eleştirisi için bkz. Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.777b. Öte yandan söz konusu yasak anonim şirkete yönelik olup, pay sahiplerinin mevcut paylarını itibari değerinin altında satabilmesine bir engel bulunmamaktadır.

³⁸⁷ TTK m.476 hükmü uyarınca payın itibari değeri en az bir kuruştur. Bu değer ancak birer kuruş ve katları olarak yükseltilebilecek ve anılan itibari değer Cumhurbaşkanınca yüz katına kadar artırılabilir.

Aynı sermaye kavramı, nakdi sermaye dışında kalan, nakdi olmayan sermayeyi ifade etmektedir³⁸⁸. Özellikle Kıta Avrupası hukukunda anonim şirkete aynı değerlerin taahhüt edilmesi nakit değerlere oranla alacaklılar ve pay sahipleri için daha riskli olarak değerlendirilmiş gerek AB düzenlemeleri gerekse üye ülkelerin yerel hukuklarında aynı sermaye olabilecek değerler ve değerlendirme prosedürü sermayenin korunması ilkesi gözetilerek son derece tedbirli bir biçimde düzenlenmiştir³⁸⁹.

2.3.1. Aynı Sermaye Hükümlerinin Amacı

Anonim şirkete getirilebilecek aynı sermaye unsurlarının özel olarak düzenlenmesi ihtiyacı, sermaye unsurlarının hukuku uygun olarak getirilmesi gerekliliğinden kaynaklanmaktadır³⁹⁰. Buna göre anonim şirket esas sermayesinin nakit olarak ifade edilebilir ve belirli olması gerekmektedir. Aksi halde esas sermayenin güvence (teminat) işlevini verimli bir şekilde yerine getirmesi mümkün değildir. Aynı sermaye hükümleri, sermaye olabilecek unsurlara ilişkin kurallar ve değerlendirme prosedürünü belirleyen kurallar olmak üzere iki ana gruba ayrılabilir³⁹¹.

Anonim şirkete aynı sermaye olarak getirilebilecek malvarlığı unsurlarının kısıtlanması bazı kalemlere değer biçilmesinde oluşabilecek risklere ve zorluklara dayandırılmaktadır. Nitekim, anonim şirket tüzel kişiliğinin alacaklılarına karşı yalnızca malvarlığı ile sorumlu olması ve pay sahiplerinin şahsi sorumluluğuna gidilememesi sebebiyle, şirket malvarlığının usulüne uygun bir şekilde tesis edilmesi, alacaklılar ve pay sahiplerinin menfaatlerinin korunabilmesi için önem arz etmektedir.

³⁸⁸ Anonim ortaklıkta aynı sermaye kavramı yerine “nakit dışı sermaye” kavramının kullanılmasına ilişkin görüşler için bkz. Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 350; Çonkar, 32 vd; Hayrettin Çağlar, “Anonim Şirketlerde Aynı Sermayeye Değer Biçilmesi”, *BATIDER*, 26/2, (2010): 35-53, 37.

Aynı sermaye kavramı 2017/1132 sayılı Yönerge m. 49, daha önceki 2012/30 sayılı ve 77/91 sayılı yönergeler 7. ve 10. maddelerinde de “*nakdi olmayan sermaye (consideration other than cash)*” olarak benimsenmiştir. AlmPOK m. 27/1 uyarınca ise aynı sermaye “*sacheinlage*” terimiyle ve “payların ihraç bedelinin ödeme suretiyle ifa edilmediği sermaye” şeklinde ifade edilmiştir. İngiliz Şirketler Kanunu (CA) m.593’te ise “*nakdi olmayan sermaye (non-cash consideration)*” kavramı kullanılmaktadır.

³⁸⁹ Çonkar, 24.

³⁹⁰ Mehmet Özdamar, “6102 Sayılı TTK Hükümleri Çerçevesinde Anonim Şirketlere Aynı Sermaye Konulmasına İlişkin Çeşitli Sorunlar”, *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi* 1 (2015): 143-156, 143. Pentz/Priester/Schwanna, 51.

³⁹¹ Anonim şirkete aynı sermaye olarak getirilebilecek malvarlığı unsurlarının kısıtlanması kapsamında emek ve hizmet edimlerinin aynı sermaye olarak şirkete getirilmesinin yasak olması yaygın bir düzenlemedir. Bu yasağın temeli genel olarak bu kalemlere değer biçilmesinde oluşabilecek risklere ve zorluklara dayandırılmaktadır. Ancak söz konusu yasak, esas sermaye sistemi reform çalışmalarında önemli eleştirilere maruz kalmış olup, söz konusu tartışmalar için bkz. II. Bölüm, 5.3. başlığı altında yapılan açıklamalar.

Bu sebeple söz konusu hükümlerle, anonim şirkete getirilmesi taahhüt edilen değerlerin aynı sermayeye elverişli olması sağlanmaktadır.

Pay sahipleri tarafından şirkete taahhüt edilen aynı sermaye unsurlarının değerlemesinin, bağımsız bir uzman (bilirkişi) eliyle yapılmasında ise amaç, şirket kurucularının taahhüt ettikleri aynı sermaye unsurlarını mevcut değerlerinden yüksek ve farklı bir değerle göstermelerini engelleyerek, alacaklıları ve sermaye artırımında eski pay sahiplerini korumaktır. Dolayısıyla aynı sermayeye ilişkin hükümlerle, alacaklıların ve pay sahiplerinin hileli kuruluşlara karşı korunması ve pay sahipleri arasında eşitliğin sağlanması amaçlanmaktadır³⁹².

2.3.2. AB Hukuku Düzenlemesi

AB 2017/1132 sayılı Yönerge hükümleri anonim şirkete nakit dışı sermaye getirilmesine cevaz vermekle birlikte, m.46 hükmü uyarınca hizmet edimlerinin ve emeğin aynı sermaye olarak taahhüdü yasaklanarak aynı sermaye olarak getirilebilecek değerlerin kapsamı daraltılmıştır. Bununla birlikte m.49 vd. hükümleri ile aynı sermayeye değer biçilmesinin bağımsız bir veya daha fazla eksper tarafından yapılacağı söz konusu eksperlerin ise gerçek ve tüzel kişi olabileceği belirtilmiştir.

AB esas sermaye sisteminin ılımlaştırılmasına yönelik çalışmalarda aynı sermaye konusu, özellikle aynı sermaye olabilecek değerler, aynı sermaye değerlendirme prosedürünün faydaları ve maliyetleri açısından ele alınmıştır³⁹³. Aynı sermaye değerlemesine yönelik eleştiriler genel olarak, kuruluş safhasındaki şirketler bakımından değerlendirme maliyetlerinin yük oluşturduğu yönünde olup, bu kapsamda Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu ve SLIM raporlarında aynı sermaye değerlemesine yönelik önerilerde bulunulmuştur. Söz konusu önerilere olumlu bakılmış ve 2006 ile 2009 yıllarında İkinci Konsey Yönergesinde değişikliğe gidilmiştir³⁹⁴.

Buna göre 2006/68/AB sayılı yönerge ile 77/91 sayılı İkinci Konsey Yönergesine m.10a ve m.10b hükümleri eklenmiş ve anonim şirketin kuruluşu veya sermaye artırımı sırasında bir takım şartların varlığı halinde bazı aynı sermaye

³⁹² Pentz/Priester/Schwanna, 51; Umfahrer, 95; Hüffer/Koch, *AktG* § 27 Rn. 1-2; Wymeersch, 8.

³⁹³ Bkz. Rickford Grubu Raporu, 934 vd.; Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu, 83 vd.; SLIM Raporu, 4 vd.

³⁹⁴ Ayrıca bkz. Çağlar, “Anonim Şirketlerde Aynı Sermayeye Değer Biçilmesi”, 44 vd.; Çonkar, 27.

değerlerinin eksper tarafından değerlemesi prosedürüne istisnalar getirilmiştir. Söz konusu düzenlemeler 2012/30 sayılı düzenlemeye 11. madde olarak dahil olmuş ve daha sonra yürürlüğe giren 2017/1132 sayılı yönergenin 50. maddesi ile de varlığını korumuştur. Buna göre:

- Üye devletlerin yönetim organının kararı üzerine 2014/65/EU sayılı Yönerge m.4/1/b.44 anlamında menkul kıymet niteliğine sahip ayınlar³⁹⁵ veya m.4/1/b.17 anlamındaki para piyasası araçlarının aynı sermaye olarak taahhüt edilmesi durumunda bu kıymetler üye devletin hukuki düzenlemeleri ile belirlenecek yeterli bir zaman periyodu içinde olmak üzere, m.4/1/21 ile tanımlanan piyasalardaki ağırlıklı ortalama fiyatı üzerinden değerlendirilebilecektir (m. 50/1).

- Birinci fıkrada belirtilen menkul kıymet niteliğine sahip ayınlar ve para piyasası dışında kalan diğer aynı katkılara, getirildiği tarihten geriye 6 aydan önce olmamak kaydıyla üye devletin ilgili aynı katkıya uygun değerlendirme ilkelerine göre değer biçilmiş ise bu değer kabul edilebilecektir (m.50/2).

- Son olarak birinci fıkrada belirtilen menkul kıymet niteliğine sahip ayınlar ve para piyasası araçları dışında kalan diğer aynı katkıların bir önceki yıla ait ve denetlenmiş bilançoda yer alan değerleri kabul edilebilecektir (m.50/3).

Bununla birlikte, 77/91 EEC sayılı yönergede 2009/109/AB ile yapılan ve 2017/1132 m.50/5 ile de korunan değişiklik ile üye ülkeler, şirketlerin birleşme ve bölünme hallerinde bir veya daha fazla bağımsız uzman (bilirkişi) tarafından hazırlanmış rapor olması halinde aynı sermaye değerlemesinin uygulanmayacağına karar verebilecektir.

AB yönergelerinde yapılan değişikliklerle aynı sermaye değerlendirme prosedürünün bazı durumlarda masraflı oluşuna yönelik eleştirilerin önüne geçilmişse de değerlemenin bağımsız uzmanlar tarafından yapılması sebebiyle ortaya çıkan değerlendirme çeşitliliği ve bilhassa teknoloji ve hizmet odaklı genç şirketler bakımından hizmet edimlerinin aynı sermaye olarak yeterliliğinin kabul edilmemesine yönelik eleştiriler güncelliğini korumaktadır.

³⁹⁵ Çağlar, “Anonim Şirketlerde Aynı Sermayeye Değer Biçilmesi”, 44.

AB İkinci Konsey Yönergesinde değişikliğe gidilmesi sonucunda bazı üye devletler de yerel hukuklarında değişikliğe gitmiştir. Nitekim 2009 yılında uyum kanunu (ARUG) ile Almanya Paylı Ortaklıklar Kanununda (Alm. POK) değişiklik yapılarak §33a hükmüyle aynı sermaye değerlemesinden vazgeçilebilecek haller düzenlenmiştir. Hükme göre, *“Sermaye olarak getirilmesinden önceki 3 ay bir veya birden fazla piyasada işlem görmüş ve ağırlıklı ortalama fiyatı tespit edilebilen menkul kıymet ve para piyasası araçları söz konusu olduğunda yeniden değer biçilmesinden imtina edilebilecektir. Bununla birlikte menkul kıymet ve para piyasası araçları dışında kalan malvarlığı değerlerine şirkete getirilmesinden en çok altı ay önce bağımsız, deneyimli ve bilgili bir uzman tarafından değer biçilmiş ise, yine aynı sermaye değerlemesinden bu malvarlığı değerleri bakımından vazgeçilebilecektir”*. Ayrıca Alman hukukunda kanun koyucu, aynı sermaye değerlemesinden vazgeçilebilecek hallerin kötüye kullanılması ihtimaline binaen bazı durumlarda söz konusu istisnaların uygulanmasının önüne geçmiştir³⁹⁶ (AlmPOK § 33a/2).

İngiliz Hukuku çevrelerince ağır eleştiri altında kalan aynı sermaye değerlemesi prosedürü İngiliz Hukukunda, AB yönergesi sebebiyle halka açık şirketler için zorunlu tutulmakla birlikte, halka açık olmayan (Private Companies) şirketler bakımından benzer bir düzenleme öngörülmemiştir³⁹⁷.

2.3.3. Türk Hukuku Düzenlemesi

Türk hukukunda da aynı sermaye konusu, Kıta Avrupası kökenli bakış açısının bir yansıması olarak güvenli kuruluş ve sermayenin korunması ilkesi çerçevesinde düzenlenmiştir. Buna göre TTK m.127 hükmü ile genel olarak ticaret şirketlerine getirilebilecek sermaye unsurları belirtilmiş, anonim şirketler bakımından aynı sermaye olarak konulabilecek malvarlığı unsurları ise TTK m.342 hükmü ile daraltılmıştır³⁹⁸. Hükme göre, *“Üzerlerinde sınırlı aynı bir hak, haciz ve tedbir bulunmayan, nakden değerlendirilebilen ve devrolunabilen, fıkri mülkiyet hakları ile*

³⁹⁶ Aynı sermaye değerlemesinin Alman Hukukundaki etkilerine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Çağlar, “Anonim Şirketlerde Aynı Sermayeye Değer Biçilmesi”, 46 vd.

³⁹⁷ Öte yandan Brexit’in muhasebe düzenlemeleri üzerindeki etkisinin önemli olabileceği ve ayrıca Birleşik Krallık ile iş yapan şirketlerin özellikle piyasa değeri belirli olmayan varlıkları için risk değerlendirmesinin değişebileceğine yönelik olarak bkz. Böckli vd., “The Consequences of Brexit”, 25.

³⁹⁸ Kendigelen/Kırca, 186. Aynı sermayenin taahhüt edilmesi sonrasında, taşınmazların tapuya şerh edilmesi ve özel sicile kaydedilen varlıkların kaydedilmesi gerekmektedir. Aksi halde taahhüt edilen varlıkların aynı sermaye olarak kabul edilmeyeceğine ilişkin olarak bkz. Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 354.

sanal ortamlar da dâhil, malvarlığı unsurları aynı sermaye olarak konulabilecektir”. Buna karşın hizmet edimleri, kişisel emek, ticari itibar ve vadesi gelmemiş alacakların sermaye olarak anonim şirkete getirilmesi yasaklanmıştır³⁹⁹. Hükümün gerekçesinde söz konusu kısıtlamaya ilişkin olarak, *“üzerinde sınırlı aynı bir hak, haciz veya tedbir bulunan, nakden takdir ve devrolunamayan ayınlara anonim şirkete sermaye olarak konulmasının, sermayenin korunması ilkesi ile bağdaşmadığı”* ifade edilmiştir. Dolayısıyla Türk hukuk doktrinde ağırlıklı olarak ifade edildiği üzere, anonim şirketlere ancak malvarlığı değeri olan, nakden değerlendirilebilen, devredilebilen ve üzerinde sınırlı bir aynı hak, haciz veya tedbir bulunmayan malvarlığı unsurları aynı sermaye olarak getirilebilecektir⁴⁰⁰.

Anonim şirkete sermaye olarak getirilen ayınlara değer biçilmesi ise TTK m.343 hükmünde düzenlenmiş ve hüküm gerekçesinde söz konusu uygulamanın sağladığı güvenlik sebebiyle 6102 sayılı TTK ile de sürdürüldüğü ve sermayenin korunması ilkesinin gereğinin yerine getirildiği belirtilmiştir⁴⁰¹. Hükme göre *“Konulan aynı sermaye ile kuruluş sırasında devralınacak işletmelere ve ayınlara, şirket merkezinin bulunacağı yerdeki asliye ticaret mahkemesince atanan bilirkişilerce değer biçilecek, değerlendirme raporunda, uygulanan değerlendirme yönteminin somut olayın özellikleri bakımından herkes için en adil ve uygun seçim olduğu; sermaye olarak konulan alacakların gerçekliği, geçerliği ve 342 nci maddeye uygunluğunun belirlendiği, tahsil edilebilirlikleri ile tam değerleri; aynı olarak konulan her varlık karşılığında tahsis*

³⁹⁹ Kişisel emek, hizmet edimleri ve vadesi gelmemiş alacakların sermaye olarak anonim şirkete getirilmesinin yasaklanmış olmasına yönelik eleştirilere ilerleyen başlıklarda değinilecektir.

⁴⁰⁰ 6102 sayılı kanun ile değişikliğe uğrayan TTK m.342 hükmü, eTK’ya nazaran aynı sermaye yeterliliği bakımından çok sıkı şekil şartlarına bağlı olması sebebiyle çeşitli yazarlarca eleştirilmektedir. Bkz. Çonkar, 38 vd. Bununla birlikte, anonim şirket özelinde sermaye taahhüdünün mahiyetinin düzenlenmiş olduğu eTK m.285/2 hükmünde *“sermaye olarak paradan başka iktisadi değer veya menkul”* ifadesinin çerçevesi doktrin yaklaşımlarıyla daraltılmış, anonim şirket pay sahiplerinin sermayeleri ile sınırlı olarak sorumlu olması sebebiyle ancak bilançoda aktif olarak görülebilen, nakden değerlendirilebilen ve devredilebilir hak ve malların aynı sermaye yeterliliğini haiz olduğu ifade edilmiş nitekim söz konusu yaklaşım 6102 sayılı TTK hükmüne de yansımıştır. Bkz. Arslanlı, *Anonim Şirketler Umumi Hükümler I*, 32; Çonkar, 36. Nakit dışı sermayenin şirketlerin amaç ve konusuna uygun olan malvarlığı değeri olması gerektiği yönünde bkz. Özdamar, “Aynı Sermaye Konulmasına İlişkin Çeşitli Sorunlar”, 145. Buna karşın, aynı sermayenin parasal değerinin önem taşıdığı, şirketin işletme amacıyla uyumlu olmasının gerekmediği yönünde bkz. Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 350.

⁴⁰¹ TTK m.343 gerekçesinde ifade edildiği üzere, anonim şirketin kuruluşu sırasında devralınacak işletme ve ayınlara, mahkeme tarafından atanan bilirkişilerce değer biçilmesi ile sermayenin korunması ilkesinin gereğinin yerine getirilmesi amaçlanmaktadır. TTK açısından aynı sermaye değerlemesi sistemine istisna tanınmaması ise işlem güvenliğinin sürdürülebilir olması gerekliliği ile ilişkilendirilmiştir. Bkz. TTK m.343 hüküm gerekçesi.

edilmesi gereken pay miktarı ile Türk Lirası karşılığı, tatmin edici gerekçelerle ve hesap verme ilkesinin icaplarına göre açıklanacaktır” (TTK m.343).

Bununla birlikte, alacak hakkının anonim şirkete sermaye olarak konulması halinde uygulamada bazı sıkıntılar meydana gelmiş ve TB tarafından bir genelge çıkartılarak⁴⁰² , “*Ortağın şirketten olan alacağını, ortağı olduğu şirketin sermaye artırımında aynı sermaye olarak koyması durumunda alacağın varlığının tespitinde, Kanunun 343 üncü maddesi uyarınca şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesince atanan bilirkişilerce hazırlanacak rapor ibraz edilebileceği gibi, yeminli mali müşavir veya serbest muhasebeci mali müşavir raporu ya da denetime tabi şirketlerde denetçinin bu tespitlere ilişkin raporunun da ibraz edilebileceği*” belirtilmiştir⁴⁰³.

TTK’nın sermayenin korunması ve güvenli kuruluş temelleri üzerinde inşa edilen aynı sermaye hükümleri ihdas edilirken, AB hukuku bakımından gündeme gelen esnekleştirme hareketinin ise bilinçli olarak düzenleme dışında bırakıldığı TTK m.343 hüküm gerekçesinden anlaşılmaktadır. Nitekim hükmün gerekçesinde, “*Genel Gerekçenin 093. Numarasında yer alan raporda, bazı hallerde aynı sermaye konulmasında bilirkişi değerlemesinden vazgeçilebileceğine ilişkin görüşler henüz güvenilir bir sistemi işaret edememiştir*” şeklinde söz konusu kaçınma hali gerekçelendirilmiştir.

Aynı sermayeye ilişkin olarak TTK’da yer alan bir diğer düzenleme ise kuruluşun tamamlanmasından sonra şirket malvarlığına dahil edilen işletme ve aylara ilişkindir. TTK m.356 hükmü ile kuruluş aşamasında öngörülen prosedürden ve sorumluluktan kaçınmak amacı ile şirket malvarlığına dâhil edilmek istenen işletme ya da aylar için benzer bir prosedür öngörülmüştür. Hüküm ile kuruluş prosedürünün dolanılmasının önüne geçilmesi amaçlanmaktadır⁴⁰⁴. Hüküm uyarınca “*Şirketin tescilinden itibaren iki yıl içinde bir işletme veya ayın, sermayenin onda birini aşan*

⁴⁰² Alacak hakkının mahkemeler tarafından atanacak bilirkişiler eliyle değer tespitine ilişkin sorunlar ve sürece ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Özdamar, “Anonim Şirketlere Aynı Sermaye Konulmasına İlişkin Çeşitli Sorunlar”, 150 vd. ; Çonkar, 153.

⁴⁰³ Bu genelge ile bazı alacakların sermaye olarak anonim şirkete getirilmesinde değerlendirme yapacak kişi bakımından TTK m.343 hükmüne istisna getirilmiş olmakla birlikte, bu durumun normlar hiyerarşisi bakımından problem teşkil ettiği yönünde bkz. Çonkar, 153; Özdamar, “Anonim Şirketlere Aynı Sermaye Konulmasına İlişkin Çeşitli Sorunlar”, 150.

⁴⁰⁴ Özlem Karaman Coşgun, “Anonim Şirketlerde Sermaye Kavramı ve Aynı Sermaye Değerinin Belirlenmesi”, *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi* 18/2 (2012): 333-348, 344. Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku*, 336 vd.

bir bedel karşılığında devralınmasına veya kiralanmasına ilişkin sözleşmeler, genel kurulca onaylanıp ticaret siciline tescil edilmedikçe geçerli olmaz. Bu sözleşmelerin onaylanmasından ve tescilinden önce, bunların ifası amacıyla yapılmış olan ödemeler dâhil, her türlü tasarruf geçersizdir.” Hükmün uygulanabilmesi için şirketin tescilinden itibaren iki yıl içinde bir işletme veya aynın devralınması veya kiralanması gerekmekte, ayrıca söz konusu işletme veya aynın, sermayenin onda birini aşan bir bedel karşılığında devralınmış veya kiralanmış olması gerekmektedir⁴⁰⁵. Bu devralma ve kiralama sözleşmelerinin geçerlilik kazanabilmesi için ise uygulamasından kaçınılan prosedüre benzer nitelikte bazı formalitelere uyulması gerekmektedir. Şöyle ki TTK m.356/2 uyarınca, *“Bu sözleşmelerin genel kurul tarafından onaylanmasında önce yönetim kurulunun istemi üzerine şirketin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesince atanacak bilirkişi tarafından devralınacak ya da kiralanacak işletme ve aylara değer biçilecektir. Alınan bilirkişi raporundan sonra, işletme veya aynın devralınması ya da kiralanmasına ilişkin sözleşme metinleri genel kurulda oylanacaktır. Genel kurulun onay kararını vermesi sonrasında, hem sözleşme hem genel kurulun onay kararı ticaret siciline tescil edilecektir. Onay ve tescil işlemi ile sözleşme geçerlilik kazanacaktır (TTK m.356/4)”*.

Bununla birlikte, 77/91 sayılı yönergede 2009/109/AB ile yapılan ve 2017/1132 m.49/5 ile korunan ve şirket birleşme, bölünme ve tür değiştirme hallerinde uzman tarafından değerlendirilme prosedürüne getirilen muafiyetin benzeri TTK tarafından da öngörülmüştür⁴⁰⁶. Öğretide anonim şirket yeniden yapılanmaları bakımından öngörülen söz konusu muafiyetin TTK tarafından benimsenmiş olan güvenli kuruluş temeline paralellik arz etmediği ifade edilmekle birlikte⁴⁰⁷, bu durumun alacaklıların

⁴⁰⁵ İşletme veya ayların devralınmasını konu alan sözleşmelerin hukuki niteliği bakımından kanun koyucu herhangi bir ayırım yapmamıştır. Dolayısıyla devri konu alan sözleşmeler, satım, trampa ya da istisna sözleşmesi olabilecektir. Bkz. Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 380-381.

⁴⁰⁶ Buna göre birleşmelere ilişkin olarak TTK m.142/2 ve m.143, bölünmelere ilişkin olarak TTK m. 163/2 ve m.164 ve tür değiştirme bakımından TTK m. 184/1 hükümlerinde aynı sermaye konulmasına ilişkin hükümlerin uygulanmayacağı belirtilmiştir. Dolayısıyla aynı sermayeye değer biçilmesine dair TTK m.343 hükmü de uygulanmayacaktır. TTK’da yeniden yapılanmalarda aynı sermaye konulmasına dair genel hükümlerin uygulanmayacağına yönelik söz konusu düzenlemelerin ifade açısından paralellik arz etmediği ve yeniden düzenlenmesi gerekliliğine yönelik olarak bkz. Hülya Çoştan, *Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Hükümlerine Göre Anonim Şirketin Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirme Yoluyla Yeniden Yapılanmasında Alacaklıların Korunması*, (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2009), 56.

⁴⁰⁷ Benzer yönde eleştiri için bkz. Çonkar, 321; Anonim şirket yeniden yapılanmalarında aynı sermaye denetimi işlevi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Çoştan, 60 vd.

korunması bakımından değerlendirilmesi ilerleyen başlıklarda yapılacak olup şimdilik bu gözlemin belirtilmesi ile yetinilecektir.

3. Sermayenin Korunmasına İlişkin Düzenlemeler: AB (2017/1132 Sayılı Yönerge) ve Türk Hukuku'ndaki Görünümleri (de lege lata)

3.1. Sermayenin İadesi Yasağı (Verbot der Rückgewahr von Einlagen)

Esas sermaye sisteminin amacını gerçekleştirebilmesi için sermayenin oluşturulmasına ilişkin düzenlemelerin sermayenin korunması hükümleriyle desteklenmesi gerektiği kabul edilmektedir. Nitekim koruma hükümleriyle desteklenmeyen esas sermaye her ne kadar fiilen şirkete getirilmiş olsa da, menfaat sahiplerinin korunması yönünden etkisi kuruluş aşaması ile sınırlı kalacaktır. Ayrıca anonim şirkete karşı yalnızca koymayı taahhüt ettikleri sermaye ile sınırlı sorumlu olan pay sahiplerinin anonim şirket malvarlığını kendi özel ihtiyaçları için kullanmaları söz konusu olabilecektir. Bu sebeple anonim şirket malvarlığının pay sahipleri arasındaki eşitliği bozacak ve alacaklıların zararına olacak şekilde bazı pay sahiplerince şahsi malvarlıklarına geçirilmesi riski, sermayenin iadesi yasağının emredici olarak düzenlenmesini gerektirmiştir⁴⁰⁸.

Esas sermaye sisteminin gelişiminde sermayenin iadesi yasağı, zamanla Kıta Avrupası mevzuatlarında temel bir unsur halini almış, AB yönergeleri ile yeknesak bir uygulama haline gelmiştir. Bununla birlikte, kâr payı dağıtılması, anonim şirketin kendi payını iktisap etmesi ve finansal yardım gibi hukuki işlemler de sermayenin iadesi yasağına aykırılık teşkil edebileceğinden düzenlemenin amacının ve kapsamının belirlenmesi önem arz etmektedir. Düzenlemenin yukarıda belirtilen her bir hukuki kurum bakımından ele alınması konumuzun kapsamını aşacağından, sermayenin iadesi yasağının kapsamı bu başlıkta konumuzla ilişkili olduğu ölçüde genel bir çerçeve çizilerek açıklanacaktır.

3.1.1. Sermayenin İadesi Yasağının Amacı

Sermayenin pay sahiplerine iadesi yasağının amacı, esas sermaye sisteminin temel amacı ile paralellik arz etmektedir. Buna göre açık dağıtımların ancak bilanço hukukunun emredici hükümlerine uygun şekilde yapılabilmesi, örtülü dağıtımların

⁴⁰⁸ Şirket malvarlığının pay sahiplerine iadesi açık olabileceği gibi örtülü işlemlerle de yapılabilecektir. Örtülü dağıtımlara ilişkin ayrıca bkz. Mülbert/Birke, 705; Mülazımoğlu, 132 vd.

yasaklanması, şirketin kendi paylarını iktisabında sınır getirilmesi ve finansal yardım yasağı gibi emredici hükümler ile alacaklıların alacaklarını talep edebilecekleri yegâne yekûn olan anonim şirket malvarlığı korunarak pay sahiplerine iadesinin önüne geçilmesi amaçlanmaktadır⁴⁰⁹.

Bununla birlikte pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmaları sonucunda ortaya çıkabilecek olan anonim şirket malvarlığının belirli bir gruba aktarılması riski engellenerek, pay sahipleri arasındaki eşitliğin de korunması hedeflenmektedir. Dolayısıyla bünyesinde birden fazla emredici düzenlemeyi barındıran sermayenin korunması ilkesinin merkez düzenlemesi olan sermayenin iadesi yasağı, alacaklılar ve anonim şirket pay sahipleri ile birlikte, şirket tüzel kişiliğinin menfaatinin de korunmasına hizmet etmektedir⁴¹⁰.

3.1.2. Hükümün Kapsamına İlişkin Sorun

Sermayenin iadesi yasağının amacının netlik kazanması için kapsamının belirlenmesi gerekmektedir. Nitekim ilk bakışta yasağın çerçevesi, bir çok hukuki işlemi içine alacak şekilde yorumlamaya uygun gözükmemektedir. Hükümün kapsamına ilişkin yorum farkı, hükümün anonim şirketin tüm malvarlığını mı yoksa bağlı malvarlığını mı korunduğu sorunu ile yakından ilişkilidir⁴¹¹. Esas sermaye sisteminin kapsamında da belirttiğimiz üzere, korunan menfaati geniş yorumlayanlar şirketin serbest malvarlığı da dahil olmak üzere tüm malvarlığının korunduğunu, dar çerçevede yorumlayanlar ise anonim şirket esas sermaye miktarının ve bağlı malvarlığının korunduğunu ileri sürmektedir⁴¹².

Hükümün kapsamı belirlenirken anonim şirket menfaat grupları arasındaki dengenin gözetilmesi gerekmektedir. Zira hüküm ile anonim şirketin tüm malvarlığının korunduğunu ileri süren görüş, korunması gereken menfaat çevresinin genişliğine ve sınırlı sorumluluk ayrıcalığına dikkat çekmektedir. Buna karşın öğretide, söz konusu korumanın yalnızca sermayenin iadesi ile sağlanmayacağını,

⁴⁰⁹ Sevi, 409 vd; Hüffer/Koch *AktG* § 57 Rn. 1; Armour, “Legal Capital”, 11 vd. Toraman Çolgar, 39. Sermayenin iadesi yasağı her ne kadar Alman Hukuku ile açıkça düzenlenmişse de AB düzenlemelerinde genel olarak dağıtım ile ilişkin hükümler kapsamında ele alınmıştır.

⁴¹⁰ Ayrıca bkz. Beşir Fatih Doğan, “Anonim Şirketlerde Sermaye Payını Geri Ödeme Yasağı”, *Türkiye Barolar Birliği Dergisi*, 56 (2005): 48-60.; Sevi, 413; Tekinalp, “IFRS, TMS-TFRS”, 58; Schön, “The Future of Legal Capital”, 443.

⁴¹¹ Tartışmalar için ayrıca bkz. Sevi, 428 vd.; Gürel, 104; Toraman Çolgar, 94; Eryiğit, 174.

⁴¹² Bkz. I. Bölüm, 2.3. başlığı altında yapılan açıklamalar.

yöneticilerin sorumluluğu hükümleri veya tüzel kişilik perdesinin kaldırılması gibi alternatif mekanizmalarla da sağlanabileceğini, dolayısıyla alacaklıların korunması gerekçesiyle şirketin tüm malvarlığının yasak kapsamında kabul edilmemesi gerektiği yönünde görüşler de bulunmaktadır⁴¹³. Sermayenin iadesi yasağının kapsamının belirlenmesine ilişkin bu sorun esas sermaye sisteminin kapsamı ile paralellik arz ettiğinden, tekrerrü düşmemek amacıyla bu başlık bakımından bu açıklamalarla yetinilecektir.

Konuya karşılaştırmalı hukuk açısından bakarsak, Alman hukukunda Alm. POK §57 hükmü ile sermayenin pay sahiplerine iadesi kanunen yasaklanmakla birlikte, Alman öğretisinde hüküm ile anonim şirketin bütün malvarlığının korunduğu kabul edilmektedir⁴¹⁴. Eş deyişle iade yasağı, esas sermaye ile sınırlı olmayacak şekilde ve kanuna uygun olarak yapılan dağıtımlar istisna olmak üzere malvarlığından pay sahiplerine yapılan tüm aktarmaları kapsamına alacak şekilde geniş yorumlanmaktadır. Buna karşın Alman hukukunda, anonim ortaklıklar bakımından yapılan bu geniş değerlendirme limited ortaklıklar bakımından yapılmamakta, limited ortaklıklarda sermayenin pay sahiplerine iade yasağı esas sermayeye karşılık gelen malvarlığı ile sınırlı tutulmaktadır. Alman hukuku bakımından tartışma esasen Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu (APOK) ile Alman Limited Şirketler Kanunu (GmbHG) arasındaki düzenleme farkından kaynaklanmaktadır⁴¹⁵.

İsviçre hukukunda da İsvBK 680/2 ile sermayenin pay sahiplerine iadesi açıkça yasaklanmakla birlikte, yasağın kapsamının bağlı malvarlığı ile sınırlı olduğu kabul

⁴¹³ Toraman Çolgar, 96.

⁴¹⁴ Bezenberger, a.g.e., 202 vd; Steffek, 14; Koll-Möllenhoff, 160. Benzer bir kabul Avusturya hukukunda da mevcuttur. Bkz. Sevi, 429.

⁴¹⁵ Sermayenin iadesi yasağı GmbHG § 30 hükmü ve AktG § 57 hükmünde birbirinden farklı düzenlenmiştir. Buna göre, GmbHG § 30/1 hükmü uyarınca “*Esas sermayenin korunması için gerekli olan malvarlığının pay sahiplerine ödenmesi yasaktır.*” Konu AktG § 57/1 hükmü ise “*Sermaye pay sahiplerine iade edilemez*” şeklinde kaleme alınmış olup hükmün son fıkrasında pay sahiplerine yalnızca, şirketin tasfiyesinden önce yıllık kârdan dağıtım yapılmasına müsaade edilmiştir. AktG uyarınca pay sahibine yalnızca kâr payı dağıtım yapılmasına müsaade edildiğinden, pay sahibine başkaca bir ödeme yapılması hali yasağın kapsamına dahil edilmiştir. AktG bakımından hükmün kapsamında anonim şirketin tüm malvarlığı dahil edilmektedir. Dolayısıyla yasağın kapsamı anonim şirketlerde limited şirketlere nazaran daha geniştir. Konunun limited şirketler hukuku bakımından gelişimine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Toraman Çolgar, 24 vd. ; Cahn, “Capital maintenance in German Company Law”, 5 ; Walter Bayer vd., *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1.*, 2016, § 57 Rn. 8-12.; Sevi, 430; Walter Bayer ve Jan Lieder, “Darlehen der GmbH an Gesellschafter und Sicherheiten aus dem GmbH-Vermögen für Gesellschafterverbindlichkeiten: Besprechung der Entscheidung BGHZ 157, 72”, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 34/1, (2005).; Toraman Çolgar, 23; Bezenberger, a.g.e., 6.

edilmektedir⁴¹⁶. Dolayısıyla İsviçre hukuku bakımından kanunen öngörölmüş dağıtımlar dışında yapılan her aktarım sermayenin iadesi yasağı ile karşı karşıya kalmayacaktır.

Diğer ölkeler hukuklarında var olan tartışma Türk hukuku bakımından da gündeme gelmiş olup, kaynağını önceki başlıklarda irdedeğimiz üzere ilkenin sermayenin korunması ilkesi mi malvarlığının korunması ilkesi mi olarak adlandırılacağı sorusundan almaktadır⁴¹⁷. Buna göre, sermayenin korunması ilkesi ile şirketin tüm malvarlığının değil bağı malvarlığının korunduğunu savunan yazarlar, pay sahiplerine iade edilemeyecek malvarlığının bağı malvarlığı ile sınırlı olduğu görüşünü savunurken; Alman hukukunu temel alan yazarlar ise sermaye kavramıyla şirketin bütün malvarlığının anlaşılması gerektiğinden yola çıkarak, yasak ile kâr payı dağıtım dışında tüm malvarlığının pay sahiplerine iadesinin önüne geçildiği sonucuna varmaktadır⁴¹⁸. İkinci kabule göre, kanuna uygun şekilde yapılan kâr dağıtım dışında pay sahiplerine malvarlığının aktarılması sonucunu doğuran tüm işlemler, sermayenin iadesi yasağı ile karşı karşıya kalmak durumundadır⁴¹⁹. *Tekinalp* tarafından ise her bir hükmün amacına göre yorum yapılarak, şirketin bağı malvarlığının mı yoksa bütün malvarlığının mı korunduğu sonucuna varılmasının daha uygun olacağı belirtilerek söz konusu yorum farklılığına ara bir çözüm getirilmiştir⁴²⁰.

Kanaatimizce, gerek kanun koyucu tarafından sermayenin korunması ilkesi teriminin tercih edilmesi, gerekse esas sermaye sistemi içerisindeki kuralların niteliği ve dağıtım hükümlerinin düzenlenişi bakımından hükmün bağı malvarlığını koruduğu sonucunun benimsenmesi yerinde olacaktır.

3.1.3. AB Hukuku Düzenlemesi

AB hukuku bakımından sermayenin iadesi yasağı, 77/91 EEC sayılı İkinci Konsey Yönergesinde, 2012/30/EU sayılı devam yönergesinde ve yürürlükteki

⁴¹⁶ Meyer, 71; Toraman Çolgar, 44.

⁴¹⁷ Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 122 vd.; Gürel, 101 vd.; Sevi, 432 vd.; Eryiğit, 64 vd.

⁴¹⁸ Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 126 vd.; Gürel, 105; Çonkar, 11, Bezenberger, 2, ve 6; Manavgat, 387; Doğan, “ Anonim Şirketlerde Sermaye Payını Geri Ödeme Yasağı”, 49.

⁴¹⁹ Gürel, 105.

⁴²⁰ Ünal Tekinalp, “Sermayenin Korunması İlkesi”, 1692.

2017/1132 sayılı yönergede dağıtımlara ilişkin genel hükümler başlığı ile düzenleme altına alınmış, doğrudan iade yasağı ifadesi kullanılmamıştır.

Hükme göre, “*Esas sermayenin azaltılması hariç olmak üzere şirketin faaliyet yılının son gününde yıllık finansal tablolarındaki net aktiflerin, esas sermaye ve kanun veya esas sözleşme ile dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçeler toplamından az, ya da dağıtım sonrası az olması durumunda herhangi bir dağıtım yapılamayacaktır*” (m.56/1). Hüküm ile kanunen dağıtımı serbest olmayan malvarlığının pay sahiplerine iadesi yasaklanmış olup, söz konusu yedek akçelerin niteliğine ilişkin düzenlemeler üye devletlere bırakılmıştır. Düzenlemeye aykırı dağıtım yapılması halinde ise, şirket tarafından dağıtım yapılan pay sahiplerinin kanuna aykırı dağıtım yapıldığını bildiğini veya durumun şartlarına göre aykırılığın farkında olmamalarının mümkün olmadığını kanıtlaması şartıyla, dağıtım yapılan pay sahiplerine iade yükümlülüğü getirilmiştir (m. 57).

Alman hukukunda ise sermayenin iadesi yasağı Alm. POK §57 ile düzenlenmiş olup, hükme göre sermayenin pay sahiplerine iadesi yasaklanmıştır. Bununla birlikte sermaye bedeli için faiz ödenemeyeceği de aynı hükümde düzenleme altına alınmıştır. Alm.POK düzenlemesi uyarınca pay sahiplerine ancak şirketin tasfiyesi öncesinde ve kâr payı şeklinde dağıtım yapılabilecektir. Alm.POK §57 hükmünün anonim şirket tarafından pay sahiplerine yapılacak tüm dağıtımları kapsamı sebebiyle, örtülü dağıtımların da yasağa tabi olduğu kabul edilmektedir⁴²¹.

İsvBK m.680 hükmünde de sermayenin iadesi yasağı, her ne kadar iade yasağı başlığı altında düzenlenmemişse de, hükmün ikinci fıkrası uyarınca pay sahibi şirkete ödediği miktarı geri alma hakkına sahip değildir. Benzer şekilde İngiliz hukukunda da pay sahiplerine iade yasağına ilişkin açık bir düzenleme bulunmamakta; yasak pay sahiplerine yapılacak dağıtımlarla ilişkin sınırlandırmalar kapsamında düzenlenmektedir (CA m.830).

⁴²¹ Hüffer/Koch, *AktG* § 57, Rn. 7; MüKoAktG/Bayer, *AktG* §57, Rn. 2-3; Toraman Çolgar, 41; Wolfgang Zöllner vd., *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz Bd. 1. § 1-75* (Köln: Heymann, 2009), *AktG* § 57 Rn.38. Bununla birlikte MoMiG ile *AktG* § 57 hükmü uyarınca sermayenin iadesi yasağının uygulanmayacağı istisnalar genişletilmiştir. Buna göre, sermayenin iadesi yasağı hakimiyet veya kâr devri anlaşması (*AktG* §291) ile sağlanan menfaatlerde veya pay sahibinin borcu karşılığında şirketin de karşı talep ya da edim kazanması halinde uygulanmayacaktır. Ayrıntılı bilgi için bkz. MüKoAktG/Bayer, *AktG* § 57, Rn. 132-140; Toraman Çolgar, 43.

3.1.4. Türk Hukuku Düzenlemesi

Özellikle Kıta Avrupası ülke hukuklarında sermayenin muhafazası amacıyla benimsenen sermayenin iadesi yasağı, Türk Hukuku'nda da kabul edilmiştir⁴²². 6102 sayılı TTK m.480/3 hükmü ile düzenlenen yasak için ayrı bir kanun maddesi ihdas edilmeyerek, pay bedelini ifa borcu ve ifa etmemenin sonuçları üst başlığı altında düzenleme altına alınmıştır.

TTK m.480/3 hükmü uyarınca, *“Tasfiye payına ilişkin hakları saklı kalmak üzere pay sahipleri, sermaye olarak şirkete verdiklerini geri isteyemeyecektir”*. Hüküm, emredici nitelikte olup, sermayenin pay sahibine iadesi sonucunu doğurabilecek diğer işlemleri de kapsayacak şekilde genel bir çerçeve çizmektedir. TTK m.480/3 hükmüne aykırı davranılması halinde kanunun emredici hükmüne aykırı olması sebebiyle işlem geçersiz sayılacaktır⁴²³.

Sermayenin geri ödenmeyeceğine ilişkin yasağın geniş yorumlamaya müsait bir şekilde kaleme alınması sebebiyle, malvarlığının korunmasına yönelik diğer hükümlerle yarışması söz konusu olabilecektir. Nitekim sistem içerisinde benzer saiklerle yer alan anonim şirketin kendi payını iktisap etmesine yönelik sınırlamalar, finansal yardım yasağı⁴²⁴ ve şirkete karşı borçlanma yasağına ilişkin düzenlemeler de sermayenin iadesi yasağı ile bağlantılıdır⁴²⁵. Bu sebeple söz konusu özel düzenlemelerin uygulama koşulları ve tarafları ile TTK m.480 hükmü karşılaştırılarak, somut olayın durumuna göre uygulanacak hükmün belirlenmesi yerinde olacaktır.

⁴²² Türk Hukukunda sermayenin iade yasağına ilişkin ilk düzenleme 6762 sayılı kanun dönemindeydi. Söz konusu kanun dönemi öncesinde (865 sayılı Kanun) sermayenin iadesinin yasak olmasına ilişkin bir yasak bulunmamaktadır. 6762 sayılı TTK döneminde ise yasak m.405/2 hükmü ile düzenlenmiş olup, sermayenin pay sahiplerine iadesi yasaklanmıştır. Hükümün kaynağını İsvBK. teşkil etmektedir. Yasağın çift taraflı olup, pay sahiplerinin sermaye paylarını geri isteyemeyeceği gibi, şirketin de ödenen sermaye paylarını geri veremeyeceği yönünde bkz. Doğan, “Anonim Şirketlerde Sermaye Payını Geri Ödeme Yasağı”, 49.

Bununla birlikte sermayenin iadesi yasağının yatırım ortaklıklarına mahsus olmak üzere istisnalarından bir diğeri SPK m.50-51 hükmü ile düzenlenmiş bulunan *“Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığıdır”*. Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıklarına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Nomer Ertan, 131-143.

⁴²³ Doğan, “Anonim Şirketlerde Sermaye Payını Geri Ödeme Yasağı”, 58.

⁴²⁴ Finansal yardım yasağının, sermayenin iadesi yasağı ile yarışması sorununa ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Gürel, 99 vd.

⁴²⁵ Eski TTK döneminde Doğan tarafından yasağın kaleme alınış biçimi, istisnalarının madde metninde yer almaması sebebiyle eleştirilmiş olmasına rağmen, 6102 sayılı TTK'da da hükmün istisnalarına yer verilmemiştir. Doğan, “Anonim Şirketlerde Sermaye Payını Geri Ödeme Yasağı”, 60.

3.2. Anonim Şirketin Kendi Paylarını İktisap Etmesi ve Finansal Yardım Yasağı

Anonim şirketler hukuku bakımından pay iktisabı, bir anonim şirketin pay mülkiyetlerinin çeşitli şekillerde elde edilmesini ifade etmektedir. Söz konusu iktisap aslen olabileceği gibi devren de gerçekleştirilebilecektir. Anonim şirketin kendi payını iktisap etmesi ise, anonim şirket esas sermayesine dahil bir payın yine anonim şirket tüzel kişiliği adına edinilmesini ifade etmektedir⁴²⁶.

Finansal yardım ise, bir anonim şirketin kendi paylarının üçüncü bir kişi tarafından satın alınabilmesi için onu finanse ederek yardımcı olmasını ifade etmektedir⁴²⁷. Bu yardım avans, ödünç ya da teminat gibi hukuki işlemler ile yapılabilecektir. Söz konusu işlemler anonim şirket esas sermayesinin azalmasına yol açabileceğinden, gerek karşılaştırmalı hukukta, gerekse Türk hukukunda yasaklanmış olup, Türk hukuku bakımından bu yasak finansal yardım yasağı (finansal destek verme yasağı) olarak isimlendirilmiştir.

Anonim şirketler çeşitli sebeplerden ötürü kendi paylarını iktisap etmek veya kendi paylarının üçüncü bir kişi tarafından alınabilmesi için finansal yardımda bulunmak isteyebilirler. Söz konusu nedenlerin konumuzun sınırları bakımından tek tek irdelenmesi mümkün değilse de, anonim şirket kendi paylarını şirketin fazla sermayesini dağıtmak, kâr payı dağıtımını yerine kullanmak, şirketin finanse edilmesi veya piyasayı yönlendirmek istemesi gibi sebeplerle iktisap etme yoluna gidebileceği gibi paylarının satın alınması için üçüncü bir kişiye finansal destek de verebilecektir⁴²⁸.

⁴²⁶ Beşir Fatih Doğan, *Der Erwerb Eigener Aktien*, 8.; Kavram için ayrıca bkz. Mehmet Özdamar, *Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi (TTK md. 329)*, (Ankara: Yetkin, 2005) 57 vd.; Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku*, 395; Özge Ayan, “Anonim Şirketin Genel Kurul Kararı ile Kendi Paylarını İktisap Etmesi veya Rehin Almasının Koşulları (TTK 379)”, *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* XVII, 1-2, (2013), 185-228, 189; Aydın, *Kendi Paylarını Edinmesi*, 31; Windbichler, 392; Anonim şirketin kendi paylarını iktisap etmesine ilişkin ayrıca bkz. Beşir Fatih Doğan, “Anonim Şirketlerin Kendi Paylarını İktisabının Fayda ve Zararları”, *Prof. Dr. Fikret Eren’e Armağan*, 449-478.

⁴²⁷ Bu kavram İngiliz hukukunda “*financial assistance*”, Alman literatüründe ise, “*Finanzielle Unterstützung*” şeklinde anılmaktadır. Finansal destek verme yasağına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Gürel, *Anonim Şirketin Kendi Paylarının İktisabı Amacıyla Finansal Destek Verme Yasağı*; Veliye Yanlı, “Şirketin Kendi Paylarını Edinmesinde Finansal Destek Yasağı”, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 28/4 (2012): 29-46.

⁴²⁸ Özdamar, a.g.e., 57 vd.; Ali Murat Sevi, “Anonim Ortaklığın Kendi Payını Devralması Üzerine Bir İnceleme”, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 22, 1 (2003): 239-270, 241.

3.2.1. Anonim Şirketin Kendi Paylarını İktisap Etmesi ve Finansal Yardım Yasağı Hükümlerinin Amacı

Anonim şirketin kendi paylarını iktisap etmesi ve finansal yardım yasağına ilişkin hükümlerin amaçları temelinde, anonim şirket malvarlığının korunması ve bu bağlamda anonim şirket esas sermayesinin pay sahiplerine iadesinin önüne geçilmesidir. Nitekim özellikle finansal kriz zamanlarında anonim şirketin iktisap ettiği payları elinden çıkaramaması veya çıkarsa da düşük bedelle çıkarması halinde anonim şirket malvarlığının azalması söz konusu olacaktır. Dolayısıyla alacaklıların ve pay sahiplerinin menfaatleri riske girecektir⁴²⁹.

Anonim şirketin kendi paylarını özellikle piyasa fiyatının üzerinde satın alması halinde, söz konusu durum sermayenin iadesi anlamına gelebilecek, piyasa fiyatı üzerinde satın alınan payların pay sahipleri ile mevcut pay sahipleri arasında eşitliğin bozulması sonucu doğacaktır. Nitekim bilhassa anonim şirketin finansal kriz zamanlarında belirli bazı pay sahipleri ile iktisap işlemini gerçekleştirmesi halinde söz konusu pay sahiplerinin riske katılımı bertaraf edilmiş olacaktır⁴³⁰. Bu sebeple öğretide, anonim şirketin kendi paylarını iktisap etmesi hususunda getirilen sınırlandırmaların amacının, şirketin borsa oyunlarına (spekülasyonlarına) girişmesini önlemek, bilgi asimetrisini engellemek, pay sahipleri arasındaki eşit işlem ilkesine aykırı davranışların önüne geçmek, organlar arası yetki paylaşımını korumak ve yönetimin ortaklık üzerinde oy dengelerine müdahale ederek hakimiyet kurmasını engellemek olduğu da ifade edilmektedir⁴³¹.

Bununla birlikte, anonim şirketin kendi paylarını iktisap etmesi ve finansal yardım yasağına ilişkin hükümlerle bağlantılı olarak, iktisap edilen paylar oranında sahip olunan oy haklarının donması ve bu oyların genel kurulun toplantı nisabına katılmamasına ilişkin düzenlemeler ile de pay sahipleri arasındaki eşitliğin korunması

⁴²⁹ Ayrıntılı bilgi için bkz. Doğan, *Der Erwerb eigener Aktien*, 95 vd.; Henrik Drinkuth, *Die Kapitalrichtlinie- Mindest- oder Höchstnorm?* (Köln: O. Schmidt, 1998), 199.

⁴³⁰ Özdamar, a.g.e, 81; Sevi, “Anonim Ortaklığın Kendi Payını Devralması”, 247.

⁴³¹ Asuman Yılmaz, “Alman Hukukunda Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Devralması ve “KonTraG” ile Getirilen Değişiklikler”, *İÜHFM*, LLXIII, 1-2, (2005): 247 vd; Doğan, *Der Erwerb Eigener Aktien*, 96; Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.833; Sevi, “Anonim Ortaklığın Kendi Payını Devralması”, 246; Özdamar, 42; Wymeersch, 18.

amaçlanmaktadır⁴³². Aksi halde oy dengeleri bozulabileceği gibi; genel kurul karar nisapları değişeceğinden dolayı olarak menfaat dengesi de bozulabilecektir.

Anonim şirketin kendi payının alınması konusunda üçüncü kişilere finansal yardım yasağı düzenlemesinin amacı da anonim şirket malvarlığının korunması esasına dayanmakla birlikte, anonim şirketin kendi paylarını iktisap hükümlerinin dolanılmasının engellenmesinin hedeflendiği de söylenebilecektir⁴³³. Bu kapsamda özellikle Alman hukuk doktrininde “*çifte zarar/risk birikimi (Doppelschaden)*” durumuna dikkat çekilmiştir⁴³⁴. Şöyle ki, özellikle finansal kriz zamanlarında kendi payının iktisabı için finansal yardımda bulunan anonim şirketin pay değerlerinin düşmesi halinde, hem anonim şirketin malvarlığı azalacak, hem de söz konusu değer kaybı sebebiyle payları iktisap edenin malvarlığında azalma oluşacaktır. Bunun sonucunda anonim şirketin payını iktisap eden borçlunun anonim şirketten almış olduğu ödünçü veya avansı ödeyememesi ihtimali doğacak ve ayrıca şirket de zarara uğrayacağından çifte zarar meydana gelecektir⁴³⁵.

Bununla birlikte finansal yardım yasağı ile ödeme gücü yetersiz kişilerin şirket malvarlığını kullanmak suretiyle şirket paylarına sahip olmasının ve yönetim kurulunun kimin pay sahipliği hakkı kazanacağına karar vererek şirket iç dengesine müdahale etmesinin önüne geçilmesi de amaçlanmaktadır⁴³⁶.

3.2.2. AB Hukuku Düzenlemesi

AB hukukunda anonim şirketin kendi payını iktisap etmesi ve finansal yardım yasağına ilişkin ilk temel düzenlemeler 77/91 EEC sayılı İkinci Konsey Yönergesinde yer almış ve belirli şartların sağlanması halinde anonim şirketin kendi paylarını iktisap

⁴³² Özdamar, a.g.e, 83-84; Sevi, “Anonim Ortaklığın Kendi Payını Devralması”, 249; Doğan, *Der Erwerb Eigener Aktien*, 95-96.

⁴³³ Nitekim TTK m.380 hüküm gerekçesinde m.379 hükmünün etkisiz kalmasının ve dolanılmasının engellenmesi amaçlandığı belirtilmiştir. Bu amaca ilişkin karşı görüş için bkz. Fridrich, 199 vd.

⁴³⁴ Hüffer/Koch, Art. §71, MüKoAktG/Oechsler, §71, Rn 19-21; Çifte zarara ilişkin ayrıntılı bilgi ve Alman Hukuku doktrinindeki tartışmalar için bkz. Gürel, 72 vd; Fridrich, 199 vd.

⁴³⁵ Gürel, 74; MüKoAktG/Oechsler, §71 Rn 19-21; Fridrich, 199. Alman hukukunda finansal yardım yasağında çifte zarar tehlikesine karşı görüş için bkz. Gürel, 75 vd.

⁴³⁶ Gürel, 74; MüKoAktG/Oechsler, §71 Rn 19-21. Finansal yardım yasağının amacına ilişkin olarak özellikle Alman Hukuku doktrininde, hükmün amacının anonim şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin hükümlerin dolanılmasının engellenmesi olup olmadığı yönünde teorik tartışmalar yapılmıştır. TTK m.380 hüküm kenar başlığının APOK §71a hükmünün tercümesi sebebiyle “kanuna karşı hile” olması sebebiyle söz konusu tartışmalar Türk Hukuku bakımından da önem arz etmekle birlikte, konumuz bakımından söz konusu hükmün anonim şirket esas sermayesini koruyucu amacının öncelikli olması sebebiyle, bu tartışmalara değinilmeyecektir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Gürel, 84 vd.

edebilmesine izin verilmiştir. 77/91 EEC sayılı İkinci Konsey Yönergesi m.19 hükmüne göre, “Anonim şirket genel kurulunun yönetim kuruluna verdiği ve 18 ayı geçmeyen izin süresiyle, şirket tarafından değeri şirket sermayesinin %10’unu aşmamak kaydıyla ve şirket net malvarlığının kar payı olarak dağıtılamayacak kısmı aşması halinde şirket, kendi payını iktisap edebilecektir”. Dolayısıyla yönerge ile bir yandan ekonomik gereksinimler dikkate alınarak şirketin kendi paylarını iktisap edebilmesine olanak tanınırken, öte yandan malvarlığının ve alacaklıların korunması için bazı sınırlamalara gidilmiştir⁴³⁷.

AB iç Pazar düzenlemelerinin sadeleştirilmesi kapsamında söz konusu düzenleme eleştirilmiş ve 2006/68/AB yönergesi ile değişikliğe uğramıştır. Buna göre, anonim şirketlerin kendi paylarını iktisapları bakımından %10 luk sınır kaldırılmış, yönetim kuruluna verilen yetki süresi 18 aydan 5 yıla çıkarılmıştır. Bu değişiklikle üye devletlere, şirketlerin kendi payını iktisabında esnekleşme imkanı sağlanmışsa da, özellikle Alman hukukunda söz konusu sınırlamalar muhafaza edilmektedir. Anonim şirketin kendi payını iktisap edebilmesine ilişkin bu düzenleme varlığını, 77/91/EEC sayılı yönergenin yürürlükten kaldırılmasıyla yürürlüğe giren 2012/30 sayılı yönerge m.21 ve daha sonrasında yürürlüğe giren 2017/1132 sayılı yönergenin m.60 hükmüyle devam ettirmektedir.

Anonim şirketin kendi paylarını edinmek üzere üçüncü bir kişiye finansal yardım sağlaması yasağı ise İngiliz hukukunun katkısıyla 77/91/EEC sayılı İkinci Konsey Yönergesi m.23 hükmü ile düzenlenmiştir. Söz konusu hüküm Türk Hukuku hükümlerine de mehzaz teşkil etmekle birlikte, hükme göre anonim şirket üçüncü bir kişiye kendi paylarının iktisabı ile bağlantılı olarak avans, ödünç veya teminat veremeyecektir. Aykırı bir işlem halinde yaptırımın düzenlemediği hükmün yerindeliği ise zamanla eleştirilmeye başlanmış, finansal yardım yasağı konusunda esneklik sağlanması gerektiği belirtilmiştir. Bu kapsamda 2006/68/EC sayılı değişiklik yönergesiyle belirli bazı şartlara uyulması halinde üçüncü kişilere finansal destek verilebilmesi imkânı tanınmış, söz konusu düzenleme 2012/30 ve 2017/1132 sayılı yönergelerde de korunmuştur. Buna göre finansal yardım, yönetim kurulunun

⁴³⁷ Bununla birlikte Yönerge m.20 hükmüyle üye devletlerin bazı durumlarda m.19 hükmünde aranan şartları uygulamaktan muaf olabileceği haller belirtilmiştir.

sorumluluğu altında, genel kuruldan nitelikli çoğunlukla onay alınarak ve şirketin bağlı malvarlığının hiçbir zaman azaltmayacağı şekilde gerçekleştirilebilecektir⁴³⁸.

Alman Hukukunda ise anonim şirketin kendi paylarını iktisabı ve finansal yardım yasağı AktG §71-§71e hükümleri arasında bir arada düzenlenmiştir. Hükümde ilk olarak şirketin kendi payını satın alabileceği haller sınırlı biçimde sayılmış⁴³⁹ ve anonim şirketin kendi payını iktisabına, yetki bakımından 5 yıl ile sınırlı olmak üzere ve şirket esas sermayesinin %10'unu aşmayacak şekilde müsaade edilmiştir⁴⁴⁰. Anonim şirketin kendi paylarını edinmek üzere üçüncü bir kişiye finansal yardım sağlaması yasağı ise AktG §71a hükmünde düzenleme altına alınmıştır. Hüküm ile anonim şirketin kendi paylarının iktisabı amacıyla başkasıyla yaptığı konusu avans veya ödünç verilmesi veya teminatın ifası olan hukukî işlemlerin batıl olacağı düzenlenerek ve istisnaları belirtilmiştir⁴⁴¹.

Yine anonim şirketin kendi payını iktisabı İsviçre Borçlar Kanunu m.659 hükmünde düzenlenmiş olup, %10 luk sınır İsviçre hukuku bakımından da muhafaza edilmiş, şirketin serbestçe tasarruf edebileceği malvarlığının bulunması şartı da

⁴³⁸ Yönergenin değiştirilmesi kapsamında Hollanda, Belçika gibi ülke hukuklarında finansal yardım yasağına ilişkin düzenlemelerin yumuşatıldığına rastlansa da, Almanya ve İngiltere'de karşılık bulamamıştır. Bkz. Gürel, 20.

⁴³⁹ AktG §71 hükmüne göre anonim şirket kendi paylarını şu hallerle sınırlı olmak üzere iktisap:

- Ortaklığı tehdit eden yakın ve ciddi bir zararın önlenmesi amacıyla,
- Şirketin veya bağlı şirketlerin çalışanlarına iktisap için arz etmek amacıyla,
- AktG § 305 (2), AktG §320b uyarınca veya AktG §29 (1), AktG §125 cümle 1 uyarınca AktG §29 (1) ve AktG § 207 (1) hükümleriyle bağlantılı olarak pay sahiplerinin zararlarının tazmini amacıyla,
- Bedelsiz ya da alım komisyonculuğu faaliyeti dolayısıyla,
- Külli halefiyet kuralı gereğince,
- Esas sermayenin azaltılmasına ilişkin bir karar uyarınca,
- Kredi kurumu ve finans şirketleri tarafından ticari amaçla ve genel kurul tarafından verilen yetkilendirme kararıyla iktisap edebilecektir.

Söz konusu iktisap hallerine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Yılmaz, 250 vd.

⁴⁴⁰ ABD hukukunun etkisiyle, Alman hukukunda şirketin kendi paylarını iktisap etmesinin esnekleştirilmesine yönelik olarak reform önerileri gündeme gelmiş ve söz konusu öneriler, Alman finans merkezinin çekiciliğini arttırmak, pay senedi alım satımının teşvik etmek ve payların iktisabının bir yatırım şekli olarak kabulünün artırılması amacıyla 27.04.1988 tarihli İşletmeler Alanındaki Kontrol ve Şeffaflığa İlişkin Kanun (Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) ile benimsenmiştir. Ayrıca bkz. MüKoAktG/Oechsler, *AktG §71* Rn. 34-39; Schäfer, *Gesellschaftsrecht*, 332-333; Ayan, 187; Yılmaz, 246 vd; Anonim şirketin kendi payını iktisabında öngörülen %10 luk sınırın arkasında esasen, çok sayıda şirketin kendi paylarını satın alması neticesinde bir zarar döngüsüne girdiği 1929 tarihli küresel ekonomik kriz (büyük buhran) deneyimi olduğu yönünde bkz. Baldamus, 167. Nitekim Alman Hukukunda %10'luk sınıra ilk olarak 19 Eylül 1931 tarihli Olağanüstü hal kanununda rastlanmaktadır (RGBl. I S. 493), MüKoAktG/Oechsler, *AktG § 71* Rn. 42.

⁴⁴¹ Finansal yardım yasağına ve MoMiG ile AktG § 71a hükmünde yapılan değişikliğe ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Gürel, 24.

aranmıştır. Bununla birlikte İsviçre Borçlar Kanunu'nda AS 2020 4005 ile yapılan revizyon ile m.659 hükmüne bir fıkra daha eklenerek şirketlerin kendi payını iktisabına ilişkin olarak tasfiye halinde sınır, %20 olarak belirlenmiştir (m.659/3 nOR)⁴⁴². İsviçre Hukuku bakımından finansal yardım yasağı ise sermayenin iadesi yasağı kapsamında ele alınmıştır.

İngiliz hukukunda anonim şirketin kendi payını iktisabına ve finansal yardıma ilişkin hükümler halka açık olan ve olmayan şirketler bakımından farklı sınırlandırmalara tâbi tutulmuş olup, CA 677 vd. ile CA 690 vd. hükümlerinde düzenlenmektedir⁴⁴³.

Gerek anonim şirketin kendi payını iktisap etmesini belirli şartlarla bağlayan, gerekse aynı amaçla üçüncü kişilere finansal yardımda bulunulmasını yasaklayan ve Kıta Avrupası Hukuk sisteminde 1920'lere kadar geriye giden tarihçeleriyle söz konusu hükümler, ekonominin küreselleşmesi ve rekabetin artmasıyla eleştirilere maruz kalmış ve reform çalışmaları kapsamında esnekleşmiştir⁴⁴⁴.

⁴⁴² Hüküm AS 2020 4005 ile şu şekilde kaleme alınmıştır: *“Steht der Erwerb im Zusammenhang mit einer Übertragbarkeitsbeschränkung oder einer Auflösungsklage, so beträgt die Höchstgrenze 20 Prozent.”*. Çağlar, İsviçre hukukunda kendi payını iktisap konusundaki %20 olarak belirlenen istisnai oranla sınırlı esnek sermaye sisteminin (Kapitalband) tam uyumlu olmadığını şu şekilde ifade etmiştir: *“Söz konusu yüzde onluk sınır, iki ayrı istisnai halde yüzde yirmiye kadar yükseltilebilir (Art. 659, Abs. 3 E-OR). Buna karşın sınırlı esnek sermaye sistemi ile yönetim kurulunun ticaret siciline kayıtlı sermayeyi yüzde ellisine kadar artırma ve azaltma yetkisinin olduğu hükme bağlanmıştır. Bu durumda yönetim kurulu, sermayeyi sicilde kayıtlı sermayenin yüzde ellisine kadar azaltmak istediğinde, şirketin paylarını en çok yüzde onuna kadar geri alabileceğinden, bu yöntemle sermaye azaltma yoluna gitmesi hukuken imkânsız hale gelecek, geriye sadece payların itibari değerinin azaltılması suretiyle sermayenin azaltılması yöntemi kalacaktır. Doktrinde haklı olarak söz konusu iktisap oranının sınırlı esnek sermaye sisteminde uygulanmaması gerektiği ifade edilmiştir.”* Bkz. Hayrettin Çağlar, "Sınırlı Esnek Sermaye Sistemi (Kapitalband) İsviçre Anonim Şirketler Hukukunda Yeni Bir Müessese", *Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 17 / 2, Ocak (2013): 353-370, 366.

⁴⁴³ CA m.692/2 hükmü uyarınca halka açık anonim şirketler (public companies) kendi paylarını ancak dağıtılabılır kârdan veya satın alma işleminin finansmanı için çıkarılan pay senetlerine mahsus olmak üzere satın alabilecektir. Buna karşın halka açık olmayan sınırlı sorumlu şirketler (private limited company) bakımından benzer bir sınırlama getirilmemiştir. Ayrıca bkz. Umfahrer, 103. Anonim şirketin kendi paylarını iktisap etmesi amacıyla finansal yardım sağlaması CA m. 678/1 hükmüyle yasaklamışsa da hükmün devamında ve CA m.680 hükmünde yasağın istisnaları belirtilmiştir. Bununla birlikte, İngiliz Hukuku reform çalışmaları ile halka açık olmayan sınırlı sorumlu şirketler (private limited company) bakımından finansal yardım yasağı kaldırılmıştır. Ayrıca bkz. Gürel, 5 vd.; 2006 CA'da yapılan revizyonla birlikte yasağın kapsamının daraltıldığı ve daha uygulanabilir hale geldiği yönünde bkz. Umfahrer, 104.

⁴⁴⁴ Esas sermaye sistemi reform çalışmalarında bu düzenlemelere yönelik getirilen eleştiriler için bkz. III. Bölüm, 1. başlığı altında yapılan açıklamalar.

3.2.3. Türk Hukuku Düzenlemesi

Türk hukukunda anonim şirketin kendi payını iktisabı ve finansal yardım yasağına ilişkin düzenlemeler TTK m.379 ve TTK m.380 hükümlerinde yer almaktadır⁴⁴⁵. TTK m.379 hükmü “genel olarak” başlığı altında düzenlenmiş olup, anonim şirketin kendi paylarını iktisap veya rehin olarak kabul etmesinin şartlarını düzenlemektedir. Hükmün gerekçesinde ise 77/91/EEC sayılı İkinci Yönergenin hukukumuzda yansımından bahsedilmiştir.

Hükme göre “*Bir şirket kendi paylarını, esas veya çıkarılmış sermayesinin onda birini aşan veya bir işlem sonunda aşacak olan miktarda, ivazlı olarak iktisap ve rehin olarak kabul edemeyecektir. Payların iktisap veya rehin olarak kabul edilebilmesi için, genel kurulun yönetim kurulunu yetkilendirmesi şart olup, en çok beş yıl için geçerli olacak bu yetkide, iktisap veya rehin olarak kabul edilecek payların itibarî değer sayıları belirtilerek toplam itibarî değerleriyle söz konusu edilecek paylara ödenebilecek bedelin alt ve üst sınırı gösterilmesi gerekmektedir*”. Söz konusu şartlara ek olarak, iktisap edilecek payların bedelleri düşüldükten sonra, kalan şirket net aktif, en az esas veya çıkarılmış sermaye ile kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin toplamı kadar olmalıdır. Ayrıca sadece bedellerinin tümü ödenmiş bulunan paylar iktisap edilebilecektir. 77/91/EEC sayılı yönergenin kaynaklık ettiği düzenleme, her ne kadar yönergenin 2006/68 sayılı değişiklik sonrasında yürürlüğe girmişse de, AB yönergesinin değişiklik öncesi hükümlerinin bazıları -örneğin %10 luk sınırlama- Türk Hukuku bakımından varlığını korumaktadır⁴⁴⁶. Bununla birlikte, TTK m. 520 hükmü uyarınca “*Şirket, iktisap ettiği kendi payları için iktisap değerlerini karşılayan tutarda yedek akçe ayırmalıdır. Bu yedek akçeler, anılan paylar devredildikleri veya yok edildikleri takdirde iktisap değerlerini karşılayan tutarda çözülebilecektir.*”

Finansal yardım yasağı ise TTK m.380 hükmünde ve “kanuna karşı hile” başlığı altında düzenlenmiştir. Her ne kadar hükmün gerekçesinde kaynağının 77/91/EEC

⁴⁴⁵ Anonim şirketin kendi payını iktisabına ilişkin düzenleme ilk olarak 865 sayılı Türk Ticaret Kanununda yer almıştır. Daha sonra yürürlüğe giren 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda ise İsviçre Borçlar Kanununun ilgili hükümleri tercümesi ile yer almış ve ortaklığın sadece belirli istisnai hallerde kendi payını iktisabına olanak tanımıştır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Doğan, *Der Erwerb eigener Aktien*, 91 vd. Özdamar, 112 vd. AB uyum çalışmaları kapsamında eTK düzenlemesinde kapsamlı bir değişiklik yoluna gidilmiş ve 6102 sayılı TTK m.379 hükmü ihdas edilerek düzenleme yumuşatılmıştır.

⁴⁴⁶ Söz konusu %10’luk sınır ivazlı iktisaplar bakımından geçerli olup, TTK m.383 uyarınca iktisabın ivazsız olması halinde bir sınır bulunmamaktadır.

sayılı İkinci Konsey Yönergesi olduğu açıkça belirtilmişse de⁴⁴⁷, “kanuna karşı hile” başlığından hükmün APOK § 71a’dan tercüme edildiği anlaşılmaktadır⁴⁴⁸. Bununla birlikte söz konusu başlıklandırma hükmün konuluş amacıyla da ilişkili olup, hüküm gerekçesinde hükmün amacının TTK m. 379 hükmünün dolanılmasını engellemek olduğu belirtilmiştir⁴⁴⁹.

3.3. Dağıtımın Sınırlandırılması

Anonim şirketler hukukunda geniş anlamda dağıtım, şirket malvarlığının pay sahiplerine aktarılmasını ifade etmektedir⁴⁵⁰. Şirket malvarlığının pay sahiplerine dağıtılmasının en tipik örneği kâr payı dağıtımı olsa da, anonim şirket malvarlığı pay sahiplerine açık veya örtülü başka bir takım işlemlerle de aktarılabilir. Pay sahiplerinin anonim şirkete koydukları sermaye miktarlarıyla sınırlı sorumlu olması sebebiyle, anonim şirket malvarlığının pay sahiplerine dağıtılması her ne şekilde gerçekleştirilirse gerçekleştirilsin önem arz etmektedir. Bu nedenle, kâr dağıtımının kanun koyucu tarafından sınırlandırılması kaynağını, sermayenin iadesinin yasak olmasından almaktadır.

Anonim şirket tarafından pay sahiplerine yapılan dağıtımların en tipik olanı kâr payı dağıtımı olup, kâr payı alma pay sahibinin malvarlıksal haklarından biridir⁴⁵¹. Zira pay sahiplerinin uzun vadede beklentisi anonim şirketin kâr elde etmesi ve buna

⁴⁴⁷ TTK m.380 hüküm gerekçesinin ilgili kısmı şu şekildedir: “Hükmün kaynağı AET’nin 77/91 sayılı ve 13/12/1976 tarihli şirketlere ilişkin İkinci Yönergesidir”.

⁴⁴⁸ Ayrıntılı bilgi için bkz. Gürel, 25.

⁴⁴⁹ Hükme göre, “Paylarının iktisap edilmesi amacıyla, şirketin başka bir kişiyle yaptığı, konusu avans, ödünç veya teminat verilmesi olan hukuki işlemler batıl olacaktır. Bu yaptırım kredi ve finans kurumlarının işletme konuları içine giren işlemlere ve şirketin veya onun bağlı şirketlerinin çalışanlarına, şirketin paylarını iktisap edebilmeleri için avans, ödünç ve teminat verilmesine ilişkin hukuki işlemlere uygulanmamakla birlikte, bu istisnai işlemler de şirketin, kanuna ve esas sözleşmesine göre ayırmak zorunda bulunduğu yedek akçeleri azaltıyor veya yedek akçelerin harcanmalarına ilişkin kuralları ihlal ediyor ve şirketin yedek akçeyi ayırmasına imkân bırakmıyorsa geçersiz olacaktır. Ayrıca şirket ile üçüncü kişi arasında yapılmış bulunan ve bu kişiye, şirketin kendi paylarını; şirketin, şirkete bağlı bir şirketin veya şirketin paylarının çoğunluğuna sahip olduğu şirketin hesabına alma hakkı tanıyan ya da böyle bir yükümlülük öngören bir düzenleme, eğer bu payları şirket alsaydı işlem TTK m.379 hükmüne aykırılık teşkil ediyorsa batıl olacaktır.”

⁴⁵⁰ Rickford Raporu, 922.

⁴⁵¹ Anonim şirketlerde pay sahibinin kâr payı hakkına ilişkin olarak ayrıntılı bilgi için bkz. Aslı E. Gürbüz Usluel, *Anonim Şirketlerde Pay sahibinin Kar Payı Alma Hakkı*, (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2016); Zehra Badak, *Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Şirkette Pay Sahibinin Kâr Payı Hakkı*, (İstanbul: Oniki Levha Yayıncılık, 2018); Kerem Çelikkaya, “Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Kâr Payı Hakkı” (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2020).; Bilge Aytuğ, “Anonim Şirketlerde Kâr Payı ve Kâr Payı Avansı Dağıtımı Hakkında 7244 Sayılı Kanun İle Öngörülen Tedbirler”, *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 11/2, (2020): 396-410.

bağlı olarak kazanç sağlamaktır. Öğretide, pay sahiplerinin bu beklentileri sebebiyle fırsatçı davranışlara eğilimli olduğu ve alacaklıların korunması amacıyla kâr payı dağıtımının bilanço hesabına göre ve belirli kurallar çerçevesinde yapılması gerektiği kabul edilmektedir. Bu sebeple esas sermaye sisteminde dağıtım rejimini düzenleyen emredici hükümler üzerinde bilhassa durulmuş, bu konu AB şirketler hukuku reform çalışmaları kapsamında ortaya çıkan tartışmaların merkezinde yer alan konulardan biri olmuştur.

Anonim şirkette dağıtım rejiminin esas sermaye sistemi bakımından durumunun incelenebilmesi içi dağıtım ile ilişkili olarak bazı kavramlara kısaca değinmek gerekmektedir. Bu kavramlardan bir tanesi yedek akçedir (Rücklagen). Öğretide, yedek akçe, “*esas sermaye tutarını aşan net malvarlığı*” olarak tanımlanmaktadır⁴⁵². Yedek akçeler açık veya gizli olarak sınıflandırılabilir gibi ayrılımlarının zorunlu olup olmamasına göre kanuni veya ihtiyari yedek akçe olarak da sınıflandırılabilir. Buna göre, açık yedek akçe anonim şirket bilançosuna dayandırılmak suretiyle ayrılan ve şirket bilançosunda gösterilen yedek akçe türüdür. Gizli yedek akçe (Stille Rücklagen) ise, miktarı belirli olmayan ve bilançoda doğrudan gözükmeyen yedek akçe türüdür⁴⁵³. Kanunen ayrılmak zorunda olan yedek akçe kanuni yedek akçeyi ifade ederken, kanunen zorunlu olmayan ve fakat esas sözleşmede belirtilmesi halinde ayrılan yedek akçe ise ihtiyari yedek akçeyi ifade etmektedir⁴⁵⁴. Çalışmamızın konusu ve esas sermaye sistemi bakımından, biz kanuni yedek akçe kavramını ele alacağız. Nitekim kanunen ayrılması zorunlu kılınmış yedek akçeler, anonim şirket kâr payı dağıtımlarını sınırlamakta ve kanunen bağlı malvarlığını belirlemektedir. Böylece zorunlu yedek akçeler eliyle esas sermaye sisteminin tampon işlevi de desteklenmektedir⁴⁵⁵.

⁴⁵² Ahmet Türk, “Anonim Ortaklıkta Gizli Yedek Akçeler”, *Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 4/2, (2002):173-233,174; Ayhan/Çağlar/Özdamar, 350 vd.; Gürbüz Usluel, a.g.e.,16; Bezenberger, a.g.e., 20; Moroğlu, *Sermaye Artırımı*, 213; Mosch, 337; Bauer, 217.

⁴⁵³ Türk, “Gizli Yedek Akçeler”, 175.

⁴⁵⁴ Mosch, 414; Bezenberger, a.g.e., 21; Moroğlu, *Sermaye Artırımı*, 214 vd.; Bununla birlikte TTK m.523/3 hükmü uyarınca, esas sözleşmede hüküm bulunmasa bile, genel kurul, şirketin işçileri için yardım sandıkları ve diğer yardım örgütleri kurulması veya bunların sürdürülebilmesi amacıyla veya diğer yardım ve hayır amaçlarına hizmet etmek üzere, bilanço kârından yedek akçe ayırabilecektir. Tekinalp, serbestçe kullanılabilir özvarlık kavramını, “*genel kurul kararıyla her hangi bir özgülleme amacına bağlanmamış, ortaklığın istediği zaman istediği yerde kullanabileceği yedek akçeler*”, şeklinde tanımlanmıştır. Bkz. Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.144f. Ayrıca bkz. Yaşar Karayalçın, “Mecburi-Kanuni Yedek Akçeler ve Kullanılması”, *BATIDER* 4/3 (1968).

⁴⁵⁵ Mülazımoğlu, 124; Moroğlu, *Sermaye Artırımı*, 214.

Esas sermaye sistemi tartışmaları esnasında dağıtımının sınırlandırılmasına ilişkin hükümlerin anonim şirket, pay sahipleri ve alacaklılar arasındaki menfaati ne ölçüde dengelediği ve esas sermaye sisteminin amacını gerçekleştirmesinde ne düzeyde etkili olduğu tartışması gündeme gelmiştir. Özellikle kâr payı dağıtımına ilişkin olarak hukuk sistemleri arasında yaklaşım farklılıkları bulunmakta, Kıta Avrupası hukuk sistemi kâr dağıtım politikalarında daha muhafazakar bir çerçeve çizerken; ABD hukuk sisteminde ödeme gücü yeterliliği bakımından yönetim kurulunun takdir yetkisine ağırlık verilerek daha liberal bir çerçeve çizilmektedir.

3.3.1.Örtülü Dağıtım Yasağı ve Amacı (Disguised Distributions/ Verdeckte Vermögenverlagerungen/ Ausschüttungen/ Leistungen)

Anonim şirket malvarlığı pay sahiplerine, açık veya örtülü olarak dağıtılabilir. Pay sahiplerine hukuken izin verilen şekilde ve miktarda yapılabilecek dağıtımın dışına çıkılması ve söz konusu dağıtımların başka bir hukuki işlemle gizlenmesi halinde anonim şirket malvarlığının örtülü dağıtılmasından söz edilmektedir⁴⁵⁶. Açık dağıtımların aksine örtülü dağıtımlar, esas sermaye karşılığının pay sahiplerine iade edilmesi sonucunu doğurabileceğinden bir çok hukuk sisteminde kanunen yasaklanmıştır. Nitekim anonim şirket malvarlığının hukuka uygun olmayan bir biçimde pay sahiplerine iadesi halinde anonim şirket alacaklılarının ve pay sahiplerinin menfaatleri zedelenebilecektir.

Örtülü dağıtım yasağının temel amacı, şirketin malvarlığı unsurlarının pay sahiplerine, yöneticilere veya ilişkili taraflara keyfi olarak aktarılması suretiyle alacaklıların ve pay sahiplerinin menfaatlerinin zarar görmesini engellemektir. Sözleşmeler aracılığıyla örtülü dağıtım yapılması suretiyle şirket yönetiminde kontrol sahibi pay sahipleri lehine kazandırma yapılarak, azınlık ve çoğunluk pay sahipleri arasında menfaat çatışması yaratılabilecektir⁴⁵⁷. Dolayısıyla söz konusu yasak ile pay sahipleri arasındaki eşitliğin de korunması amaçlanmaktadır.

⁴⁵⁶ Sevi, 461; Mülazımoğlu, 127; Mosch, 95. Örtülü dağıtımlara ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Holger Fleisher, “Disguised Distributions and Capital Maintenance in European Company Law”, *Legal Capital in Europe*, Edt. Marcus Lutter, (Berlin: De Gruyter Recht, 2006), 95-111; Cahn, 6 vd. ; MüKoAktG/Bayer AktG §57 Rn. 45; Bezzemberger, 212.

⁴⁵⁷ Fleischer’in ifade ettiği üzere bu eğilimin sebebi, pay sahipleri ile yapılacak sözleşmeler dolayısıyla elde edilecek avantajların, azınlıklar üzerinde yaratılan dezavantajlara nazaran ağır basmasıdır. Fleischer, “Disguised Distribution”, 96.

Örtülü dağıtımlar çoğunlukla pay sahipleri ile anonim şirket arasında mal veya hizmet sözleşmesi şeklinde yapılmakla birlikte bu sözleşmelerde ivaz bakımından orantısızlık söz konusu olmaktadır. Dolayısıyla, hukuka uygun görünen bir sözleşmenin ardından pay sahibi, hak ettiğinden fazla miktarda değere sahip olmakta ve bu değer gizlenmektedir⁴⁵⁸. Örtülü dağıtımlara örnek olarak anonim şirket malvarlığının pay sahibine piyasa değerinin altında satılması, pay sahiplerine ödünç verilmesi, anonim şirket temsilcisi ile pay sahibi temsilcisi aracılığıyla dağıtım kurallarına aykırı işlem yapılması ve sonra pay sahibine devredilmesi⁴⁵⁹, pay sahibinin borcunun şirket tarafından ödenmesi veya teminat verilmesi gösterilebilir.

Örtülü dağıtım yapılması dağıtımı yapmakla görevli şirket organı bakımından sorumluluk ile sonuçlanacaktır. Buna göre, yönetim kurulunun yetkili olduğu sistemlerde yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu söz konusu olurken, Türk hukuku örneğinde olduğu gibi genel kurulun yetkili olduğu ülke hukuklarında genel kurul kararlarının hükümsüzlüğü gündeme gelebilecektir⁴⁶⁰.

⁴⁵⁸ Bununla birlikte pay sahipleri dışında ilişkili taraflarla yapılan malvarlığı aktarımı da sermayenin korunması ilkesine aykırılık teşkil edebilecektir. Bazı hukuk sistemlerinde örtülü dağıtım yasağının kapsamı geniş yorumlanmak suretiyle, ilişkili taraflar ile yapılan işlemler de yasak kapsamına alınmıştır. Örneğin Alman Hukuku'nda ilişkili taraflarla yapılan işlemlerde sermayenin korunmasına ilkesinin uygulama alanı bulması bazı kriterlere -işlemin pay sahiplerine dolaylı dahi olsa fayda sağlayıp sağlamadığı gibi- bağlanmıştır. Bkz. Cahn, 15; Fleischer, "Disguised Distribution", 95; Mülazımoğlu, 134.

⁴⁵⁹ Cahn, 14; Mülazımoğlu, 140. Örtülü dağıtımın bazı özel görünüm hallerine ilişkin ayrıca bkz. Sevi, 462. Arslan Kaya örtülü kazanç aktarımını sınırlı sayıda olmamak üzere şu şekilde örneklendirmiştir: *"• Şirket yöneticilere ücret, huzur hakkı ve benzeri adlar altında tanınan mali hakların/ hak tanımı adı altında yapılan sair ödemelerin alışılmışın/mutadın ve emsallerinin üzerinde ve çok yüksek olması, • Yavru şirkete hakim şirketin ya da hakim şirkete bağlı diğer yavru şirketlerin, yavru şirketçe ihtiyaç duyulmayan mal veya hizmet satmaları, • Yavru şirkete hakim şirketin ya da hakim şirkete bağlı diğer yavru şirketlerin bariz yükseltilmiş fiyatlarla mal veya hizmet satmaları, • Yavru şirkete hakim şirketin ya da hakim şirkete bağlı diğer yavru şirketlerin pazar koşullarından yüksek faizlerle kredi kullandırması, borç vermesi, • Yavru şirkete yapılan yer tahsisi, kira ve benzeri işlemlerin pazar koşullarının üzerinde fiyatlarla yapılması, • Ana şirketin yavru şirkete, örneğin bir markasını çok yüksek bedelle kullandırma temelli bir sözleşme ile kullandırması, • Rekabet ve ihale mekanizmasını işletmeden veya göstermelik olarak işleterek ya da buna ihtiyaç dahi duymadan hammadde veya ihtiyaç kalemlerinin sürekli aynı yerden ve tek elden/tek el üzerinden alınması, • Aynı konum ve şartlarda bulunan ve asgari koşullarda eşit davranılması gereken müşterilerden bazılarının, örneğin, regüle bir farklı fiyat uygulanması, giderek müşterilerin temerrüdüne bağlı olarak adil olmayan farklı işlemler yapılması, biri dava ve takip edilirken diğeri hakkında hukuki takibat yapılmaması, • Objektif şartlar yok iken ilişkili bulunan bir kişi lehine, örneğin, bir alım veya ihaleden çekilme, • Örneğin, bir ithalat veya ihracat işleminde, sürece işlem veya şahıs bazında işlevsiz biçimde dahil olunması (ithalat veya ihracat sürecine hiç bir katkısı bulunmayan süjelerin dahil edilmesi) ve bu suretle maliyetin artırılması".* Bkz. Arslan Kaya, "Örtülü Kazanç Aktarımı Yasağının TK'ya Tabi Şirketler/Şirketler Topluluğu ve SerPK İle İlişkisi Bakımından Değerlendirilmesi", *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*, 3/22 (2016): 1531-1547, 1534-1535.

⁴⁶⁰ Kaya, "Örtülü Kazanç Aktarımı", 1537.

3.3.2. Kâr Payı Dağıtımının Sınırlandırılması ve Amacı

Anonim şirketlerde dağıtımlara ilişkin sınırlamalar kaynağını sermayenin iadesi yasağından almaktadır. Nitekim pay sahiplerine yapılacak kâr dağıtımlarının belirli şartlar dahilinde mümkün olabilmesinde de amaç, anonim şirket malvarlığının azalmasının önüne geçilmesi ve böylece şirket alacaklılarının korunmasıdır. Bununla birlikte bazı pay sahiplerine imtiyaz tanınması suretiyle pay sahipleri arasında eşitsizlik yaratılmasının da önüne geçilmesi hedeflemektedir⁴⁶¹.

Özellikle Anglo-Sakson hukuk sistemleri ve Kıta Avrupası hukuk sistemlerinin dağıtımlara olan bakış açılarının farklı olması, düzenlemelerin amaçlarına da tesir etmektedir. Nitekim Anglo-Sakson hukuk sistemlerinde (ABD ve Yeni Zelanda örneği) daha sonra ayrıntılı değineceğimiz üzere kâr dağıtım politikaları, şirketin ödeme gücü yeterliliği ve yönetim kurulunun takdir yetkisine dayalı olmasına karşın, Kıta Avrupası hukuk sistemlerinde alacaklıların menfaati ön planda olup, dağıtım politikaları bilançoya dayalı ve kısıtlayıcı bir düzlemedir⁴⁶².

Dolayısıyla esas sermaye sistemi kapsamında öngörülen diğer hükümler gibi kâr dağıtımlarına ilişkin düzenlemelerle de şirket malvarlığının azaltılmasının önüne geçilmesi, alacaklıların şirket karşısında bilgi asimetrisi sebebiyle bulunduğu durumun hafifletilmesi ve pay sahiplerinin kendi aralarındaki eşitlik halinin dengede tutulması amaçlanmaktadır⁴⁶³.

3.3.3. AB Hukuku Düzenlemesi

AB Hukuku reform çalışmaları kapsamında 77/91 EEC sayılı yönergenin bir çok hükmünde değişiklik yapılmasına rağmen, pay sahiplerine yapılacak dağıtım rejimi genel olarak muhafaza edilmiş, 2012/30 sayılı AB yönergesi m.17 hükmü varlığını, 2017/1132 sayılı yönerge m.56 ile devam ettirmiştir. Hükme göre pay sahiplerine dağıtım yapılabilmesi için bazı şartların yerine getirilmiş olması gerekmektedir⁴⁶⁴. Buna göre şirketin mali durumu esas alınarak belirli miktarda malvarlığı değeri

⁴⁶¹ Rüdriger Veil, “Capital Maintenance- The Regime of the Capital Directive versus Alternative Systems”, *Legal Capital in Europe*, Edt. Marcus Lutter, (Berlin: De Gruyter Recht, 2002), 75-94, 77; Drinkuth, 184; MüKoAktG/Bayer AktG § 57 Rn. 22-28.

⁴⁶² Miola, 470; Rickford Raporu, 979; Toraman, 75; Eryiğit, 299; Söz konusu dağıtım sistemleri çalışmanın 3. bölümünde ayrıntılı biçimde ele alınacaktır. Bkz. III. bölüm, 3.5. başlığı altında yapılan açıklamalar.

⁴⁶³ Veil, 77; Toraman Çolgar, 21; Kaya, “Örtülü Kazanç Aktarımı”, 1539; Fridrich, 142.

⁴⁶⁴ Rickford Raporu, 962

muhafaza edilerek pay sahiplerine yapılacak olan dağıtımın serbest malvarlığından ve sınırlı miktarda yapılması öngörülmüştür⁴⁶⁵.

AB 2017/1132 sayılı yönerge m.56/1 hükmü uyarınca “*Esas sermayenin azaltılması hariç olmak üzere şirketin faaliyet yılının son gününde yıllık finansal tablolarındaki net aktiflerin, esas sermaye ve kanun veya esas sözleşme ile dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçeler toplamından az ya da dağıtım sonrası az olması durumunda dağıtım yapılamayacaktır*”. Dağıtım yapılmasında şirket net aktifinin; esas sermaye, kanun veya esas sözleşme ile dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçeler toplamı karşısındaki konumu dikkate alınmaktadır⁴⁶⁶. Dolayısıyla yönerge ile şirketin net aktifinin esas sermaye ve yedekler toplamını aşması halinde dağıtım yapılması mümkün kılınarak dağıtıma aleni bir sınır çizilmiştir. Yönerge m.56/3 hükmü ise pay sahiplerine yapılacak dağıtımın tutarını düzenlemektedir. Buna göre son faaliyet yılındaki kâr ve zarar hesaplamasına dayanarak yapılacak olan dağıtım; son finansal yıllık bilançodaki kâr, aktarılan kârlar ve dağıtıma özgülenmiş yedek akçeler toplamından, önceki yıllardan aktarılan zararlar ile kanun veya esas sözleşme uyarınca ayrılması gereken yedeklerin çıkarılması sonucunda elde edilen tutarı aşamayacaktır⁴⁶⁷. Yönergede istisnai haller hariç olmak üzere yedek akçe ayrılması zorunluluğu ise öngörülmemiştir⁴⁶⁸.

Bununla birlikte yönergenin dağıtım hükümlerinin uygulama kapsamı konusunda Alman doktrininde görüş ayrılıkları söz konusu olmuştur⁴⁶⁹. Nitekim yönergenin örtülü dağıtımlara uygulanıp uygulanmayacağı belirgin değildir. Bir grup yazarın görüşüne göre, yönerge ile öngörülen kurallar sadece açık dağıtımlara ilişkindir. Söz konusu görüş sahipleri tarafından yönergede (77/91 sayılı yönerge m.15/d, 2017/1132 sayılı yönerge m.56/4) dağıtım teriminin özellikle kâr payı ödemelerini ve hisse senetlerine ilişkin faizleri ifade ettiği, karşılaştırmalı ülke hukuklarında örtülü dağıtımların yönetim kurulu üyesinin hukuki sorumluluğu ile

⁴⁶⁵ Enriques/Macey, a.g.m., 1177; Toraman Çolgar, 20;

⁴⁶⁶ Şirket net aktifî şirketin tüm aktif kalemlerinden, borçlarının çıkarılması suretiyle tespit edilecektir. Bkz. Rüdiger Veil, 78 ; Söz konusu tespiti şirketin son yıllık bilançosuna göre yapılması sebebiyle, sistem “*bilanço testi (balance sheet test (or net assets test))* olarak adlandırılmaktadır. Bkz. Rickford Raporu, 982; Toraman Çolgar, 20; Miola, 458.

⁴⁶⁷ Veil, 78; Toraman Çolgar, 21.

⁴⁶⁸ 2017/1132 sayılı Yönerge m.63/1-b uyarınca anonim şirketin kendi paylarını iktisap etmesi halinde yedek akçe ayrılması zorunluluğu öngörülmüştür. Santella/Turrini, a.g.m., 453.

⁴⁶⁹ Tartışmalara ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Fleischer, “Disguised Distributions”, 98; Drinkuth, 185 vd.

frenlendiği ve son olarak hükmün uygulama alanının örtülü dağıtımları da kapsayacak şekilde genişletilmesinin hukuki açıklık ilkesine aykırılık teşkil edeceği ileri sürülmüştür⁴⁷⁰.

Aksi görüş ise yönergenin ilgili bendinin sınırlı olmadığı ve hükmün örtülü dağıtımlara da uygulanması gerektiği yönündedir⁴⁷¹. Zira yönergenin örtülü dağıtımlara uygulanmaması halinde, alacaklıların korunması ve pay sahipleri arasındaki eşitliğin sağlanması amaçları gerçekleşmeyecektir.

Buna göre yönergenin dağıtım terimini tanımlarken “özellikle” ifadesini kullanması sebebiyle dağıtımların kâr payı ve faizler ile sınırlı olmadığı ifade edilebilecektir⁴⁷². Ancak yönergenin uygulama alanını örtülü dağıtımlar ile genişletmek yerine konuyla ilgili olarak yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğuna ilişkin açık bir düzenleme yapılması hükmün uygulanması açısından kolaylık sağlayacaktır. Bu noktada alacaklıların korunması ve pay sahipleri arasındaki eşitliğin sağlanmasında ex ante veya ex post yöntemler bakımından hukuk otoritesinin tercihi belirleyici olacaktır.

Alman hukukunda da yedek akçelerin ayrılması ve bilanço kârının hesaplanmasına ilişkin hükümler AktG §150 vd. hükümlerinde düzenlenmiştir. Pay sahiplerinin kâr payı hakkı ise “*kâr payı dağıtımı ve alacaklıların korunması*” başlığı ile AktG §233 hükmünde düzenlenmiştir. Buna göre kanuni yedek akçeler ve sermaye yedekleri, çıkarılmış sermayenin %10’na ulaşmadığı takdirde, kâr payı dağıtılamayacaktır.

İsvBK m.671 hükmüyle de yedek akçe ayrılması zorunluluğu öngörülmüş olup, m.674-675 hükmü ile pay sahiplerine ve yönetim kurulu üyelerine dağıtımın şartları düzenlenmiştir.

İngiliz CA m.829 hükmü ile dağıtımın istisnalar hariç olmak üzere, pay sahiplerine bir şirketin varlıklarının nakit veya başka bir şekilde her türlü dağıtımını kapsadığı ifade edilmiş olup, CA m.830 hükmüyle dağıtımın yalnızca bu amaç için

⁴⁷⁰ Koll-Möllenhoff, 159,160; Fleischer, “Disguised Distributions”, 98; Drinkuth, 187; Cahn, 6.

⁴⁷¹ Engert, “Life without Legal Capital”, 653;

⁴⁷² Toraman Çolgar, ikinci görüşten yana tavır alınması gerektiğini zira, dağıtımları tanımlayan bentte (77/91 sayılı yönerge m.15/d, 2017/1132 sayılı yönerge m.56/4) sayılanların sınırlı sayıda olmadığını, ayrıca örtülü dağıtımların kapsam dışı bırakılmasının alacaklıların korunması bakımından kabul edilebilir olmadığını belirtmiştir. Bkz. Toraman Çolgar, 20.

ayrılmış kârdan yapılabileceği ifade edilmiştir. Bununla birlikte CA m.847 hükmüyle hukuka aykırı şekilde yapılan dağıtımların sonuçları düzenlenmiş ve pay sahiplerinin sorumluluğuna yer verilmiştir⁴⁷³.

3.3.4. Türk Hukuku Düzenlemesi

Türk hukukunda da dağıtımlara ilişkin sınırlamaların temelinde, anonim şirket pay sahiplerinin sınırlı sorumlu olması ve şirket sermayesinin pay sahiplerine geri ödenmesinin önüne geçilerek malvarlığının korunması yer almaktadır. TTK m.509 hükmü uyarınca “*Sermaye için faiz ödenemeyeceği gibi kâr payı ancak net dönem kârından ve serbest yedek akçelerden dağıtılabilecek olup, kârın dağıtılmasına karar vermek şirket genel kurulunun devredilemez yetkileri kapsamındadır*” (TTK m.408/2-d). TTK m.509 hüküm gerekçesinde belirtildiği üzere “net dönem kârından” kasıt, bilanço zararı düşüldükten sonra kalan kârdır. Bununla birlikte anonim şirket bilançosunda geçmiş yıl zararı varsa kâr dağıtılamayacaktır. Yasağın sermayenin korunması ilkesi gereği olduğu da hüküm gerekçesinde açıkça ifade edilmiştir. Dolayısıyla TTK’ya göre pay sahiplerine kâr payı dağıtımı ancak bağlı olmayan malvarlığından ve bilançoya göre yapılabilecek olup, genel kurulun yetkisindedir.

TTK m.519/3 hükmü uyarınca genel kanuni yedek akçe, sermayenin veya çıkarılmış sermayenin yarısını aşmadığı takdirde, sadece zararların kapatılmasında, işlerin iyi gitmediği zamanlarda işletmeyi devam ettirmeye, işsizliğin önüne geçmeye elverişli önlemler alınması için kullanılabilecektir. TTK m.519 hükmü TTK m.512 hükmü ile de desteklenmiş, haksız yere ve kötü niyetle kâr payı veya hazırlık dönemi faizi alan pay sahiplerinin bunları geri verme yükümlülüğü altında olduğu belirtilmiştir. Yine TTK m.523 hükmü uyarınca, kanuni ve esas sözleşmede öngörülen isteğe bağlı yedek akçeler ayrılmadıkça pay sahiplerine dağıtılacak kâr payı belirlenemeyecektir. Görüldüğü üzere pay sahiplerine yapılacak dağıtımlara ilişkin olarak TTK’nın genel tavrı genel olarak önleyici (ex-ante) nitelikte ve emredicidir⁴⁷⁴.

⁴⁷³ İngiliz içtihadının hukuka aykırı dağıtımlara ilişkin olarak daha kısıtlayıcı bir yorumdan daha yumuşak bir yoruma dönüştüğü, CA 2006’dan önce, genel olarak sermayenin korunmasına ilişkin kurallar ve hukuka aykırı dağıtımlar için pay sahiplerinin sorumluluğunun daha katı olduğu yönünde bkz. Saldaña, 93.

⁴⁷⁴ Kovid-19 pandemisinin ekonomik hayata olası etkileri sebebiyle, 7244 sayılı bir torba Kanun ile TTK’ye geçici 13. madde eklenmiş ve “*sermaye şirketlerinde 30.09.2020 tarihine kadar 2019 yılı net dönem kârının sadece %25’ine kadar olan kısmının dağıtılabileceği; geçmiş yıl kârları ile serbest yedek*

Anonim şirket pay sahiplerine yapılacak dağıtımların tamamına değinilmesi konumuzun kapsamını aşacağından, dağıtımlara ilişkin hükümlerin esas sermaye sistemi bağlamında verimliliği, konuya ilişkin mukayeseli hukuktaki tartışmalar ve alternatif dağıtım mekanizmaları ile birlikte ilerleyen başlıklarda incelenecektir.

3.4. Şirkete Karşı Borçlanma Yasağı

Pay sahibinin veya pay sahibi olmayan yönetim kurulu üyelerinin şirkete karşı borçlanması uygulamada sıklıkla görülen bir durum olmakla birlikte, genel olarak pay sahibinin şirkete karşı geri ödeme niyeti olmadan borçlanması yasaktır⁴⁷⁵. Çünkü pay sahibinin şirkete karşı borçlanması veya şirket kasasını şahsi malvarlığı olarak keyfi biçimde kullanması, çoğunlukla şirket malvarlığının azalması, alacaklıların ve pay sahiplerinin menfaatlerinin zedelenmesi sonucunu doğurmaktadır.

Dolayısıyla şirkete karşı borçlanma yasağı da esas sermaye sistemine paralel bir biçimde anonim şirket sermayesinin korunmasına hizmet etmektedir. Böylece pay sahiplerinin şirkete karşı borçlanması hususu kanunun emredici hükümleriyle düzenlenmekte ve anonim şirket bağlı malvarlığının pay sahipleri tarafından borçlanma yoluyla eksilmesinin önüne geçilerek menfaat sahipleri korunmaktadır.

3.4.1.Şirkete Karşı Borçlanma Yasağının Amacı

Şirkete karşı borçlanma yasağı da tıpkı esas sermaye sistemi içerisinde öngörülmüş diğer düzenlemeler gibi alacaklıların ve anonim şirket içerisinde azınlık ve çoğunluk pay sahiplerinin menfaatlerini dengeleyerek, pay sahipleri arasındaki eşitliğin korunmasını amaçlamaktadır⁴⁷⁶.

akçelerin dağıtılamayacağı ve yönetim kuruluna kâr payı avansı dağıtım yetkisi verilemeyeceği” düzenlenmiş olup, söz konusu kâr dağıtım kısıtlaması 01.01.2021 tarihi itibarıyla sona ermiştir.

Söz konusu sınırlandırma ölçülülük çerçevesinde değerlendirilmeli, hükmün amaca uygunluğu göz önünde bulundurulmalıdır. Bu kapsamda hükmün birinci fıkrasının mevcut koşullar nezdinde ölçülü olduğu kabul edilebilirse de doktrinde hükmün ikinci fıkrasının pay sahiplerinin doğmuş haklarına zarar verdiği ifade edilmiştir. Bkz. Aytuğar, “Anonim Şirketlerde Kâr Payı”, 404.

⁴⁷⁵ Şirkete karşı borçlanma yasağına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Emek Toraman Çolgar, *Anonim Ortaklıkta Şirkete Borçlanma Yasağı*, (İstanbul: Oniki Levha Yayınları, 2019); Serdar Hızır, “Anonim Şirkette Pay Sahibinin Şirkete Borçlanma Yasağını Düzenleyen TTK m. 358 Üzerine Bazı Değerlendirmeler”, *BATIDER*, XXIX/2 (2013): 225-289. Ayrıca bkz. Enriques vd., *The Anatomy of Corporate Law*, 145 vd; Özkorkut, “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda Şirkete Borçlanma Yasağı”, 45-71.

⁴⁷⁶ Toraman Çolgar, 122; Erdoğan Moroğlu, “Anonim Ortaklıkta Çoğunluk Pay Sahiplerinin Azınlık ve İmtiyazlı Pay Sahiplerine Karşı Korunması”, *BATIDER*, XVII/3, (1994): 47-55.

Anonim şirket pay sahiplerinin şirkete karşı borçlanması sebebiyle malvarlığının azalması sermayenin iadesi yasağı ile yakından ilişkili olup, sermayenin korunması ve eşit işlem ilkesi temelleri üzerine konumlandırılmıştır. Nitekim yasağa ilişkin emredici hükümler ile alacaklılar aleyhine malvarlığının azaltılması ve anonim şirket malvarlığından pay sahipleri arasındaki eşitliği bozacak şekilde yararlanılmasının önüne geçilmesi hedeflenmektedir.

Bununla birlikte anonim şirket malvarlığının finansman aracı olarak pay sahipleri tarafından kötüye kullanımının engellenmesi ile anonim şirket tüzel kişiliğinin korunması da amaçlanmaktadır.

3.4.2. AB Hukuku Düzenlemesi

Karşılaştırmalı hukuk bakımından borçlanma yasağı ayrı bir düzenleme ile ele alınmamış, sermayenin iadesi hükümleri kapsamında değerlendirilmiştir⁴⁷⁷. Bu kapsamda AB hukuku bakımından borçlanma yasağı, bağlı malvarlığını koruyan dağıtım rejimleri içerisinde ele alınmaktadır.

2017/1132 sayılı AB yönergesinde dağıtıma ilişkin genel kurallar daha önce belirttiğimiz üzere m.56 hükmü ile düzenleme altına alınmıştır. Hükme göre, esas sermayenin azaltılması hariç olmak üzere şirketin faaliyet yılının son gününde yıllık finansal tablolarındaki net aktiflerin, esas sermaye ve kanun veya esas sözleşme ile dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçeler toplamından az ya da dağıtım sonrası az olması durumunda dağıtım yapılamayacaktır. Belirtilen sınırlamalar ile anonim şirket bağlı malvarlığı korunarak, anonim şirket esas sermayesinin pay sahipleri lehine borçlanma yoluyla azaltılmasının da önüne geçilmesi amaçlanmaktadır. Dolayısıyla borçlanma yasağı ile elde edilmesi beklenen koruma, sermayenin iadesi hükümleri ile sağlanmaya çalışılmıştır.

Anonim şirkete karşı borçlanma yasağı Alman ve İsviçre hukukunda da sermayenin iadesi yasağı kapsamında ele alınmaktadır (Alm. POK §57 ve İsvBK m.678/2, m.680). Pay sahiplerinin şirkete karşı borçlanma yasağı bakımından Alm. POK §57 hükmünde MoMiG ile yapılan değişiklik önem arz etmektedir. Söz konusu değişiklik ile sermayenin iadesi yasağına bir istisna sağlanarak, pay sahibinin borcu

⁴⁷⁷ Sermayenin iadesi yasağı Alman Hukukunda APOK §57 hükmünde, İsviçre Hukukunda ise İsvBK m.680 hükmü ile düzenleme altına alınmıştır. Bununla birlikte Alman Hukukunda MoMiG ile pay sahiplerine ödünç veya teminat verilmesine ilişkin hükümler yumuşatılmıştır.

karşılığında şirketin de karşı talep ya da edim kazanması halinde yasağın uygulanmayacağına hükmedilmiştir (Alm.POK §57/1 c.3)⁴⁷⁸.

AB 2017/1132 sayılı yönerge, Alm. POK ve İsv.BK bakımından şirkete karşı borçlanma yasağının sermayenin iadesi yasağı kapsamına girmesi ve çalışmamızda daha önce sermayenin iadesi yasağının incelenmiş olması sebebiyle tekrre mahall vermeme adına bu başlıkta söz konusu açıklamalar ile yetinilecektir⁴⁷⁹.

3.4.3. Türk Hukuku Düzenlemesi

Türk Hukuku'nda pay sahiplerinin şirkete karşı borçlanma yasağı TTK m.358 hükmü ile ayrı bir hüküm olarak düzenlenmiştir. Hükme göre *“Pay sahipleri, sermaye taahhüdünden doğan vadesi gelmiş borçlarını ifa etmedikçe ve şirketin serbest yedek akçelerle birlikte kârı, geçmiş yıl zararlarını karşılayacak düzeyde olmadıkça şirkete borçlanamayacaktır”*. Buna göre hüküm ile pay sahiplerinin şirkete borçlanması belirli şartların sağlanması koşulu ile serbest hale getirilmiştir⁴⁸⁰.

Hükümde pay sahibinin muaccel sermaye borcunu ifa etmiş olması ve şirketin yedek akçeleriyle birlikte kârının geçmiş yıl zararlarını karşılaması şartlarının amacı şirket bağlı malvarlığının korunmasıdır. Nitekim hüküm gerekçesinde hükmün amacı, *“Hüküm yenidir; ticaret hayatında yaygın olan, kazandığı boyutlar dolayısıyla verdiği zararlar bir hayli genişlemiş bulunan, bir kötü ve sakat uygulamayı önlemeyi amaçlamaktadır. Çünkü, hükümle pay sahiplerinin şirkete karşı borçlanmalarının yani, sermaye taahhüdü dahil, birçok iş ve işlemde şirket kasasını kullanmalarının, kişisel harcamalarını bu kanaldan yapmalarının, hatta şirketten para çekmelerinin engellenmesi amaçlanmaktadır”* şeklinde açıklanmıştır⁴⁸¹.

TTK m.358 hükmü 6335 sayılı kanunla değişikliğe uğramış ve yumuşatılmıştır. Nitekim değişiklik öncesinde hüküm ile pay sahiplerinin iştirak taahhüdünden doğan borçları haricinde borçlanması yasaklanmış olup, devamında istisnai durumlar

⁴⁷⁸ Tam değerli karşı edim hakkı (vollwertigen) kavramı MoMiG hükümet gerekçesinde tanımlanmıştır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Toraman Çolgar, 32 vd ve s.43; MüKoAktG/Bayer AktG § 57 Rn. 132-140.

⁴⁷⁹ Bkz. II. bölüm, 3.1. başlığı altında yapılan açıklamalar.

⁴⁸⁰ Özkorkut, “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda Şirkete Borçlanma Yasağı”, 50; Bu şartlara ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Hızır, a.g.m., 239 vd.;

⁴⁸¹ TTK ile şirkete karşı borçlanılabilecek azami miktar ve sürenin belirlenmeyip, bunun hüküm gerekçesi ile yapılmasının bir talihsizlik olduğu yönünde bkz. Özkorkut, “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda Şirkete Borçlanma Yasağı”, 52. TTK genel gerekçesinde ise şirkete karşı borçlanma yasağı kurumsal yönetimi ilgilendiren düzenlemeler kapsamında ele alınmıştır. Bkz. TTK genel gerekçe N.136.

belirtildiği⁴⁸². Buna karşın değişiklik ile pay sahiplerinin belirli şartların gerçekleşmesi halinde şirkete borçlanabilmesi mümkün kılınmış, hüküm gerekçesinde pay sahiplerinin acil kaynak ihtiyaçlarının giderilmesi amacıyla değişikliğe gidildiği ifade edilmiştir⁴⁸³.

Öte yandan hükümde belirtilen şartların gerçekleştiği her ahvâlde, pay sahibinin şirkete borçlanabileceği söylenemeyecektir⁴⁸⁴. Zira söz konusu şartlar ile pay sahibine bir hak tanınmasından öte yasağın kapsamı belirlenmektedir. Doktrinde belirtilen şartların gerçekleşmesi halinde dahi yönetim kurulunun eşit işlem ilkesini göz önünde bulundurarak takdir yetkisini kullanması ve gerektiğinde borçlanmaya müsaade etmemesi gerektiği ifade edilmektedir⁴⁸⁵. Aynı şekilde TTK m.358 hükmü ile pay sahiplerinin anonim şirketin malvarlığını şahsi kasaları gibi kullanması ihtimalinin yaratılmış olmasının, anonim şirket malvarlığının korunmasına ters düştüğü de Türk doktrininde ileri sürülen görüşler arasındadır⁴⁸⁶.

TTK'nun suç ve cezaları düzenleyen 562. hükmünde de 6335 sayılı kanun ile değişiklik yapılarak, “*TTK m.358 hükmüne aykırı şekilde şirkete borçlanmak*” suç olmaktan çıkarılmış, TTK m.562/5/b ile yeni bir suç hükmüne bağlanmıştır. Buna göre “*TTK m.358. maddesine aykırı olarak pay sahiplerine borç verenler, üçyüz günden az olmamak üzere adli para cezasıyla cezalandırılacaktır*”⁴⁸⁷.

TTK m.395/2 hükmü ise yönetim kurulu üyelerinin, pay sahibi olmayan yönetim kurulu üyelerinin ve pay sahibi olmayan yakınlarının şirketle işlem yapma ve

⁴⁸² Değişiklik öncesinde hüküm şu şekildedir: “*İştirak taahhüdünden doğan borç hariç, pay sahipleri şirkete borçlanamaz. Meğerki, borç, şirketle, şirketin işletme konusu ve pay sahibinin işletmesi gereği olarak yapılmış bulunan bir işlemde doğmuş olsun ve emsalleriyle aynı veya benzer şartlara tabi tutulsun.*”

⁴⁸³ Hüküm uyarınca pay sahiplerinin şirkete karşı borçlanabilmesi için şirketin faaliyet döneminin kâr kapatılması aranmamakta; şirketin serbest yedek akçelerle birlikte kârın geçmiş yıl zararlarını karşılayacak düzeyde olması yeterli bulunmuştur. Dolayısıyla şirketin geçmiş yıl zararı söz konusu olmadıkça, şirketin kâr durumuna bakılmaksızın pay sahiplerinin şirkete karşı borçlanmasının mümkün olduğu yönünde bkz. Özkorkut, “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda Şirkete Borçlanma Yasağı”, 50-51.

⁴⁸⁴ TTK ile şirkete karşı borçlanılabilecek azami miktar ve sürenin belirtilmemiş olmasının, pay sahibin şirkete karşı sınırsız ve süresiz biçimde borçlanma imkanına sahip olduğunun bir göstergesi olduğu yönünde bkz. Özkorkut, “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda Şirkete Borçlanma Yasağı”, 51.

⁴⁸⁵ Toraman Çolgar, 204.

⁴⁸⁶ Özkorkut, “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda Şirkete Borçlanma Yasağı”, 51.

⁴⁸⁷ Bu suçun, anonim şirketlerde pay sahiplerine borç vermede imzaları bulunan tüm ilgilileri kapsadığı yönünde bkz. Özkorkut, “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda Şirkete Borçlanma Yasağı”, 53.

borçlanma yasağını düzenlemektedir⁴⁸⁸. Hüküm gerekçesinde hükmün amacı, sermayenin korunması ilkesi ile ilişkilendirilmiş ve hükmün TTK m.358 hükmünün tamamlayıcısı olduğu belirtilmiştir.

3.5. Sermayenin Kanunda Öngörülen Şekilde Azaltılabilmesi

Esas sermayenin, asgari sermaye miktarının altına düşmeyecek şekilde azaltılması (Kapitalherabsetzung) hukuki niteliği itibariyle bir esas sözleşme değişikliği olup, anonim şirket malvarlığının azalması sonucunu doğurduğundan, usul ve prosedürü emredici hükümler ile düzenleme altına alınmıştır⁴⁸⁹. Anonim şirket esas sermayesinin azaltılması ihtiyacı çeşitli sebeplerle ortaya çıkabilir. Bu sebeplere örnek olarak, sermayenin anonim şirketin ihtiyaç duyduğu miktardan fazla olması (Überkapitalisiert), pay sahiplerinin şirketten çıkması veya çıkarılması, bilanço açığının kapatılması ihtiyacı ve pay sahiplerine kâr dağıtımı yapılması verilebilir⁴⁹⁰. Esas sermayenin azaltılması yöntemi özellikle pay sahipleri arasındaki eşitliğin korunması açısından önem arz etmektedir. Sermayenin azaltılması, payların itibari değerinin düşürülmesi, payların birleştirilmesi veya payların itfası gibi yöntemlerle gerçekleştirilebilir⁴⁹¹. Bununla birlikte her payın itibari değerinin aynı oranda azaltılması suretiyle sermayenin azaltılmasının, eşitliğin korunması için en uygun yöntem olduğu kabul edilmektedir.

Sermayenin azaltılması konusu başta alacaklılar olmak üzere esas sermaye sisteminin koruduğu menfaatler bakımından oldukça önem arz etmektedir. Ayrıca anonim şirket tarafından sermayenin azaltılması yöntemi belirlenirken pay sahipleri

⁴⁸⁸ Hükme göre “Yönetim kurulu üyesi genel kuruldan izin almadan, kendisi veya başkası adına şirketle herhangi bir işlem yapamaz; aksi hâlde şirket, yapılan işlemin batıl olduğunu ileri sürebilecektir. Pay sahibi olmayan yönetim kurulu üyeleri ile yönetim kurulu üyelerinin pay sahibi olmayan 393 üncü maddede sayılan yakınları da şirkete nakit olarak borçlanamayacaktır. Bu kişiler için şirket kefalet, garanti ve teminat veremeyecek, sorumluluk yüklenemeyecek, bunların borçlarını devralamayacaktır”.

⁴⁸⁹ Sermayenin Azaltılmasına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Hayrettin Çağlar, *Anonim Şirketlerde Esas Sermayenin Azaltılması*, (Ankara:Turhan Kitapevi,2010); Koray Demir, *Özel Esas Sözleşme Değişiklikleri: Şarta Bağlı Sermaye Artırımı ve Esas Sermayenin Azaltılması (TTK m. 463-475)* (İstanbul: On İki Levha, 2020).; Stein, 215 vd. ; Ahmet Türk, “Bilanço Açığını Gidermek Amacıyla Yapılan Sermaye İndirimi”, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 19/6 (1998): 143-174.

⁴⁹⁰ Çağlar, *Sermayenin Azaltılması*,183. Sermayenin azaltılması, açıklayıcı ve kurucu sermayenin azaltılması gibi türlere ayrılmaktadır.

⁴⁹¹ Çağlar, *Sermayenin Azaltılması*, 54-60; Sevi, 484; Mülazımoğlu, 184. Bununla birlikte Türk Hukuku bakımından payların itibari değeri, itibari değerden yoksun pay yaratacak şekilde bir kuruluş altında bir değere indirilemeyecektir. Payların birleştirilmesi halinde ise payların itibari değerleri aynı kalmakta ve fakat payların sayısı azaltılmaktadır. Payların itfası halinde de payların itibari değerlerinde bir değişiklik olmamakta, payların bir kısmı yok edilmektedir. Bu halde pay sahipliği sıfatları bakımından eşit işlem ilkesinin gözetilmesi gerekmektedir.

arasındaki eşitliğin de dikkate alınması gerekmektedir. Dolayısıyla alacaklıların ve pay sahiplerinin korunması gerekliliği sebebiyle anonim şirket sermayesi kanunen öngörülen prosedüre uygun bir şekilde azaltılmalıdır. Nitekim bu prosedür Kıta Avrupası hukuk sistemlerinde ağır şartlara tâbi tutulmuştur.

3.5.1.Sermayenin Azaltılmasına İlişkin Hükümlerin Amacı

Anonim şirket esas sermayenin azaltılması, ticari faaliyetlerin gerektirdiği sebeplerle olabileceği gibi (malvarlığının esas sermaye miktarının altına düşmesi veya ihtiyaç duyulandan fazla miktarda sermayeye sahip olunması), dağıtılabilir varlıkların artırılması amacıyla da yapılabilecektir. Bu durumda anonim şirketin finansal durumu bakımından gerekli ve etkin sermaye azaltımı sermaye fazlasının piyasaya yeniden kazandırılması sonucunu doğurmaktadır. Diğer hallerde anonim şirket bağlı malvarlığının yapısı ve miktarı değişeceğinden alacaklılar aleyhine, payların itfası yoluyla sermaye azaltımı halinde ise pay sahipleri aleyhine bir durum ortaya çıkacaktır. Böylece anonim şirket malvarlığında oluşacak azalma, şirket alacaklılarının risk faktörünü arttıracak, şirketin malvarlığının azalması sebebiyle esas sermayenin tampon işlevi azalacak ve bu durum bazı tedbirlerin alınmasını gerektirecektir⁴⁹².

Bununla birlikte sermayenin azaltılması sonucunda dağıtımı yapılabilecek malvarlığı (serbest malvarlığı) artacak ve dağıtım esnasında pay sahipleri arasında eşit işlem ilkesine aykırı sonuçlar yaratılabilecektir. Dolayısıyla sermayenin azaltılmasına ilişkin emredici hükümler, esas sermaye sisteminin temel amacına uygun şekilde anonim şirket bağlı malvarlığını koruyarak alacaklıların ve pay sahiplerinin menfaatlerini korumayı hedeflemektedir⁴⁹³.

3.5.2.AB Hukuku Düzenlemesi

2017/1132 sayılı AB yönergesi m.73 vd. hükümlerinde düzenlenmiş olan sermayenin azaltılması, 77/91 sayılı İkinci Konsey yönergesindeki özünü korusa da değişikliğe uğrayarak bugünkü şeklini almıştır. 2017/1132 sayılı AB yönergesi m.73

⁴⁹² Söz konusu riskler, anonim şirket tarafından esas sermaye miktarının fiili malvarlığı miktarının altına düşürülerek dağıtılabilirliğin artırıldığı kurucu sermaye azaltımında ortaya çıkabileceği gibi diğer azaltımlarda da ortaya çıkabilir. Sevi, 487; Koll-Möllenhoff, 19.

⁴⁹³ Öte yandan anonim şirketin pay sahiplerine dağıtım için sermayenin azaltılması yoluyla malvarlığının dağıtılabilir hale getirilmesi yolunu tercih etmeyeceği aksine daha farklı ve esnek dağıtım yolları arama eğiliminde olacağı da doktrinde dile getirilmiştir. Enriques/Macey, a.g.m., 1191.

hükmü ile esas sermayenin azaltılmasına ilişkin genel kurul kararı, m.74 hükmü ile birden fazla pay gruplarının olması halinde sermayenin azaltılması, m.75/1 hükmü ile alacaklıların korunması ve m.76 hükmü ile alacaklıların korunmasının istisnası, m.77 hükmü ile esas sermayenin azaltılması ve asgari sermaye arasındaki ilişki, devam hükümlerde ise sermayenin azaltılması yöntemleri düzenlenmiştir.

Esas sermayenin azaltılmasında alacakların korunması mekanizmasının düzenlenmiş olduğu m.75/1 hükmü uyarınca, sermaye azaltımı kararının ilan tarihi öncesinde alacağı bulunan alacaklıların henüz vadesi gelmemiş alacakları için teminat talebinde bulunma hakkı bulunmaktadır. Bununla birlikte üye devletler, alacaklar yeterince güvence altına alınmadıkça veya şirketin malvarlığı açısından böyle bir güvence gerekli olmadıkça söz konusu hakkı bertaraf edemeyeceklerdir. 77/91 ve 2012/30 sayılı yönergeler ile paralellik arz eden teminat talebinde bulunma hakkına ilişkin hükümde AB 2006/68 sayılı yönerge ile değişikliğe gidilmiştir. AB 2006/68 sayılı değişiklik yönergesi ile alacaklılara esas sermayenin azaltılması halinde zarara uğrayacaklarına ilişkin ispat yükü getirilerek, alacaklıların şahsi menfaatleri doğrultusunda şirket için yararlı olabilecek bir sermaye azaltımını engellemesinin önüne geçilmesi hedeflenmiştir (m.75/2)⁴⁹⁴. Yine üye devletler tarafından alacaklıların güvence altına alınmasına veya teminat talebinin mahkemece reddedilmesine kadar pay sahiplerine ödeme yapılmamasına ilişkin düzenleme yapılması gerektiği de hüküm tarafından düzenlenmiştir (m.75/3). Alacaklıların teminat talebinde bulunmasının istisnası ise, m.76 hükmü ile düzenleme altına alınan ve şirketin mevcut zararının kapatılması amacıyla yapılan azaltımadır (Nominalle Kapitalherabsetzung). Söz konusu durumda şirket m.75 hükmünü uygulamaktan imtina edebilecektir⁴⁹⁵.

Alman hukukunda sermayenin azaltılması ise normal sermaye azaltımları (Alm. POK §222 ila §228), basitleştirilmiş sermaye azaltımı (Alm. POK §229 ila §236) ve itfa amacıyla sermaye azaltımı (Alm. POK §237 ila §239) şeklinde düzenlenmiştir⁴⁹⁶. Bununla birlikte Alm. POK §225 hükmü ile 2017/1132 sayılı yönergeye paralel olarak alacaklılara teminat talebinde bulunma hakkı verilmiştir⁴⁹⁷.

⁴⁹⁴ Santella/Turrini, a.g.m., 447.

⁴⁹⁵ Hüküm gereğince şirket zararın kapatılması için ayrılan rezervlerin pay sahiplerine dağıtılamayacağı öngörülmüştür.

⁴⁹⁶ MüKoAktG/Oechsler AktG § 222 Rn. 47; Schäfer, *Gesellschaftsrecht*, 340; Bezzenger, 177.

⁴⁹⁷ MüKoAktG/Oechsler AktG § 225 Rn. 14.

İsviçre hukukunda da sermayenin azaltılması İsvBK m. 732 ve devamında düzenlenmiş olup, koruyucu hükümlere yer verilmiştir. Nitekim İsvBK m.732/2 hükmü uyarınca bir denetim raporunda sermayedeki azalmaya rağmen alacaklıların taleplerinin tamamen karşılandığını teyit edilirse, sermayenin azaltılması için esas sözleşme değişikliği kararı alınabilecektir. Bununla birlikte Kıta Avrupası düzenlemelerine benzer şekilde İsvBK m.733 hükmü ile de alacaklılara teminat hakkı tanınmıştır⁴⁹⁸.

İngiliz hukukunda ise esas sermayenin azaltılması ve alacaklılar bakımından sonuçları, CA(2006) m. 641 ve devamında düzenlenmiştir⁴⁹⁹. İngiliz hukukuna göre sermayenin azaltılması için mahkemenin onayı gerekmele birlikte, alacaklıların menfaatlerinin zedelenmesi halinde itiraz hakları bulunmaktadır (CA m.646) . Bununla birlikte halka açık olmayan sınırlı sorumlu şirketler bakımından sermayenin azaltılması prosedürü, ödeme gücü beyanı ile desteklenmiştir⁵⁰⁰.

3.5.3. Türk Hukuku Düzenlemesi

Türk hukukunda anonim şirketlerde esas sermayenin azaltılması TTK m.473 vd. maddelerinde düzenleme altına alınmıştır⁵⁰¹. Mevzuat İsvBK olan düzenlemeler ile esas sermayenin azaltılmasının koşulları (TTK m.473), alacaklılara çağrı (TTK m.474) ve kararların yerine getirilmesi (TTK m.475) hüküm altına alınmıştır.

TTK m.473 hükmünün ikinci fıkrasında, sermayenin azaltılmasına rağmen şirket alacaklılarının haklarını tamamen karşılayacak miktarda aktifin şirkette varlığı belirlenmiş olmadıkça sermayenin azaltılmasına karar verilemeyeceği belirtilmekle beraber, alacaklılarının haklarını tamamen karşılayacak miktarda aktifin şirketteki varlığının ne şekilde tespit edileceğine dair bir açıklık bulunmamaktadır. 6762 sayılı eTK döneminde konuya ilişkin olarak m.396 hükmü ile esas sermayenin azaltılması kararı verilebilmesi için yönetim kurulunun talebi üzerine mahkemece tayin edilecek üç bilirkişi tarafından verilecek müşterek bir raporla, esas sermayenin azaltılmasına

⁴⁹⁸ Meyer, 80-81.

⁴⁹⁹ Mosch, 130 vd.

⁵⁰⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz. Payne, 25-26.

⁵⁰¹ TTK m.473 uyarınca “Bir anonim şirket sermayesini azaltarak, azaltılan kısmın yerine geçmek üzere bedelleri tamamen ödenecek yeni paylar çıkarmıyorsa, esas sözleşmesinin değiştirilmesi gerekecektir⁵⁰¹. Bununla birlikte yönetim kurulu, genel kurula sunmak üzere sermaye azaltılmasına gidilmesinin sebepleri ile azaltmanın amacı ve azaltmanın ne şekilde yapılacağına ilişkin ayrıntılı ve hesap verme ilkelerine uygun bir rapor hazırlayacaktır”.

rağmen şirket alacaklılarının haklarını tamamen karşılayacak miktarda aktifler mevcut olduğunun tespit edilmiş olması şartı aranmaktaydı.

6102 sayılı TTK'nın 6335 sayılı Kanun ile değiştirilmesinden önce ise söz konusu hükümde belirtilen üç bilirkişinin yerine bu tespitin işlem denetçisi tarafından yapılacağı öngörülmüştür. Fakat işlem denetçiliği kurumunun değişiklik ile kaldırılmasıyla birlikte -şirket alacaklılarının haklarını tamamen karşılayacak miktarda aktifin şirketteki varlığının tespiti şartı varlığını korusa da- bu tespite dair raporlama şartı kaldırılmış bulunmaktadır. Bu sebeple Türk hukuku bakımından şirket alacaklılarının haklarını tamamen karşılayacak miktarda aktifin şirkette bulunduğu dair raporu kimin hazırlayacağı sorunu ortaya çıkmıştır⁵⁰². Doktrinde, mevcut durumda hükmün uygulanmasının yönetim kuruluna kaldığı belirtilmekle birlikte, alacaklılar ve ortaklık bakımından riskler barındıran esas sermayenin azaltılması işleminin yalnızca yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu ile teminat altına alınması eleştirilmektedir⁵⁰³.

Hükmün devamında esas sermayenin TTK m.332 hükmü ile belirtilen asgari tutarın altına indirilemeyeceğinin belirtilmesi de, esas sermaye sisteminde sermayenin korunması ilkesinin bir yansımasıdır (TTK m.473/5).

TTK m.474 hükmü ile de alacaklıların bilgilendirilmesine yönelik çağrının ne şekilde yapılacağı düzenlenmiştir. Hükme göre, “*Genel kurul esas sermayenin azaltılmasına karar verdiği takdirde, yönetim kurulu, bu kararı şirketin internet sitesine koyduktan başka, 35 inci maddede anılan gazetede ve aynı zamanda esas sözleşmede öngörüldüğü şekilde, yedişer gün arayla, üç defa ilan edecektir*”. Hüküm

⁵⁰²Bununla birlikte Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından çıkarılan “*Anonim ve Limited Şirketlerin Sermayelerini Yeni Asgari Tutarlara Yükseltmelerine ve Kuruluşu ve Esas Sözleşme Değişikliği İzne Tabi Anonim Şirketlerin Belirlenmesine İlişkin Tebliğ*” ile bakanlık iznine tabi şirketler belirlenmiş olup, m.6 hükmü ile sermayenin azaltılmasına ilişkin esas sözleşme değişikliğinde; sermayenin azaltılmasına rağmen şirket alacaklılarının haklarını tamamen karşılayacak miktarda aktifin şirkette mevcut olduğunun belirlenmesinin yeminli mali müşavir raporu ve denetime tabi şirketlerde ise denetçinin bu tespitlere ilişkin raporu ile yapılacağı düzenlenmiştir. Dolayısıyla tebliğ kapsamına giren şirketler bakımından bir belirsizlik olmadığı yönünde bkz. Soner Altaş, “TTK'nın Anonim Şirketlerde Sermaye Azaltılması İçin Öngördüğü Temel Yenilikler ve Değişiklikler”, *Mali Çözüm Dergisi*, 115, (2013): 171-180,175.

⁵⁰³ *Kendigelen* tarafından raporun objektifliğinin sağlanabilmesi için eTK uygulamasına benzer şekilde mahkemece bilirkişi atanmasının da savunulabileceğini belirtmiştir. Bkz. *Kendigelen*, *İlk Tespitler*, 378; Raporlama şartının madde metnine tekrar eklenmesi gerektiği yönünde bkz. Sevi, 489.

ile ilanların belirli aralıklarla yapılması öngörülerek, olabildiğince çok alacaklının esas sermayenin azaltılması işleminden haberdar olması amaçlanmaktadır⁵⁰⁴.

TTK m.474/2 hükmü ile AB direktifine benzer bir düzenleme getirilerek; sermayenin zararlar sonucunda bilançoda oluşan bir açığı kapatmak amacıyla ve bu açıklar oranında azaltılması halinde, yönetim kurulu tarafından alacaklıları çağırmaktan, bunların haklarının ödenmesinden veya teminat altına alınmasından vazgeçilebileceği belirtilmiştir.

Sonuç olarak Türk Hukuku bakımından alacaklıların ve pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması için belirtilen koşullar gerçekleşmediği takdirde esas sermayenin azaltılması mümkün olmayacaktır. Öte yanda esas sermayenin azaltılmasına ilişkin düzenlemelere bakıldığında, esas sermaye sisteminin amacına uygun bir şekilde düzenleme yapılmaya çalışıldığı görülmekle beraber, 6335 sayılı kanun değişikliği sonrasında hükümlerde meydana gelen değişiklikler neticesinde söz konusu amaca ne ölçüde ulaşılabildiği tartışmaya açıktır.

3.6. Sorumluluk Hükümleri

Anonim şirketin gerek kuruluşu gerekse faaliyeti esnasında kurucuların ve yöneticilerin sorumluluğuna ilişkin hükümler esas sermaye sistemi hükümlerini tamamlayıcı niteliktedir. Nitekim daha önce de belirttiğimiz üzere esas sermaye sisteminde alacaklıların ve pay sahiplerinin ex ante yöntemler yanında ex post olarak sorumluluk hükümleri ile de korunması mümkündür⁵⁰⁵.

Yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu konusunda farklı hukuk sistemlerinde farklı yaklaşımlara rastlanmaktadır. Anonim şirkette yöneticilerin sorumluluğuna/yükümlülüğüne yönelik olan en yaygın düzenlemeler; örtülü dağıtımlar sebebiyle sorumluluk, iflas davası için başvuru yükümlülüklerinin ihlalden doğan sorumluluk, sermayenin kaybı ve borca batıklık halinde bildirim yükümlülüğünden doğan sorumluluk, haksız ve hileli ticaret halinde doğan sorumluluk, kuruluştan doğan sorumluluk şeklinde örneklendirilebilecektir.

⁵⁰⁴ Bkz. TTK m.474 hüküm gerekçesi.

⁵⁰⁵ Bkz. I. bölüm, 6.1.5 başlığı altında yapılan açıklamalar.

Anonim şirketin gerek kuruluşu, gerekse faaliyeti esnasındaki sorumluluk halleri geniş bir spektruma sahip olduğundan bu başlıkta sorumluluğa ilişkin emredici hükümler, esas sermaye sisteminin amaçları ile ilişkili olduğu ölçüde ele alınacaktır.

3.6.1.Sorumluluk Hükümlerinin Amacı

Anonim şirketin kuruluşu sırasında sermayenin fiilen eksiksiz oluşturulması hususu önem arz etmektedir. Nitekim bu aşamada meydana gelebilecek olan hukuka aykırılıklar, anonim şirket malvarlığını etkileyerek alacaklıların menfaatini zedeleyebilecektir. Bu sebeple anonim şirketlerin kuruluşunda sermaye değerlerinin tespiti ve beyanların doğruluğu kanun koyucu tarafından teminat altına alınarak, kuruluştan doğan sorumlulukları düzenleyen emredici hükümler öngörülmüştür.

Anonim şirketlerde gerek kuruluştaki gerekse faaliyet esnasında doğan sorumluluk hükümleri, esas sermaye sisteminin temel işlevi ile paralel olarak şirketin ödeme gücünü ve dolayısıyla alacaklıları korumayı amaçlamaktadır. Bununla birlikte bir anonim şirketin kuruluşunda ve yönetiminde kurucuların ve yöneticilerin kanuni yükümlülüklerini özenle ve sadakatle yerine getirmeleri, şirketin ve pay sahiplerinin menfaatleri açısından da önem arz etmektedir. Bu sebeple esas sermaye sisteminde sorumluluk hükümleri tüm menfaat sahiplerinin korunmasında tamamlayıcı bir vafsa sahiptir.

3.6.2.AB Hukuku Düzenlemesi

Anonim şirketlerde yöneticilerin sorumluluğuna ilişkin konular AB hukuku yönergeleri ile ayrıntılı biçimde düzenlenmemiş olmakla birlikte; gerek kuruluştan doğan sorumluluklar, gerekse yöneticilerin şirketin faaliyeti sebebiyle sorumluluk ve yükümlülükleri, AB üyesi ülkelerin yerel hukuklarında ayrıntılı biçimde yer almaktadır.

AB 2017/1132 sayılı yönerge m.58 hükmü ile yönetim kurulunun, sermayenin ciddi bir şekilde kaybedilmesi durumunda şirketin tasfiye edilip edilmeyeceğinin veya diğer önlemlerin alınmasının gerekip gerekmediğinin değerlendirilmesi için genel kurula çağrı yükümlülüğü düzenlenmiş olup, çağrıya ilişkin sürenin üye devletlerce

belirleneceği hüküm altına alınmıştır⁵⁰⁶. Sermayenin kaybı halinde yönetim kurulunun yükümlülüğünün düzenlendiği bu hükmün benzeri 77/91/EEC m.17 ve 2012/30 sayılı yönerge m.19 ile de hüküm altına alınmış olmakla birlikte, söz konusu hükümler ile üye devletler bakımından genel bir çerçeve çizilmiştir. Bununla birlikte hüküm uyarınca üye devletlerce sermayenin kaybına ilişkin miktar, esas sermayenin yarısından fazla olacak şekilde düzenlenemeyecektir.

AB yönergesi kapsamında söz konusu yükümlülük halka açık şirketler bakımından öngörülmüş olmasına karşın, üye devletlerin büyük çoğunluğu bu yükümlülüğü halka açık olmayan anonim şirketlere de uygulanacak biçimde düzenlemiştir⁵⁰⁷. Nitekim Almanya, Avusturya, İtalya ve İspanya’da benzer hükümler hem halka açık hem de halka açık olmayan şirketler bakımından uygulanmaktadır⁵⁰⁸.

Kuruluştan doğan sorumluluklar Alman hukukunda, Alm. POK §46 hükmünde düzenlenmiştir. Hüküm ile kurucular şirketin kuruluşu amacıyla sağlanan bilgilerin doğruluğundan ve tamlığından şirkete karşı müştereken ve müteselsilen sorumlu tutulmuşlardır⁵⁰⁹. Esas sermayenin kaybı halinde yönetim kurulu üyelerinin yükümlülükleri ise Alm. POK § 92/1 hükmünde düzenlenmiş olup, yıllık bilançoya göre sermayenin yarısına kadar bir kayıp söz konusu ise yönetim kurulunun genel kurulu derhal toplantıya çağırma yükümlülüğü vardır. Bununla birlikte Alm. POK §93 hükmünde yönetim kurulunun özen ve sadakat yükümlülüğü ile birlikte hukuki sorumluluğu da düzenlenmiştir⁵¹⁰.

⁵⁰⁶ Düzenlemeye ilişkin olarak her ne kadar AB düzeyinde yeknesak bir düzenleme sağlanması zor olsa da, böyle bir düzenlemenin çeşitli ülke hukukları arasındaki farklardan dolayı ortaya çıkan uyumsuzluklara yardımcı olacağı dolayısıyla hem AB standartlarıyla uyum sağlanması hem de ulusal hukuk bakımından işlevsel bir düzenleme yapılması önerilmiştir. Bkz. Susanne Kalss, Nikolaus Adensamer, ve Janine Oelkers, *Director’s Duties in the Vicinity of Insolvency – a Comparative Analysis with Reports from Germany, Austria, Belgium, Denmark, England, Finland, France, Italy, the Netherlands, Norway, Spain and Sweden, Legal Capital in Europe* (De Gruyter, 2006), 143.

⁵⁰⁷ Bu ülkelere örnek olarak Almanya, Avusturya ve İtalya verilebilir. Bununla birlikte bazı ülkelerde her iki şirket türü arasında kayıp oranı bakımından farklılıklar söz konusudur. Bkz. Kalls/Adensamer/Oelkers, a.g.m., 112-144.

⁵⁰⁸ Kalls/Adensamer/Oelkers, a.g.m., 136; İspanya hukukuna ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Saldaña, 89.

⁵⁰⁹ Ayrıca AlmPOK §46/5 hükmü ile kuruculara ek olarak, kurucular hesabına pay devralan kişiler de eşit derecede sorumlu tutulmuştur. Bununla birlikte Alman ve İsviçre Hukukunda belge veya beyanların kanuna aykırı olması hali istisna olmak üzere sermaye hakkında yanlış beyanda bulunma hali ayrıca düzenleme altına alınmamıştır.

⁵¹⁰ Yönetim kurulu üyelerinin söz konusu hükümlere aykırılıktan doğan cezai sorumlulukları ise AlmPOK §401 ile düzenlenmiştir. AlmPOK §401/1 uyarınca, yönetim kurulu üyesi olarak 92 (1) maddesine aykırı olarak genel kurulu toplantıya çağırmayan ve bildirimde bulunmayan herkes, üç (3) yılı geçmemek üzere hapis cezasına veya para cezasına çarptırılabilir.

İsviçre hukukunda ise kuruluşa ilişkin sorumluluk halleri İsv. BK m.753 ile sermayenin kaybına ilişkin yükümlülükler ise İsv. BK m.725 vd. düzenlenmiştir⁵¹¹. Buna göre son yıllık bilançoya göre anonim şirket esas sermayenin yarısının kaybı halinde, yönetim kurulu derhal genel kurul toplantıya çağırmalı, gerekirse ilave tedbirler almalı ve bu tedbirleri genel kurula önermelidir (İsv. BK m.725)⁵¹².

İngiliz hukukunda ise yukarıda belirttiğimiz sorumluluk hükümlerine ek olarak İngiliz 1986 tarihli Aciz Hali Kanunu ile yöneticilerin, “*Hileli Ticaret (Fraudulent Trading)*” ve “*Haksız Ticaret (Wrongful Trading)*” hallerinden doğan şahsi sorumlulukları düzenleme altına alınmıştır⁵¹³. Buna göre yöneticiler, şirketin mali sıkıntı içinde ve temerrüt riski altında olduğu bilgisine sahip veya buna sahip olmaları gereken hallerde yaptıkları ticari işlemler sebebiyle doğan zararlardan sorumlu tutulmuştur. Söz konusu sorumluluk hükümleri yöneticiler bakımından şirketin likiditesi ve ödeme gücü hakkında düzenli değerlendirmeler yapma yükümlülüğünü de beraberinde getirmektedir⁵¹⁴.

Yöneticilerin görevlerini ihmal etmelerinden doğan hukuki sorumluluk halleri ise üye devletlerde -minör farklılıklarla- benzer şekilde düzenleme altına alınmıştır⁵¹⁵. Yöneticilerin sorumlulukları bazı ülke hukuklarında ceza ve medeni hukuk uygulamasının bir parçası olarak değerlendirilirken (Almanya ve Avusturya), diğer bazı ülkelerde (Danimarka, İtalya, İspanya) özellikle sermayenin korunmasından kaynaklı sorumluluklar şirketler hukuku kapsamında ele alınmaktadır⁵¹⁶.

3.6.3. Türk Hukuku Düzenlemesi

Türk hukuku bakımından genel olarak hukuki sorumluluk halleri TTK m.549-554 hükümleri arasında toplanmış olup, şirketin kuruluşunda sermayenin fiilen ve

⁵¹¹ Ayrıca bkz. Meyer, 128 vd.

⁵¹² İsviçre Borçlar Kanunu revizyonu ile birlikte söz konusu düzenleme İsvBK 725a hükmünde yer almaktadır. İsvBK 725a ile birlikte sermaye kaybı ve aşırı borçlanma hallerine ek olarak, şirketin likidite pozisyonu da dikkate alınacaktır. Bu sebeple yönetim kuruluna şirketin ödeme gücünü gözetim ve iflasın yaklaşması durumunda şirketin ödeme gücünü sağlayacak tedbirleri ve iyileştirici önlemleri alma yükümlülüğü öngörülmüştür. Ayrıca bkz. Gericke vd., a.g.m., 337-338.

⁵¹³ Hileli ticaret ve haksız ticarete ilişkin sorumluluk hükümlerine çalışmanın ilerleyen bölümlerinde ayrıca yer verilmiştir. Bkz. III. bölüm, 3.3. başlığı altında yapılan açıklamalar.

⁵¹⁴ Saldaña, 90.

⁵¹⁵ Yöneticilerin zarardan doğan sorumluluklarının culpa in contrahendo prensibine dayandığına ilişkin olarak bkz. Kalls/Adensamer/Oelkers, a.g.m., 140.

⁵¹⁶ Yöneticilerin zarardan doğan sorumluluklarının culpa in contrahendo prensibine dayanmaktadır. Söz konusu sorumlulukların kapsamı ve doktrinsel temeline ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Kalls/Adensamer/Oelkers, 140.

eksiksiz oluşturulmamasından doğan sorumluluk halleri⁵¹⁷ TTK'nın 549-561 maddeleri arasında özel olarak düzenlenmiştir. Her sorumluluk haline özgü sorumluluk konusu, sorumlu veya sorumlular, sorumluluk şartları ve hukuki sonucu hükümlerde düzenleme altına alınmıştır. TTK m.555 ile 561 hükümleri ise sorumluluk hallerinde düzenlenmemiş olan hususlar bakımından ortak hüküm niteliğindedir⁵¹⁸.

TTK'da belirtilen hükümler dışında, kuruluş hükümleri içerisinde düzenlenmiş olan kuruluşa özgü sorumluluk halleri ve yaptırımlar da öngörülmüştür. Bu kapsamda, TTK m.355 hükmü ile anonim şirketin tüzel kişilik kazanmasından önce şirket adına işlem yapan kurucular, bu işlemlerden kural olarak şahsen ve müteselsilen sorumlu tutulmuş; söz konusu işlemler anonim şirket tarafından kabul olunmadığı takdirde, kuruluş giderlerine kurucuların katlanacağı ve kurucuların pay sahiplerine rücu hakları olmadığı belirtilmiştir. Kuruluş giderlerine ise şirket kabul etmediği takdirde kurucular katlanacak ve bu masraflar için müstakbel pay sahiplerine rücu edemeyeceklerdir. Bu düzenlemenin amacı kurulmamış bir şirket adına işlem yapıldığında şirketin tüzel kişilik kazanamaması veya şirketin söz konusu işlemleri kabul etmemesi halinde, üçüncü kişileri korumak adına işlemi yapanlara sorumluluk yüklemektir⁵¹⁹. Hükümde kurucuların sorumluluğu kendine özgü bir nitelik taşımaktadır. Zira yapılan işlemlerin şirket adına yapıldığı ve ileride bu işlemler şirket tarafından kabul olunduğu takdirde sözleşme tarafı, şirket tüzel kişiliği olacaktır. Dolayısıyla şirketin tescilinden itibaren üç ay içinde şirket adına yapılan işlemler şirket tarafından kabul edilirse, kurucuların hükümde düzenlenen sorumlulukları da son bulacaktır.

Yine anonim şirketin kuruluşu esnasında olan hukuka aykırılıklar sonucunda bir yaptırım olarak TTK m.353 ile şirketin feshine ilişkin dava düzenlenmiştir. Hüküm uyarınca, “*Şirketin kurulmasında kanun hükümlerine aykırı hareket edilmek suretiyle,*

⁵¹⁷ Anonim şirketlerde kuruluştan doğan hukuki sorumluluğa ilişkin ayrıca bkz. Eda Giray, “Anonim Şirketlerde Kuruluştan Doğan Hukuki Sorumluluk”, *MÜHFHAD*, 18/2, (2012): 431-440; Arslanlı, *Anonim Şirketler*, 75 vd.; Ayhan/Çağlar/Özdamar, 385 vd.; Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.506 vd.; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 339 vd.

⁵¹⁸ “*Şirketin Zararı*” başlığı altında yer alan TTK m.555-561 hükümlerinin uygulamasının, kenar başlığı sebebiyle şirketin zararı ile sınırlandırıldığı; dolayısıyla pay sahibi ve alacaklıların ancak şirketin zarar uğraması sebebiyle dolaylı olarak zarara uğraması halinde hükmün uygulanacağı sonucuna varılabileceğine ilişkin olarak bkz. Mehmet Çelebi Can, “Pay Sahiplerinin veya Alacaklıların Doğrudan Zararlarının Tazmini Amacıyla İkame Edilen Sorumluluk Davalarında TTK m. 1534’ün Etkisi”, *GÜHFD*, XXI/4, (2017): 10.

⁵¹⁹ Kırca, İsmail, “Tüzel Kişiliğin Kazanılmasından Önce Anonim Şirket Adına Yapılan İşlemler (TTK 301/II)”, *BATIDER*, 19/4, (1998): 86; Mehmet Bahtiyar, *Ortaklıklar Hukuku*, (İstanbul: Beta Yayıncılık 2021), 140; Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku*, 323; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 322.

alacaklıların, pay sahiplerinin veya kamunun menfaatleri önemli bir şekilde tehlikeye düşürülmüş veya ihlal edilmiş olursa, yönetim kurulunun, Gümrük ve Ticaret Bakanlığının, ilgili alacaklının veya pay sahibinin istemi üzerine şirketin merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesince şirketin feshine karar verilecektir”.

TTK m.549-561 hükümleri ile de belgelerin ve beyanların kanuna aykırı olması (m.549), sermaye hakkında yanlış beyanlar ve ödeme yetersizliğinin bilinmesi (m.550), değer biçilmesinde yolsuzluk (m.551), halktan para toplamak (m.552) hallerine ilişkin özel sorumluluk halleri düzenlenmiş olup, devamında kurucuların, yönetim kurulu üyelerinin, yöneticilerin ve tasfiye memurlarının sorumlulukların ilişkin genel hüküm niteliğinde TTK m.553 hükmü yer almaktadır.

Kurucuların, yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin de sorumluluğunun düzenlendiği genel hüküm niteliğindeki TTK m.553 hükmünün kaynağı ise İsv. BK 754 hükmüdür⁵²⁰. Hüküm uyarınca, *“Kurucular, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve tasfiye memurları, kanundan ve esas sözleşmeden doğan yükümlülüklerini kusurlarıyla ihlal ettikleri takdirde, hem şirkete hem pay sahiplerine hem de şirket alacaklılarına karşı verdikleri zarardan sorumludurlar”*. Hüküm 6335 sayılı kanunun 28. maddesi ile değişikliğe uğramış 1. fıkrada yer alan “yükümlülüklerini” ibaresinden sonra gelmek üzere “kusurlarıyla” ibaresi eklenmiş ve değişiklik öncesinde var olan “kusurlarının bulunmadığını ispatlamadıkça” ibaresi kanun metninden çıkarılarak; sorumluluğun kusur sorumluluğu olduğu hükümde açıkça belirtilmiştir. Dolayısıyla kurucular, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler kusurları ile hem şirkete hem pay sahiplerine hem de şirket alacaklılarına karşı verdikleri doğrudan zararlardan TTK m.553 hükmü uyarınca sorumlu tutulmuşlardır. Eş deyişle TTK m.553 hükmü kapsamında doğrudan bir zararın söz konusu olması halinde zarara uğrayan pay

⁵²⁰ Kuruluştan doğan sorumluluğun düzenlendiği özel sorumluluk halleri haricinde TTK m.553 hükmünde kuruculara ayrıca yer verilmesi doktrinde sorgulanmış, *Kendigelen*, kuruluş aşamasındaki kanuna aykırılıklar sebebiyle ortaya çıkabilecek zararların tazminine ilişkin olarak kuruluş aşamasında gündeme gelebilecek olan kanuna aykırılıkların esas sözleşmeye uygun sermaye tedarik edilememesinden veya aynılara değer biçilmesindeki yolsuzluktan ortaya çıkabileceğini ve bu zararlara ilişkin olarak TTK m.549-551 hükümlerinin yeterli olduğunu belirtmiştir. Dolayısıyla kurucuların TTK m.553 hükmünde anılmaması ihtimalinde bir eksikliğin ortaya çıkmayacağı sonucuna varmıştır. Bkz. *Kendigelen, İlk Tespitler*, 458. Buna karşın hüküm gerekçesinde kaynak İsviçre hukukundan farklı olarak anılan kurucuların 549 ilâ 552 nci maddelerine girmeyen görev aykırılıkları olabileceği belirtilmiştir.

sahipleri ve alacaklılar, hüküm uyarınca bağımsız bir dava hakkına sahiptir⁵²¹. Mezkur davanın hukuki temeli doktrinde *haksız fiil* olarak nitelendirilmiştir⁵²².

Bununla birlikte kurucuların, yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin TTK m.553 hükmü uyarınca kanun ve esas sözleşmeden kaynaklanan görevleri gereği gibi yerine getirmemeleri sebebiyle şirket bakımından doğrudan bir zarar söz konusu ise bu durumda pay sahipleri ve alacaklılar bakımından “*dolaylı zarar*” gündeme gelecektir⁵²³. Anonim şirket pay sahipleri ve alacaklıların dolaylı zarar halinde dava açabilme şartları ise TTK m.554 vd. hükümlerinde düzenleme altına alınmıştır⁵²⁴.

Kanun koyucu, TTK m.549, 550/1 ve 552 hükümlerinde kurucuların kusursuz sorumlu olacağını düzenlerken, m.553 kapsamında doğan zararlarda kusurlu sorumluluk esasını benimsemiştir. Dolayısıyla konumuz açısından değerlendirildiğinde, kanun koyucunun belge ve beyanların kanuna aykırı olması, sermaye hakkında yanlış beyanda bulunulması ve halktan para toplanması hallerinde diğer kanuna aykırılıklara nazaran daha katı bir sorumluluk rejimi benimsediği söylenebilecektir. Hükmün ikinci fıkrası ile kanundan veya esas sözleşmeden doğan bir görevin veya yetkinin başkasına devri halinde, devreden organ veya kişilerin, söz konusu görev ve yetkileri devralan kişilerin fiil ve kararlarından ilke olarak sorumlu olmayacakları belirtilmiş, bu organ veya kişilerin görev ve yetkilerini devrettikleri kişilerin seçiminde makul derecede özen göstermediklerinin ispat edilmesi hali ise hükmün istisnası olarak düzenlenmiştir⁵²⁵.

TTK m.553 hükmü son fıkrası ile mehzaz İsviçre hukuku ile ayrılarak, hiç kimsenin kontrolü dışında kalan, kanuna veya esas sözleşmeye aykırılıklar veya yolsuzluklar sebebiyle sorumlu tutulamayacağını ayrıca bu sorumlu olmama durumunun gözetim ve özen yükümü gerekçe gösterilerek geçersiz kılınamayacağını

⁵²¹ Can, “Pay Sahiplerinin veya Alacaklıların Doğrudan Zararlarının Tazmini”, 14. Yazar, “*Doğrudan zararın varlığı halinde zarara uğrayan pay sahibi ve alacaklının, TTK m. 553 uyarınca bağımsız dava açabileceğini ve -şirketin doğrudan zararı durumunda açılan davadan farklı olarak- hükmedilecek tazminatın kendilerine ödenmesini talep edebileceklerini*” belirtmiştir. Benzer yönde bkz. Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, p.609 vd.; Ayhan/Çağlar/Özdamar, 399.

⁵²² Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.611 vd.

⁵²³ Ayhan/Çağlar/Özdamar, 399; Can, “Pay Sahiplerinin veya Alacaklıların Doğrudan Zararlarının Tazmini”, 12; Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.606.

⁵²⁴ Öğretide, TTK m.555-561 hükümlerinin uygulama alanını “*şirketin zararı*” kavramını aşacak şekilde yorumlayan görüşler ve değerlendirmeler için bkz. Can, “Pay Sahiplerinin veya Alacaklıların Doğrudan Zararlarının Tazmini”, 17 vd.

⁵²⁵ Söz konusu hükümle sözleşme hukukunda geçerli olan genel ilkeden ayrılarak (BK m.112), ispat yükü özen gösterilmediğini iddia eden tarafa yüklenmiştir.

hüküm altına alınmıştır. Hükümün gerekçesinde, “Yönetim kurulu üyelerinin insan takatinin üstünde bir gözetim anlayışıyla şirketteki her türlü kanuna veya esas sözleşmeye aykırılıktan sorumlu tutulduklarının gözlemlendiğini dolayısıyla gözetim yükümlülüğünün kontrol dışında kalan olgu ve konularda bulunmadığı” belirtilmiştir⁵²⁶. Ayrıca hükümün amacının, “Yönetim ile görevli kişilerin uygun nedensellik bağının veya kusurlarının yokluğu halinde soyut bir gözetim (nezaret) görevi anlayışına dayanılarak sorumlu tutulmalarına engel olmak olduğu” ifade edilmiştir.

Çalışmamızın kapsamı bakımından sermayenin korunmasına yönelik olan sermaye hakkında yanlış beyanlardan, ödeme yetersizliğinin bilinmesinden ve sermayeye değer biçilmesinde ortaya çıkan yolsuzluk hallerinden doğan sorumluluk halleri ayrıca incelenecek olup, diğer sorumluluk hallerinin uygulamasına değinilmeyecektir.

3.6.3.1. Sermaye hakkında yanlış beyanlar ve ödeme yetersizliğinin bilinmesinden doğan sorumluluk

Sermayenin korunması ilkesinin bir uygulaması olan TTK m.550 ile sermaye hakkında yanlış beyanlar ve ödeme yetersizliğinden doğan sorumluluk hali düzenlenmiştir. Hüküm uyarınca, “Sermayenin tamamıyla taahhüt olunmamış veya karşılığı kanun veya esas sözleşme hükümleri gereğince ödenmemişken, taahhüt edilmiş veya ödenmiş gibi gösterenler ile kusurlu olmaları şartıyla, şirket yetkilileri, bu payları üstlenmiş kabul edilecek ve payların karşılıkları ile zararı faiziyle birlikte müteselsilen ödeyeceklerdir”⁵²⁷. Bununla birlikte sermaye taahhüdünde bulunanların ödeme yeterliliğinin bulunmadığını bilen ve buna onay verenler de söz konusu borcun ödenmemesinden doğan zarardan sorumlu olacaklardır⁵²⁸. Hüküm ile düzenlenmiş bulunan sorumluluk hallerinde kurucuların sorumluluğu sözleşmesel niteliktedir. Buna göre şirketin uğradığı zararın tazminini, şirket ve her bir pay sahibi isteyebilecek

⁵²⁶ Bkz. TTK m.553 hüküm gerekçesi.

⁵²⁷ Arslanlı, *Anonim Şirketler*, 82; Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I* p.506; Ayhan/Çağlar/Özdamar, 388; Sevi, 399.

⁵²⁸ Hüküm ile 3 farklı sorumluluk öngörülmüştür. Buna göre ilk olarak, anonim şirket esas sermayesi tamamen taahhüt edilmemişken taahhüt edilmiş gibi gösterilmesidir. İkinci olarak, kanun veya esas sözleşme hükümleri gereğince pay bedellerinin ödenmesi gereken miktarı kısmen veya tamamen ödenmemişken, ödenmiş gibi gösterilmesi halidir (TTK m.344). Son olarak hüküm ile pay bedellerinin ödenmesine ilişkin borcu üstlenenlerin, maddi olanaklarına ve objektif bir değerlendirmeye göre bu borcu ifa edemeyeceklerinin kuruculardan birinin veya bazılarının bilmesine rağmen, buna onay vermesi hali düzenlenmiştir.

ancak pay sahipleri tazminatın ancak şirkete ödenmesini talep edebileceklerdir. Hüküm ile eTK'nın aksine şirket alacaklısına dava hakkı tanınmamış olup, alacaklılar yalnızca TTK m.556 hükmü uyarınca tazminatın şirkete ödenmesini isteme hakkına sahiptirler.

Alacaklılar ile pay sahipleri arasında zararın tazmin edilmesine yönelik dava hakkı bakımından söz konusu olan bu ayrıma ilişkin olarak hükmün gerekçesinde kanun koyucu tarafından şirketin borçlarını ödediği sürece alacaklının zarara uğramadığı varsayımının kabul edildiği belirtilmişse de, anonim şirketin iflas etmediği her koşulda borçlarını ödediği varsayımından hareket edilmiş olması esas sermaye sisteminin bütünlüğü ile uyumsuzluk arz etmektedir.

Hükümün ikinci fıkrasında öngörülmüş olan ödeme yetersizliğinin bilinmesi ve onay verilmesi halinde açılacak tazminat davasında kurucuların davacı konumda olabilmesi için, sermayeyi ödeyecek kişilerin maddi olanaklara sahip olmadıklarını bilmeleri gerekmektedir. Eş deyişle kurucuların, bu konuda bizzat bilgi sahibi olması beklenmektedir⁵²⁹.

TTK m.550 hükmü ile sorumlular açısından kusursuz sorumluluk söz konusudur. Şöyle ki hüküm uyarınca sorumlu olanlar, sermaye hakkında yanlış beyanda bulunmamış olmaları halinde oluşacak malvarlığı ile mevcut durum arasındaki fark sonucunda ortaya çıkan zararı tazminle yükümlüdürler. Buna karşın TTK m.550/2 hükmü uyarınca ödeme yetersizliğini bilenler bakımından kusura dayalı bir sorumluluk benimsenmiştir⁵³⁰. Dolayısıyla sorumluluğun doğması için kastın bulunması gerekmektedir. Hüküm gerekçesinde de hükmün kusur ilkesine dayalı bir sorumluluğu düzenlediği ifade edilmiştir. Nitekim TTK m.550/2 hükmünde kurucuların kusursuz sorumlu olması ihtimali; kurucuların ödeme yeterliliklerini incelemekle yükümlü olduğu veya pay sahiplerinin birbirlerinin finansal durumlarını bildiklerinin kabul edildiği sonucunu beraberinde getirebilecektir⁵³¹.

⁵²⁹ Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 423; Ayrıca bkz. Sevi, 404.

⁵³⁰ Bkz. TTK m.550 hüküm gerekçesi, Giray, a.g.m., 435; Sevi, 403.

⁵³¹ Dolayısıyla hüküm de var olan “*sermaye taahhüdünde bulunanların ödeme yeterliliğinin bulunmadığını bilen*” ifadesi, kurucularda kusurun aranması gerektiği şeklinde yorumlanabilecektir.

3.6.3.2. Ayni sermayeye değer biçilmesinde yolsuzluk yapılmasından doğan sorumluluk

Esas sermaye sistemine yönelik tartışmalarda önem arz eden başlıklardan biri olan, anonim şirketin kuruluşu esnasında veya sermaye artırımında ayni sermayeye değer biçilmesinde yolsuzluk yapılması halinin yaptırımı, TTK tarafından özel bir sorumluluk hükmü ile düzenlenmiştir. Sermayenin korunması ilkesi gereği olan ve TTK m. 550 hükmünün devamı niteliğindeki düzenleme uyarınca, “*Ayni sermayenin veya devralınacak işletme ile ayınlarının değerlemesinde emsaline oranla yüksek fiyat biçenler, işletme ve aynın niteliğini veya durumunu farklı gösterenler ya da başka bir şekilde yolsuzluk yapanlar, bundan doğan zarardan sorumlu olacaklardır*” (TTK m.551)⁵³².

Hüküm ile üç farklı sorumluluk hali düzenlenirken, “başka bir şekilde” yolsuzluk yapanlar ifadesi ile sorumluluk halleri genişletilmiştir. TTK m.551 hükmü eTK m.307 hükmünün tekrarı olmakla birlikte bazı noktalarda farklılık arz etmektedir. Şöyle ki, hükmün uygulanabilmesi için hile yapılmasına gerek yoktur. Aynî sermayeye emsaline nazaran yüksek fiyat biçilmiş olması, işletme veya aynının niteliğinin ya da durumunun farklı gösterilmesi veya başka bir tarzda yolsuzluk yapılması yeterlidir⁵³³.

Hüküm ile ilk olarak ayni sermayeye ve kuruluş sırasında anonim şirket tarafından devralınacak işletme ve ayınlara, emsallerine oranla yüksek fiyat biçilmesi hali düzenlenmiştir. Ayni sermaye veya ayınların emsallerine göre yüksek değerde gösterilmesi ve bu değerlemenin onaylanması kurucular bakımından özen yükümlülüklerinin ihlali sonucunu doğuracaktır⁵³⁴. Bununla birlikte daha önce değindiğimiz üzere ayni sermayeye değer biçilmesi, TTK’nın 343’üncü maddesi ile asliye ticaret mahkemesince atanan bilirkişilere bırakılmıştır. Bilirkişiler raporlarında, seçtikleri değerlendirme yönteminin somut olay için hem en adil hem de en uygun yöntem olduğunu açıklamalıdır. Aksi halde hüküm, TTK m.551 hükmü ile birlikte değerlendirildiğinde bilirkişilerin de doğan zarardan sorumlu olacakları sonucuna varılabilir.

⁵³² Arslanlı, *Anonim Şirketler*, 82; Ayhan/Çağlar/Özdamar, 389; Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.506-507; Sevi, 405.

⁵³³ TTK m.551 hüküm gerekçesi.

⁵³⁴ Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 426-427.

Hüküm ile ikinci olarak değerlendirme konusu işletme veya ayınların niteliğinin veya durumunun farklı gösterilmesi hali düzenlenmiştir. Buna göre, “Anonim şirket kuruluşunda şirket tarafından devralınacak işletme ve ayınların niteliklerinin veya durumlarının farklı gösterilmesi durumunda kurucular bundan doğan zarardan sorumlu olacaklardır”⁵³⁵. Ayınların durumunun farklı gösterilmesi halinde yolsuzluk, değerlendirme konusu işletme veya ayınların fiziki şartlarının veya konumunun mevcut durumundan farklı gösterilmesi sebebiyle ortaya çıkmaktadır⁵³⁶. Nitekim, anonim şirket malvarlığına dahil olacak ayınların durumlarının veya niteliklerinin farklı gösterilmesi halinde bu unsurların değerlemesi de yüksek olacak ve sermayenin korunması ilkesine aykırılık meydana gelecektir.

Hüküm ile öngörülmüş olan “başka bir şekilde yolsuzluk” yapılması hali ise kanun veya esas sözleşme hükümlerinin sermayenin değerlemesini etkileyecek şekilde ihlal edilmesi veya değerlemenin uzman bilirkişilerce yapılmaması şeklinde ortaya çıkabilecektir⁵³⁷.

TTK m.551 hükmü ile öngörülen sorumluluk halleri kusur esasına dayanmakla birlikte, değerlemede yolsuzluk yapılması konusunda bilirkişiyi etkileyen veya işbirliği yapan kurucular da (sermaye artırımında yönetim kurulu ve diğer yöneticiler) sorumlu olacaklardır⁵³⁸.

Şirket sermayesine dâhil olacak ayınların veya devralınacak işletmelerin değerlerinin mevcut durumlarından fazla gösterilmesi suretiyle yolsuzluk yapılması, şirket pay sahipleri veya alacaklıların zararına sebep olabilecektir. Menfaat sahibi olan pay sahipleri m.555/1 hükmü uyarınca, alacaklılar ise yalnızca TTK m.556 şartlarına bağlı olarak davacı konumunda olabilecektir.

⁵³⁵ Bu duruma hüküm gerekçesinde anonim şirket tarafından alınacak olan aynın niteliğinin mesken iken turistik tesis gibi gösterilmesi örnek verilmiştir. Yine üretimin amacını karşılamayacak makinelerin yeterli gibi gösterilmesi de örnek teşkil edebilir.

⁵³⁶ Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 427; Ayhan/Çağlar/Özdamar, 389; Sevi, 407.

⁵³⁷ Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 427.

⁵³⁸ Bu noktada, mahkemenin onayladığı bilirkişi raporu da kesin olduğuna göre, ayınlara değer biçilmesinde yolsuzluk yapan kurucularla birlikte devletin (Hazinenin) de sorumlu tutulup tutulmayacağı gündeme gelebilecektir. Bkz. Kendigelen, *İlk Tespitler*, 231-232.

3.6.3.3. Sermayenin kaybı ve borca batık olma durumunda çağrı ve bildirim yükümü

Esas sermaye sisteminin temel amacı olarak alacaklıların etkili bir biçimde korunabilmesi için, şirketin sermaye kaybına veya borca batık olma durumuna gelmesinden önce bazı önlemlerin alınması kanun koyucu tarafından garanti edilmelidir. Bu amaca erişilmesi amacıyla çeşitli ülke hukuklarında yöneticilerin çağrı ve bildirim yükümlülüklerine yönelik düzenlemeler yapılmıştır.

Yönetim kurulunun sermayenin kaybı ve borca batık olma durumunda çağrı ve bildirim yükümlülüğü TTK m.376 hükmünde düzenlenmiş olup hükmün amacı, pay sahiplerini, alacaklıları, sermaye piyasası aktörlerinin yatırımlarını ve genel ekonomik menfaatleri korumaktır⁵³⁹. Sermayenin kaybı ve borca batık olma durumunda çağrı ve bildirim yükümlülüğü 6102 sayılı TTK ile düzenlenirken, İkinci Konsey Yönergesi ve İsvBK'nın ilgili hükümleri dikkate alınmış, ayrıca bilanço hukukuna uymayan kısımları revize edilmiştir.

TTK m.376 hükmü uyarınca, *“Anonim şirketin son yıllık bilançosundan sermaye ile kanuni yedek akçeler toplamının yarısının zarar sebebiyle karşılıksız kaldığı anlaşılırsa, yönetim kurulu, genel kurulu hemen toplantıya çağırmalı ve genel kurula uygun gördüğü iyileştirici önlemleri sunmalıdır”*. Bu önlemler, sermaye artırımını, bazı üretim birimlerinin veya bölümlerin kapatılması ya da küçültülmesi, iştiraklerin satışı, pazarlama sisteminin değiştirilmesi vs. olabilecektir.

Yönetim kurulunun genel kurulu hemen toplantıya çağırması, şirketin finansal yönden kötü durumda bulunduğunu ve gerekli önlemleri bütün açıklığıyla kurula anlatması, hatta bu konuda bir rapor vermesi, zararların sebeplerini (kaynaklarını) göstermesi ve çözüm önermesi gerekir. Aksi halde yönetim kurulu TTK m.553 hükmü uyarınca sorumlu olacaktır⁵⁴⁰.

Hükmün ikinci fıkrasında, anonim şirketin son yıllık bilançosuna göre sermaye ile kanuni yedek akçeler toplamının üçte ikisinin zarar sebebiyle karşılıksız kalması hali düzenlenmiştir. Bu durumda genel kurul sermayenin üçte biri ile yetinme veya sermayenin tamamlanmasına karar vermezse anonim şirket sona erecektir.

⁵³⁹ Bkz. m.376 hüküm gerekçesi.

⁵⁴⁰ Bkz. m.376 hüküm gerekçesi.

Hükümün üçüncü fıkrasında ise borca batık olma durumu düzenlenmiştir. Hüküm gerekçesinde borca batık olma kavramı, “*Şirket aktifleri - yıllık bilânçoda olduğu gibi defter (iktisap) değerleriyle değil – fakat gerçek (olası satış değerleri) değerleriyle değerlemeye tâbi tutulsalar bile alacaklıların, alacaklarını alamamaları, yani şirketin borç ve taahhütlerini karşılayamaması*” şeklinde tanımlanmıştır. Şirketin borca batık durumda bulunduğu şüphesini uyandıran işaretler varsa yönetim kurulu, hem işletmenin devamlılığı esasına göre hem de aktiflerin muhtemel satış fiyatları üzerinden bir ara bilanço çıkartacaktır. Bu bilançodan aktiflerin şirket alacaklılarının alacaklarını karşılamaya yetmediğinin anlaşılması hâlinde yönetim kurulu, bu durumu şirket merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesine bildirecek ve şirketin iflasını isteyecektir⁵⁴¹. Ancak iflas kararının verilmesinden önce şirketin açığını karşılayacak ve borca batık durumunu ortadan kaldıracak tutardaki şirket borçlarının alacaklıları, alacaklarının sırasının diğer tüm alacaklıların sırasından sonraki sıraya konulmasını yazılı olarak kabul etmiş; bu beyanın veya sözleşmenin yerindeliği, gerçekliği ve geçerliliği yönetim kurulu tarafından iflas isteminin bildirileceği mahkemece atanan bilirkişilerce doğrulanmış ise yönetim kurulunun mahkemeye başvuru zorunluluğu ortadan kalkacaktır. Bu düzenleme ile şirketin kurtarılabilme şansının artırılması amaçlanmıştır.

4. Esas Sermaye Sistemine Yönelik Görüşler

4.1. Esas Sermaye Sistemine Getirilen Temel Eleştiriler

Esas sermaye sistemine ilişkin olarak görüş ayrılıklarının temelinde, Kıta Avrupası ve Anglo-Sakson hukuk sistemlerinde esas sermaye sistemi ile korunan menfaat çevrelerine bakış açılarının farklı olması yer almaktadır. Şöyle ki, Kıta Avrupası hukuk sisteminde alacaklıların korunması önceliği hâkimken, Anglo-Sakson hukuk sisteminin önceliğinde anonim şirket pay sahiplerinin yatırımları ve kâr

⁵⁴¹ Hüküm 6335 sayılı kanun ile değişikliğe uğramıştır. Değişiklik öncesinde yönetim kurulu ara bilançoğu denetçiye vermekte, ara bilânçoların denetçi tarafından değerlendirilmesi sebebiyle de gerçekçi olmayan beklentiler tehlikesinin bulunmayacağı, bilançoların denetçi tarafından objektif yorumlanacağı ve somut olaya göre üstün tutulması gerekenin belirleneceği, dolayısıyla denetçi ve iki bilanço çıkarılmasının yararlı sonuçlar verebileceği düşünülmüştür. Nitekim, denetçi tarafından yapılan tespitler neticesinde yönetim kurulunun mahkemeye başvurmaya gerek olup olmadığı sonucuna varılabilecekken, denetçinin 6335 sayılı Kanun ile kaldırılması isabetli olmamıştır.

maksimizasyonu bulunmaktadır⁵⁴². *Kübler*'in de ifade ettiği üzere Kıta Avrupası hukuk sisteminin temel amacı pay sahiplerinin refahını maksimize etmek değil, alacaklılar ve pay sahipleri arasında ortaya çıkan menfaat çatışmalarının dengelenmesi ve aralarında uzlaşmanın sağlanmasıdır⁵⁴³. Bu sebeple esas sermaye sistemine yönelik eleştiriler özellikle Anglo-Sakson hukuk çevrelerinde yükselmiş; esas sermaye sistemi temel düzenlemeleri ABD pratiğinde büyük ölçüde kaldırılmıştır. Kıta Avrupası hukuk sistemlerinde ise esnekleştirme eğilimiyle birlikte sistem mevcudiyetini korumaktadır.

Kıta Avrupası hukuk sisteminin temel taşlarından biri olarak kabul edilen esas sermaye sisteminin, alacaklıların korunması amacına gerçekten hizmet edip etmediği düşüncesi ile Avrupa'da başlayan tartışmalar, sistemin kendisinden beklenen amaca verimlilikle hizmet ettiği düşüncesinin sarsılmasıyla devam etmiş ve sistem doktrinde çeşitli yönleriyle sorgulanmaya başlamıştır.

Esas sermaye sistemine yönelik söz konusu eleştiriler, 77/91/EEC sayılı İkinci Konsey Yönergesi düzenlemelerini hedef almakta; temel olarak sistemin, öngörülme sebebi olan alacaklıların korunmasına yeterli ölçüde hizmet etmediği noktasında toplanmaktadır. Sisteme yönelik alternatif çözümlerin değerlendirilebilmesi ve konunun daha iyi anlaşılabilmesi için esas sermaye sisteminin eleştirildiği temel noktaları ele almakta fayda vardır⁵⁴⁴.

Söz konusu görüşteki yazarlar, esas sermaye sistemine ilişkin hükümlerin emredici olarak düzenlenmesinin, sistemin kendisinden beklenen faydayı minimize ederek şirketler nezdindeki maliyetleri arttırdığını ileri sürmüştür⁵⁴⁵. Anglo-Sakson hukuk sistemlerinde piyasanın yararının ön planda tutulması sebebiyle, esas sermaye sistemini düzenleyen emredici nitelikte kuralların günümüz piyasalarında eski, hantal

⁵⁴² Toraman Çolgar, 68; Enriques/Macey, a.g.m., 1173; Armour vd, Armour vd., *The Anatomy of Corporate Law*, 203. ABD hukukunun bu konuya bakış açısına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Michael P. Dooley ve Michael D. Goldman, "Some Comparisons Between the Model Business Corporation Act and the Delaware General Corporation Law", *The Business Lawyer*, 56/2, (2001).

⁵⁴³ Kübler, "A Shifting Paradigm of European Company Law?", 219.

⁵⁴⁴ Esas sermaye sisteminde sermayenin oluşturulması ve sermayenin korunması amacıyla ihdas edilen hükümlere ilişkin olarak getirilen eleştiriler ilerleyen bölümlerde ayrıntılı bir biçimde ele alınmıştır. Bkz. II. Bölüm, 5 başlığı altında yapılan açıklamalar. Ayrıca bkz. Eilis Ferran, "The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union", *ECGI Law Working Paper N° 51/2005*, 4 vd.; Armour, "Share Capital", 370-378; Enriques/Macey, a.g.m., 1167 vd.; Santella/Turrini, a.g.m., 432 vd.; Mülazımoğlu, 199 vd.; Eryiğit, 230 vd.

⁵⁴⁵ Enriques/Macey, a.g.m., 1167,1192,1195; Santella/Turrini, a.g.m., 432; Armour, "Share Capital", 376, 377; Toraman Çolgar, 70; Payne, 8; Miola, 422.

ve katı kaldığı, şirketlerin üzerinde mali yük oluşturduğu, bu durumun ise piyasanın aleyhine sonuçlar doğurduğu ifade edilmiştir⁵⁴⁶. Esas sermaye sistemi düzenlemelerinin şirket pay sahipleri üzerinde maliyet oluşturmaları sebebiyle alacaklılara daha çok zarar verdiği; çünkü bu durumun söz konusu masrafların alacaklılara yansıtılması eğilimini arttırdığı vurgulanmıştır⁵⁴⁷.

Emredici hükümler ile belirlenen zorunlu asgari sermaye tutarı da aynı gerekçelerle eleştirilmekte, söz konusu rakamların şirketin borçlarını ödeme gücünü gösterme konusunda zayıf ve sembolik kaldığı öne sürülmektedir. Yine esas sermaye miktarının anonim şirketin iflas riskini azalttığına yönelik doktrinde şüpheli yaklaşımlar bulunmakta ve rejimin, alacaklıları olası iflastan koruyamadığı iddia edilmektedir.

Esas sermaye rejiminin lehine olan argümanlar ise pay sahiplerinin fırsatçı davranış riskinin bir şirketin iflasa yaklaştığı dönemlerde büyük ölçüde artmasına dayansa da, öğretime bir şirketin iflasa yaklaştığı dönemde pay sahiplerinin fırsatçı davranışlarının yarattığı sorunun tahmin edileceği kadar ciddi olmadığı dile getirilmiştir. Ayrıca profesyonel yöneticilerin şirkette başarıya ulaşmak için “kumar oynamayı” denemelerinin olası olmadığı ve yönetsel iş piyasasında itibarlarına zarar verme korkusuyla yanlış yapmaktan çekinecekleri belirtilmiştir⁵⁴⁸.

Sistemi savunan yazarlarca öne sürülen anonim şirket karşısında her alacaklının güçlü konumda olmadığı dolayısıyla esas sermaye sistemi düzenlemelerinin “zayıf” konumda bulunan alacaklıları da koruma altına aldığı görüşüne karşı ise *Enriques/Macey*, şirket ile ticari faaliyet kapsamında ilişkili olan tüm küçük ölçekli alacaklıların ve çalışanların zayıf olmadığı, onların da kendini koruyacak mekanizmaları ve şahsi teminatları edinebileceği, dahası şirketle ticari işlem yapmaktan çekilebileceğini belirtmişlerdir⁵⁴⁹. Ayrıca mal ve hizmet sağlayıcılarının şirketle olan ticari işlemlerinin kısa vadeli olması sebebiyle şirketin finansal malvarlığı ile ilgilenmeyeceklerini, anonim şirket çalışanlarının ise şirketin iflas tehdidi

⁵⁴⁶ Enriques/Macey, a.g.m., 1184. Hatta Amerikan hukuk çevrelerinde, esas sermayeye ilişkin kurallar “elverişsiz” ve hatta “arkaik” olarak nitelendirilerek eleştirilmiştir. Bkz. Miola, 414.

⁵⁴⁷ Enriques/Macey, a.g.m., 1198.

⁵⁴⁸ Shan Ho, 5; Ronald J.Daniels, “Must Boards Go Overboard? An Economic Analysis of the Effects of Burgeoning Statutory Liability on the Role of Directors in Corporate Governance.” *Scholarly Commons* (1994): 229-258, 241.

⁵⁴⁹ Enriques/Macey, a.g.m., 1189

karşısında şirketle olan ilişkisini ilk kesenler arasında olduklarını, dolayısıyla alternatif iş olanaklarına yönelme şansları da dikkate alındığında bu alacaklı gurubunun da her zaman “zayıf” konumda olmayacağını ileri sürmüşlerdir⁵⁵⁰.

Sistemin temel savunucuları alacaklıların korunması ihtiyacından yola çıkmakta ise de karşıt görüş yazarlar, pratikte alacaklıların kendilerini teminat sözleşmeleriyle koruduğu, sözleşmeye koydurdukları hükümlerle şirket dağıtımlarına müdahale edebilmeleri sebebiyle esas sermaye sistemine ilişkin emredici hükümlerin etkisinin ikincil nitelikte kaldığını dile getirmişlerdir⁵⁵¹. Bu sebeple şirketle yapılacak sözleşmeler ile emredici hükümlere nazaran hem alacaklılar hem de pay sahipleri açısından piyasanın koşullarına göre daha esnek ve verimli bir çözüm geliştirilebileceği ileri sürülmüştür⁵⁵².

Bununla birlikte her ne kadar esas sermaye sistemi alacaklıların korunması ihtiyacından hareket etse de, alacaklılar da şirket karşısında kendi menfaatlerini korumaya yönelik davranışlarda bulunma eğiliminde olacaktırlar. Günümüz koşullarında hemen hemen her şirketin öz kaynakları dışında kredi ihtiyacı duyduğu göz önüne alındığında şirketlerin kendilerine borç veren taraflarla anlaşma yapacak, alacaklılar ise kendi menfaatleri doğrultusunda şirket varlıklarının yönetilmesine müdahale edebileceklerdir. Dolayısıyla teorik anlamda pay sahiplerinin alacaklıları zarar sokmaya yönelik davranışları pratikte daha az riskli hale gelebilmektedir. Kredi ihtiyacı sebebiyle borçlanma ihtiyacı içinde olan şirketler, kredi kaynaklarını

⁵⁵⁰ Schön, bu görüşü ikna edici bulmamakta, özellikle kriz zamanlarında mal ve hizmet sağlayıcılarında alacaklarını elde edebilmek için dikkate değer bir zaman beklemek durumunda kaldıklarını belirtmiştir. Schön, “Legal Capital”, 441; Enriques/Macey, a.g.m., 1190; Toraman Çolgar, 74.

Buna karşın söz konusu yazarlar makalenin devamında “zayıf” konumda olan küçük ölçekli hizmet ve mal tedarikçilerinin veya çalışanlarının olduğunu inkar etmediklerini ve fakat AB kuralları ile belirlenen asgari sermaye tutarının bu alacaklılara yardım etme konusunda çok minimal kaldığını ifade etmektedirler.

⁵⁵¹ Enriques/Macey, a.g.m.;1188, Toraman Çolgar, 74; Armour, “Legal Capital”, 14; Santella/Turrini, a.g.m., 433; Schön, “Legal Capital”, 439. İngiliz Hukuku’nda alacaklıların şirketler ile sözleşme koşullarını müzakere etmesi, hukuka aykırılık söz konusu olmadığı sürece son derece olağan karşılanmaktadır. Bununla birlikte söz konusu sözleşmelerden kaynaklı her uyuşmazlık somut olayın durumuna göre değerlendirilmektedir. Bkz. KPMG Raporu,141.

⁵⁵² Nitekim, İngiltere ve Amerika hukuk sistemleri üzerinde yapılan araştırmalara göre, İngiliz hukukunda alacaklılar ile şirket arasında yapılan anlaşmaların aksine, Amerikan hukukunda yapılan anlaşmalarda şirket pay sahiplerine dağıtımları kısıtlayan hükümlere daha sık rastlanmaktadır. Bkz. Mülberr/Birke, 716; Enriques/Macey, a.g.m.,1167; Armour, “Share Capital”, 373. Aynı şekilde, “zayıf” konumda bulunan alacaklıların ise sigorta zorunluluğu ile korunduğu Rickford Raporunda yer almaktadır. Bkz. Rickford Raporu, 932. Yabancı literatürde bu duruma örnek olarak, alacaklıların şirketle yaptığı sözleşmelere şirket pay sahiplerine yapılacak dağıtımlara ilişkin koydukları sınırlama limitlerinde temel alınan finansal durum, şirketin kuruluş tarihinden ziyade, kredinin genişletildiği tarih esas alınarak belirlendiği verilmektedir. Bkz. Schön, “Legal Capital”, 439.

kaybetmemek adına riskli davranışlardan kaçınacak, uzlaşma yoluna gidecektir⁵⁵³. Bu noktada söz konusu alacaklıların kanunun emredici hükümleriyle korumasının ne derece gerekli olduğu sorusu gündeme gelmektedir.

Esas sermaye sistemine getirilen eleştirilerle birlikte SLIM çalışma grubu, Rickford Raporu ve Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu raporu ile sisteme yönelik reform önerilerinde bulunulmuştur. Genel olarak bu reform önerileri sistemin esnekleştirilmesi ve anonim şirketin pay sahiplerine yapacağı dağıtım rejimine ilişkin olup, bir sonraki bölümde ayrıntılı biçimde ele alınacaktır. Bununla birlikte esas sermaye sisteminin verimliliğinin artırılması için tamamlayıcı bazı mekanizmalar da önerilmiştir. Bu kapsamda, tüzel kişilik perdesinin kaldırılması teorisi, ödeme gücü yeterliliğinin tespiti, sözleşmeler, zorunlu sigorta uygulamaları, yönetim kurulunun kişisel sorumluluğu ve kurumsal yönetimin kuvvetlendirilmesi gibi alternatifler üzerinde durulmuştur⁵⁵⁴.

4.2. Esas Sermaye Sistemini Savunan Görüşler

Esas sermaye sistemine gelen eleştiriler neticesinde, *Marcus Lutter* başkanlığında alanında uzman akademisyenlerden oluşan grup tarafından (Lutter Grup) eleştirilere yanıt mütekabilinde sistemin değerlendirilmesi yapılmıştır. Birden fazla ülke akademisyenlerinden oluşan grubun çalışması ile ortaya çıkan görüşler genellikle; sistemin eleştirilerde belirtildiği gibi külfetli olmadığı, emredici düzenlemelerin şirket kurmak isteyenler nezdinde bir ciddiyet eşiği oluşturduğu, özellikle zayıf konumda ve kendi iradeleri ile alacaklı konumuna gelmeyen alacaklıları koruduğu ve şirketin kredibilitesini arttırdığı noktalarında toplanmaktadır.

Bununla birlikte sistemin savunucuları, anonim şirket esas sermayesinin şirketin iflas etmesini engellemediği yönündeki eleştirilere ve pay sahiplerinin sermaye borçlarını yerine getirmesinden sonra karşılaştıkları riskin yalnızca söz konusu katkı payını kaybetme riski olduğuna ve dolayısıyla şirket faaliyetleri sebebiyle ortaya çıkan riskin kalanının alacaklılar üzerinde kaldığı durumuna katılmakla beraber; esas sermaye düzenlemelerinin iflası engelleme gibi bir amaç gütmeyeceğini, ayrıca

⁵⁵³ Enriques/Macey, a.g.m., 1170-1171.

⁵⁵⁴ Mülberr/Birke, 724-726; Umfahrrer, 119 vd.; Meyer, 178 vd.; Cahn/Donald, 202. Söz konusu bu mekanizmalar bu başlık altında yalnızca ismen zikredilmekte birlikte, söz konusu mekanizmaların işleyişi ve Türk Hukuku bakımından değerlendirilmesine çalışmanın ilerleyen bölümlerinde yer verilecektir. Bkz. III. bölüm, 3 ve 4 başlığı altında yapılan açıklamalar.

beraberinde birden fazla pozitif sonuç getirdiğini belirtmektedir. Literatürdeki bu görüşleri şu şekilde toplamak mümkündür.

Esas sermaye sistemi anonim şirket kurucularının hareket kabiliyetlerini arttırmaktadır. Şöyle ki esas sözleşmeyle taahhüt edilen sermaye, mevcut ve gelecekteki alacaklılara kolektif bir sorumluluk vaadi sağlanmakta⁵⁵⁵, bunun neticesinde şirket pay sahiplerinin şirketin faaliyeti esnasında bilhassa kâra yönelik hareket alanı artmaktadır. Esasen anonim şirket pay sahiplerine söz konusu hareket kabiliyetini sağlayan esas sermaye sisteminden öte, sınırlı sorumluluk ilkesidir. Bu noktada üzerinde durulması gereken husus, sınırlı sorumluluk ilkesi ile pay sahipleri lehine ve fakat alacaklıların aleyhine sağlanan bu menfaatin, esas sermaye sistemi hükümleri ile ne derece dengelenebildiğidir.

Şirket pay sahipleri tarafından şirketin kuruluşu esnasında şirkete sağladıkları esas sermaye, pay sahiplerini katkıları sebebiyle şirketin kurumsal yönetimi hususunda teşvik etmekte, bu durum ise alacaklıları dolaylı olarak korumaktadır. Kuruluştaki asgari bir sermaye miktarının zorunlu olması şirkete başlangıçta bir ivme sağlayarak şirketi ilk etapta oluşabilecek muhtemel zararlardan korumakta ve alacaklılar lehine bir teminat sağlamaktadır. Bununla birlikte asgari sermaye miktarı, girişimciler için bir “ciddiyet eşiği” oluşturmakta böylece özellikle küçük ölçekli girişimler bakımından sınırlı sorumluluğun elde edilmesinde bir karşılığı ifade etmekte, gelecek vaat etmeyen girişimleri ise belli bir ölçüde engellemektedir⁵⁵⁶.

Bununla birlikte şirketin finansal olarak iyi durumda olması alacaklılar için en iyi koruma vasıtası olup, bu amaca erişilebilmesi için şirket sermayesinin pay sahiplerine kanuna aykırı bir şekilde iadesinin önüne geçilmesi gerekmektedir⁵⁵⁷. Bu amaca erişebilmesi, dağıtımların ölçülü ve kanuna uygun olabilmesi için şirket başlangıç sermayesi bir bariyer ve oranlama görevi üstlenmektedir⁵⁵⁸.

Pay sahiplerinin şahsi sorumluluğunun bulunmadığı anonim şirketlerde, asgari sermaye zorunluluğu ve bunun aleniyeti potansiyel alacaklılar için menfaatler arasında

⁵⁵⁵ Schön, “Legal Capital”, 438 vd.; Çonkar, 9.

⁵⁵⁶ Engert, “Life without Legal Capital”, 5; Sevi, 84; Toraman Çolgar, 72, dn.280. Fakat Armour, özellikle fikri sermayeye dayanan sektörlerde başlangıç sermayesinin sektörün gelişimini önlediğini belirtmektedir. Bkz. Armour, “Share Capital”, 371

⁵⁵⁷ Nitekim pay sahipleri, şirket malvarlığının azalması halinde alacaklılar ile kendi menfaatleri arasındaki eşitliği bozma eğilimi gösterebilecektir.

⁵⁵⁸ Lutter, “Legal Capital”, 4; Engert, “Life without Legal Capital”, 6.

eşitliğin gözetildiğine dair bir sinyal işlevi görmektedir. Ayrıca belirli miktarda sermayenin anonim şirket esas sözleşmesinde taahhüt edilmesi ve ilanı alacaklıların şirket pay sahipleri karşısında daha az bilgi sahibi olmalarından kaynaklanan dezavantajlarını hafifletmektedir⁵⁵⁹. Aynı şekilde asgari sermaye zorunluluğu azınlık pay sahiplerini koruyarak, sermayenin sulandırılması durumunun da önüne geçmektedir. Asgari esas sermaye zorunluluğunun olmadığı hukuk sistemlerinde ise bazı alacaklıların şirketle sözleşme yapma yoluna gitmeleri sebebiyle, şirketle pazarlık şansına sahip olmayan alacaklılar korumasız kalmaktadır⁵⁶⁰. Bu sebeple esas sermayeye ilişkin düzenlemeler tüm alacaklıları kapsayan bir koruma sağlamaktadır. Bu düzenlemeler söz konusu sözleşmeleri yapabilme gücüne sahip alacaklılar için hali hazırda asgari düzeyde bir koruma sağladığı için sözleşme maliyetlerini düşürücü bir etki de doğurmaktadır.

Esas sermaye sistemi düzenlemeleri kapsamında öngörülen dağıtım hükümlerinin, ödeme gücü testine (Solvency Test/Solvenz Test) nazaran daha uzun süre etkili olduğu da ileri sürülen faydalar arasındadır. *Lutter* grubu yukarıda belirttiğimiz faydalar sebebiyle esas sermaye sisteminin masraflı ve hantal olduğu yönündeki eleştirilere katılmadığını belirtmiştir. Öte yandan, esas sermaye sisteminin özellikle Kıta Avrupası hukuk sistemlerinde yalnızca anonim şirketler hukukunu ilgilendiren bir kurum olmaktan çıktığı ve diğer hukuk dallarında da (icra ve iflas hukuku gibi) etkili olduğu ifade edilmiştir. Dolayısıyla sistemin kaldırılması etkisini yalnızca şirketler hukuku kapsamında göstermeyeceği de vurgulanmıştır⁵⁶¹.

Sistemin savunucularına göre geleneksel esas sermaye sistemi, büyük alacaklılarının ihtiyaçları doğrultusunda özel olarak uyarlanmış sözleşme yapmalarına engel olmadan, şirketlere ve alacaklılarına verimli bir koruma aracı sunmaktadır⁵⁶².

⁵⁵⁹ Schön, "Legal Capital", 440; Eidenmüller/Grunewald/Noack, a.g.m., 25.

⁵⁶⁰ Schön, özellikle haksız fiil alacaklılarının korunmasına ilişkin olarak, söz konusu alacaklılara esas sözleşme düzenlemeleri ile sağlanan korumanın genişletilmesinin, tüzel kişilik perdesinin kaldırılması ve şirket yöneticilerinin kişisel sorumluluğu konularında daha ılımlı bir yaklaşımı da beraberinde getireceğini ifade etmektedir. Bkz. Schön, "Legal Capital", 441.

⁵⁶¹ Lutter, "Legal Capital", 6.

⁵⁶² Schön, "Legal Capital", 441.

5. Esas Sermaye Sistemi Temel Düzenlemelerinin İşlevselliği ve İleri Sürülen Görüşler

Esas sermaye sisteminin amaçlarını gerçekleştirme konusunda ne düzeyde verimli olduğunun değerlendirilebilmesi için genel olarak sistemin eleştirisi ve sistemi savunan görüşlerin yanında, bazı temel düzenlemelerin işlevselliğine yönelik olarak öğretide ileri sürülen görüşler üzerinde de durulması gerekmektedir.

5.1. Asgari Esas Sermaye Zorunluluğu, Miktarı ve İşlevselliği

Anonim şirketin kuruluşu esnasında asgari sermaye getirilmesi zorunluluğu, özellikle Kıta Avrupası Hukuk sistemlerinde normatif bir düzenlemeden öte esas sermaye sisteminin tamamlayıcı ve geleneksel bir unsuru olarak betimlenmektedir. Öğretide esas sözleşmede taahhüt edilen asgari sermayenin işlevselliği konusunda, her ne kadar miktarına ilişkin olarak farklı görüşler bulunsada; asgari sermayenin, şirket kurucuları açısından sınırlı sorumluluğun elde edilmesinde bir bedel niteliği taşıdığı, ayrıca şirket kurmak isteyen ve fakat kâr elde etme ihtimali düşük girişimciler için de caydırıcı etkisiyle bir ciddiyet eşiği oluşturduğu noktasında fikir birliği bulunmaktadır⁵⁶³. Yabancı öğretide asgari sermaye zorunluluğuna ilişkin bazı değerlendirmeler şu şekildedir:

Asgari sermaye miktarının esas sözleşmede belirtilmesi sayesinde, alacaklıların şirket işleyişi hakkında yeterli bilgi sahibi olamamalarından kaynaklanan dezavantajlı durumları hafifletmekte ve böylece şirket kurucuları ile alacaklılar arasındaki risk paylaşımı daha dengeli hale gelmektedir⁵⁶⁴.

Asgari sermaye miktarının şirkete getirilmesi ile şirket kredibilitesi için ilk izlenim oluşmaktadır. Buna karşın doktrinde, uygulamada şirkete borç temin eden bankalar ve finans kuruluşlarının, şirketin esas sermaye miktarını dikkate almaktan ziyade alacaklarına karşılık şahsi teminat elde ederek kredi güvenliğinde ısrar etmeleri sebebiyle asgari sermaye miktarının şirket kredibilitesine etkisinin zayıf kaldığı ifade edilmiştir⁵⁶⁵.

⁵⁶³ Bauer, 134 vd.; Umfahrer, 39; Eidenmüller/Grunewald/Noack, a.g.m., 25; Meyer, 106; Drinkuth, 132 vd; Bezenberger, a.g.e., 30; MüKoAktG/Heider AktG § 7 Rn. 7-10; Schäfer, *Gesellschaftsrecht*, 320.

⁵⁶⁴ Mülberr/Birke, 727; Eidenmüller/Grunewald/Noack, a.g.m., 25.

⁵⁶⁵ Eidenmüller/Grunewald/Noack, a.g.m., 26; İngiliz alacaklıların borç verme kararından önce borçlunun yasal sermayesinin büyüklüğünü sorgulamadığını gösteren kanıtlar, aynı şekilde Alman

Asgari sermaye zorunluluğunun anonim şirket kurucularını şirketin ticari faaliyeti esnasında daha özenli davranmaları yönünde teşvik edici olduğu belirtilse de, şirketin büyüklüğüne göre küçük bir oranı temsil eden asgari sermaye miktarının, yöneticiler tarafından gerçekleştirilen hileli davranış ve özen yükümlülüğünün ihlali hallerinin önüne geçilebilmesi için yeterli olmayacağı ileri sürülmektedir⁵⁶⁶.

Asgari sermaye zorunluğunun alacaklıların korunması amacı doğrultusunda en belirgin ve doktrin tarafından kabul gören faydası ise paravan şirketler veya ciddiyetten uzak girişimler için bir ciddiyet eşiği oluşturmastır (Seriositätsschwelle, Threshold for seriousness). Bununla birlikte bir diğer işlevi ise başlangıç aşamasında ticari faaliyet sebebiyle oluşabilecek risklerin doğrudan alacaklılara aktarılmasının önüne geçmesidir. *Lutter*, asgari esas sermaye zorunluluğu bakımından anonim şirketlerin halka açık veya kapalı olarak ayrılmasını, zira halka açık şirketlerin daha güvenilir ve ciddi bir görünüm sergilemesi ve bunun için öncelikle belirli miktarda sermaye ile bir tampon/kalkan (Cushion Zone) oluşturulması gerektiğini ifade etmiştir⁵⁶⁷. Böylece şirketin kuruluşu esnasında oluşabilecek şirket zararları doğrudan alacaklılar üzerinde sonuç doğurmayacaktır⁵⁶⁸.

Şirketin kuruluşu esnasında anonim şirket kurucuları tarafından şirkete getirilen asgari sermaye miktarı alacaklılar için bloke edilen bir “fon” niteliğine sahip olmadığı için daimi olarak şirket kasasında bulunacağından söz edilemeyecektir. Dolayısıyla esas sermayeye karşılık gelen asgari miktarın şirketin ticari faaliyeti esnasında kullanılması, eş deyişle finansal fonksiyonu sebebiyle sorumluluk fonu işlevi kuruluş aşamasıyla kısıtlı kalacaktır⁵⁶⁹. Ayrıca ticari faaliyet esnasında şirketin zarara uğraması mevzubahis olabilecek, şirkete getirilen sermaye miktarı azalma riskiyle karşı karşıya kalmasına rağmen alacaklıların -özellikle şirket karşısında güçsüz

banka temsilcileri, bir kurumsal borçlunun yasal sermayesinin borç verme kararıyla tamamen ilgisiz olduğuna dair bkz. Mülbert/Birke, 716; Santella/Turrini, a.g.m., 435; Shan Ho, 6. Pratikte mevcut alacaklılar ve potansiyel alacaklıların şirketin asgari sermayesi ile ilgilenmediği çünkü şirketin faaliyete başlamasıyla birlikte sermayesini kullanmaya başladığına ve ayrıca alacaklıların esasen şirketin mevcut malvarlığı ve ödeme gücü yeterliliği ile ilgilendiğine dair bkz. Enriques/Macey, a.g.m., 1186.

⁵⁶⁶ Umfahrer, 40;

⁵⁶⁷ Lutter, “Legal Capital”, 7.

⁵⁶⁸ Çonkar söz konusu etkiyi “*Kum Torbası Etkisi*” şeklinde ifade etmektedir. Bkz. Çonkar, 16 vd.

⁵⁶⁹ Eidenmüller, sermayenin sorumluluk fonu işlevinin basit ve sınırlı kaldığını çünkü genel olarak hukuk sistemlerinde asgari sermayenin kullanılan kısmının yerine konması şeklinde bir yükümlülük öngörülmediğini ifade etmiştir. Eidenmüller/Grunewald/Noack, a.g.m., 26, dn.30; Santella/Turrini, 432; Schön, “The Future of Legal Capital”, 437; Armour, “Legal Capital”, 20; Mülbert/Birke, 718.

konumda olan alacaklıların – mevcut duruma ilişkin bilgi sahibi olması mümkün olmayacaktır.

Asgari sermayenin miktarı öğretide en çok eleştirilen konulardan biri olmuştur. Nitekim emredici hükümler ile düzenlenen asgari sermaye miktarının uygulama açısından, şirketin faaliyete başlaması için yeterli olmasının yanında, şirket kurmak isteyen girişimcileri de engellememesi gerekmektedir. Aynı şekilde örneğin 2017/1132 sayılı Yönerge ile belirlenmiş olan 25.000 Euro tutarındaki miktarın, yüksek riskli şirketler bakımından alacaklılar için yeterince koruyucu olmadığı, düşük risk grubundaki şirketler açısından ise etkili bir bariyer oluşturmadığı için bu ihtiyacı karşılamaktan uzak olduğu ifade edilmektedir⁵⁷⁰. Her ne kadar şirketin kuruluşu için gerekli asgari sermaye miktarına ilişkin bazı üye ülkelerce daha yüksek oranda miktarlar öngörülmüşse de, bu tutarların da şirketin gerçek ihtiyaçları göz önüne alındığında yetersiz kaldığı gözlemlenmiştir⁵⁷¹. Bununla birlikte şirketlerin faaliyet alanı bakımından çeşitliliği göz önüne alındığında, kanun koyucu tarafından belirlenen asgari sermaye miktarının her şirkete uyacak şekilde (one size fits all) tek bir miktar (Fixed Capital) olarak belirlenmiş olması da, asgari sermaye zorunluluğuna yönelik en temel eleştiriler arasındadır. Aynı şekilde sabit sermaye miktarı olası risklerle doğru orantılı olmadığı gibi şirketin ekonomik başarısızlığı, iflası veya ekonomik kriz halinde önleyici bir etkisi de bulunmamaktadır⁵⁷². Bu durum karşısında şirketin büyüklüğü ve finansal durumu temel alınarak her şirket için münhasıran asgari sermaye tutarı belirlenmesi ihtimali düşünülebilirse de, bu önerinin pratikte uygulanması mümkün olmayacaktır⁵⁷³. Asgari sermaye miktarının alacaklıların korunması bakımından yetersiz kalacağı düşüncesiyle yüksek tutulması halinde ise rekabeti engelleyerek, girişimciler için caydırıcı, şirket kurucuları içinse sınırlı sorumluluğa erişilmesinde kısıtlayıcı etki yapması ihtimal dahilindedir⁵⁷⁴.

⁵⁷⁰ Umfahrer, 38; Armour vd., *The Anatomy of Corporate Law*, 124. AB 77/91 sayılı yönergenin yürürlüğe girmesinden önce topluluğa dahil bir çok ülkenin yerel hukuklarında asgari esas sermaye zorunluluğu bulunmadığından, yönerge ile düzenlenen asgari sermaye zorunluluğunun topluluk içinde şirket kurma imkanını kısıtladığı yönünde bkz. Drinkuth, 132.

⁵⁷¹ Rickford Raporu, 931

⁵⁷² Meyer, 103; Miola, 425; Schön, “The Future of Legal Capital”, 437; Santella/Turrini, a.g.m., 432; Payne, 8.

⁵⁷³ Eşit koşullardaki şirketler için eşit bir belirlemenin yapılması ve denetlenmesinin de zor ve maliyetli olabileceğine yönelik olarak bkz. Umfahrer, 39; Santella/Turrini, a.g.m., 432.

⁵⁷⁴ Gover/Davies, 282; Asgari sermaye gereksinimi sebebiyle bazı girişimci projelerin üstlenilmesini önlenerek bir sosyal maliyet yaratıldığı yönünde bkz. Armour, “Legal Capital”, 18.

Emredici hükümler ile belirlenen asgari sermaye miktarının verimliliği; şirketlerin faaliyet alanı, risk kapasitesi ve büyüklüğüne göre değişkenlik gösterecektir. Ayrıca farklı risk profilindeki şirket faaliyetlerinin ne kadarının öz kaynak ile finanse edilmesi gerektiğine dair bir kriter belirlemenin güçlüğü ile karşı karşıya kalınmaktadır⁵⁷⁵. Nitekim özellikle tehlikeli faaliyetler sürdüren şirketler bakımından risklerin aktarımını engellemek için gereken sermaye miktarı ticari faaliyetin doğasına bağlıdır. Dolayısıyla zorunlu bir asgari sermaye miktarı bu amacı başarmanın ancak gelişigüzel bir yolu olabilecektir⁵⁷⁶. Öte yandan, şirket alacaklılarının çeşitliliği de dikkate alınmalıdır. Şirket karşısında güçlü ve gönüllü olan alacaklılar (Voluntary Creditors) için kanun koyucu tarafından belirlenmiş miktar çoğu zaman önemsiz bir rakamı ifade ederken, şirket karşısında aynı derecede güçlü olmayan (Involuntary Creditors) alacaklılar için dahi sembolik ve ideolojik bir rakam olarak kalmaktadır⁵⁷⁷.

Sonuç olarak şirketler hukuku kapsamında asgari sermaye zorunluluğu, sınırlı miktarı ve etkisiyle sermayenin korunması bakımından gerçek bir anlam ifade etmemektedir. Anonim şirketin asgari sermaye miktarı, şirketin finansal durumu ile çok az ilişkilenebilir ve ayrıca şirketin borçlarını ödeme kabiliyeti hakkında da alacaklılara yeterli bilgi verememektedir. Bu nedenle asgari sermaye miktarı alacaklıların korunması bakımından anlamlı bir değeri ifade etmemekte ve alacaklıları yasal sermaye temelli bir yaklaşımla korumayı amaçlayan hükümler zincirinin en zayıf halkası olduğu kabul edilmektedir⁵⁷⁸.

⁵⁷⁵ Schön, “The Future of Legal Capital”, 437; Enriques/Macey, 1186. Asgari sermaye zorunluluğunun tampon etkisinin (Verlustpuffer) daha düşük risk profiline sahip küçük işletmeler bakımından işlevini daha verimli şekilde yerine getirebileceğine dair bkz. Meyer, 104.

⁵⁷⁶ Armour tarafından risklerin dışsallaştırılmamasının sağlayacak daha kesin yollar olduğu belirtilmiştir. Buna göre, kanun koyucu tarafından tehlikeli faaliyetlerin düzenlenmesi ve şirketlere potansiyel riskleriyle orantılı sigorta yaptırımlarının şart koşulabileceği yönünde bkz. Armour, “Legal Capital”, 19. Alman hukukunda getirilen sigorta şartına ilişkin olarak ayrıca bkz. Schön, “The Future of Legal Capital”, 438.

⁵⁷⁷ Santella/Turrini, 437; Bauer, 136; Armour, “Legal Capital”, 15; Schön, “The Future of Legal Capital”, 438.

⁵⁷⁸ Bezzemberger, 36; Santella/Turrini, 432; Schön, “The Future of Legal Capital”, 437-438; Armour, “Legal Capital”, 21.

5.2. İtibari Değerden Az Bedelle veya İtibari Değeri Olmayan Pay Senedi Çıkarılması Yasağının İşlevselliği

Daha önce belirttiğimiz üzere, itibari değerden az bedelle veya itibari değeri olmayan pay senedi çıkarılması yasağının esas amacı, esas sermaye artırımlarında mevcut pay sahiplerinin paylarının sulandırılmasına engel olmaktır⁵⁷⁹. Bununla birlikte doktrinde söz konusu yasağın alacaklılar bakımından da bir takım faydaları olduğu ileri sürülmektedir.

Şöyle ki, şirketin kuruluşu esnasında payların itibari değerlerinin toplamı anonim şirketin esas sermayesine karşılık gelerek alacaklılar için malvarlığının değeri konusunda makul bir bilgi sağlamak ve kamuya güven oluşturmaktadır⁵⁸⁰. Ayrıca yasak ile payın değerinin üzerinde algılanması engellenmekte ve sermaye açığı oluşmasının önüne geçilmektedir⁵⁸¹.

Pay sahiplerinin haklarını kullanmalarının itibari değerle bağlantılı olduğu (TTK örneğinde olduğu gibi) hukuk sistemlerinde itibari değer, pay sahiplerinin; kâra katılma, tasfiye payına katılma veya oy haklarını kullanmaları bakımından belirleyici bir rol oynamaktadır.

İtibari değeri olmayan pay senedi çıkarılmasına ilişkin yasağın savunulmasında en temel gerekçelerden biri ise, böyle bir kabulün AB yasal sisteminde teknik ve karmaşık bir değişikliğe yol açacak olmasıdır. Nitekim söz konusu durumda üyelik haklarının da itibari değere bağlı olması sebebiyle yalnızca anonim şirketler hukuku düzenlemeleri değil, iflas hukuku vb. düzenlemelerin de revize edilmesi gerekecektir⁵⁸².

Avrupa’da hukuk ve finans çevreleri, sermaye piyasası uzmanları ve uygulayıcılar itibarî değere ilişkin eleştiriler getirmiştir. Bu eleştiriler, şirketin faaliyete geçmesi ile birlikte payların piyasa değerleri ile itibari değerlerinin

⁵⁷⁹ ABD’de itibari değer bulunmadığı eyaletlerde, payların sulandırılmasına ilişkin sınır yönetim kurulu tarafından belirlenmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Merkt, *US Gesellschaftrecht*, 274.

⁵⁸⁰ Merkt, *US Gesellschaftrechts*, 275; İtibari değeri bulunmayan pay ihraç edilmesinin anonim şirket esas sözleşmesinde belirtilen esas sermaye miktarının ödenmemiş olma ihtimalinden dolayı yasak olduğuna ilişkin bkz. Koll-Möllenhoff, 79.

⁵⁸¹ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.777a.

⁵⁸² Bu sebeple söz konusu değişikliğin kabulünde çaba ve yarar dengesinin gözetilmesi gerekmektedir. Özellikle AB direktifleri kapsamında böyle bir değişikliğe ancak itibari değeri olan ile itibari değeri olmayan pay senedi sahiplerinin eşit şekilde korumasının sağlanması halinde izin verilmesi yönünde bkz. Baldamus, 115.

farklılaşması sebebiyle itibari değerin işlevsiz kalarak karmaşaya yol açtığı yönündedir. Dolayısıyla şirketin faaliyeti sırasında payların piyasa değeriyle itibari değerleri arasında oluşan bu fark, itibari değerin esas sermaye ile bağlantısı dolayısıyla sağladığı faydayı ve ekonomik gerçekliği bozarak azaltmakta, alacaklılara sağladığı yarar da sönümlenmektedir⁵⁸³.

İtibari değeri olmayan payların kullanımı ile şirketlerin piyasada itibari değeri çok yükselen eşdeyişle ağırlaşan hisse fiyatlarından kaçınabileceği ileri sürülmüşse de, bu durumun yasa koyucu tarafından itibari değer miktarının minimumda tutulması (1 euro gibi) ile çözülebileceği ifade edilmiştir⁵⁸⁴. Bununla birlikte payların itibari değerleri toplamını esas sermayeye karşılık gelse de önceki başlıklarda değindiğimiz üzere; anonim şirketin kuruluşu esnasında esas sermaye tutarlarının bazı sektörler dışında asgari düzeyde ve teminat işlevinin kuruluş aşamasıyla sınırlı kaldığı göz önünde bulundurulursa, alacaklılara doğrudan bir katkısı bulunmamaktadır. Ayrıca şirketin faaliyete geçmesiyle birlikte alacaklılar ve yatırımcılar çoğunlukla pay senetlerinin itibari değerleri ile değil piyasa değerleriyle ilgilenmektedirler.

İtibari değerin altında pay çıkarılmasına ilişkin yasak ise şirket içi işlem bürokrasisi bakımından da eleştirilmektedir. Şöyle ki, bilhassa finansal kriz zamanlarında payların piyasa değerinin, itibari değerinin altına düşmesi halinde şirket sermaye miktarını arttırmak isteyecektir. Ancak yeni yatırımcılar pay senetlerini satın alırken piyasa değerinin üzerinde bir bedel ödemek istemeyecek ve bir finansal kriz anında yeniden yapılanmaya çalışan şirketin yeni hissedar bulması daha karmaşık hale gelecektir⁵⁸⁵. Böyle bir durumda kanunen itibari değerin altında pay çıkarılması mümkün değilse, şirketin esas sözleşme değişikliği ile mevcut payların itibari değerini düşürmesi gerekecektir⁵⁸⁶. Bu durumda sermaye artırımını zorlaşacak ve anonim şirket

⁵⁸³ Koll-Möllenhoff, 269; Santella/Turrini, 445; 19 yy'dan beri uygulanan yasağın alacaklılar bakımından sınırlı bir etkiye sahip olduğuna ilişkin bkz. Gover/Davies, 276. Payların nominal değeri ile piyasa değeri arasındaki fark anının ihmal edilebilir düzeyde olduğuna yönünde bkz. Ernst-August Baldamus, *Reform der Kapitalrichtlinie* (Köln: Heymann, 2002), 111.

⁵⁸⁴ Baldamus, 111.

⁵⁸⁵ Schön, "The Future of Legal Capital", 447. Pratik ihtiyacın karşılanması ve aynı zamanda alacaklıların korunması düzenlemelerinin aşılmasını engellemek için basitleştirilmiş sermaye azaltımının uygulanabileceğine yönelik olarak bkz. Baldamus, 112.

⁵⁸⁶ Schäfer, *Gesellschaftsrecht*, 320; Bu durumun şirket açısından işlem maliyetine yol açtığına ilişkin bkz. Santella/Turrini, 444; Buna karşın TTK'da olduğu gibi şirketin finansal durumunun kötüleşmesi haline yönelik istisnai düzenlemeler ile söz konusu işlem yükü dengelenebilecektir. Nitekim TTK m.476/3 hükmü uyarınca, zora giren şirketin finansal durumunun iyileştirilmesi amacıyla payın itibari değeri bir kuruştan fazla olduğu takdirde bir kuruşa kadar indirilebilecektir. Benzer yönde bkz. Baldamus, 112.

malvarlığının olumsuz etkilenmesi sebebiyle alacaklılar aleyhine bir durum oluşabilecektir⁵⁸⁷.

Yine itibarî değer in oy hakkının hesaplanıp belirlenmesindeki, sermayenin azaltılması veya borca batıklığa karşı alınacak önlemlerin uygulanmasındaki işlevlerinin abartılmaması gerektiği de eleştiriler kapsamındadır⁵⁸⁸. Nitekim ABD’de itibari değerden yoksun payların söz konusu olduğu eyaletlerde her bir pay aksi esas sözleşme belirtilmemişse temelde bir oy hakkına sahip olup, kâr ve tasfiye dağıtımında orantılı biçimde dikkate alınma hakkını bünyesinde barındırmaktadır⁵⁸⁹.

Görüldüğü üzere, itibari değerden az bedelle veya itibari değeri olmayan pay senedi çıkarılması yasağına ilişkin reform önerilerinin temel gerekçesi geleneksel sistemin karmaşıklığı ve işlem maliyetleridir. Söz konusu yasak ile esasen pay sahiplerinin menfaatleri korunmakla birlikte, reform savunucularına göre, itibari değer uzun zamandır alacaklıların korunması bakımından gerekeni yapmamaktadır⁵⁹⁰.

5.3. Ayni Sermaye Olabilecek Değerlerin Sınırlandırılması ve Değerleme Prosedürünün İşlevselliği

Anonim şirket tüzel kişiliğinin alacaklılarına karşı yalnızca malvarlığı ile sorumlu olması ve pay sahiplerinin şahsi sorumluluğuna gidilememesi sebebiyle, şirket malvarlığının usulüne uygun bir şekilde tesis edilmesi alacaklılar ve pay sahiplerinin menfaatlerinin korunabilmesi ve bilanço açığı oluşmaması için önem arz etmektedir. Bu sebeple ayni sermaye olabilecek değerlerin belirlenmesi ve değerlendirilmesi

⁵⁸⁷ Bu sebeple söz konusu yasağın şirketleri, itibari değeri en düşük oranda tutarak, agiolu paylar ile malvarlığının arttırılması yoluna teşvik ettiği, bu durumun ise itibari değer ile ihraç bedeli arasında uzak bir mesafe yaratacağı yönünde Bkz. Gover/Davies, 276.

⁵⁸⁸ TTK Genel gerekçesi p. 61.

⁵⁸⁹ Merkt, *US Gesellschaftsrechts*, 276. ABD hukukunda bir çok eyalette itibari değeri olmayan payların ihracı da kabul edilmiş olup, paylara ilişkin haklar esas sözleşmede belirtilmektedir. Kanun koyucu tarafından genel olarak, söz konusu paylara ilişkin belirli sınıflandırma yapılması ve sınıflara göre hakların belirlenmesi biçimi sınırlanmamış olup, tüm bu hakların şirket esas sözleşmesinde veya yönetim kurulu kararında açıkça belirtilmesi gerekmektedir. Bununla birlikte, pay sahiplerinin oy haklarına ilişkin olarak esas sözleşmede herhangi bir hüküm bulunmaması halinde tüm payların eşit oy hakkına sahip olduğu kabul edilmektedir (MBCA §7.21, DGCL §151). Dolayısıyla ABD hukukunda paylara ilişkin sınıflandırmalar stratejiktir.

Ayrıntılı bilgi için bkz. Andreas Cahn, *Comparative company law : text and cases on the laws governing corporations in Germany, the UK and the USA* (Cambridge : Cambridge University Press, 2010), 274. Avustralya şirketler hukuku düzenlemeleri ABD ile uyumlu hale getirilerek 1998 yılında itibari değer kavramı kaldırılmıştır (Company Law Review Act, 1998, §1427). Ayrıntılı bilgi için bkz. Paul Von Nessen, “The Americanization of Australian corporate law”, *Syracuse journal of international law and commerce Syracuse journal of international law and commerce*, 26/2, (1999): 252.

⁵⁹⁰ Merkt, *US Gesellschaftsrechts*, 277.

prosedürüne ilişkin düzenlemeler, çoğu zaman problemli ve esas sermaye sistemi tartışmalarında üzerinde durulan konulardan biri olmuştur.

Şirket malvarlığının anonim şirket esas sözleşmesinde beyan edilen esas sermayeye uygun olarak oluşmasında hem alacaklıların hem de pay sahiplerinin menfaati bulunması sebebiyle anonim şirkete getirilmesi taahhüt edilen aynı sermaye unsurlarının, sermaye olarak kabule elverişli olmasının yanında anonim şirket malvarlığında da gerçek değerleri ile yer almaları gerekmektedir⁵⁹¹. Söz konusu düzenlemeleri destekleyen görüşler de argümanlarını bu çerçeveye uygun olarak menfaat gruplarının korunması gerekliliğine dayandırmaktadır. Aynı sermaye olabilecek unsurların kısıtlanması, sermaye olarak taahhüt edilen ayınlara uzman kişiler tarafından değer biçilmesi ve şirketin kuruluşu esnasında hileli devralmaların önüne geçilmesi, alacaklılar için kendilerine güvence oluşturan sermayeyi tanımlanabilir kılmaktadır⁵⁹². Ayrıca emek ve hizmet edimlerinin şirkete sermaye olarak getirilememesi, söz konusu değerlere nesnel olarak bir değer biçilememesi gerekçesine dayandırılmaktadır. Dolayısıyla aynı sermaye düzenlemeleri sayesinde alacaklılar ve pay sahipleri yetersiz sermayeden korunmaktadır⁵⁹³.

Buna karşın sermayenin eksiksiz oluşturulması amacıyla öngörülen aynı sermaye düzenlemelerinin elverişliliği -özellikle 77/91 sayılı İkinci Konsey Yönergesinin sadeleştirilmesine yönelik çalışmalar esnasında- fayda maliyet açısından eleştirilmiştir. Söz konusu düzenlemelere Rickford, SLIM ve Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu ile yöneltilen eleştiri ve önerilerin bir kısmı ise yönergenin 2006 ve 2009 yıllarında değiştirilmesinde yol gösterici olmuştur.

Aynı sermaye hükümlerine yönelik eleştiriler çoğunlukla, aynı sermaye olabilecek unsurların kısıtlanması, değerlendirme prosedürünün özellikle ivedi durumlarda anonim şirket tüzel kişiliğine zaman ve masraf yönünden yük oluşturmaları etrafında toplanmıştır⁵⁹⁴.

⁵⁹¹ Arslanlı, *Anonim Şirketler*, 92; Lutter, “Legal Capital”, 8.

⁵⁹² Payne, 9. Aynı sermayeye ilişkin olarak sermayenin artırılması kapsamındaki düzenlemeler ise mevcut pay sahiplerinin menfaatlerini koruyarak, payların sulandırılması tehlikesinin önüne geçmektedir. Bkz. Baldamus, 94-95.

⁵⁹³ Hüffer/Koch *AktG* §27 Rn. 1-2; Henssler/Strohn *GesR/Wardenbach AktG* § 27 Rn. 4-5.

⁵⁹⁴ Wymeersch, 12; Umfahrer, 101; Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu, 83; Santella/Turrini, 438.

Buna göre anonim şirkete aynı sermaye olarak getirilebilecek unsurlar, bir çok ülke hukuku ve AB düzenlemelerinde, emek ve hizmet edimlerinin aynı sermayeye elverişli olmadığı kanaatiyle düzenlenmiştir⁵⁹⁵. Doktrinde, aynı sermaye olabilecek unsurlara yönelik söz konusu kısıtlayıcı bakış, hizmete veya zihin gücüne dayalı teknoloji şirketlerinin kurulmasına yönelik fikirleri engellemesi sebebiyle eleştirilmektedir⁵⁹⁶. Bununla birlikte, modern ekonomik yaşamda maddi olmayan değerlerin önemi artmakta ve geleneksel yaklaşım sınırlarına ulaşmaktadır. Bu sebeple öğretilde, şirketler hukukunun gerçek ihtiyaçlara yönelerek maddi olmayan varlıkların somut olaya göre değerlendirilmesi gerektiği ileri sürülmüştür⁵⁹⁷.

Öte yandan, aynı sermaye değerlendirme prosedürünün alacaklıları koruma işlevinin abartılarak katı ve şirket kuruluşlarında yavaşlatıcı bir etki yaratması halinde, kurucuların hileli işlemlere yönelimi artabilecektir. Bu durumda her ne kadar alacaklılar ile pay sahipleri arasındaki menfaat dengesinin alacaklılar lehine olduğu izlenimini yaratılsa da, aynı sermaye düzenlemelerini dolanmak isteyen kurucular tarafından söz konu aynı kalemlere değer biçilmesinde farklılık yaratılabilecek ve böylece alacaklılar için sağlanan koruma yine kısıtlı kalacaktır⁵⁹⁸.

Ayrıca anonim şirketin kuruluşunda aynı sermayeye biçilen değer zamanla değişmekte ve alacaklılara sağlanan koruma başlangıç aşaması ile sınırlı kalmaktadır. Buna karşın değer biçmenin fiyat tespitinden farklı olduğu, değer öz ile ilişkili olmasından dolayı piyasa koşullarından etkilenmeyeceği de belirtilmektedir⁵⁹⁹.

Aynı sermaye olarak konulacak malvarlığı değerlerine bağımsız bir veya birden fazla eksper tarafından değer biçilmesine ilişkin olarak ise söz konusu

⁵⁹⁵ İngiliz hukukunda emek ve hizmet ediminin anonim şirkete aynı sermaye olarak getirilmesi yasağı halka açık şirketler ile sınırlı olup, halka açık olmayan (private limited company) şirketler açısından böyle bir kısıtlama bulunmamaktadır. ABD hukuku düzenlemeleri de Kıta Avrupası düzenlemelerine nazaran daha liberal olup, RMBCA §6.21 hükmü uyarınca yönetim kurulu, hizmetler veya ifa edilecek hizmet sözleşmeleri dahil olmak üzere şirkete maddi veya gayri maddi her türlü mal veya menfaatten oluşan bedel karşılığında hisse çıkarılmasına izin verebilmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Merkt, *US Gesellschaftsrecht*, 280.

⁵⁹⁶ Enriques/Macey, a.g.m., 1195; Mülbert/Birke, 722; Miola, 426; Çonkar, 29; Santella/Turrini, 440; Umfaher, 95. Hirte, 228.

⁵⁹⁷ Bauer, 142. Öte yandan emek ve hizmet edimlerinin aynı sermaye olarak getirilmesi yasağının pratikte çok önemi bulunmamaktadır. Zira, anonim şirket kurucuları tarafından şirkete sermaye olarak çoğunlukla yüksek değere sahip malvarlığı unsurları getirilmektedir.

⁵⁹⁸ Meyer, 115.

⁵⁹⁹ Wymeersch 8. Ancak gerek piyasa şartları gerekse dış etmenler sebebiyle aynı sermaye unsurunun belirli bir andaki fiyatı ile değeri arasında fark olabilecektir. Bkz. Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku I*, 352.

değerlendirmenin eksperler tarafından kullanılacak takdir yetkisinin geniş olması sebebiyle etkili olmadığı, değerlendirme yöntemlerinin çeşitlilik arz edebileceği ve tüm bu olasılıklar sonucunda sorumluluk hükümleri gereğince anonim şirket kurucularının ayrıca ekspertize başvurarak değer biçilmesine ihtiyaç duyabileceği ve dolayısıyla kuruluş maliyetlerinin artabileceği dile getirilmektedir⁶⁰⁰.

Bununla birlikte günümüzde asgari sermaye miktarlarının sembolik kaldığı göz önünde bulundurulduğunda aynı değerlendirme için gereken zaman, çaba ve harcama, asgari sermaye düzeyiyle orantısızdır. Söz konusu duruma ilişkin olarak aynı değerlendirme prosedürünün zorunlu tutulması yerine, şirketin borçlarını ödemekten aczi halinde aynı sermayeye beyan edilen değer bakımından uzatılmış bir sorumluluk düzenlemesi ile çözüm getirilebileceği öne sürülmüştür⁶⁰¹.

Bu eleştirilere karşılık olarak söz konusu hükümlerin alacaklıların şirket esas sermayesini tanımlamaları açısından faydalı olduğu, aksi halde alacaklıların değerlendirme bilgilerine erişmek için bazı masraflara katlanmasının gerekeceği ifade edilmiştir⁶⁰². Nitekim alacaklılardan bireysel olarak söz konusu malvarlığı unsurlarına değer biçirmesi beklenemeyecektir⁶⁰³.

Bu eleştiriler neticesinde İkinci Konsey Yönergesinde değişikliğe gidilerek, aynı sermayeye değer biçilmesinden vazgeçilebilecek haller düzenlenmiştir⁶⁰⁴. Bu tür bir esnekleşme için ülke piyasasının gelişmiş, şirket bilançolarının denetiminin bağımsız ve tarafsız olması, ayrıca kurumsal ve şeffaf yönetim anlayışının benimsenmiş olması gerekmektedir. İkinci Konsey Yönergesinde yapılan değişiklikler, şirketler hukukunun modernleşmesinde bir adım olarak kabul edilmektedir. Böylece anonim şirketlere, azınlıkların ve alacaklıların korunmasından vazgeçilmeksizin, kurumsal finansman konusunda daha fazla esneklik sağlanmıştır⁶⁰⁵.

⁶⁰⁰ Meyer, 117; Gower/Davies, 291; Shan Ho, 21; Payne, 9. Bununla birlikte eksperlerin hiçbir zaman tam bağımsız olamayacağı yönünde bkz. Enriques/Macey, a.g.m., 1187.

⁶⁰¹ Eidenmüller/Grunewald/Noack, a.g.m. 29-30; Santella/Turrini, 438.

⁶⁰² Pentz/Priester/Schwanna, 58.

⁶⁰³ Schön, “The Future of Legal Capital”, 442.

⁶⁰⁴ Söz konusu değişikliklerin uygulanması üye ülkeler bakımından zorunlu tutulmamıştır. Bkz II. Bölüm, 2.3.2. başlığı altında yapılan açıklamalar. Değişiklikler için ayrıca bkz. Çağlar, “Ayni Sermaye”, 43 vd.

⁶⁰⁵ Çağlar, “Ayni Sermaye”, 44; Andreas Cahn, “Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien”, *Institute For Law and Finance, Working Paper Series No. 61*, (2007), 1-2.

5.4. Finansal Yardım Yasağı ve Anonim Şirketin Kendi Paylarını İktisap Etmesine İlişkin Düzenlemelerin İşlevselliği

Anonim şirketin kendi paylarını iktisap etmesi ve finansal yardım yasağına ilişkin düzenlemelerin işlevselliği veya hantallığına ilişkin olarak ileri sürülen görüşlere geçmeden önce belirtmek gerekir ki; söz konusu işlemler anonim şirket açısından her durumda olumsuz sonuçlar doğurmamakta, alacaklıların ve pay sahiplerinin menfaatleri de her durumda zedelenmemektedir⁶⁰⁶. Nitekim özellikle anonim şirket alacaklıları açısından önem arz eden husus, kendileri için teminat ve sorumluluk fonu işlevi gören (bağlı malvarlığı) şirket esas sermayesinin, pay sahiplerine iade edilerek azaltılmamasıdır. Dolayısıyla söz konusu işlemler neticesinde anonim şirket esas sermayesi azalıyorsa, alacaklılar bakımından bir menfaat ihlalinin söz edilebilecektir.

AB yönergelerinin reform çalışmaları sırasında anonim şirketin kendi paylarını iktisap etmesi ve finansal yardım yasağına ilişkin düzenlemelere yönelik eleştiriler söz konusu olmuştur. Özellikle 77/91/EC sayılı İkinci Konsey Yönergesinin 2006/68 sayılı yönerge ile değiştirilmesinden önce ileri sürülen görüşler temelde söz konusu düzenlemelerin yumuşatılmasını savunmaktadır.

Şöyle ki finansal yardım yasağı ile borçlunun ödeme yapamaması ihtimalinde anonim şirket malvarlığının korunduğu ifade edilmiştir. Buna karşın bu durumun yönetim kurulunun finansal yardım yapılacak kişiyi belirleme konusundaki sadakat ve özen borcuyla ilişkili olduğu, dolayısıyla finansal yardım yasağıyla malvarlığının korunmasının doğrudan ilişkili olmadığı ileri sürülmüştür. Bu sebeple ödeme kabiliyeti düşük üçüncü bir kişiye finansal yardım sağlanması yoluyla anonim şirket esas sermayesinin azaltılması ve alacaklıların menfaatinin tehlikeye düşürülmesinin engellenmesi için yardımın yasaklanması değil, yöneticilerin sorumluluğunun etkinleştirilmesi önerilmiştir⁶⁰⁷.

⁶⁰⁶ Koll/Möllenhoff, 176; Bununla birlikte, finansal yardım yasağının, anonim şirketin kendi paylarını iktisabı ile tam olarak karşılaştırılamayacağı, zira finansal yardımın şirketin paylarının iktisabı amacıyla verilmesi hali saklı kalmak üzere net varlıkları azaltmadığı, bilançoda üçüncü kişiye karşı bir kredinin kaydedilmesinden ibaret olduğuna ilişkin olarak bkz. Miola, 453. Bu kapsamda kaldırıcı devralma (Leveraged Buyout) kavramına ilişkin olarak bkz. Gürel, 40 vd.

⁶⁰⁷ Santella/Turrini, a.g.m., 448.

Yasağın fayda-maliyet dengesi konusunda AB uygulamasında yasağın ihlal edilmesi örneği az olsa da, finansal yardıma ilişkin bürokratik güçlüklerin aşılması için yüksek oranda hukuki danışmanlık maliyetleri ortaya çıktığı gözlemlenmiştir⁶⁰⁸.

Bununla birlikte öğretide, anonim şirketin kendi paylarını iktisabına sınırlamalar çerçevesinde dahi olsa müsaade edildiği bir sistemde, anonim şirketin alacaklı sıfatıyla finansal yardım sağlamasının yasak olmasının tutarsızlığına da dikkat çekilmiştir. Buna göre her iki durumda da önemli olanın söz konusu işlemlerin hangi kaynaktan yapıldığıdır⁶⁰⁹. Bu kapsamda Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporunda, genel kurul tarafından yönetim kuruluna yetki verilerek şirketin dağıtılabilir rezervleri tutarında finansal yardım yapabilmesinin mümkün olması gerektiği ifade edilmiştir⁶¹⁰. Buna karşın, *Şirketler Hukukunda Uzman Alman Grup* tarafından finansal yardım yasağı ile anonim şirketin kendi paylarını iktisap hükmünün dolanılmasının engellendiği ve satın alma işleminin şirket malvarlığı ile güvence altına alınmasının önüne geçildiği vurgulanarak, değişiklik önerisi desteklenmemiştir⁶¹¹.

Söz konusu eleştiriler neticesinde 2006/68 sayılı değişiklik yönergesiyle 77/91 EEC kapsamında finansal yardım yasağı tekrar şekillendirilmiş, üye devletlere yasağı sürdürmek veya yönergede belirtilen koşullar çerçevesinde esnekletirmek konusunda serbesti tanınmıştır⁶¹². Buna göre finansal yardım işlemi, yönetim kurulunun sorumluluğu altında, genel kuruldan nitelikli çoğunlukla onay alınarak, şirketin bağlı malvarlığının hiçbir zaman azaltmayacağı şekilde gerçekleştirilebilecektir⁶¹³.

Anonim şirketin kendi payını iktisap etmesine yönelik görüşler ise özellikle iktisabın mutlak olarak yasaklanmasına karşı olup, şirketlerin piyasadaki hareketlerinin ve buna bağlı olarak da rekabet güçlerinin artırılması amacıyla emredici düzenlemelerin esnekleştirilmesi yönündedir.

⁶⁰⁸ Wymeersch, 10.

⁶⁰⁹ Santella/Turrini, a.g.m., 448; Mülberr/Birke, 722.

⁶¹⁰ Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu, 85.

⁶¹¹ Bununla birlikte grup tarafından, söz konusu işlemlere izin verilip verilmeyeceğinin, politik tercih gerektirdiğini ve raporun yayınlandığı dönemde böyle bir tercihin oluşmadığından bahisle, değişiklik önerisinin desteklenmediği belirtilmiştir. Bkz. Group of German Experts on Corporate Law, 873; Gürel, 15.

⁶¹² Wymeersch, esasen anonim şirkette kurumsal yönetim veya özen yükümüne ilişkin bu problemlerin esas sermaye referans alınarak değil, yasal uygulamalara dayanarak, genel ilkelerin yeniden çerçevelenmesi ile ele alınması gerektiğini belirtmiştir. Bkz. Wymeersch, 23.

⁶¹³ Yönergenin değiştirilmesi kapsamında Hollanda, Belçika gibi ülke hukuklarında finansal yardım yasağına ilişkin düzenlemelerin yumuşatıldığına rastlansa da, Almanya ve İngiltere’de karşılık bulamamıştır. Bkz. Gürel, 20; Saldaña, 65.

Buna göre iktisabın mutlak olarak yasaklanması halinde olumsuz sonuçlarından kaçınılmış olmakla birlikte bir kurumsal finansman aracı olarak, faydalarından da yoksun kalınmakta; şirketlerin sermaye piyasalarındaki gelişmeler karşısında hızlı ve esnek tepki vermesinin önüne geçilmektedir⁶¹⁴. Nitekim anonim şirketin kendi paylarını iktisabı ile şirketin istenmeyen üçüncü kişiler tarafından ele geçirilmesinin önüne geçilebileceği gibi, şirket pay senetleri değerinin piyasada yükselmesine de katkı sağlanmaktadır⁶¹⁵.

Doktrinde AB hukuku bakımından şirketlerin kendi paylarını iktisabında getirilen %10 luk iktisap sınırının ve 18 aylık sürenin, iktisabın birden fazla muhasebe yılına yayılması halinde ve art arda satın almalarda etkili olmayacağını, zira söz konusu sınırın yıllık olarak belirlendiği dolayısıyla bu işlemin esas sermayenin azalmasıyla sonuçlanabileceği ve böylece malvarlığının sulandırılmasının engellenemeyeceği öne sürülmüştür⁶¹⁶. Ancak söz konusu sınır çok etkili olmamakla birlikte pay sahiplerine yönelik tehdidi sınırlandırması sebebiyle bir güvenceyi de ifade etmektedir⁶¹⁷.

Anonim şirketin kendi paylarını kâr payı dağıtımının alternatifi olarak kullanmak ve yarar elde etmek amacıyla satın alması veya bazı ortakların paylarını yüksek değerden satın alarak pay sahipleri arasındaki eşitliğin bozulması gibi olası riskler sebebiyle, esas sermaye sisteminde anonim şirketin kendi malvarlığı üzerindeki tasarrufları ve bu kapsamda kendi payını iktisabı da kısıtlanmıştır. Buna karşın doktrinde, iktisabın hangi kaynaktan finanse edildiğinin önemli olduğu vurgulanmış, anonim şirketin kendi paylarını iktisabının her ahvâlde alacaklıların menfaatini riske

⁶¹⁴ Meyer, 137. Ayrıca anonim şirketin kendi hisselerini satın alması uzun vadede şirketin değerini ve beraberinde yatırımcılar açısından çekiciliğini de arttırabilecektir. Doğan, *Der Erwerb eigener Aktien*, 84.

⁶¹⁵ Ayrıntılı bilgi için bkz. Özdamar, 32; Wymeersch, 5; Gower/Davies, 321.

⁶¹⁶ Wymeersch, 5. Söz konusu süreden ve sınırlandırmadan kaçınmanın maliyetli ve külfetli bir işlem olduğuna ilişkin olarak bkz. SLIM Raporu, 7. Esas sermaye sisteminin doğurduğu maliyet kalemlerinden birisi de %10'luk sınırın aşılması için yapılan maliyetler olduğuna ilişkin olarak bkz. Miola, 448 dn. 169.

Söz konusu %10 luk sınırlama 2006/68 AB sayılı değişiklik yönergesiyle kaldırılmış olmakla birlikte, bazı üye ülke (örneğin Almanya) hukuklarında ve Türk Hukukunda varlığını muhafaza etmektedir. Söz konusu sınırlamanın yalnızca alacaklıların korunması için değil, aynı zamanda azınlık pay sahiplerinin de korunması gerekliliğinden kaynaklandığı yönünde bkz. Baldamus, 166; Doğan, *Der Erwerb eigener Aktien*, 89; MüKoAktG/Oechsler *AktG* § 71 Rn. 40-44.

⁶¹⁷ Dolayısıyla söz konusu sınırın yaptırım olmadan veya pay sahipleri açısından daha iyi bir koruma sağlanmadan kaldırılmaması gerekmektedir. Bu kapsamda anonim şirketin kendi paylarını iktisabında usul işlemlerinin kapsamlı bir biçimde düzenlenmesi ve denetlenmesi gerektiği yönünde bkz. Baldamus, 246.

atmayacağı, dolayısıyla iktisabın serbest olan değerler ile finanse edilmesinde bir sakınca bulunmadığı ifade edilmiştir⁶¹⁸. Başka bir deyişle, payların iktisabının anonim şirketin ödenmiş sermayesinden yapılması halinde anonim şirket alacaklılarının talepte bulunacağı malvarlığı değerinin azalması gündeme gelebilecekse de, serbest olan değerler ile finanse edilmesi halinde alacaklılar bakımından bir risk söz konusu ortaya çıkmayacaktır⁶¹⁹.

Baldamus tarafından anonim şirketin kendi paylarını iktisabında satın alma işleminin hangi kaynaktan finanse edilmesi gerektiği ve satın alma sonrasında payların elden çıkarılmasına ilişkin yapılacak düzenlemelerin, iktisap miktarına ilişkin sınır düzenlemelerine nazaran alacaklıları daha verimli bir şekilde koruduğu ileri sürülmektedir. Böylece iktisap sınırına ilişkin emredici düzenlemeler, anonim şirketin kendi paylarını peş peşe iktisap etmesi ile dolanılmayacaktır⁶²⁰.

Anonim şirketin kendi payını iktisabına yönelik kısıtlamaların altında, anonim şirket esas sermayesinin azaltılması ve iktisabın şirket tarafından finanse edilerek sermayenin pay sahiplerine iadesi ihtimalinin önüne geçilmesi amacı bulunsa da; yabancı doktrinde anonim şirketin kendi payını satın almasına yönelik motivasyonun değiştiği ve çoğunlukla payların iktisabının şirket yönetiminde olumlu değerlendirildiği belirtilmiştir⁶²¹. Dolayısıyla, anonim şirketin kendi paylarını iktisap etmesi neticesinde oluşabilecek risklere karşı merkezi önlemler alınabilir, alacaklılar ve pay sahipleri kurumsal düzenlemelerle etkili bir biçimde korunabilir⁶²².

⁶¹⁸ Nitekim, anonim şirket kendi paylarını iktisap ederken ödemeyi, anonim şirket esas sermayesinden veya dağıtılabilir öz kaynaklardan yapabilecektir. Sevi, “Anonim Ortaklığın Kendi Payını Devralması Üzerine Bir İnceleme”, 241; Esas sermaye sisteminde sermayenin korunması şirketler hukukunda temel bir ilkeyi ifade etse de, uygun koşulların sağlanması ile sermayenin korunması ilkesine aykırılık oluşturmada anonim şirketin kendi payını iktisap etmesinin mümkün kılınabileceği yönünde bkz. Gower/Davies, 346. Buna karşın payların iktisabı bakımından öngörülen %10 luk sınırlamanın, şirket tarafından tüm dağıtılabilir fonların kullanılmasını engellediği yönünde bkz. Doğan, *Der Erwerb eigener Aktien*, 87.

⁶¹⁹ Türk Hukukunda, 6762 sayılı TTK döneminde m.329 hükmü ile anonim şirketin kendi payını iktisabının yasak olması, söz konusu finansman kaynakları ve her durumda alacaklıların korunmasının öncelikli hale gelmediği dikkate alındığında eleştirilmiştir. Bkz. Sevi, “Anonim Ortaklığın Kendi Payını Devralması Üzerine Bir İnceleme”, 246.

⁶²⁰ Ayrıca anonim şirket serbest malvarlığı kâr payı olarak da dağıtılabilirliğinden, şirket tarafından söz konusu malvarlığı ile kendi paylarının iktisap işleminin gerçekleştirilmesi alacaklıların korunması bakımından önem arz etmeyecektir. Bkz. Baldamus, 169.

⁶²¹ Wymeersch, 18; Gower/Davies, 321.

⁶²² Doğan, *Der Erwerb eigener Aktien*, 86; MüKoAktG/Oechsler AktG § 71 Rn. 42.

Bununla birlikte anonim şirketin kendi payını iktisabı ve finansal yardım yasağı doktrinde dağıtımın bir parçası/alternatifi olarak nitelendirilmiştir⁶²³. Bu sebeple söz konusu hükümleri esas sermaye sistemi dağıtım politikalarından ayrı düşünmemek ve anonim şirketin serbest malvarlığını tasarrufu konusundaki düzenlemelerde fayda ve maliyet dengesinin gözetilmesi gerekmektedir. Nitekim, ABD uygulamasında anonim şirketin kendi paylarını iktisabına bir dağıtım biçimi olarak yaklaşılarak genel olarak izin verilmektedir. Buna göre payların iktisabı pay sahiplerine yapılan diğer dağıtımlara benzer şekilde, bilanço testi ve ödeme gücü testine tâbidir (RMBCA § 6.40)⁶²⁴.

5.5. Dağıtımın Sınırlandırılmasına İlişkin Düzenlemelerin İşlevselliği

Anonim şirketin pay sahiplerine dağıtım kararı hukuki ve finansal sebeplere bağlıdır. Nitekim özellikle kâr payı dağıtım kararında genel kurul, kanun ve anonim şirket esas sözleşmesi hükümlerini dikkate almanın yanında, şirketin likidite durumu, yatırım planları ve şirketin büyüme hızı gibi faktörleri de göz önünde bulundurmaktadır. Bu kapsamda her ne kadar kanun veya anonim şirket esas sözleşmesinden kaynaklanan şartlar gerçekleşmiş olsa da; şirketin likidite durumu, kâr dağıtım kararında olumsuz bir etkiye sebep olabilecektir⁶²⁵. Dolayısıyla kâr dağıtım politikalarını; yalnızca hukuki değil finansal yönleriyle de değerlendirmek gerekir.

Özellikle Kıta Avrupası hukuk sistemi düzenlemelerinde kâr dağıtımına yönelik hesaplamalar, anonim şirketin son yıllık bilançosunun esas alındığı bilanço testi ile yapılmaktadır⁶²⁶. Bu sebeple söz konusu bilançoların hesaplanmasında kabul edilen

⁶²³ Enriques/Macey, a.g.m.,1180; Miola, s.448; MüKoAktG/Oechsler AktG § 71 Rn. 8. Bu sebeple anonim şirketin kendi payını iktisabının normal bir temettü dağıtımı gibi sermayenin korunmasına yönelik dağıtım şartlarına tâbi olup, söz konusu işlem için yalnızca serbestçe tasarruf edilebilecek malvarlığının kullanılabilmesi yönünde bkz. Bezzenberger, a.g.e., 206. Ayrıca, şirketin alacaklılarının bakış açısından, kendi hisselerini geri satın almak, temettü dağıtmakla aynı etkiye sahiptir: Her iki durumda da anonim şirket malvarlığında bir azalmaya yol açmaktadır. Bkz. Merkt, *US Gesellschaftrecht*, 321.

⁶²⁴ Benzer şekilde de New York'ta da payların iktisabına, serbest malvarlığından finanse edilemiyorsa, sermayeyi azaltıyorsa veya şirketi iflasa sürüklüyorsa izin verilmemektedir (NY Business Corp. Law § 513 (a)). Ayrıca bkz. Merkt, *US Gesellschaftrecht*, 321. ABD Hukuku uygulamasına ilişkin ayrıntılı bilgi için ayrıca bkz. Aydın, *Kendi Paylarını Edinmesi*, 147 vd.

⁶²⁵ Bu duruma bir örnek vermek gerekirse, şirket geçen dönemler içinde elde etmiş olduğu kârı işletmenin faaliyetlerinde kullanmış, malvarlığına aktif değerler eklemiş olabilir. Bu halde her ne kadar şirket bilançosunda dönem kârı mevcut olsa da, şirketin nakit durumu kâr dağıtımına elverişli olmayacaktır. Ayrıca bkz. Ali Sait Yüksel, *Para bulma ve yatırım: (İşletmelerde sermaye yönetimi)* (İstanbul: Ar Basım Yayın ve Dağıtım A.Ş., 1982).

⁶²⁶ Söz konusu tespitin şirketin son yıllık bilançosuna göre yapılması sebebiyle, sistem “bilanço testi (balance sheet test (or net assets test) olarak adlandırılmaktadır. Ayrıca bkz. Rickford Raporu, 982; Toraman Çolgar, 20; Miola, 458.

muhasabe standartları önem arz etmektedir. Zira söz konusu standartların uygulanması neticesinde ortaya çıkan bilançoya göre şirket kâr payı dağıtımı kararı verecektir.

Anonim şirket dağıtımlarında bilanço testinin uygulanması ve AB düzeyindeki muhasabe standartları, reform çalışmalarında özellikle üstünde durulan hususlardır. Buna göre bilançoların şirketin ekonomik durumu konusunda gerçeği yansıtmadığı, özellikle likiditesi yeterli olmayan şirketlerin borçlarının muaccel olması halinde, şirketin ödeme yetersizliği ile karşı karşıya kalabileceği ileri sürülmüştür. Buna bağlı olarak, kâr payı dağıtımında bilanço testinin bazı durumlarda fazla kâr dağıtılması, bazı durumlarda ise kâr dağıtımından yoksunluk haline sebep olarak tutarsızlık yarattığı ifade edilmiştir⁶²⁷. Ayrıca alacaklıların şirketin bilançosu ile değil, şirketin gerçek malvarlığının dağıtımlara ne düzeyde izin verdiği ile ilgilendikleri de doktrinde vurgulanmıştır⁶²⁸. Bilançoya dayalı olarak dağıtımın kısıtlanmasına yönelik en büyük eleştiri; şirketin ileriye dönük nakit akışını esas alan ödeme gücünün tespiti yerine, geriye dönük bir değerlendirme yapılmasıdır. Bu sebeple gelecekteki likidite durumlarının ve yatırım kararlarının büyük ölçüde göz ardı edildiğine dikkat çekilmektedir. Yönerge ile benimsenen dağıtım kriterleri ile herhangi bir ödeme gücü koşulunun dikkate alınmaması sebebiyle, alacaklıların haklarını tehdit etmeden borçlarını geri ödeme kapasitesine sahip bir şirketin dahi kâr dağıtması mümkün olmayabilir⁶²⁹.

AB yönergelerinde öngörülen mevcut dağıtım kısıtlamalarının, şirketin öne çıkarmak istediği sinyal işlevini engellediği, nitekim dağıtım politikalarının şirketten beklenen nakit akışını ifade etmek üzere piyasada kullanılabileceği belirtilmiştir. Dolayısıyla anonim şirketlerin piyasadaki kâr dağıtım politikalarına ilişkin bilgi işleme yeteneği azalmakta, piyasanın etkinliği ve özellikle Avrupa hisse senetlerinin likiditesinin olumsuz yönde etkilendiği ifade edilmiştir⁶³⁰. Ayrıca bu tür kısıtlamaların

⁶²⁷ Miola, 469; Shan Ho, 22; Payne, 10; Ferran, “The Place For Creditor Protection”, 15; Heinrich, 68; Enriques/Macey, a.g.m., 1190. Günümüzde bilançonun 19.yy perspektifiyle, anonim şirketin aktif ve pasif tüm varlıklarının bir görünümünü ifade ettiği gerçeğinin başarılamayacağı yönünde bkz. Bezenberger, a.g.e., 137.

⁶²⁸ Mülbert/Birke, 720.

⁶²⁹ Shan Ho, 23; Saldaña, 55; Ferran, “The Place For Creditor Protection”, 15.

⁶³⁰ Ayrıca söz konusu kısıtlamaların örtülü dağıtım yapılmak suretiyle dolanılmasının mümkün olup, alacaklıların korunması bakımından bir işlevi bulunmadığı noktasında eleştirilmiştir. Enriques/Macey, a.g.m., 1190-1196. Toraman Çolgar, 74.

Özellikle AB yönergesi hükmünün yorumlanmasında dağıtım sınırlamasının örtülü dağıtımları da kapsayıp kapsamadığı noktasında görüş birliğine varılmaması, hükmün dolanılması ihtimali

şirketin mali durumu konusunda yeterli esneklikten mahrum kalmasına yol açtığı da iddia edilmektedir⁶³¹.

Bununla birlikte şirket tarafından pay sahiplerine düzenli olarak kâr payı dağıtılması şirketin ekonomik istikrarı bakımından güvenilirliğine işaret ettiğinden kâr payı dağıtımının kanuni düzenleme veya sözleşmeler ile menfaat dengesini bozacak şekilde sınırlandırılması, şirketlerin piyasadaki görünümünü de negatif yönde etkilemektedir. Dağıtım kısıtlamalarına ilişkin düzenlemeler ile her ne kadar alacaklıların menfaatlerine zarar verebilecek olası risklerden kaçınılması hedeflenmişse de *Armour*, emredici kurallar ile yaratılan kısıtlamaların alternatif olarak sözleşmeler ile de getirilebileceğini ileri sürmüştür. Ancak bu noktada şirket karşısında her alacaklının sözleşme yapma kabiliyeti olmadığı göz önünde bulundurulmalıdır. Öte yandan emredici düzenlemelerin işlevselliği, sözleşmelerin içeriği bakımından ek maliyetleri de azaltacaktır⁶³². Buna karşın *Armour*, dağıtım kısıtlamalarının esas sermaye miktarına bağlı olması sebebiyle yeterli oranda faydalı olmadığını ileri sürmektedir⁶³³. Yazara göre “*Temettü kısıtlamalarının, anonim şirket pay sahipleri tarafından şirketin kuruluşu esnasında konulmuş olan malvarlığı değerine göre kalibre edilmesinin anlaşılması zordur. Zira esas sermaye varlıklarının değeri, şirket faaliyetine devam ettiği sürece azalma gösterebilecektir*”⁶³⁴.

Dağıtım kısıtlamalarının elverişliliği şirketlerin büyüklüğü ve faaliyetine göre de değişkenlik gösterebilecektir. Söz konusu durum emredici bir kuralın fayda ve

bakımından karşıt görüşlerin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Konuya ilişkin olarak bkz. II. bölüm, 3.1.2 başlığı altında yapılan açıklamalar.

⁶³¹ Santella/Turrini, a.g.m., 447.

⁶³² Bu duruma karşıt görüş olarak Ferran, esas sermaye sistemi kurallarının işlem maliyetlerini düşürmesi ile gerekçelendirilmesinin yalnızca piyasa aktörlerine, kanun tarafından sağlanan model veya müzakere edilmesi daha maliyetli olabilecek bir sözleşme modeli arasında seçim yapma esnekliğine izin verildiğinde makul olduğunu ileri sürmektedir. Bkz. Ferran, “The Place for Creditor Protection”, 8. Konuya ilişkin olarak Kuhner, yasal düzenlemenin bulunmadığı bir durumda, dağıtım kısıtlamalarına ilişkin olarak, sözleşmelere yasal hükümlere benzer klozlar konulmasının bir yasal müdahale ihtiyacına kanıt oluşturmamakla birlikte, yasal düzenlemenin maddi uygunluğunun bir göstergesi olduğunu ifade etmiştir. Bkz. Kuhner, “Zur Zukunft der Kapitalerhaltung”, 784.

⁶³³ Kanunen belirlenmiş asgari sermaye miktarı sembolik bir rakamı ifade ettiği için, dağıtım miktarını sınırlayan kuralların alacaklılara sağladığı koruma, küçük ölçekli şirketle hariç olmak üzere, ihmal edilebilir düzeydedir. Bkz. Mülbert/Birke, 720. İngiltere’deki ampirik kanıtlar, kredi sözleşmelerinde kullanılan dağıtım kısıtlamalarının ancak nadiren sermaye veya kâr temelinde olduğunu göstermektedir. Bkz. Armour, “Share Capital”, 373.

⁶³⁴ Nitekim esas sermaye sisteminde yedek akçenin belirlenmesi ve sarfi esas sermaye miktarı ile ilişkilendirilmiştir. Armour, “Legal Capital”, 16; Benzer yönde bkz. Santella/Turrini, a.g.m., 447; Payne, 10. Anonim şirket esas sermayesi azalmasa bile, özellikle aynı sermaye değerleri şirketin faaliyet amacına özgülenmişse (örneğin: işletim sistemleri) şirket içerisinde kullanıldığı taktirde değeri fazla olmasına karşın, alacaklılar bakımından daha az değere sahip olabilecektir. Bezzenberger, a.g.e., 137.

maliyetinin değerlendirilmesine ilişkin olup doktrinde, kuralın amacına uygun olmaması halinde taraflar bakımından maliyet yaratacağı belirtilmiştir. Buna göre emredici nitelikteki dağıtım kısıtlamaları, büyümekte olan bir şirket için pay sahiplerinin fırsatçı davranışlarını önlemesi ve öz sermayeyi şirket kasasında tutması sebebiyle yararlı olabilecektir⁶³⁵. Dolayısıyla dağıtım kısıtlamalarının işlevselliği şirketin çapına göre değerlendirilmelidir⁶³⁶.

AB dağıtım rejiminin katı kurallar ile düzenlemesine yönelik en belirgin eleştiriler *Rickford Raporu*'nda yer almakla birlikte, raporda söz konusu rejime alternatif olarak ABD hukuku ödeme/ifa gücü testine benzer bir dağıtım rejimi önerilmiştir⁶³⁷. Grubun önerisine göre, şirketin pay sahiplerine dağıtım yapabilmesi için şirket bilançosuna göre şirket aktiflerinin borçlarından fazla olması gerekmektedir birlikte, bu testin uygulanmasında yönetim kurulunun geniş bir takdir yetkisi bulunmalıdır⁶³⁸. Ayrıca bilançoya göre şirket aktiflerinin borçlarını karşılamamasına rağmen yönetim kurulunun şirketin borçlarını ifa edebileceğine ilişkin beyanı varsa, dağıtım yapılabilir. Grup tarafından önerilen alternatif dağıtım sistemi doktrinde, ABD Hukuku dağıtım rejimine göre bile daha liberal bir yaklaşım olarak değerlendirilmiştir⁶³⁹.

⁶³⁵ Kübler, oldukça gelişmiş ve uluslararası düzeyde birbirine bağımlı bir ekonomi için ihtiyatlılık ilkesi ile öz sermayeye olan bağımlılığın artık arzu edilemeyeceğini, bilançonun bilgi verme fonksiyonun dağıtımların sınırlandırılmasının arkasında yer alması gerektiği yönündeki Alman bilanço hukukunun geleneksel önermesinin artık ekonomi-politik açısından haklı gösterilemeyeceğini ifade etmiştir. Bkz. Friedrich Kubler, "Fragen und Wünsche des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts an das Recht der Rechnungslegung", *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 29, sy 4-5 (2000): 550-564, 557.

⁶³⁶ Nitekim, ABD uygulamasında şirketlerin büyüme çapına göre sözleşmeye eklenen kısıtlamalar bakımından önemli farklılıklar olduğu gözlemlenmiştir. Bkz. Armour, "Legal Capital", 17; Santella/Turrini, a.g.m., 447 ve Shan Ho, 5.

Bununla birlikte, dağıtım kısıtlamalarında ABD uygulamaları, emredici düzenlemelerin aksine, sözleşmelerin uyarlanabilir olduğu noktasını örnek gösterilebilecektir. Anonim şirkete borç veren kurumlar tarafından dağıtımların kısıtlanmasına ilişkin sözleşme klostları yaygın olmakla birlikte, bunun yerine borçlanma sözleşmesinin tarafların özel ihtiyaçlarını dikkate alacak şekilde düzenlendiğine ilişkin olarak bkz. Ferran, "The Place for Creditor Protection", 8.

⁶³⁷ Ödeme gücü yeterliliğinin tespiti ve bilanço testinin bir alternatifi olarak ödeme gücü testi konuları bir sonraki bölümde ayrıntılı biçimde incelenecektir. Bkz. III. bölüm, 3.5. başlığı altında yapılan açıklamalar. Benzer şekilde Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporunda da ödeme gücü testi önerilmiştir. Söz konusu raporlara ilişkin bkz. III. bölüm, 1.2. başlığı altında yapılan açıklamalar; ABD uygulamasına ilişkin ayrıntılı bilgi için ayrıca bkz. Merkt, *US Gessellschaftsrecht*, 314; Heinrich, 74 vd.

⁶³⁸ Rickford Raporu, 967; Veil, 80; Bernhard Pellens/Thorstén Sellhorn, "Improving Creditor Protection through IFRS Reporting and Solvency Tests", *Legal Capital in Europe*, Edt. Marcus Lutter, (Berlin: De Gruyter Recht, 2002): 365-391, 383; Santella/Turrini, a.g.m., 454.

⁶³⁹ Veil, 80 ; Toraman Çolgar, 76; Pellens/Sellhorn, a.g.m., 384.

Dağıtımlara ilişkin olarak ortaya çıkan görüş ayrılıkları esasen dağıtımların hesaplanmasında kullanılacak olan yöntemin, alacaklıları ve şirket pay sahiplerini ne derece koruduğu konusundadır. Ödeme gücü beyanı önerisine ilişkin olarak *Schön*, ödeme gücü beyanının doğruluğunun nasıl garanti edileceğini, bu kapsamda piyasa değerleri mi defter değerlerinin mi esas alınacağını sorularını yöneltmekte ve önerilen ödeme gücü testinin nesnel doğruluğu sağlamaya çalışmadığını vurgulamıştır⁶⁴⁰. Buna karşın ticari defterlerle ilişkilendirilerek düzenlenen dağıtım kurallarının ise nesnel doğrulanabilirliği sağlamayı amaçladığını belirtmiştir. Ayrıca dağıtımın şirket bilançosu ile ilişkilendirilmesinin şirketin aşırı iyimser varsayımlarının önüne geçtiğini, böylece şirketin hukuka uygun dağıtım yaparak ilerleyen zamanlarda şirketin zarara uğraması halinde bile malvarlığı değerlerinin korunabileceğini ifade etmiştir. Benzer yönde *Kuhner*, bilançoya dayalı dağıtım kısıtlamalarının iflas sürecinde pay sahiplerine dağıtım yapılmasında ne derece etkili olduğu sorusuna, 1983 yılında California’da yapılan ampirik bir çalışmadan yola çıkarak; dağıtım kısıtlamalarının verimliliğine dair kesin bir kanıt olmamakla birlikte belirli bir önleyici etkisi olduğunu belirtmiştir⁶⁴¹.

Lutter ise önerilen ödeme gücü testinin esas sermayenin yararlarını kaldırdığını, ödeme gücü testinin denetimden yoksun olduğunu, söz konusu ödeme beyanının doğru olmadığı ihtimalinde tek yaptırımın yöneticilerin sorumluluğu ve geri ödeme yükümlülüğü olduğunu, yöneticilerin sorumluluğunun uygun bir çözüm olmadığını zira bu çözümün yüksek sigorta masraflarına yol açtığını belirtmiştir. Ayrıca önerilen ödeme gücü testinin denetime tabi tutulması halinde ise esas sermaye sisteminden daha fazla zaman ve masrafa yol açabileceğini de dile getirmiştir⁶⁴².

Dağıtımlara ilişkin görüşlerde dağıtımların dayandığı muhasebe standartları da önem arz etmiştir. Farklı muhasebe modelleri farklı derecede ihtiyaca uygunluk ya da güvenilirlik ortaya koymaktadır. Nitekim kâr kavramı, sermayeye kavramına olan yaklaşımlara göre şekillenmekte, sermayenin korunması kavramı ise AB tarafından kabul edilmiş olan IFRS’de (Uluslararası Muhasebe Standartları), emredici

⁶⁴⁰ Schön, “The Future of Legal Capital”, 445.

⁶⁴¹ Nitekim, 1970–1976 arasındaki dönemde 100 iflas örneğinde, dağıtım sınırlamalarının soru açısından etkinliği vakaların% 66’sında doğrulanmıştır. Bkz. *Kuhner*, “Zur Zukunft der Kapitalerhaltung”, 784.

⁶⁴² *Lutter*, “Legal Capital”, 10. Temettü hesaplaması için yalnızca IFRS mali tablolarına güvenmenin bir çözüm olamayacağı yönünde bkz. *Scholz*, a.g.e., 86.

düzenlemelere nazaran farklı bir anlam taşımaktadır⁶⁴³. Uluslararası muhasebe standartları ile üye ülkelerin sermaye piyasalarında yatırımı kolaylaştırmak, finansal tablolar ile kullanıcıların bilgi sahibi olmasını sağlamak ve yatırımcının güven duyması amaçlanmıştır. Buna karşın sermayenin korunması ilkesi ve esas sermaye sistemi emredici düzenlemeleri ile alacaklıların korunması ve pay sahipleri arasındaki eşitliğin korunması hedeflenmiştir. Dolayısıyla *Lutter*, IFRS’ye dayanan bilançoların dağıtım için tek başına yetersiz kaldığı, ayrıca bilanço testine ihtiyaç duyulacağını vurgulamıştır⁶⁴⁴.

Dağıtım miktarını bilanço testi ile kısıtlayan emredici düzenlemeler bir çok yönden eleştirilmişse de; örtülü dağıtımların alacaklılar bakımından oluşturduğu riskler göz önüne alındığında söz konusu kısıtlamalara, anonim şirket malvarlığının kötüye kullanımının önüne geçtiği sürece olumlu bakılacağı söylenebilecektir. Buna karşın dağıtım kısıtlamalarının faydaları beraberinde bazı maliyetleri de getirmektedir. Nitekim bir anonim şirketin likiditesi yeterli olmasına rağmen yatırım yapacağı bir projeye vb. sahip değilse, emredici düzenlemeler sebebiyle varlıklarını pay sahiplerine dağıtamayabilecektir. Böyle bir durumda serbestçe tasarruf edilebilir malvarlığının artırılması amacıyla sermayenin azaltılması gerekebilecek, bu durum ise şirkete işlem maliyeti yükleyebilecektir⁶⁴⁵.

⁶⁴³ IFRS’nin önceki dönemlerde adı “IAS” olarak kullanılmaktadır. Bu standartlar ise International Accounting Standards Committee (IASC) tarafından konuluyordu. Uluslararası Muhasebe Standartları için bkz. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/> (Çevrimiçi Erişim Tarihi: 25.11.2020). IFRS anlamında sermayenin korunması farklı bir kavramı ifade etmekte ve ayrıca finansal raporların temelinde kamuyu aydınlatma ile menfaat çevrelerinin kendini koruması benimsenmektedir. Buna göre, IFRS kapsamında sermayenin korunması, finansal sermayenin devamlılığı ve fiziki sermayenin devamlılığını ifade etmektedir.

Dolayısıyla, Uluslararası Muhasebe Standartları her ne kadar ülkelerin sermaye piyasalarına yatırımı, finansal tabloların kullanıcılarının bilgi sahibi olmasını kolaylaştırmış ve yatırımcının güven duymasını sağlamışsa da alacaklıların korunmasına hizmet eden bir yapıya sahip değildir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Tekinalp, “Türk Ticaret Kanunu’nda Küresel Bir Açılım: IFRS/TMS- TFRS”, 33-68; Sevi, 65; Schön, “The Future of Legal Capital”, 434; Merkt, “Der Kapitalschutz in Europe”, 307; Umfahrer, 12; Mülazımoğlu, 6 vd. IFRS ayrıca Türkiye Finansal Raporlama Standartlarına da (TFRS) kaynak teşkil etmiştir.

⁶⁴⁴ *Lutter*, “Legal Capital”, 11; *Armour vd.*, *The Anatomy of Corporate Law*, 126; *Pellens/Sellhorn*, a.g.m., 372 vd.; *Shan Ho*, 22. Alacaklıları korumanın bir yolu olarak Alman muhasebe kurallarının kullanımı Almanya hukukunda da tartışmalara sebep olmuştur. Sermaye koruma düzenlemeleri ile muhasebe kurallarının bağlantısının alacaklıları muhasebe hukukunun zayıflıklarına maruz bıraktığı, çünkü bu bilançoların şirketin mevcut finansal durumunu doğru bir şekilde yansıtmadığı yönünde bkz. *Heinrich*, 68.

⁶⁴⁵ *Mülbert/Birke*, 722.

5.6. Sermayenin Azaltılmasına İlişkin Düzenlemelerin İşlevselliği

AB 77/91 sayılı İkinci Konsey Yönergesi kapsamında tartışılan konulardan bir diğeri ise esas sermaye azaltımının, kanunun emredici hükümleri ile belirlenmiş koşullara bağlı olmasıdır. Özellikle şirketin ihtiyaç duymadığı sermaye fazlasını pay sahiplerine dağıtılabilir rezervler haline getirebilmesine yönelik katı prosedürün, daha kolay hale getirilip getirilemeyeceği tartışmalıdır. Konuya ilişkin doktrinde ve reform önerilerini içeren raporlarda çeşitli görüşler ileri sürülmüştür. Buna göre:

Konuya yönelik en temel eleştiri sermayenin azaltılması prosedürünün uzun ve masraflı olması ve bu durumun şirketler açısından dezavantaj yaratmasıdır⁶⁴⁶. Bu sebeple, alacaklıların önceden haberdar edilerek belirli bir bekleme süresi sonrasında sadeleştirilmiş bir prosedürle sermayenin azaltılmasının ve bağlı malvarlığının dağıtılabilir malvarlığı haline gelmesinin mümkün olabileceği doktrinde ileri sürülen görüşler arasındadır⁶⁴⁷.

Bununla birlikte sermaye azaltımında alacaklılara, alacaklarını teminat altına almaları için mahkemeye başvurabilme imkânı sağlanması halinde; alacaklıların, kendi menfaatleri lehine sermaye azaltımının önüne geçerek haklarını kötüye kullanabilecekleri de ileri sürülen görüşler arasındadır⁶⁴⁸. Alacaklıların şirket sermayesinin azaltılmasını veto edebilmesi hakkına ilişkin olarak *Enriques/Macey*, “söz konusu hakkın ilk bakışta anonim şirket karşısında zayıf konumdaki alacaklıların korunmasında etkili olabileceği, ancak ilgili alacaklıların (tedarikçiler, müşteriler ve çalışanların) şirket karşısında halihazırdaki pazarlık gücünün zayıf olması sebebiyle veto hakkının da pratikte etkili bir biçimde kullanamayacağını” ifade etmiştir⁶⁴⁹.

⁶⁴⁶ Çağlar, “Sınırlı Esnek Sermaye”, 354; *Enriques/Macey*, a.g.m., 1197; Koll-Möllenhoff, 290.; Santella/Turrini, a.g.m., 447; Payne, 11. Özellikle anonim şirket paylarının piyasa değerinin itibari değer altına düşmesi halinde sermaye azaltımının karmaşık ve masraflı olduğu yönünde bkz. Mülbert/Birke, 721.

⁶⁴⁷ Koll-Möllenhoff, 290-291. Yazarlar söz konusu bekleme süresini 3 yıl ile örneklendirmiştir. Buna göre şirket bu miktarı kullanmasa dahi bekleme süresi boyunca elinde tutmalıdır. Böylece bu süre boyunca şirket yatırım için piyasayı araştırma imkanına da kavuşmuş olacaktır. Aynı şekilde alacaklıların menfaatleri de güvence altına alınmış olacaktır. Bu süre içinde şirket ile uzun vadeli işlem yapan alacaklılar, sözleşmelerini sonlandırmak veya varsa şahsi teminatlarını kullanmak yoluna gidebileceklerdir. Yazar çalışanların ise tazminat ile korunacağını ifade etmiştir.

⁶⁴⁸ Santella/Turrini, a.g.m., 447; Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu tarafından yayınlanan raporda, şirket tarafından teminat sağlanması yerine alacaklılara menfaatlerinin zarara uğradığı konusunda ispat yükü yüklenmesi önerisinde bulunulmuştur. Bununla birlikte anonim şirket zararlarının karşılanması amacıyla yapılan sermaye azaltımlarında da alacaklıların korunması için bir mekanizmanın gerekliliği vurgulanmıştır. Bkz. Şirketler Hukuku Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu, 84.

⁶⁴⁹ *Enriques/Macey*, a.g.m., 1191; Aynı görüşte Meyer, 133.

Nitekim esas sermayenin azaltılması öncesinde yeterli pazarlık gücüne sahip olamayan alacaklıların, sonrasında da veto hakkını verimli bir şekilde kullanabileceğini düşünmek için bir sebebin olmadığını da eklemiştir. Şirket karşısında büyük alacaklıların ise kanuni bir hak olarak teminata diğer alacaklılara nazaran daha az ihtiyaç duyacakları ve bu nedenle teminata başvurulması hususunda alacaklılara yapılan çağrıyı dikkate dahi almayabilecekleri, zira daha önce alacaklarını zaten sözleşmeler ile şahsi teminat altına almaları sebebiyle bu hakka bağımlı olmayacakları da ileri sürülen görüşler arasındadır⁶⁵⁰. Ayrıca bilanço testinin alacaklıları sermaye azaltımı yoluyla dağıtım yapılması riskinden yeterince koruyamadığı, bu sebeple sermayenin azaltılması prosedürünün ek alacaklı koruma mekanizmaları ile desteklenmesi gerektiği doktrinde savunulmaktadır⁶⁵¹.

Sermayenin azaltılmasında esnek bir sermaye yapılanması için önerilen hususlardan bir diğeri ise özellikle İsviçre hukukunda önemli tartışmaları beraberinde getirmiş olan “*Sınırlı Esnek Sermaye Sistemi (Kapitalband)*”dır⁶⁵². Söz konusu sistem uyarınca kayıtlı sermaye sisteminde sermayenin arttırılmasına yetkili olan yönetim kurulu, esas sözleşmenin değiştirilmesine gerek kalmaksızın sermayeyi azaltmaya da yetkili kılınmaktadır. Böylece usul kurallarında kolaylık sağlanması amaçlanmakla birlikte, önerilen sistemin verimli olabilmesi için azaltma sonrasında geriye kalan miktarın alacaklıları yeterli şekilde teminata alması gerekmektedir⁶⁵³.

Esas sermayenin azaltılmasına ilişkin düzenlemeler, esas sermaye sisteminin temel unsurları olan asgari sermaye miktarı ve itibari değer ile yakından bağlantılıdır. Bu sebeple doktrinde, geleneksel esas sermaye ve itibari değer bulunmadığı bir sistemde sermayenin de azaltılmasından söz edilemeyeceği, bununla birlikte eğer bağlı malvarlığının dağıtılması isteniyorsa bağlı malvarlığının, dağıtılabılır varlığa dönüştürülmesine yönelik alacaklıların menfaatlerinin de gözetildiği bir mekanizma kurulması gerektiği vurgulanmıştır⁶⁵⁴.

⁶⁵⁰ Meyer, 133.

⁶⁵¹ Bauer, a.g.e, 221.

⁶⁵² Ayrıntılı bilgi için bkz. Hayrettin Çağlar, “Sınırlı Esnek Sermaye”, 353-370; Esra Cenkçi, “Türk Hukukunda Sermaye Değişikliğinin Kolaylaştırılması için Bir Öneri”, *BATİDER*, 33/2 (2017): 67-119.

⁶⁵³ Çağlar, “Sınırlı Esnek Sermaye”, 368; Buna göre alacaklılar bakımından daha etkin bir koruma için, yönetim kurulu bakımından daha kısa yetki süresi belirlenebileceği veya alacaklılara yönetim kurulunun kararına karşı iptal davası açma hakkının tanınabileceği yönünde bkz. Cenkçi, a.g.m., 95.

⁶⁵⁴ Koll-Möllenhoff, 290.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ESAS SERMAYE SİSTEMİNİN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

Çalışmamızın buraya kadar olan kısmında esas sermaye sisteminin tarihsel gelişimi, AB ve Türk hukuku bakımından temel düzenlemeler ve esas sermaye sistemine ilişkin görüşleri açıklamış bulunmaktayız.

AB hukukunda esas sermaye sistemi tartışmaları neredeyse 10 yıllık bir sürece yayılmış, bu süreç içerisinde gerek akademik gerekse uygulayıcılardan oluşan gruplar tarafından reform önerilerini içeren raporlar yayınlanmıştır. Söz konusu bu raporlar, AB yeknesak düzenlemeleri kapsamında direktifleri ve AB üye devletlerinin yerel hukuk düzenlemelerini etkilemiştir. Her ne kadar, Kıta Avrupası hukuk sistemine mensup ülke hukukları bakımından esas sermaye sistemi yalnızca maddi bir düzenlemeden ibaret olmayıp sembolik ve kültürel bir öneme sahip olsa da; günümüzün değişen ekonomik koşulları ve şirketler arasında büyüyen rekabet, esas sermaye sisteminin sürdürülebilirliği açısından bazı soru işaretlerini doğurmuştur. Bu sorular neticesinde AB’de ortaya çıkan akademik birikim, sistemi tamamlayıcı mekanizmaların yanında radikal değişiklik önerilerini de gündeme getirmiştir.

Çalışmamızın üçüncü ve son bölümünde, AB hukukunda esas sermaye sistemine yönelik reform önerileri, yayınlanan raporlar özelinde incelenecek; sistemin sürdürülebilirliğinin sağlanabilmesi amacıyla öne sürülen tamamlayıcı mekanizmalar açıklandıktan sonra Türk hukuku bakımından sistemin değerlendirilmesi ve değişiklik önerileri üzerinde durulacaktır. Esas sermaye sistemine ilişkin normatif düzenlemeler ve bu düzenlemeler özelinde doktrinde ileri sürülen görüşler ikinci bölümde ayrıntılı olarak incelendiğinden, tekrara mahal vermemek adına söz konusu düzenlemelere, alternatif mekanizmalar ile ilişkili oldukları ölçüde değinilecektir.

1. AB Hukukunda Esas Sermaye Sistemi Reform Önerileri

Anonim şirketler hukukunun temelini ifade eden esas sermaye sistemi düzenlemeleri, özellikle 2000’li yılların başlarında ekonominin globalleşmesi ve rekabetin artmasıyla eleştirilmeye başlanmış ve AB esas sermaye sistemi düzenlemeleri, ABD (özellikle Delaware eyaleti) hukukunun liberal rüzgarından kaçamamıştır.

Önceki başlıklarda ayrıntılı olarak ele aldığımız üzere bu eleştirilerin büyük çoğunluğu, söz konusu hükümlerin şirketler üzerinde külfet oluşturmalarının yanında, alacaklılara da yeterli düzeyde koruma sağlamadığı ve hatta bazı durumlarda zarar dahi verebildiği yönünde toplanmıştır⁶⁵⁵.

Bu kapsamda 1999 yılında üye ülkelerin uzman temsilcilerinden oluşan SLIM Çalışma Grubu (Working Group) tarafından, SLIM (Simpler Legislation the Internal Market) çalışması⁶⁵⁶, 2002 yılında SLIM grubunun çalışmasına paralel olarak Şirketler Hukuku Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu tarafından (High Level Group), “*Yüksek Düzeyli Uzmanlar Raporu*”⁶⁵⁷, 2004 yılında Jonathan Rickford başkanlığında, *Rickford Raporu*⁶⁵⁸, 2006 yılında Marcus Lutter’in editörlüğünü yürüttüğü Avrupa Esas Sermaye Sistemi Hakkında Uzmanlar Grubu (Lutter Grup) tarafından hazırlanan “*Avrupa’da Esas Sermaye*” isimli eser, J. Schutte-Veenstra başkanlığında hazırlanan “*Hollanda Çalışma Grubu (Dutch Grup)*” raporu⁶⁵⁹ ve son olarak KPMG tarafından hazırlanan “*İkinci Şirketler Hukuku Direktifi Kapsamında Benimsenen Sermayenin Korunması Sisteminin Elverişliliği Raporu (KPMG raporu)*” yayınlanmıştır⁶⁶⁰.

Bu çalışma ve raporlarda 77/91/EEC sayılı İkinci Konsey Yönergesi düzenlemelerinin verimliliği, ABD hukuk sistemine dâhil bazı uygulamalarla karşılaştırılarak değerlendirilmiş ve bir takım reform önerilerinde bulunulmuştur⁶⁶¹. Bu kapsamda genel olarak esas sermaye sistemine ilişkin bazı emredici kuralların kaldırılması veya ılımlı hale getirilmesi suretiyle sistemin, anonim şirket tüzel kişiliği,

⁶⁵⁵ Söz konusu eleştiriler için bkz. II. bölüm, 4.1. başlığı altında yapılan açıklamalar.

⁶⁵⁶ Simpler Legislation for the Internal Market (SLIM), Proposals submitted to the European Commission Brüksel, Ekim 1999. <https://users.ugent.be/~ewymeers/WP/SLIM.pdf> (E.T: 04.05.2021)

⁶⁵⁷ Final Report of the Group on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brüksel, 2002. Bkz. https://ecgi.global/sites/default/files/report_en.pdf (E.T: 23.11.2020).

⁶⁵⁸ Rickford Raporu, 919-971.

⁶⁵⁹ H Boschma/M. Lennarts/J. Schutte-Veenstra, Alternative Systems for Capital Protection, Institute for Company Law, Groningen 2005.

⁶⁶⁰ KPMG, Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU-accounting regime - main report. Bkz. <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/42762?locale=en> (E.T: 24.02.2021).

⁶⁶¹ Reform çalışmalarına yönelik ayrıca bkz. Bezenberger, a.g.e.,166 vd.; Doğan, “*Avrupa Birliği Şirketler Hukuku Modernizasyon Çalışmaları*”, 1-13, Jean-Marie Nelissen Grade ve Matthias Wauters, “Reforming Legal Capital: Harmonisation or Fragmentation of Creditor Protection?”, Edt. Klaus J. Hopt, Koen Geens, *The European company law action plan revisited : reassessment of the 2003 priorities of the European Commission*, (Leuven: Leuven University Press 2010), 25-53; Sevi, 64; Merkt, “Der Kapitalschutz in Europe”, 306; Koll-Möllenhoff, 283; Merkt, “Creditor Protection”, 1045; Miola, 417; Umfaher, 12; Mülbert/Birke, 697 vd.; Baldamus, 91 vd.; Mülazımoğlu, 317 vd.; Scholz, a.g.e., 56.

alacaklılar ve pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmaları üzerindeki elverişliliğinin artırılması ve şirketler nezdinde oluşan maliyetlerin de azaltılması hedeflenmiştir. Bu çalışmalar ilerleyen süreçte, esas sermaye sistemine yönelik AB yönergelerinde değişiklik yapılmasında etkili ve ayrıca AB üyesi ülkelerin yerel hukuk düzenlemeleri bakımından da yol gösterici olmuştur. Nitekim Avrupa Komisyonu 2003 yılında, SLIM ve Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu raporları sonucunda İkinci Konsey Yönergesinin değiştirilmesine yönelik teklif hazırlamış ve AB parlamentosuna rapor vermiştir⁶⁶². Böylece, şirketler hukukuna yönelik benzer modernizasyon çalışmaları da dikkate alınarak AB şirketlerinin piyasalardaki rekabet gücünün ve verimliliğinin artırılması amacıyla 2006/68 nolu Yönerge ile 77/91 EEC sayılı İkinci Konsey Yönergesinde önemli değişiklikler yapılmıştır⁶⁶³.

Esas sermaye sistemine yönelik alternatif veya tamamlayıcı mekanizmalara geçmeden önce söz konusu raporlardaki esas sermaye sistemine ilişkin görüş ve önerilere değinilecektir.

1.1. SLIM Raporu

Avrupa Komisyonu tarafından 1996 yılında *Eddy Wymeersch* başkanlığında oluşturulan SLIM (Ortak Pazara İlişkin Düzenlemelerin Basitleştirilmesi Çalışması) grubu, üye ülkelerin uzman temsilcilerinden oluşmuştur. SLIM çalışma grubu, AB Birinci ve İkinci Şirketler yönergelerinde yer alan ve seçilmiş temel bazı konuların sadeleştirilmesine yönelik çalışmalar yapmış ve 1999 yılında bu çalışmalar neticesinde bir rapor hazırlamıştır.

Grubun amacı, AB şirketler hukuku modernizasyonu kapsamında AB Birinci (68/151/EEC) ve İkinci Konsey (77/91/EEC) Yönergelerinde bulunan ve genel olarak şirketler üzerinde maliyet oluşturarak baskı kuran hükümleri sadeleştirmek ve böylece iç pazarda verimliliği arttırmaktır⁶⁶⁴.

Söz konusu raporda şirketler hukukunun modernizasyonuna yönelik reform önerilerinde bulunulmuştur. Buna göre grup, 77/91/EEC kapsamındaki bazı düzenlemeler bakımından özellikle şu noktalar üzerinde durmuştur:

⁶⁶² (E.T: 04.05.2021)

⁶⁶³ Sermayenin oluşturulması ve sermayenin korunması kapsamında 77/91/EEC sayılı yönergede yapılan değişikliklere çalışmanın ikinci bölümünde her bir düzenleme başlığında yer verilmiştir.

⁶⁶⁴ Baldamus, 38.

SLIM raporunda aynı sermaye değerlemesinin her somut durumda gerekli ve yararlı olmadığı, yakın bir tarihte değerlemesi yapılan veya piyasa değeri halihazırda belli olan malvarlığı unsurları bakımından değerlendirme prosedürünün zaman kaybı ve maliyete yol açtığı belirtilmiştir⁶⁶⁵.

Raporda anonim şirketin paylarının, şirketin kendisi veya üçüncü kişiler tarafından iktisap edilmesinde süre ve miktara ilişkin şartların, eşit işlem ilkesi korunarak esnekleştirilmesi önerilmiştir⁶⁶⁶. İtibari değere ilişkin konunun ise daha fazla araştırma yapılmak suretiyle değerlendirilmesi gerektiği vurgulanmıştır⁶⁶⁷.

SLIM çalışması büyük ölçüde çok karmaşık olmayan ve nispeten hızlı bir şekilde uygulanabilen basitleştirmeler ve iyileştirmelerle sınırlıdır. SLIM grubunun bu çalışması, üye devletlerin bir çoğu tarafından olumlu bir şekilde karşılanmış ve AB İkinci Konsey Yönergesine yönelik reform çalışmalarına ve günümüzde yürürlükte olan 2017/1132 sayılı yönergeye kaynaklık etmiştir.

1.2. Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu/ Winter Grubu (Report of The High Level Group)

2001 yılının eylül ayında Avrupa Komisyonu tarafından kurulan, Avrupanın önde gelen ticaret hukuku profesörlerinden oluşan ve *Jaap Winter* başkanlığında toplanan “Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu”, ilk raporu olan “*Şirketler Hukuku Alanında Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubunun Avrupa’da Modern Şirketler Hukukuna İlişkin Çerçeve Şartlarına Dair Rapor*”u 2002 yılında yayınlamıştır⁶⁶⁸. AB şirketlerinin rekabet gücü ve dünya ekonomisindeki gelişmeleri takip edebilme kabiliyetlerinin dikkate alındığı raporda, şirketler hukukundaki çeşitli sorunlar ele alınmıştır. Grup tarafından hazırlanmış olan danışma formuna gelen cevapların toplanmasıyla oluşan raporun dördüncü bölümünde sermayenin oluşturulması ve korunması konusu incelenmiş ve önerilerde bulunulmuştur.

⁶⁶⁵ SLIM Raporu, 3.

⁶⁶⁶ SLIM Raporu, 4.

⁶⁶⁷ SLIM Raporu, 5.

⁶⁶⁸ Grup, Raporu hazırlarken, bir çeşit anket formu olan bir danışma belgesi düzenlemiş, bunu ilgili yerlere yollayıp görüş almadan önce, Avrupa Parlamentosunun Hukuk ve İç Pazar Komisyonunda tartışmaya sunmuştur. Danışma Belgesi’ne verilen cevaplar Rotterdam Erasmus Üniversitesi Hukuk Fakültesinde, Şirketler Hukuku Enstitüsünde bir çalışma takımınca değerlendirilmiştir. Bkz. TTK Genel Gerekçesi, p. 93.

Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu raporunda esas sermaye sisteminin, alacaklıları koruma ve anonim şirket malvarlığının pay sahiplerine iadesini engelleme işlevleri ön plana çıksa da temel düzenlemelerin alacaklıları koruma konusunda yetersiz olduğu iddia edilmiştir. Bununla birlikte esas sermaye sisteminin varlığının, AB şirketlerine rekabet gücü konusunda avantaj ya da dezavantaj sağlamadığı vurgulanmıştır⁶⁶⁹.

Grup SLIM raporunu genişletmek suretiyle esas sermaye sistemi düzenlemelerini; asgari sermaye zorunluluğu, itibari değerden yoksun pay, sermayenin oluşturulması, pay sahiplerinin rüçhan hakkı, sermayenin azaltılması, kendi payını iktisap, finansal yardım ve diğer konular başlıkları altında incelemiş ve reform önerilerinde bulunmuştur. Bu kapsamda grup aynı sermaye değerlemesi ve şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin anonim şirket maliyetini arttırıcı veya zaman kaybı yaratan düzenlemelerin esnekleştirilmesi yönünde SLIM raporuna benzer bir yaklaşım sergilemiştir. Bununla birlikte söz konusu önerilerden farklı olarak yöneticilerin ve özellikle fiili organ (Shadow Director) sorumluluğunun geliştirilmesi (hileli ve haksız ticaret vb.) önerilmiştir. Ayrıca sorumluluk hükümlerinin, anonim şirketin iflası öncesinde önemli etkilere sahip olduğu da vurgulanmıştır⁶⁷⁰.

Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu tarafından sisteme yönelik öne sürülen önemli alternatiflerden biri ise pay sahiplerine yapılacak her türlü dağıtım bakımından iki aşamadan oluşan ödeme gücü testidir. İlerleyen başlıklarda ayrıntılı olarak inceleneceği üzere bu mekanizma, şirketin ödeme yeterliliği gücüne dayanmakta olup yönetim kurulunun tam yetkili olduğu basit bilanço ve ödeme gücü testi basamaklarından oluşmaktadır⁶⁷¹.

Grup tarafından hazırlanan formları dolduran danışmanlar arasında, mevcut esas sermaye rejiminin değiştirilmesi gerektiği yönünde görüş birliği bulunmakla birlikte, bu değişikliğin nasıl yapılacağı konusunda ihtilaf bulunmaktadır. Raporda sistemin reformu için danışmanlar tarafından üç alternatif yaklaşım üzerinde durulmuştur. Buna göre:

⁶⁶⁹ Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu, 78-79.

⁶⁷⁰ Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu, 86.

⁶⁷¹ Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu, 87; Miola, 459.

İlk yaklaşım, SLIM grubunun çalışması temel alınarak mevcut rejimin (77/91 EEC sayılı Yönergenin yürürlükte olduğu dönem) sadeleştirilmesi ve modernleştirilmesi yönündedir. Dolayısıyla sisteme yönelik köklü bir değişim planlanmamakla birlikte, bazı düzenlemelerin basitleştirilmesi üzerinde durulmalıdır⁶⁷².

İkinci yaklaşım temelini ABD hukukundan almakta ve AB hukuku bakımından köklü bir değişim önerisi sunmaktadır. Buna göre, söz konusu rejimde esas sermaye sistemi yerini ABD hukuk sistemi (MBCA) düzenlemelerine bırakmalı ve menfaat dengesinin sağlanmasında yönetim kurulunun takdir yetkisi arttırılmalıdır. Söz konusu sistem düzenlemelerinin bir çoğu mevcut esas sermaye sistemi düzenlemelerinden farklı veya tamamıyla zıttır⁶⁷³.

Üçüncü ve son yaklaşım ise, esas sermaye sistemini AB Şirketler Hukuku temel prensiplerini de -eşit işlem ilkesi gibi- dikkate almak suretiyle değiştirmek yönündedir⁶⁷⁴.

Söz konusu öneriler doğrultusunda grup, öncelikle SLIM raporunu genişletmek suretiyle önerilerde bulunmuş, anonim şirket pay sahiplerinin ve alacaklıların daha etkili bir biçimde korunmasını hedefleyen alternatif bir rejim geliştirilmesi gerektiğini ileri sürmüştür⁶⁷⁵. Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu, doktrinde esas sermaye sisteminin verimliliğine dair ortaya çıkan tartışmalara da önemli ölçüde kaynak teşkil etmiştir.

1.3. Rickford Raporu

Jonathan Rickford başkanlığında interdisipliner bir grup olarak kurulan Rickford Grubu, İngiliz şirketler hukukunda sermayenin korunması hükümlerinin ve muhasebe standartlarının geliştirilmesi amacıyla kurulmuş olup, 2004 yılında “*Rickford Raporu*” adıyla yayınlamıştır.

Rickford raporunda İngiltere ve AB hukuku esas sermaye düzenlemeleri karşılaştırmalı olarak ele alınmış mevcut sistemin; hantal, maliyetli olduğu, ayrıca alacaklıları ve pay sahiplerini koruma amacını gerçekleştirmediği; alacaklıların daha

⁶⁷² Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu, 79.

⁶⁷³ Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu, 80.

⁶⁷⁴ Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu, 80.

⁶⁷⁵ Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu, 78 vd.

verimli bir şekilde korunması gerektiği ifade edilmiştir. Bu doğrultuda grup tarafından esas sermaye sistemine yönelik şu noktalar üzerinde durulmuş ve reform önerilerinde bulunulmuştur⁶⁷⁶:

Direktifle belirlenmiş olan asgari sermaye miktarının veya daha fazlasının, bir şirketin işletme sermayesinin asıl amacı değerlendirildiğinde yetersiz kaldığı, söz konusu miktarın esas etkisinin anonim şirket kurmak hususunda bir caydırıcılık sağlamak olduğu belirtilmiştir.

Aynı sermaye değerlemesi konusunda söz konusu prosedürün acil durumlarda zaman kaybettirdiği ve maliyet yarattığı üzerinde durulmuş, değerlendirme prosedürünün engelleyici bir hüküm olmadığı takdirde sonradan satın alma yoluyla dolanabilme ihtimaline değinilmiştir.

Anonim şirket pay sahiplerine yapılacak dağıtımlar konusunda ise mevcut dağıtım rejiminin kaldırılması ve Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu'na benzer şekilde ödeme gücü yeterliliğine dayanan bir sistem önerilmiş, fakat bilanço testi ile desteklenmemiştir. Söz konusu sistem önerisinde, yönetim kurulu tarafından verilen ödeme gücü beyanı ile dağıtıma cevaz verilmektedir. Dolayısıyla yönetim kuruluna makul gerekçeler doğrultusunda takdir hakkı tanınması gerektiği ifade edilmiştir. Ayrıca ödeme gücü yeterliliği beyanından yönetim kurulunun sorumlu tutulması gerektiği ve sistemin hileli iflas ve hileli ticaret hükümleri ile desteklenmesi gerektiği vurgulanmıştır⁶⁷⁷.

Bununla birlikte grup, alacaklıların korunmasında şirket kasasında belirli bir para rezervinin bulundurulmasının, şirketin borcunu ödeme yeterliliğine sahip olduğu sürece bir önemi olmadığı ve dolayısıyla pay sahiplerine dağıtım yapılmasına da bir engel olmadığı kanaatindedir. Ayrıca likiditeye dayalı dağıtım rejiminin alacaklılara sağlayacağı koruma sebebiyle, asgari sermaye zorunluluğunun kaldırılması önerisinde bulunulmuştur.

İtibari değer altında pay çıkarılamamasının dezavantajlara sahip olması sebebiyle, gerçek itibari değeri olmayan pay çıkarılmasının mümkün olması savunulmuş, şirketin kendi payını iktisap etmesine yönelik oransal sınır

⁶⁷⁶ Bkz. Rickford Raporu, 966 vd.

⁶⁷⁷ Rickford Raporu, 971 vd.

belirlenmesinin ise alacaklıların korunması bakımından önemli bir anlam ifade etmediğini, ancak söz konusu sınırın olası piyasa manipölasyonlarının önlenmesinde rol oynadığı belirtilmiştir.

Rickford raporu İngiltere ve AB esas sermaye sistemini kapsamlı bir şekilde incelemiş ve mevcut sisteme ağır eleştiriler getirmiştir. Grup alacaklıların, ticari şartlara göre uygun hale getirilmiş koruma araçlarına ihtiyaç duymakta olduğunu, uygulamada güçlü alacaklılar ile anonim şirket arasında finansal sözleşmeler yapıldığını, Birleşik Krallık uygulamasında alacaklıların gerçek sermaye seviyelerine çok az önem verdiklerini vurgulamıştır. Ek olarak uygulamada, sermayenin korunmasına ilişkin kuralların efektif olmadığına dair bir kabulün olduğuna dikkat çekilmiştir⁶⁷⁸.

Modern ekonomilerde daha farklı alacaklı koruma sistemlerinin var olduğu ve alacaklıların esasen iflas riskini ve nakit akışını önemsediği dikkate alındığında grup reform önerilerini; ödeme yeterliliğinin tespiti, dağıtımlar bakımından yönetim kurulunun tam yetkili ve sorumlu olması ve esas sermaye sistemi temel prensiplerinin esnekleştirilmesi esaslarına dayandırmıştır. Nitekim gruba göre esas sermaye kuralları, iflas için alternatif bir çözüm sunamamaktadır.

Rickford grubu, piyasa gerçeklerini yansıtmaktan uzak mevcut sisteme nazaran daha adil, orantılı ve pay sahipleri ile alacaklılar arasındaki menfaat dengesini etkili bir biçimde gözeten yeni bir rejimi amaçlamışsa da⁶⁷⁹, söz konusu öneriler özellikle Alman hukuk öğretisinde (Lutter Grup) ciddi eleştirilere maruz kalmış, ayrıca fazlaca liberal ve alacaklıların korunması bakımından yetersiz bulunmuştur⁶⁸⁰.

1.4. Hollanda Çalışma Grubu (Dutch Grup) Raporu

Hollanda Çalışma Grubu *J.N. Schutte-Veenstra* başkanlığında oluşturulmuş olup, “*Sermayenin Korunmasına Yönelik Alternatif Sistemler*” isimli raporda reform önerilerinde bulunmuştur⁶⁸¹.

⁶⁷⁸ Rickford Raporu, 932.

⁶⁷⁹ Bkz. Umfahrer, 108; Rickford Raporu, 995.

⁶⁸⁰ Bkz. Veil, 80.

⁶⁸¹ Bkz. Hanny Schutte-Veenstra, Hylda Boschma, ve Marie-Louise Lennarts, *Alternative Systems for Capital Protection: Final Report Dated 18 August 2005* (Deventer: Kluwer, 2005).

Hollanda Çalışma Grubu tarafından da esas sermaye sistemine yönelik ileri sürülen en radikal reform önerisi, tıpkı Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu ve Rickford Raporunda olduğu gibi dağıtımlara ilişkindir. Rapora göre dağıtımlar konusunda diğer raporlara benzer şekilde iki aşamalı, (basit bilanço testi ve ödeme gücü testi) ödeme gücü yeterliliği ve likiditeye dayanan bir sistem benimsenmeli ve söz konusu dağıtım rejimi anonim şirket tarafından pay sahiplerine yapılacak tüm dağıtımlarda uygulanmalıdır. Ancak Hollanda çalışma grubu Rickford ve Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu raporundan farklı olarak yöneticilerin şahsi sorumluluğu ile bağlantı kurmamıştır.

Bununla birlikte grup esas sermaye sisteminde ortaya çıkan maliyetlerin azaltılması ve alacaklıların korunması mekanizmasının geliştirilmesi amacıyla bazı önerilerde bulunmuştur. Buna göre; gerçek itibari değeri olmayan pay çıkarılması, asgari sermaye zorunluluğunun kaldırılması, bazı durumlarda aynı sermaye değerlemesinin kaldırılması, finansal yardımın yönetim kurulunun özen yükümlülüğü kapsamında değerlendirilmesi ve bu sebeple finansal yardıma ilişkin yönerge hükmünün kaldırılması önerilerinde bulunulmuştur⁶⁸².

Görüldüğü üzere Hollanda Çalışma Grubu önerileri de Rickford Raporuna benzer şekilde son derece radikal ve esas sermaye sisteminin temelini sarsacak niteliktedir. Önerilen bu reformların tamamının gerçekleşmesi uzun vadeli ve - sistemin Kıta Avrupası hukuku bakımından önemi dikkate alındığında- bir o kadar da zor gözükmetedir. Öte yandan AB hukukunda belirginleşen esnekleşme eğilimlerinin kaynağını, 2000’li yıllarda ortaya atılan bu önerilerden aldığı da göz ardı edilmemelidir.

1.5. Lutter Grup

Lutter grubunun konuya ilişkin çalışması *Marcus Lutter* editörlüğü ve başkanlığında “*Legal Capital in Europe*” isimli eserde toplanmıştır. Eserde konuya ilişkin başlıklar çeşitli yazarlar tarafından ayrıntılı bir biçimde incelenmiş ve çeşitli ülkelerden uygulama örneklerine yer verilmiştir⁶⁸³.

⁶⁸² Veenstra vd. a.g.e., 72 vd.; Umfahrer, 115; Mülazımoğlu, 326.

⁶⁸³ Bkz. dn.4

Eserde esas sermaye sistemine ilişkin genel çerçeve ise *Marcus Lutter* tarafından çizilmiştir. Yazar, esas sermaye sistemine yönetilen eleştirilere bazı noktalarda katılmakla birlikte temelde esas sermaye sisteminin korunması gerektiğini savunmaktadır. Nitekim bu yaklaşım Alman öğretisinde de baskın olup, mevcut sistemin kaldırılmasından ziyade iyileştirilmesi yönünde bir eğilim söz konusudur⁶⁸⁴. Yazar esas sermaye sisteminin korunmasına yönelik yaklaşımını genel olarak şu noktalara dayandırmaktadır:

Asgari sermaye zorunluluğuna ilişkin yapılan eleştirilerin özellikle söz konusu miktarın şirketi iflasa karşı korumadığı ve dolayısıyla alacaklıların yeterince korunmadığı yönünde toplandığını, ancak asgari sermayenin bir girişim sermayesi olduğunu ve girişime ilişkin risklerden etkilenebileceğini ifade etmiştir. Ayrıca asgari sermaye miktarının şirketi iflasa karşı veya alacaklıları da tam anlamıyla koruduğunun iddia edilmediğini vurgulamıştır⁶⁸⁵.

Asgari esas sermayenin; şirketin girişimini hızlandırdığını, şirketin ekonomik olarak kötüleşmesine dair sinyal işlevi gördüğünü, şirket pay sahiplerini şirket esas sözleşmesiyle daha yüksek miktarlarda sermaye koymaya teşvik ettiğini, alacaklılara ve muhtemel sözleşme taraflarına açıklanabilen bir finansal sistem oluşturduğunu⁶⁸⁶, şirketin ekonomik ve finansal yönden sağlıklı olmasının alacaklılar bakımından en iyi korumayı sağladığından ölçüsüz dağıtımlar için bir bariyer görevi üstlendiğini⁶⁸⁷ ifade etmiştir. Asgari sermaye zorunluluğu olmayan hukuklarda şirket ile güçlü alacaklılar arasında esas sermaye kurallarına benzer standartlarda yüksek işlem maliyeti oluşturacak şekilde anlaşmalar yapılmakta ise de, bu durumda diğer alacaklıların korunmasız kaldığını, ancak esas sermaye sisteminde bütün alacaklılar için bir taahhüt oluşturulduğunu⁶⁸⁸ dile getirmiştir.

Bununla birlikte dağıtıma ilişkin olarak; esas sermaye sisteminde öngörülen emredici düzenlemelerin yönetimi, pay sahiplerinin baskısına karşı koruduğunu⁶⁸⁹, esas sermayenin dağıtımları önleyici etkisi kaldırılmak isteniyorsa; alternatif sistemin

⁶⁸⁴ Nitekim Lutter, taahhüt edilen sermayenin şirkete getirilmemesi halinde alacaklılar ve pay sahiplerine dava hakkı tanınmakla birlikte, bu prosedürün ayrıntıları ve maliyetinin Alman Hukuku bakımından sıkıntılı ve tartışmalı olduğunu vurgulamıştır. Bkz. Lutter, "Legal Capital", 8.

⁶⁸⁵ Lutter, "Legal Capital", 3.

⁶⁸⁶ Lutter, "Legal Capital", 3.

⁶⁸⁷ Lutter, Legal Capital, 4.

⁶⁸⁸ Lutter, Legal Capital, 5.

⁶⁸⁹ Lutter, Legal Capital, 5.

yöneticilerin sorumlulukları ile denetim altına alınması ve bunun uygulanmasının da garanti edilmesi gerektiğini, buna karşın sorumlulukların genişletilmesinin de başka maliyetleri beraberinde getireceğini⁶⁹⁰, sermayenin kâr dağıtımı gibi gösterilmek suretiyle pay sahiplerine iadesinin yasak olması sebebiyle dağıtım rejiminde radikal bir değişimin, adil piyasa düzeninin bütün kurallarını ihlal etmek anlamına geleceğini, esas sermaye sisteminin dağıtımlarda manipülasyonların yapılmasını engellediğini, ayrıca kâr dağıtımı konusunda yalnızca ödeme gücü testinin yeterli sayılması halinde sermayenin pay sahipleri veya yöneticiler tarafından elden çıkarılması sonucu doğabileceğini, dolayısıyla muhakkak IFRS standartlarına göre hazırlanan bilançonun da dikkate alınması gerektiğini vurgulamıştır.

Yine yöneticilerin bazı görevlerinin özellikle şirketin iflasa yaklaşması halinde ortaya çıktığını, esas sermaye sisteminin kaldırılması ihtimalinde bu yükümlülüklerin artması söz konusu olabileceğini, bu durumda esasen istisnai nitelikte olan tüzel kişilik perdesinin kaldırılması vakalarının da arttırabileceğini, dolayısıyla alacaklıların verimli bir şekilde korunması için yönetimi güvenilir kılmanın önem arz ettiğini dile getirmiştir⁶⁹¹.

Son olarak, esas sermaye kurallarının Kıta Avrupası hukuk sistemi bakımından önemli bir kültür oluşturduğunu, dolayısıyla bu kuralların kaldırılmasının önemli değişiklikleri beraberinde getireceği belirtilmiştir. Grup, esas sermayenin bu pozitif etkileri göz önünde alındığında, bu etkilere başkaca, basit ve daha az masraflı araçlarla ulaşıp ulaşılamayacağını tartışılması gerektiğini savunmaktadır. Bununla birlikte bu araçların faydalı olup olmadığı test edilmeden esas sermaye kurallarının kaldırılmasının isabetli olmayacağı sonucuna varmaktadır.

1.6. KPMG Raporu

Esas sermaye sistemine ilişkin 2000 ile 2006 yılları arasında çıkarılan raporlar sonrasında Klynveld Peat Marwick Goerdeler (KPMG) tarafından 2006 yılında İkinci Konsey Direktifi ile benimsenen sistemin alternatiflerinin incelendiği kapsamlı bir fizibilite raporu yayınlanmıştır⁶⁹². Söz konusu raporda, esas sermaye sistemine alternatif bir rejimin uygulanabilirliğinin ve bu rejimin AB şirketlerinin verimliliğine

⁶⁹⁰ Lutter, Legal Capital, 6.

⁶⁹¹ Lutter, Legal Capital, 6 vd.

⁶⁹² Bkz. dn.5.

ve rekabet gücüne katkısının değerlendirilmesi amaçlanmıştır; AB üyesi olan ve olmayan seçilmiş bazı ülke hukukları karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Raporun geniş kapsamı nedeniyle ayrıntılı olarak üzerinde durulması çalışmamızın kapsamını aşacağından, bu başlıkta KPMG raporunun konumuza ilişkin kilit noktaları üzerinde durulacaktır.

KPMG raporunda Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu, Rickford Grubu, Lutter Grubu ve Hollanda çalışma grubu raporlarında esas sermaye sistemi temel düzenlemelerine alternatif olarak sunulan dört teorik çözüm incelenmiştir; tüm raporların özellikle şirket tarafından pay sahiplerine yapılacak olan dağıtımlara ilişkin değişiklik önerisinde bulunduğu dikkat çekilmiştir⁶⁹³. Söz konusu raporlarda öne sürülen reform önerileri değerlendirilerek şu sonuçlara varılmıştır⁶⁹⁴:

Söz konusu raporlarda gerçek itibari değeri olmayan pay çıkarılması konusunda ileri sürülen alternatiflerin değerlendirilmesinde farklı itibari değerde paylar, şirket açısından yüksek maliyetlere yol açmasa da payların nominal değerlerinin kaldırılmasının uygulamada daha az karmaşıklık yaratacağı ifade edilmiştir. Bununla birlikte raporda, şirketler ile yapılan görüşmeler neticesinde itibari değer kaldırılmasının çok önem arz etmediğinin gözlemlendiği ve değişiklik neticesinde maliyetin düşmesi yönünde de güvenilir veriler elde edilemediği belirtilmiştir⁶⁹⁵.

Asgari sermaye zorunluluğunun kaldırılması halinde alacaklıların ve pay sahiplerinin menfaatlerinin zarara uğrayabileceği; bu sebeple asgari sermaye zorunluluğunun kaldırılmasından ziyade, dağıtımlara yönelik testlerin geliştirilmesine odaklanıldığı ifade edilmiştir.

Anonim şirketin pay sahiplerine yapacağı dağıtımlar konusunda dört raporunda ödeme gücü yeterliliğine odaklandığına, fakat hiçbir raporda sistemin ayrıntılarına yer verilmediğinden uygulamada ortaya çıkaracağı maliyetlere ilişkin bir tespit yapılamayacağı ve ödeme gücü testine dayalı sistemin şirket maliyetlerini etkileyeceğinin açık olduğu belirtilmiştir. Ödeme gücü yeterliliğine dayalı sistemin

⁶⁹³ KPMG Raporu, 269.

⁶⁹⁴ KPMG Raporu, 306 vd.

⁶⁹⁵ KPMG Raporu, 306.

verimli bir şekilde uygulanması halinde alacaklıların şirketin mali durumu hakkında daha rahat hissedebileceği de eklenmiştir⁶⁹⁶.

AB Komisyonu tarafından KPMG raporundan, esas sermaye sistemi düzenlemelerine alternatif bir rejimin uygulanması halinde ortaya çıkabilecek etkilerin açıklanması istenmiştir. Raporda özellikle dağıtımlar konusunda esneklik sağlanabilmesi için mevcut rejimin (77/91/EEC sayılı direktif hükümleri kapsamında) nasıl dönüştürülebileceği üzerinde durulmuştur. Bunun için ise temel olarak 77/91/EEC sayılı direktifte değişiklik yapılması, raporlarda önerilen dağıtım rejiminin uygulanması, ödeme gücü testinin geliştirilmesi ve gerçek itibari değeri olmayan payların tanınması üzerinde durulmuştur. Bu kapsamda önerilen alternatif dağıtım rejimleri dört ana başlık altında incelenmiştir⁶⁹⁷. Bunlar:

Şirket opsiyonu: Bu yaklaşımda şirketler, GAAP veya IFRS kapsamında hazırladıkları bilançolarını kullanmaya devam edebilecekleri gibi, dağıtım için yönetim kurulunca uygun bulunan bilançoları da esas alabileceklerdir. Söz konusu sistemde anonim şirket alacaklılarının ve pay sahiplerinin korunabilmesi içinse yönetim kurulunun güven esaslı bir göreve tabi olması gerekmektedir. Bu yaklaşımda esas sermaye sistemi mevcudiyetini korumakta ve fakat dağıtımlar bakımından ödeme gücü testi, bilanço testi ile birlikte uygulanmaktadır⁶⁹⁸.

Düzenleyici Kurum Opsiyonu: Bu modelde, dağıtımlarda yönetim kurulunun takdir yetkisi yerine, AB veya üye devlet seviyesinde merkezi bir otorite tarafından IFRS kapsamında belirlenen zorunlu uygulamalar esas alınacaktır. Söz konusu mekanizma, Birleşik Krallıkta uygulanmakta ise de, şirketler tarafından bu uygulamanın bazı durumlarda fazla derecede idari yükümlülöklere yol açtığı ifade edilmiştir⁶⁹⁹.

IFRS'ye Eklenmiş Ödeme Gücü Yeterliliği: Bir diğer yaklaşım olan IFRS'ye eklenmiş Ödeme Gücü Yeterliliği modelinde ise İkinci Konsey Direktifinde sınırlı

⁶⁹⁶ KPMG Raporu, 307.

⁶⁹⁷ KPMG raporu ile incelenen modellerin İngilizce isimleri, Harun Eryiğit tarafından “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Anonim Ortaklıklarda Sermayenin Korunması İlkesi” isimli doktora tez çalışmasında Türkçeye çevrilmiş olup, söz konusu terimlerin çevirileri bizim tarafımızdan da Türk Hukuk Literatürüne uygun bulunmuş ve ayrıca öğretilerde terim birliği sağlanması amacıyla bu çalışmada kullanılmıştır. Bkz. Eryiğit, 301 vd.; KPMG Raporu, 396 vd.

⁶⁹⁸ KPMG Raporu, 396.

⁶⁹⁹ KPMG Raporu, 397.

sayıda değişiklik öngörölmekle birlikte, IFRS'ye dayalı dağıtım sistemine ek olarak ödeme gücü yeterliliğinin dikkate alınacağı belirtilmektedir. Ödeme gücü yeterliliğinin tespitine ilişkin ayrıca yönetim kurulunun sertifika düzenlemesi gerekmektedir⁷⁰⁰.

Denk/Eşit Koşullar Modeli: KPMG tarafından incelenen bu model diğerlerine nazaran daha radikal bir boyuta sahip olup, İkinci Konsey Direktifindeki sistemin tamamen değiştirilmesi üzerine kuruludur. Söz konusu modelde bilanço testi ve ödeme gücü testi aynı derece öneme sahip olup, dağıtım yapılması için her iki testin şartlarının sağlanması gerekmektedir. Buna göre, net varlıkların dağıtımını karşılamadığı durumlarda şirket ödeme gücü yeterliliğine sahip olsa dahi dağıtım yapılamayacaktır. Bununla birlikte yönetim kurulu, dağıtım için iki testin uygulanması ve her iki testin şartlarının sağlanması sonucunda hazırladığı ödeme yeterliliğine ilişkin sertifikadan sorumlu tutulmaktadır⁷⁰¹.

Ödeme gücü testi hakimiyeti: Bu model esasen Rickford Grup tarafından ileri sürölen ödeme gücü testine benzemektedir. Buna göre, pay sahiplerine dağıtım yapılmasına ilişkin iki aşamalı testin her türlü dağıtıma (kendi payını iktisap, sermaye azaltımında dağıtım vb.) uygulanması gerekmektedir. Bu iki aşama, ödeme gücü testi ve tamamlayıcı bilanço testinden oluşmakta, ancak dağıtımların yapılmasında ödeme gücü yeterliliği esas alınmaktadır. Dolayısıyla bilanço testi gereği malvarlığının aktif miktarı, pasif miktarı karşılamasa dahi; yönetim kurulu gerekçelerini göstermek koşulu ile dağıtım yapılmasına karar verebilecektir. Denetimin gerek görölmediği bu sistemde yönetim kurulu, ödeme gücü sertifikasını hazırlamak ve yayınlamakla yükümlüdür⁷⁰².

Göröldüğü üzere KPMG raporu ile 77/91/EEC İkinci Konsey Yönergesi bağlamında esas sermaye sistemine ilişkin olarak çeşitli gruplar tarafından ileri sürölen raporlar bir arada incelenmiş ve uygulama analizleri çerçevesinde değerlendirilmiştir. Raporun uygulayıcılar nezdinde yapmış olduğu çalışmalar, reform önerileri sonucunda ortaya çıkabilecek olası riskleri göstermiş ve AB şirketler hukukunun gelişimi bakımından yol gösterici olmuştur.

⁷⁰⁰ KPMG Raporu, 400.

⁷⁰¹ KPMG Raporu, 401.

⁷⁰² KPMG Raporu, 402.

2. Esas Sermaye Sistemine İlişkin Sadeleştirme Çalışmaları ve Türk Hukuku'nda Durum

Görüldüğü üzere 77/91/EEC sayılı İkinci Konsey Yönergesi ile kabul edilen esas sermaye sistemi tartışmaları neredeyse 1996 yılından 2009 yılına dek sürmüştür. Konuya ilişkin yayınlanan tüm raporların tek bir paralel çizgide olduğu söylenemese de, genel olarak o dönem mevcut sistemin sadeleştirilmesi ve daha verimli kılınması yönünde bir görüş birliği olduğu söylenebilecektir.

Yukarıda bahsettiğimiz raporlar ve doktrindeki tartışmalar sonucunda 77/91/EEC sayılı İkinci Konsey Yönergesi'nin dönemin gereksinimlerini karşılamadığı gerekçesi ile yönergede, 2006/68/EEC nolu Avrupa Birliği Yönergesi⁷⁰³ ile kapsamlı değişiklikler yapılmıştır⁷⁰⁴. Değişiklik ile yönergenin bazı maddeleri değiştirilmiş ve yeni maddeler eklenmiştir. Buna göre çalışmamızın ikinci bölümde her bir düzenleme için açıkladığımız üzere; aynı sermaye taahhüdüne, şirketlerin kendi paylarını iktisabına ve esas sermayenin azaltılmasına ilişkin hükümlerde şirketler lehine kolaylaştırmalar yapılmıştır⁷⁰⁵. 2006/68 nolu yönerge ile AB şirketlerinin sermaye yapılarının modernizasyonu ve serbest piyasa ekonomisindeki gelişmelere ayak uydurabilmesi hedeflenmiştir. Aynı şekilde yönerge ile pay sahipleri ve alacaklılara sunulan koruma azaltılmadan, iş verimliliğinin ve rekabetin teşvik edilmesi de amaçlanmıştır.

2006 yılında değiştirilen 77/91/EEC nolu İkinci Konsey Yönergesinin yerini 25 Ekim 2012 tarihinde 2012/30/EU sayılı yönerge almışsa da⁷⁰⁶, bu yönerge 77/91/EEC sayılı Yönerge ile paralel bir düzlemde. 2017 yılına kadar Avrupa Birliği ülkelerince uygulanmaya devam eden 2012/30/EU sayılı yönerge ise 30.06.2017 tarihinde (EU) 2017/1132 sayılı Yönerge ile yürürlükten kaldırılmıştır⁷⁰⁷. 2017/1132 sayılı Yönerge ile altı farklı yönerge kapsamında düzenlenen hususlar yeknesak bir düzenleme haline gelmiştir. Özellikle şirketlerin sınır aşan hareketliliğine ilişkin önemli düzenlemelerin yer aldığı 2017/1132 sayılı yönergede de, anonim şirketlerin

⁷⁰³ <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2006/68/oj>

⁷⁰⁴ Söz konusu değişikliklere ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Doğan, “Avrupa Birliği Şirketler Hukuku Modernizasyon Çalışmaları”, 1-13; Grade/Wauters, 29.

⁷⁰⁵ Ayrıca bkz. Doğan, “Avrupa Birliği Şirketler Hukuku Modernizasyon Çalışmaları”, 5 vd.; Gürel, 19; Grade/Wauters, 29; Aynı sermaye değerlemesine ilişkin olarak bkz. Çağlar, “Anonim Şirketlerde Aynı Sermayeye Değer Biçilmesi”, 44 vd.

⁷⁰⁶ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32012L0030>

⁷⁰⁷ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX:32017L1132>

pay sahiplerinin ve alacaklılarının korunması amacıyla sermayenin korunması, azaltılması ve arttırılmasına yönelik hükümlerde koordinasyon sağlanmasının önemi vurgulanmıştır.

AB hukuku kapsamındaki bu değişiklikler bilanço hukuku bakımından da tesirli olmuştur. Şöyle ki, *International Accounting Standards Board (IASB)* tarafından yayınlanan Uluslararası Muhasebe Standartlarının (International Financial Reporting Standards-IFRS) yürürlüğe girmesi ile birlikte esas sermaye sisteminin alacaklıları korumasına yönelik katı yaklaşımı, bilanço hukukunu da kapsayacak şekilde eleştirilerin hedefi haline gelmiştir⁷⁰⁸.

AB şirketler hukuku kapsamında esas sermaye sistemine ilişkin ATAD kararları ile başlayan ve yukarıda belirttiğimiz gelişmeler neredeyse 10 yıllık bir süreye yayılmıştır. Bu süre boyunca esas sermaye sistemine yönelik eleştiriler bir çok boyutta önem kazanmış, birincil düzenlemeleri etkisi altına almıştır. Buna karşın, Kıta Avrupası Hukuk sisteminin adeta bir yapı taşı olarak kabul edilen esas sermaye sistemi temel düzlemini AB 2017/1132 sayılı yönerge de muhafaza etmeye devam etmiştir.

AB şirketler hukuku bakımından yaşanan tüm bu gelişmeler, üye ülkelerin esas sermaye sistemi düzenlemelerine bakış açısını değiştirmiş, bazı ülke hukuklarında sadeleştirme çalışmalarına gidilirken, bazılarında ise ara çözümler geliştirilmiştir⁷⁰⁹. AB üyesi ülkelerin yerel hukuklarında meydana gelen bu gelişmelerde şüphesiz ki ABD’de gelişen yasama yarışının rekabete olan etkisi önemli bir rol oynamıştır. Uluslararası piyasalarda gücünü kaybetmek istemeyen AB şirketlerinin esas sermaye

⁷⁰⁸ IFRS’nin önceki dönemlerde adı “IAS” olarak kullanılmaktadır. Bu standartlar ise International Accounting Standards Committee (IASC) tarafından konuluyordu. Uluslararası Muhasebe Standartları için bkz. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/> (E.T: 25.11.2020).

IFRS anlamında sermayenin korunması farklı bir anlayışta ele alınmıştır. Nitekim finansal raporların temelinde kamuyu aydınlatma ile menfaat çevrelerinin kendini koruması beklenmektedir. Buna göre, IFRS kapsamında sermayenin korunması, finansal sermayenin devamlılığı ve fiziki sermayenin devamlılığını ifade etmektedir. Dolayısıyla, Uluslararası Muhasebe Standartları her ne kadar ülkelerin sermaye piyasalarına yatırımı, finansal tabloların kullanıcılarının bilgi sahibi olmasını kolaylaştırmış ve yatırımcının güven duymasını sağlamışsa da alacaklıların korunmasına hizmet eden bir yapıya sahip değildir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Tekinalp, “Türk Ticaret Kanunu’nda Küresel Bir Açılım”, 33-68; Sevi, 65; Schön, “The Future of Legal Capital”, 434; Merkt, “Der Kapitalschutz in Europe”, 307; Umfahrer, 12; Mülazımoğlu, 6 vd. Bununla birlikte IFRS Türkiye Finansal Raporlama Standartlarına da (TFRS) kaynak teşkil etmiştir.

⁷⁰⁹ Fransa ve İspanya esas sermaye sistemi düzenlemelerini gevşetmesi, Almanya MoMig ile önemli Limited Şirketler bakımından önemli değişiklikler yapması, Fransız Hukuku’nda 1 euro ile kurulabilen ve tek kişilik olan “*Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée (EURL)*” ve Alman Hukuku’nda sınırlı sorumlu müteşebbis ortaklıkların (*unternehmergesellschaft*) bir ara form olarak kabul edilmesi bu duruma örnek olarak verilebilir. Ayrıca bkz. Armour, “Who Should Make Corporate Law?”, 30.

sistemi düzenlemeleri açısından daha esnek ülkelerde kurulmaya başlaması da reform çalışmalarını kaçınılmaz bir boyuta getirmiştir.

Türk Hukuku'nda ise konuya ilişkin önemli bir reform çalışmasına rastlanmamaktadır. 6102 sayılı TTK'nın yürürlüğe girdiği dönemde, AB'de esas sermaye sistemi tartışmaları yerini yukarıda belirttiğimiz reformlara bırakmıştır. Ancak genel olarak TTK, Kıta Avrupası hukuk sisteminin etkisiyle esas sermaye sistemi ve ilkelerine bağlı olacak şekilde kaleme alınmıştır. TTK'nın hazırlık aşamasında, ABD'den yükselen akım ve alternatifler üzerinde durulmuşsa da, Avrupa'nın dahi köklü bir değişikliğe hazır olmadığı vurgulanarak söz konusu tartışmalar için ilerleyen zamana referans verilmiştir⁷¹⁰. Bununla birlikte Türk Hukuk doktrininde esas sermaye sistemi emredici düzenlemeleri bakımından önem arz eden önemli akademik çalışmalar yapılmış ve bu çalışmalar kapsamında AB hukuku gelişmeleri analiz edilmiştir.

TTK yürürlüğe girdiği günden itibaren başta 6335 sayılı kanun olmak üzere, bir çok kez değişikliğe uğramıştır. Bu değişikliklerin büyük çoğunluğu uygulamada gözlemlenen ihtiyaçların karşılanması amacıyla yapılmışsa da öğreti tarafından haklı olarak eleştirilmiştir. Bu değişikliklerden bir tanesi ise her ne kadar doğrudan konumuza ilişkin olmasa da, limited şirketlerde esas sermaye sistemi emredici düzenlemelerinde bir sadeleştirmeyi gündeme getirmiştir. Nitekim 7099 sayılı *Yatırım Ortamının İyileştirilmesi Amacıyla Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun*⁷¹¹ m. 25 hükmü ile limited şirketler bakımından nakden taahhüt edilen payların itibari değerlerinin en az yüzde yirmibeşinin tescilden önce ödenmesi şartı kaldırılmıştır (TTK m. 585). Limited şirketler hukukunda yapılan bu değişikliğin amacı işlem maliyetlerinin azaltılmasıdır. *Pulaşlı*, bu değişiklik ile şirkete “sermayesiz” olarak kurulup ticari hayatta faaliyette bulunabilme imkânı tanındığını belirtmiştir⁷¹². Bununla birlikte söz konusu düzenleme yazar tarafından şu açılardan eleştirilmiştir:

Türk kanun koyucusunun hiçbir tedbir almaksızın söz konusu değişikliği yapması sebebiyle, öncelikle oy hakkının doğumuna ilişkin bir sorun ortaya çıkacaktır.

⁷¹⁰ TTK genel gerekçesi, p.64.

⁷¹¹ RG. 10.03.2018/30356.

⁷¹² Pulaşlı, “Sermayesiz Sermaye Şirketi”, 6.

Oy hakkının doğumu için nakden taahhüt edilen payların kanunda veya esas sözleşmede öngörülen en az tutarının ödenmesi gerektiğinden, limited şirketler hukuku bakımından yapılan bu değişiklik sonrasında oy hakkının ne zaman doğacağına ilişkin bir belirsizlik söz konusu olacaktır. Zira değişiklik metninde oy hakkının ne zaman doğacağına ilişkin bir düzenlemeye yer verilmemiştir⁷¹³.

İkinci olarak payın devri sorun teşkil edebilecektir. Zira hiçbir ödeme yapılmamış paylara ilişkin haklar doğmayacak, devir halinde yükümlülüklerin de devri söz konusu olacağından bu durum TTK m.591 anlamında payın devri sayılamayacaktır⁷¹⁴.

Bununla birlikte yazar, nakden taahhüt edilen paylara ilişkin olarak ödeme yapılmayacağından ilk kâr payı ödemesi söz konusu olamayacağını, pay bedellerinin ödenmediği süre boyunca şirketin kendi paylarını iktisap edemeyeceğini, alacaklıların pay sahiplerinin sermaye ödeme borcunu talep hakkını haiz olmadığından alacağını talep edemeyeceğini de vurgulamıştır⁷¹⁵.

Limited şirketlere ilişkin yapılan bu değişikliğe karşı getirilen eleştiriler, konumuz ve Türk Hukuku açısından esas sermaye sistemi hükümlerinin birbiri ile olan sıkı bağlantısının ve sistemin bütünlüğünün bir sonucu olmakla birlikte, mevcut sistemin değişiklik konusunda esnek bir yapıya sahip olmadığı da bir göstergesidir. Nitekim, asgari sermaye zorunluluğu ve payların itibari değeri üzerine kurulmuş olan sistemde pay sahipliği haklarının da bu unsurlara bağlı olması, sisteme yönelik ufak bir dokunuşu domino etkisine dönüştürmektedir. Dolayısıyla anonim şirketlerde esas sermaye sistemi düzenlemelerine ilişkin bir reform çalışmasının, tüm bu değişkenler dikkate alınarak, iyi planlanması gerekmektedir.

AB ve Türk Hukuku bakımından tüm bu süreç sonunda bugün dünya ekonomisi, Kovid-19 pandemisinin doğuracağı sonuçlara gebe. Bu dönemin ekonomiye olan olumsuz etkisinin AB şirketler hukuku regülasyonunu ne yönde etkileyeceği, ABD rüzgarının AB'ye üye ülkelerin yerel hukuklarını nasıl biçimlendireceği, İngiltere'nin Brexit sonrasında yapacağı değişikliklerin AB merkezli şirketlere tesiri ve AB

⁷¹³ Pulaşlı, “Sermayesiz Sermaye Şirketi”, 14.

⁷¹⁴ Pulaşlı, “Sermayesiz Sermaye Şirketi”, 15.

⁷¹⁵ Pulaşlı, “Sermayesiz Sermaye Şirketi”, 16 vd.

hukukunda olması muhtemel tüm hareketliliğin Türk Hukukunda karşılık bulup bulmayacağı konuları ise belirsizliğini korumakta ve merak uyandırmaktadır.

3. Esas Sermaye Sistemini Tamamlayıcı Mekanizmalar

AB Hukuku bakımından uzun yıllar süren tartışmalar neticesinde, gerek yayınlanan raporlarda gerekse doktrinde eleştirilen emredici düzenlemelerin her birisine yönelik reform önerileri yapılmıştır. Ancak KPMG raporunda da belirtildiği üzere -özellikle dağıtımlara ilişkin- öne sürülen reform önerileri ayrıntılandırılmamış ve sonuçlarına ilişkin belirgin bir veri elde edilememiştir. Nitekim bir önceki başlıkta da belirtildiği üzere, 2017/1132 sayılı yönerge ile sistemin temel yapısı korunmaya devam etmiştir.

Esas sermaye sistemi emredici düzenlemeleri bakımından tüm çalışmalarda ortak paydayı oluşturan reform önerisi dağıtımlara ilişkin olup, önemli değişiklikleri bünyesinde barındırmaktadır. Buna karşın Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu'ndan ve Lutter Grup çalışmasından da anlaşıldığı üzere, Kıta Avrupası Hukuku, köklü bir değişiklikten ziyade mevcut sistemi tamamlayıcı ve iyileştirici nitelikte çözümlere daha sıcak bakmaktadır⁷¹⁶. Nitekim gerek AB Yönergeleri kapsamında gerekse AB üyesi ülkelerin yerel hukuk düzenlemelerinde yapılan reform çalışmaları bu eğilimi desteklemektedir.

Dolayısıyla doktrin tarafından öne sürülen ve çalışmamızın devamında açıklanacak olan mekanizmalar sistemin reform yoluyla kuvvetlendirilmesini amaçlamaktadır. Bu kapsamda öncelikle AB Hukuku esas sermaye sistemi tartışmalarında üzerinde durulan tamamlayıcı mekanizmalar üzerinde durulacak ve sonrasında esas sermaye sistemi düzenlemelerine yönelik reform düşüncesi Türk Hukuku bakımından değerlendirilmeye çalışılacaktır.

⁷¹⁶ Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporunda danışmanlar tarafından ileri sürülen üç alternatif yaklaşımın ilki, SLIM grubun çalışması temel alınarak mevcut rejimin sadeleştirilmesi ve modernleştirilmesi yönündedir. Dolayısıyla sisteme yönelik köklü bir değişim planlanmamakla birlikte, bazı düzenlemelerin basitleştirilmesi üzerinde durulmalıdır. Benzer şekilde Lutter grup, esas sermaye sisteminin pozitif etkileri göz önünde alındığında, bu etkilere başkaca, basit ve daha az masraflı araçlarla ulaşıp ulaşılamayacağını tartışması gerektiğini savunmaktadır.

3.1. Kamuyu Aydınlatma Zorunluluğu ve Şeffaflık

Anonim şirketlerde kurumsal yönetim, eşitlik, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk temellerine dayanmaktadır⁷¹⁷. Bu kapsamda anonim şirket alacaklıları ve pay sahiplerinin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi⁷¹⁸ ile bilgilendirilmek suretiyle korunması, esas sermaye sistemini daha verimli kılabilen alternatif mekanizmalar arasındadır.

Türk Hukuk doktrininde kamuyu aydınlatma kavramının Tekinalp tarafından yapılan tanımı yaygın olarak kabul edilmektedir. Buna göre kamuyu aydınlatma, *“Ortaklık pay sahipleri ve alacaklılarının menfaatlerini korumaya ve haklarını bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmaya yardım eden; gelecekteki pay ve tahvil sahiplerinin ve sermaye piyasasının diğer ilgililerinin aldatılmalarını önleyip, ortaklık yararına kazanılmalarını sağlayan; özel ekonomik gücün, milli iktisadın gereklerine ve faydasına uygun çalışmasını gerçekleştiren; gerek iç, gerek dış denetimi kapsamı içine alan, ilkelerin tümüdür*⁷¹⁹”. Manavgat tarafından ise kavram *“Nitelikli bilginin, herhangi bir talep gelmesine gerek kalmadan, kaynağından kamuya açıklanmasını ifade eden bir bilgilendirme sistemi”* şeklinde tanımlanmıştır⁷²⁰. Şehirali Çelik tarafından ise, *“Anonim şirketin ekonomik durumu ve faaliyetleri hakkında yapılan açıklamaların tümü”* olarak tanımlanmıştır⁷²¹.

Kamuyu aydınlatma zorunluluğuna yönelik düzenlemelerin temelinde piyasanın fonksiyonlarını yerine getirebilmesi için bilginin eksiksiz, güvenilir ve erişilebilir olması gerekmektedir⁷²². Bu sebeple doktrinde *“özellikle sermaye piyasası hukuku bakımından etkin rol oynayan kamuyu aydınlatma ilkesinin aydınlatıcı, koruyucu ve*

⁷¹⁷ Özkorkut, “Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim”, 156.

⁷¹⁸ Anonim Şirketler Hukukunda kamuyu aydınlatmaya ilişkin ayrıntılı bilgi için ayrıca bkz. Gökhan Aydoğan, *Anonim Şirketlerde Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumluluk*, (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2021) Luca Enriques ve Sergio Gilotta, “Disclosure and Financial Market Regulation”, *Oxford Handbook of Financial Regulation*, 2015, 511-536. Frank H Easterbrook ve Daniel R Fischel, “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”, *Virginia Law Review* 70/4 (1984): 669-715.; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 198 vd.

⁷¹⁹ Ünal Tekinalp, *Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri (Kamuyu Aydınlatma İlkesi ile)*, 2. Bası, (İstanbul: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 1979), 10-11.

⁷²⁰ Manavgat, 187. Kamuyu aydınlatma kavramının İngilizcedeki karşılığı *“disclosure”* ve Almandada *“publizitat”* olup, söz konusu kavramlar *“açıklama, bilgi verme, ifşa”* olarak Türkçeleştirilebilecektir. Dolayısıyla *“kamuyu aydınlatma”* kavramı yabancı literatürde kullanılan kavramları doğrudan karşılamamakla birlikte, kavramın bu şekilde kullanılmasının Türk Hukukuna nitelik olarak daha uygun olduğu doktrinde kabul edilmektedir.

⁷²¹ Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 199.

⁷²² Aydoğan, a.g.e., 14.

caydırıcı etkisinin olduğu belirtilmiş, kamuyu aydınlatmanın esaslı amacının ilgililere tam, doğru, zamanında ve yeterli düzeyde bilgi sunularak koruma sağlanması olduğu” vurgulanmıştır⁷²³.

Kamuyu aydınlatma faaliyeti, zorunlu kamuyu aydınlatma ve ihtiyari kamuyu aydınlatma şeklinde ikili bir ayrıma tabi tutulmaktadır⁷²⁴. Şirkete ilişkin bilgilerin paylaşılmasının kanunun emredici hükümleri ile düzenlenmesi ve denetlenmesi halinde zorunlu kamuyu aydınlatma faaliyetinden söz edilmekte olup, esas sermaye sistemi tartışmaları bakımından zorunlu kamuyu aydınlatmanın etkinliği önem arz etmektedir.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin aydınlatıcı işlevi ile bağlantılı ve konumuz açısından önem arz eden bir diğer kavram ise şeffaflık (Transparenz, transparency) kavramıdır⁷²⁵. Bilgilendirme ile sağlanan şeffaflık, anonim şirket pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğu sebebiyle ortaya çıkan menfaat çatışmalarının yönetiminde etkin bir rol oynamaktadır⁷²⁶.

Kamuyu aydınlatmaya ilişkin emredici düzenlemeler ex ante nitelik taşımakta, şirketin mevcut alacaklıları ile birlikte potansiyel alacaklıların da bilgilendirilmesini kapsamaktadır⁷²⁷. Özellikle şirketle sözleşme ilişkisi içerisine girmeyi planlayan potansiyel alacaklılar bakımından şirketin finansal ve malvarlığı durumuna ilişkin bilgi sahibi olmak sözleşme öncesinde avantaj yaratacak⁷²⁸, alacaklıların ikincil

⁷²³ Kamuyu aydınlatma ilkesinin söz konusu işlevlerine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Nevin Meral, “Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk”, (Doktora Tezi: İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2020), 15 vd.; Aydoğan, a.g.e., 79 vd.

⁷²⁴ Ayrıma ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Aydoğan, a.g.e, 65 vd.

⁷²⁵ Şeffaflık kavramı TTK genel gerekçesinde “*Kamuyu aydınlatma bugün yerini oldukça büyük bir oranda daha anlaşılır bir kavram olan şeffaflığa bırakmıştır. Şeffaflığın yöneldiği hedef kitleler daha geniştir. Şeffaflık halka açık anonim şirketleri merkez alan bir anlayışın değil, bilgi toplumu yaklaşımının bir ürünüdür. Her iki terim de son elli yıldan beri anonim şirketler hukukunun gün geçtikçe ağırlığını artıran değerleridir. Günümüzde her ülke şirketler hukukunu bu değerler temelinde yenileştirmektedir.*” şeklinde vurgulanmıştır. Bkz TTK Genel Gerekçe p.68. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık kavramının birlikte kullanımına rağmen, aynı anlamı ifade etmediği yönünde bkz. Aydoğan, a.g.e., 9 vd., Benzer yönde bkz. Tekin Memiş ve Gökçen Turan, *Sermaye Piyasası Hukuku*, (Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2020), 37 vd; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 201.

⁷²⁶ Aydoğan, a.g.e, 75; Anonim şirket alacaklıları ve pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmaları için bkz. II. Bölüm, 6.1.3. başlığı altındaki açıklamalar.

⁷²⁷ Aydoğan, a.g.e., 75. Nitekim kamuyu aydınlatma ilkesinin yöneldiği menfaat grupları pay sahipleri ve çalışanların yanı sıra şirket dışındaki ilgilileri de kapsamaktadır. Mevcut ve potansiyel alacaklılar da bu kapsama dahil olmaktadır. Bkz. Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 199-200.

⁷²⁸ Finansal Raporlama ile kamuyu aydınlatma ilişkisine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Özkorkut, “Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim”, 159 vd.

yollarla bilgi edinmesine yönelik işlem maliyetlerini azaltacak ve yanlış bilgilenme riskini düşürecektir⁷²⁹. Böylece bu alacaklılar şirket ile taraf olacakları sözleşme şartlarını belirleyebilecek, şirketin borcunu ödeyebilme kapasitesi hakkında fikir sahibi olarak konumlarını değerlendirebilecek ve kendileriyle ilgili değişikliklere cevap verebileceklerdir.

Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu'nda belirtildiği üzere kamuyu aydınlatma ile bilgilerin ifşasının zorunlu kılınması güçlü bir araç olup, şirketin yönetimi ve faaliyetlerine ilişkin hesap verebilirliği ve şeffaflığı artırır. Buna karşın bu bilgilendirmenin bahsedilen amaca hizmet edebilmesi için zorunlu, doğru, periyodik ve işlevsel olması gerekmektedir⁷³⁰. Zira alacaklıların kamuyu aydınlatma araçları ile verimli ve efektif bir biçimde korunabilmesi için açıklanacak bilginin kapsamının, süresinin ve niteliğinin belirlenmesi kolay değildir.

Öğretide bazı durumlarda zorunlu kamuyu aydınlatmanın etkinliğinin bozulabileceği ve başkaca maliyetlerin doğabileceği dile getirilmiştir. Buna göre şirketin bilançosunun ve malvarlığı durumunun mali yıl içerisinde bir kere açıklanması ihtimalinde bu bilgilendirmenin -özellikle küçük alacaklılar için- verimli olamayacağı, çünkü söz konusu bilginin açıklandığı zaman ile sınırlı kalarak ilerleyen süreçte alacaklıların bu bilgiye güvenmesinin mümkün olamayacağı dile getirilmiştir⁷³¹.

Ayrıca söz konusu bazı teknik bilgilerin bazı alacaklılar için her ne kadar bilgiye ulaşma açısından işlem maliyetini düşürücü etkisinden söz edilebilirse de, özellikle küçük alacaklılar bakımından bu bilgilerin ve potansiyel riskin analiz edilmesi uzmanlık gerektireceği için bir zaman ve analiz maliyetini doğurabilecektir⁷³².

Zorunlu kamuyu aydınlatmanın bazı durumlarda, şirket açısından *bilgiyi üretme ve yayma maliyeti*, kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin sıkı ve yoğun olması halinde

⁷²⁹ Davies vd. *Anatomy of Corporate Law*, 225; Kamuyu aydınlatma araçlarının amaçlarından birinin asimetrik bilgi problemi sebebiyle ortaya çıkan bilgiye ulaşmada fırsat eşitsizliğinin üstesinden gelinmesi olduğu yönünde bkz. Aydoğan, a.g.e., 55 ve 85.

⁷³⁰ Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu, 33-34.

⁷³¹ Enriques/Gilotta, 513.

⁷³² Mülbert, "A synthetic view of different concepts of creditor protection", 379; Bununla birlikte doktrinde zorunlu kamuyu aydınlatmanın gerekli olup olmadığı yönünde de bir takım sorular ve eleştiriler bulunmaktadır. Manavgat, 189; Aydoğan, a.g.e., 94 vd.

ayrılacak zaman maliyeti, alacaklılar bakımından ise yoğun bilginin ayrıştırılmasında; hem *zaman* hem *analiz maliyeti* ortaya çıkarabileceği doktrinde ifade edilmiştir⁷³³.

Kamuyu aydınlatmanın esaslı amaçlarından biri de yatırımcıların korunmasıdır. Bu sebeple söz konusu bilgiler, yatırımcıların yatırımlarını doğru biçimde değerlendirebileceği nitelikte ve yoğunlukta olması gerekmektedir. Bu sebeple doktrinde “*aşırı aydınlatmanın (Information Overload)*” da dezavantajları olduğu dile getirilmiştir⁷³⁴.

Kamuyu aydınlatma hizmetinin etkinliğinin her alacaklı grubu için aynı düzeyde verimli olamayacağı açıktır. Zira alacaklıların heterojen yapısı, herhangi bir mekanizmanın tamamı için kapsamlı bir koruma sağlamasını zorlaştırmaktadır. Bu sebeple ancak esas sermaye sistemi ile birlikte etkin, verimli, periyodik ve erişilebilir bilgi aleniyetini sağlayan bir kamuyu aydınlatma sistemi alacaklıların korunması amacına hizmet edebilecektir. Öte yandan emredici düzenlemeler ile öngörülen kamuyu aydınlatma sisteminin aşırı ve yoğun bilgilendirme sebebiyle şirket tüzel kişiliği için yüksek maliyetle de sonuçlanmaması gerekir. Benzer şekilde düzenlemelerin gereğinden fazla katı olması halinde piyasanın işleyişi aksayabilecek ve bilgi kirliliği ortaya çıkabilecektir.

Buna karşın kamuyu aydınlatma faaliyetinin tamamen zorunlu olmaktan çıkartılıp gönüllü hale getirilmesi ise anonim şirket yöneticilerinin fırsatçı davranışlarını tetikleyebilecektir⁷³⁵. Dolayısıyla esas sermaye sistemini tamamlayıcı niteliğe sahip kamuyu aydınlatma hükümlerinin, menfaat sahipleri tarafından katlanılan maliyetler ile kamunun elde ettiği faydalar arasındaki dengeyi bozmayacak şekilde düzenlenmesi gerekmektedir.

Esas sermaye sistemi tartışmalarında kamuyu aydınlatma zorunluluğunun kapsamının genişletilmesi teorik olarak önerilmiş, ancak uygulamada alacaklıların

⁷³³ Easterbrook/Fischel, “Mandatory Disclosure”, 709. Buna göre bilgiyi *üretme maliyeti* nitelikli bilginin oluşturulmasında, *bilgiyi yayma maliyeti* ise bilginin aleniyeti sırasında ortaya çıkan maliyeti ifade etmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Aydoğan, a.g.e. 95; Enriques/Gilotta, 513 vd.

⁷³⁴ Aydoğan, a.g.e., 96; Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde maksimum miktarda değil optimum miktarda bilginin sunulması amaçlandığına ilişkin olarak bkz. Susanne Kalss, “Recent Developments in Liability for Nondisclosure of Capital Market Information”, *International Review of Law and Economics* 27/1 (2007): 70-95, 75.

⁷³⁵ Aydoğan, a.g.e., 99.

efektif düzeyde korunmasına yönelik köklü bir değişim olmamıştır⁷³⁶. Bu durum zorunlu kamuyu aydınlatma faaliyetinin ortaya çıkarabileceği maliyetler ile gerekçelendirilse de, gelişen teknolojik imkanlar sayesinde söz konusu maliyetler azalmakta, bilginin yayılması kolaylaşmakta ve zaman tasarrufu sağlanmaktadır. Dolayısıyla şirket bakımından daha az maliyet ortaya çıkaran bir platformda, düzenli aralıklarla, şirketin güncel finansal durumu ve ödeme gücüne ilişkin -ticari sır kapsamında olmayan- bilgilerinin paylaşılması halinde menfaat sahiplerinin bilgilenmesi sağlanarak, piyasanın sağlıklı bir şekilde işlemesine hizmet edilmiş olacaktır⁷³⁷.

3.2. Zorunlu Sigorta

Esas sermaye sistemi emredici düzenlemelerinin tüm sermaye şirketlerine uygulanması sebebiyle (one size fits all) korunması gereken geniş alacaklı çevresi için teminat işlevini yeterli ölçüde yerine getiremediğine daha önce değinmiştik. Bu sebeple anonim şirketlerde esas sermaye sisteminin maruz kaldığı eleştirileri hafifletecek bir diğer öneri, risk faktörü yüksek sektörlerde faaliyet gösteren sermaye şirketlerinin, riskleri oranında sigorta yaptırmaya zorunluluğuna tâbi olmasıdır⁷³⁸.

Mülbert/Birke tarafından, şirketin borçlarını ödemekten aciz hale gelmesi haline karşı alacaklıların korunması için zorunlu sigorta düzenlemelerinin (özellikle haksız fiiller için), esas sermaye sistemi düzenlemelerine nazaran daha etkili olduğu ileri sürülmüştür⁷³⁹. Nitekim bu sigorta vasıtasıyla alacaklıya, şirket tüzel kişiliğinden başka bir borçluya daha (sigorta şirketine) başvurabilme imkânı tanınmış olmaktadır⁷⁴⁰. Buna göre, şirket karşısında güçlü konumda olmayan (haksız fiil alacaklıları) ve şirketle pazarlık şansına sahip olmayan alacaklılar bakımından zorunlu

⁷³⁶ Bununla beraber Almanya’da Şeffaflık ve Kamuyu Aydınlatmaya İlişkin Kanun (Transparenz- und Publizitätsgesetz 2002) ile AlmPoK düzenlemeleri kapsamına, yıllık kurumsal yönetim raporları alınmış ve böylece, AlmPoK’na tabi ortaklıklar, “*uygula veya açıkla (comply or explain)*” modeline göre kurumsal yönetim ilkelerine uyma yükümlülüğü altına girmiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Meral, 112 vd.

⁷³⁷ Özkorkut, “Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim”, 156; Saldaña, 82

⁷³⁸ Doktrinde riskli sektörler bakımından tipik olarak, nükleer enerji ve bankacılık sektörü örnek gösterilmektedir. Yine daha az riskli olmakla birlikte eğilim gösteren bir diğer sektör ise taşımacılık sektörü olarak ifade edilmiştir. Konuya ilişkin olarak ayrıca bkz. Mülbert/Birke, 725 vd.; Mülazımoğlu, 286; Saldaña, 84; Henry Hansmann ve Reiner Kraakman, “Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts”, *The Yale Law Journal* 100/7 (1991): 1879-1934, 1927; Grade/Wauters, 38; Tarelli, 98; Lopucki, a.g.m., 1906; Easterbrook/Fischel, “Limited Liability”, 115 vd.; Freedman, 340 vd.

⁷³⁹ Mülbert/Birke, 725; Armour, “Share Capital”, 372; Saldaña, 84.

⁷⁴⁰ Mülbert/Birke, 725.

sigorta düzenlemeleri asgari sermayeye nazaran daha etkili bir tampon etkisi yaratacaktır. Ayrıca haksız fiil alacaklıların yanında, şirket ile sözleşme ilişkisi içinde bulunan alacaklılar bakımından zorunlu sigorta uygulaması, gözetim ve şeffaflık ilkesi ile birlikte bilgi edinme maliyetini düşürecek, böylece piyasada borçlanma ve borç verme kapasitesi artacaktır⁷⁴¹. Dolayısıyla sigorta zorunluluğu, alacaklıların korunması bakımından esas sermaye sistemini tamamlayıcı nitelikte bir çözüm olabilecektir.

Geleneksel esas sermaye sisteminde pay sahipleri bakımından sınırlı sorumluluğun bedeli, asgari sermaye tutarı iken; zorunlu sigorta düzenlemeleri ile sistemin desteklenmesi halinde pay sahipleri için yeni bir bedel kalemi ortaya çıkacaktır⁷⁴². Bu bedel, sigorta şirketine ödenecek olan primler olup, yöneticilerin şirketi yönetmek konusundaki başarısı ile ters orantılı olacaktır. Eş deyişle anonim şirket, sigorta sözleşmesi kapsamında ortaya çıkabilecek hasarlara ilişkin riski arttırdığı sürece, daha yüksek prim ödemek zorunda kalacaktır. Öğretide, sigorta prim miktarının yöneticilerin özen yükümlülüğüne bağlı olmasının, anonim şirketin faaliyetleri konusunda yöneticilerin riskli davranışlara olan eğilimini azaltacağı ve ayrıca daha dikkatli davranmaya teşvik edeceği ileri sürülmüştür⁷⁴³.

Buna karşın etkili bir sigorta sisteminin inşa edilmesinde zorunlu sigorta kapsamının belirlenmesi ve primler açısından fayda maliyet dengesinin ayarlanması çok da kolay olmayacaktır. Nitekim yeterince açık belirlenmemiş bir sigorta kapsamı karşısında, anonim şirketin özellikle maddi olmayan kayıpları (ölüm, manevi zarar) sigortalama olasılığı düşük olup; sigorta sözleşmesinin kapsamının tüm kayıpları kapsayacak şekilde geniş tutulması ihtimalinde ise şirket bakımından (özellikle küçük ve orta ölçekli) primler dolayısıyla maliyet yükselecek ve bu durum ise yatırımcıların

⁷⁴¹ Grade/Wauters, 38; Mankowski bu duruma ilişkin olarak, Alman Hukuku'nda halihazırda uygulanmakta olan *Kamu Sorumluluk Sigortası* (Betriebshaftpflichtversicherung, § 102 VVG) örnek vermektedir. Ancak yazara göre bu sorumluluk sigortası, alacakları haksız fiilden kaynaklı ve güçlü olmayan alacaklılar (involuntary creditors) bakımından çok yararlı olmamıştır. Bkz. Peter Mankowski, "Does contract suffice to protect the creditors of a company and their interests?", *Legal Capital in Europe*, Edt. Marcus Lutter, (Berlin: De Gruyter Recht, 2002): 399.

⁷⁴² Zorunlu sigorta uygulaması halinde uygun bir miktar sigorta priminin belirlenmesi ile uygun miktarda asgari sermaye tutarının belirlenmesinin benzer zorluklara sahip olduğu, her ikisinin de maliyetli olabileceği ve yeni girişimlere engel teşkil edebileceği yönünde bkz. Freedman, 341; Tarelli, 99; Easterbrook/Fischel, "Limited Liability", 115.

⁷⁴³ Hanno Merkt ve Gerald Spindler, "Direct Liability of Controlling Parties (Piercing the Corporate Veil) and Related Legal Constellations", *Legal Capital in Europe*, Edt. Marcus Lutter, (Berlin: De Gruyter Recht, 2002): 229; Halpern vd, a.g.m., 146.

şirketlere ilgisini azaltabilecektir⁷⁴⁴. Maliyetin dengeyi bozacak şekilde arttırması ise ahlaki tehlike riskini beraberinde getirerek, ters etki yapacaktır. Bununla birlikte özellikle yeni kurulan şirketler, sigorta şirketleri tarafından daha yüksek risk taşıyıcısı olarak düşünüleceğinden daha yüksek primler gündeme gelecek ve dolayısıyla bir girişim engeli oluşturabilecektir⁷⁴⁵.

Sigorta şirketleri açısından da anonim şirketlerin sigorta primini ve sigorta teminatının seviyesini ayarlamak için şirketin risk profilini izlemek maliyetli olabilecektir. Nitekim *Halpern/Trebilcock/Turnbull*, anonim şirketin faaliyet gösterdiği bazı sektörlerde iflas riskleri ve maliyetleri hakkında güvenilir bilgi alınamayan durumlar olduğunu belirtmiş, buna örnek olarak ise gelişmekte olan ülkelere ürün veya hizmet ihraç eden şirketleri vermiştir. Ayrıca bu durumlarda hiçbir sigorta şirketinin sigorta sağlamayacağını da eklemiştir⁷⁴⁶. Öte yandan, teknolojinin gelişmesi, kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin periyodik ve güncel olması halinde sigorta şirketleri açısından gözetim maliyetleri düşebilecektir. Bu nedenle zorunlu sigorta mekanizmasının alacaklılara üstün koruma sağlayabilmesi, sigorta şirketlerinin şirketi doğru bir şekilde izleme ve değerlendirme kabiliyetine bağlıdır⁷⁴⁷.

Öte yandan zorunlu sigorta düzenlemelerinin ortaya çıkarabileceği muhtemel sorunlar, ihtiyari yönetici sorumluluk sigortaları ile azaltılabilecektir⁷⁴⁸. Bu noktada yönetici sorumluluk sigortası düzenlemelerinin; girişimcilere engel oluşturmaması, yöneticilerin hukuka aykırı davranışlarına yönelik olarak cezalandırıcı bir perspektife sahip olmaması ve alacaklıların korunması fikrine dayanması gerekmektedir⁷⁴⁹. Ancak

⁷⁴⁴ Freedman, 340; Grade/Wauters, 38; Saldaña, 85; Mülazımoğlu, 287.

Yönetici sorumluluk sigortası primlerinin oldukça yüksek olduğu göz önüne alınırsa, bu sigortalar ile küçük ve orta ölçekli anonim şirketlerde alacaklılara sağlanan fayda, şirkete yüklenen maliyete nazaran son derece düşük kalabilecektir. Bkz. Lutter, “Legal Capital”, 10.

⁷⁴⁵ Freedman, 340; Easterbrook/Fischel, “Limited Liability”, 115; Tarelli, 98; Saldaña, 86; Sigorta kapsamında ortaya çıkan maliyetlerin, şirketin kuruluş prosedüründe ortaya çıkan maliyetlere kıyasla daha yüksek olduğu yönünde bkz. Mankowski, a.g.m., 399.

⁷⁴⁶ Halpern vd. a.g.m., 140.

⁷⁴⁷ Freedman, 342; Zorunlu sigorta halinde, sigortacıların gözetim kabiliyetine bağlı olarak riskli faaliyetlerin seviyesinin artıp, azalabileceği, sigortacının sigortalı şirketin faaliyetlerini takip edemediği durumlarda, sigortanın varlığı nedeniyle riskli faaliyetlerin seviyesinin artabileceği yönünde bkz. Easterbrook/Fischel, “Limited Liability”, 115.

⁷⁴⁸ Yönetici sorumluluk sigortası sözleşmesinin hukuken geçerli olup olmadığı konusunda yabancı doktrinde yapılan tartışmalar için bkz. Mehmet Çelebi Can, *Yöneticilerin sorumluluk sigortası: D&O - sigortası* (Ankara: Adalet Yayınevi, 2020, 97 vd.

⁷⁴⁹ Saldaña, 86; Zorunlu sigorta uygulamasının sınırlı sorumluluk bakımından tatmin edici bir çözüm olmadığı, nitekim yöneticilerin yeterli sigorta yaptırmayabileceği gibi, sigorta şirketlerinin de çeşitli nedenlerle sigortalı aleyhine ödeme yapmayacağı veya bazı haksız fiil hallerini sigorta poliçesi kapsamından çıkarılabileceği yönünde bkz. Posner, 520.

sorumluluğun sınırlandırıldığı ve riskli faaliyet gösteren şirketlerin ödeyecekleri sigorta primleri düşünüldüğünde ihtiyari sorumluluk sigortasına çok da hevesli olmayacakları söylenebilir.

Görüldüğü üzere, esas sermaye sistemini tamamlayıcı bir mekanizma olarak önerilen zorunlu sigorta uygulaması çeşitli avantajlara ve dezavantajlara sahiptir. Dolayısıyla, halihazırda ortaya çıkan fayda maliyet çatışması sebebiyle zorunlu sigorta uygulamalarının elverişliliği belirsizliğini korumaktadır.

3.3. Yöneticilerin Sorumluluğu

Anonim şirketlerde esas sermaye sistemini ex post anlamda destekleyici düzenlemelerden bir diğeri ise yöneticilerin sorumluluğudur. Ticari faaliyet esnasında anonim şirket malvarlığının ekonomik bir kayıptan korunabilmesi yöneticilerin yükümlülükleri kapsamında gerekli özeni ve dikkati göstermesine bağlıdır. Nitekim kötü yönetimden kaynaklı başarısızlıklar neticesinde anonim şirket, borçlarını ödemekten aciz hale gelebilecek; bu durum yalnızca anonim şirket tüzel kişiliği ve pay sahipleri açısından değil, alacaklılar ve diğer menfaat sahipleri için de olumsuz sonuçlar yaratabilecektir. Bu sebeple şirket yöneticilerinin aşırı riskli faaliyetlerde bulunması ihtimalinin en aza indirilmesinin bir yolu da yöneticilere sorumluluk yüklemektir⁷⁵⁰.

Konumuz bakımından önceki bölümlerde belirttiğimiz üzere yöneticilerin şirketin faaliyeti esnasında sermayenin kaybı veya borca batık olma durumunda çağrı ve belirli tedbirleri alma yükümlülükleri bulunmaktadır⁷⁵¹. Söz konusu yükümlülükleri içeren benzer düzenlemeler bir çok ülke hukukunda yer almakta ve bu düzenlemelerle genel olarak; yöneticilerin şirketin mali sıkıntı içinde olduğunu bilmesine rağmen önlem almadan faaliyeti sürdürmek veya borçlandırıcı işlemler yapmak suretiyle bir zarar ortaya çıkarması ihtimaline karşı hukuki bir koruma sağlanması amaçlanmaktadır. Buna karşın yöneticilerin sorumluluğu meselesine bakış açısı; yöneticilerin bir temsilci olarak yalnızca şirket pay sahiplerinin değil, aynı zamanda diğer çıkar sahiplerinin menfaatlerini de gözetip gözetmemesi gerekliliğine göre

⁷⁵⁰ Easterbrook/Fischel, “Limited Liability”, 115.

⁷⁵¹ Bkz. II. Bölüm, 3.6.3.3. başlığı altında yapılan açıklamalar.

farklılık arz etmekte, bu bağlamda ilgili düzenlemeler katı veya görece daha esnek olabilmektedir⁷⁵².

Çalışmamızın kapsamı sebebiyle bu başlıkta yöneticilerin, anonim şirket tüzel kişiliğine karşı özen yükümlülüklerini ihmal etmelerinden doğan sorumluluklarından ziyade, anonim şirket esas sermayesinin alacaklılar aleyhine azaltılmasından doğan sorumlulukları, karşılaştırılmalı hukukta ileri sürülen görüşler de dikkate alınarak değerlendirilecektir. Konunun analizi kapsamında yöneticilerin sorumlulukları bakımından Anglo-Sakson hukuku kaynaklı iki yaklaşıma ayrıca değinilecektir. Hileli Ticaret (Fraudulent Trading) ve Haksız Ticaret (Wrongful Trading) olarak isimlendirilen bu yaklaşımlar özellikle İngiliz hukukunda etkisini göstermekte ve yöneticilerin şahsi sorumluluğunu esas almaktadır⁷⁵³.

Hileli Ticaret bir şirketin tasfiye sürecinde alacaklılarını veya menfaat sahiplerini dolandırmak veya aldatmak amacıyla ticari bir iş gerçekleştirilmesi halinde ortaya çıkmaktadır⁷⁵⁴. Hileli ticaretin esaslı unsuru *aldatma* niyetidir. Dolayısıyla sadece ihmal veya hata, hileli ticaretten kaynaklı yükümlülüğün ortaya çıkması için yeterli olmayacaktır⁷⁵⁵. Hileli ticaretin tespiti halinde mahkeme, tasfiye memurunun başvuru üzerine yöneticilerin şahsi malvarlığından, şirket malvarlığına katkı yapılmasına karar verebilecektir⁷⁵⁶.

Anonim şirketlerde sınırlı sorumluluk ilkesine bir istisna teşkil eden hileli ticaret halinde yöneticilerin şahsi malvarlığına gidilebilmesi yöneticilerin tedbirli davranmasını teşvik edebilecekse de, söz konusu katkı şirket malvarlığına yapıldığından, alacaklılar arasındaki menfaat çatışması burada da kendini gösterecek

⁷⁵² Yöneticilerin sorumluluğuna ilişkin düzenlemelerim, sorumluluğu ortaya çıkaran fiilin niteliği, yoğunluğu ve yaptırımın türüne göre ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği yönünde bkz. Armour vd., *Anatomy of Corporate Law*, 128.

⁷⁵³ Miola, 460; Freedman, 333; Grade/Wauters, 55; Mosch, 139 vd. Armour vd., *Anatomy of Corporate Law*, 129. Çalışmamızda söz konusu yaklaşımların İngiliz Hukuku'ndaki uygulamasından ziyade, işlevleri üzerinde durulacaktır.

⁷⁵⁴ Mosch, 244. İngiliz 1986 tarihli Aciz Hali Kanunu (Insolvency Act 1986), bölüm (section) 213/1. Hileli ticaret ilişkin cezai müeyyide ise İngiliz Şirketler Kanunu m.993 hükmünde düzenlenmiştir. (CA section 993)

⁷⁵⁵ İngiliz mahkemeleri, alacakların ödeme ihtimalinin olmadığı gerçeğinin bilindiğinin kanıtlanmış olması halinde aldatma unsurunun gerçekleştiğini kabul etmektedir. Bkz. Morphis v Bernasconi [2003] EWCA Civ. 289 (<https://www.bailii.org/ew/cases/EWCA/Civ/2003/289.html>) (E.T: 08.01.2021)

⁷⁵⁶ Freedman, 343.

IAHK bölüm 213/1 hükmünde sorumluluğun subjektif unsuru yöneticiler ile sınırlandırılmamış olup, belirtilen alacaklıları dolandırmak veya aldatmak amaçlı ticari işi yapan kişileri ifade etmektedir. Dolayısıyla hileli ticaret sebebiyle gölge yöneticilerde sorumlu tutulabileceklerdir.

ve bilhassa güçsüz konumda olan alacaklılar için somut olayın şartlarına göre riskin devamı söz konusu olabilecektir.

Haksız Ticaret ise bir anonim şirketin borçlarını ödemeye devam edemeyeceği yöneticiler tarafından öngörülebilmesine rağmen, şirketi kurtarmaya veya ödemeleri güvenceye almaya yönelik karar vermemesi sonucunda ortaya çıkan zarardan yöneticilerin şahsen sorumlu tutulabilmesini ifade etmektedir⁷⁵⁷. Haksız ticarete ilişkin düzenlemeler ile borçlarını ödemekten aciz hale gelen bir şirketin yöneticilerinin, gerekli önlemleri almak veya prosedürleri başlatmak yerine ticari işlemlere devam etmesi halinde zarar görebilecek alacaklıların korunması amaçlanmaktadır. Böylece sınırlı sorumluluğun alacaklılar nezdinde oluşturduğu negatif etkiler dengelenmek istenmiştir. Ortaya çıkan bu hukuki sorumluluk meşruiyetini, yöneticilerin şirketin finansal sağlığına gereken özeni gösterme ve güvene dayalı görevlerinden almaktadır.

Hileli ve haksız ticaret hükümleri -ex post- nitelikte olup, yöneticilerin şirket malvarlığına olan ilk erişimini kısıtlamamakta, ancak bu erişimi kötüye kullananlara karşı hareket etmektedir⁷⁵⁸. Bir şirketin iflasa yakın olduğu bu tür durumlarda söz konusu düzenlemelerin yöneticilerin fırsatçı davranışlarını önleme eğilimi, öğretide işlevsel ve aynı zamanda yararlı bulunmaktadır⁷⁵⁹.

Doğrudan yöneticilerin şahsi malvarlığına gidilebilmesini sağlayan bu düzenlemelerinin verimli olabilmesi için sorumluluğa ilişkin davalarda, mahkemeler tarafından sınırlı sorumluluk ilkesi gereğinden fazla yıpratılmadan bir içtihat birliği yaratılması gerekmektedir⁷⁶⁰. Aksi halde sorumluluklar bakımından belirsizlik

⁷⁵⁷ Bachner, “Wrongful Trading”, 294; Mülazımoğlu, 262; Saldaña, 172; Umfaher, 58; Miola, 460. Haksız Ticaret İngiliz Aciz Hali Kanunu bölüm 214 ile düzenlenmiştir. Benzer bir düzenleme AktG 92/2 hükmünde ve GmbHG 64 hükümlerinde de yer almaktaydı, fakat ilgili hükümler 29.12.2020 tarihli “Yeniden Yapılanma ve İflas Hukukunun Geliştirilmesi Hakkında Kanun (Gesetz zur Fortentwicklung des Sanierungs- und Insolvenzrechts)” m.15 hükmü ile yürürlükten kaldırılmış ve “Şirketler için İstikrar ve Yeniden Yapılandırma Yasası (Gesetz über den Stabilisierungs und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen-StaRUG)” ile yeni düzenlemeler yapılmıştır. (https://www.bgbl.de/xaver/bgbl/start.xav#_bgbl_%2F%2F*%5B%40attr_id%3D%27bgbl120s3256.pdf%27%5D_1610218378988 Çevrimiçi Erişim Tarihi: 09.01.2020)

⁷⁵⁸ Freedman, 343.

⁷⁵⁹ Miola, 461.

⁷⁶⁰ Freedman, 344. Nitekim İngiliz hukukunda hükmün uygulaması bakımından yöneticinin sorumluluğunun ortaya çıktığı zamanın belirlenmesi, şirketin borçlarını ödemekten aciz duruma geldiğinin öngörülmesi konusunda bir yöneticiden beklenen başlıca özellikler, yöneticinin şahsi sorumluluğunun kapsamı, söz konusu sorumluluğun gölge yöneticileri kapsayıp kapsamadığı ve hangi eylemlerin haksız ticareti ortaya çıkardığı konularında belirsizlikler bulunmaktadır. Bu belirsizliklerin hükmün etkisini kısıtladığı yönünde bkz. Saldaña, 173 vd.; Bachner, “Wrongful Trading”, 310 vd.; Mosch, 249-250; Ferran, “The Place for Creditor”, 32; Miola, 462.

yaratılması, bir öngörülemezlik meydana getirerek şirketin ticari faaliyetlerini aksatabilecek ve şirketlerin toplumsal menfaate katkılarını aşağı çekecektir.

Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu'nda, AB hukuku kapsamında farklı yoğunlukta haksız ticaret uygulamalarına rastlanması ve yöneticilerin hesap verilebilirliğinin güçlendirilmesi ihtiyacı sebebiyle, haksız ticarete ilişkin olarak bir çerçeve düzenleme yapılması gerektiği vurgulanmıştır⁷⁶¹. Konuyla bağlantılı olarak AB hukukunda 2019/1023 sayılı *Yeniden Yapılandırma ve İflâs Prosedürlerinin Verimliliğinin Arttırılmasına Yönelik Yönerge*⁷⁶² kabul edilmiş ve önleyici (ex ante) yeniden yapılandırmaya ilişkin ulusal yasalar ve prosedürler arasındaki farklılıklardan kaynaklanan sermayenin serbest dolaşımı ve yerleşme özgürlüğünün önündeki engellerin kaldırılması amaçlanmıştır. Ayrıca yönerge ile iflas halinde alacaklıların, pay sahiplerinin ve paydaşların menfaatlerinin korunması, yöneticiler tarafından iflasın önlenmesi için adımlar atılması ve yöneticilerin işletmenin devamlılığını tehdit eden kasıtlı veya ağır ihmale dayalı davranışlardan kaçınması amacıyla çerçeve bir hüküm getirilmiştir (m.19)⁷⁶³.

Yöneticilerin sorumluluklarına ilişkin hükümler ile esas sermaye sistemi hükümleri, alacaklıların yöneticilerin görevlerini ihmal etmesi sonucunda ortaya çıkan zarar sebebiyle doğrudan dava açıp açamayacakları veya açılmasına cevaz verildi ise hangi şartların aranacağı noktasında kesişmektedir. Zira hukuk sistemlerinde genel olarak alacaklıların yöneticilerin görevlerini ihmal etmelerinden doğan sorumlulukları sebebiyle doğrudan dava açabilmesine seyrek rastlanmakla birlikte izin verilen sistemlerde ise çoğu zaman sıkı şartlara bağlanmıştır⁷⁶⁴.

Bununla birlikte sorumluluk düzenlemelerinin önleyici, tazmin edici veya cezalandırıcı işlevleri arasındaki denge sebebiyle, yöneticilerin şahsi malvarlıkları ile

⁷⁶¹ Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu, s.68. İngiltere'de "*wrongful trading*", Fransa ve Belçika'da "*action en comblement du passif*", Almanya ve Fransa'da ise şirketin iflasının istenmemesinden doğan sorumluluk "*Insolvenzantragspflicht*" gibi düzenlemeler bu uygulamalara örnek teşkil etmektedir.

⁷⁶² Yönerge metni için bkz. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32019L1023> (E.T: 11.01.2021)

⁷⁶³ Yönergenin yeniden yapılandırmaya ilişkin düzenlemeleri konumuzun kapsamını aşacağından, ilgili düzenlemelere ayrıntılı olarak değinilmeyecektir. Yönergeye ilişkin ayrıca bkz. Mert Namlı, "Verimli Bir İflas Sistemi Bakımından Erken Uyarı Araçları", *Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 17/2 (2020): 625-663.

⁷⁶⁴ Tim Drygala, "Directors Liability in the Member States of the European Union", *Legal Capital in Europe*, Edt. Marcus Lutter, (Berlin: De Gruyter Recht, 2002): 233-253, 234.

doğrudan sorumlu tutulması pratikte çok da kolay olmayacaktır⁷⁶⁵. Zira fazla sıkı bir sorumluluk anlayışı, pay sahiplerinin yönetimde yer alma konusunda teşvikini ve yöneticilerin takdir yetkisini azaltacak, yönetici sorumluluk sigortası maliyetini ve yönetimde profesyonelleşme ihtiyacını orta veya küçük ölçekli şirketler bakımından arttıracaktır. Ayrıca yöneticilere yüksek düzeyde kişisel sorumluluk yüklenmesi, riskten aşırı kaçınma durumu yaratabilecek ve şirket bakımından olumlu olabilecek ticari faaliyetlerin de önüne geçebilecektir. Buna karşın sorumluluklar bakımından görece zayıf bir sistemde ise yöneticilerin şirket yönetiminde özen ve ciddiyeti azalabilecek, böylece riskin alacaklılara doğru aktarımı (riskin dışsallaştırılması) artış gösterecektir.

Söz konusu analizlerden anlaşıldığı üzere sınırlı sorumluluk sebebiyle yöneticilerin riskli işlemlere olan eğiliminin artmasının önüne sorumluluk sistemine ilişkin emredici düzenlemelerle veya basitçe dengeli bir çözüm bulmak mümkün gözükmemektedir. Zira alacaklıların korunmasının yanında piyasanın etkin işleyebilmesi ve canlılığını yitirmemesi de önem arz etmektedir. Esas sermaye sistemini destekleyici ve gelişmiş bir sorumluluk sistemi ancak işleyiş kabiliyeti yüksek bir yargı mekanizmasıyla birlikte sistemin verimliliğine katkıda bulunabilecektir⁷⁶⁶. Dolayısıyla normatif hükümler ne düzeyde olursa olsun uygulanması esnasında mahkemeler aracılığı ile içtihat birliği yaratılmadığı sürece, şirketler nezdinde maliyet yaratılmasının ve piyasa etkinliğinin azaltılmasının ötesine geçilemeyecektir⁷⁶⁷.

3.4. Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması

Esas sermaye sistemi düzenlemelerinin ortaya çıkardığı maliyete karşın alacaklıları verimli bir şekilde koruyamaması sebebiyle tüzel kişilik perdesinin

⁷⁶⁵ Örneğin İngiltere uygulamasında mahkemelerin yöneticileri şahsen sorumlu tutmak konusunda çok da istekli davranmadıkları gözlemlenmiştir. Bkz. Bachner, “Wrongful Trading”, 318; Drygala, “Directors Liability”, 235; Freedman, 340.

⁷⁶⁶ Grundfest ayrıca, söz konusu sistemin yabancı yargı bölgelerinde üretilen mal ve hizmetlerin üretimi ve ithalatı ile bağlantılı olarak da benimsenmesinin ve somut olaylara ilişkin şimdiye kadar oluşmamış içtihatların da oluşması gerektiğini belirtmiştir. Bkz. Grundfest, 424. Bununla birlikte yöneticilerin sorumluluğuna ilişkin kuralların münhasır olmadığı, ancak diğer alacaklı koruma mekanizmaları ile bir arada bulunabileceği yönünde bkz. Miola, 463.

⁷⁶⁷ Drygala, yönetim kurulunun asli görevinin anonim şirketin iyi yönetilmesi ve ekonomik kayıptan kaçınmak olduğunu, bu sebeple sorumluluğa ilişkin düzenlemelerinin esas sermaye sisteminin bir alternatifi olarak düşünülmemesi ve ikisinin bir arada ele alınması gerektiğini ifade etmiştir. Bkz. Drygala, “Directors Liability”, 235; Mülbert/Birke, 726.

kaldırılması davası da sistemi tamamlayıcı bir mekanizma olarak görülmektedir⁷⁶⁸. Anonim şirketin ortaklarından bağımsız ayrı bir tüzel kişiliğe (Ayrılık İlkesi) sahip olması ve pay sahiplerinin tüzel kişilik adına gerçekleştirilen faaliyetlerin risklerine doğrudan maruz kalmamaları sebebiyle ortaya çıkan avantajlı konumun, zaman zaman kötüye kullanılması mümkündür.

Anonim şirketlerin bu formu, tüzel kişilik perdesinin kaldırılması mekanizmasını şirketin kendi doğasına içkin hale getirmiş ve bu uygulama başta ABD hukuku olmak üzere Kıta Avrupası hukuk sistemlerince de kabul edilmiştir⁷⁶⁹. Dolayısıyla tüzel kişilik perdesinin kaldırılması mekanizması dayanağını, tüzel kişilik formuyla birlikte sınırlı sorumluluk ilkesinin sağladığı faydanın, suiistimal edilmesinden almakla birlikte öğretide, mekanizmanın kullanılmasının istisnai nitelikte ve asgari seviyede tutulması gerektiği kabul edilmektedir⁷⁷⁰.

⁷⁶⁸ Nitekim Armour, olağan dışı ölçüde düşük sermaye olması halinde tüzel kişilik perdesinin kaldırılması doktrinin, idari maliyetler açısından asgari esas sermaye sisteminden muhtemelen daha az maliyetli olacağı kanaatinde. Bkz. Armour, “Share Capital”, 372.

⁷⁶⁹ Tüzel kişilik perdesinin kaldırılması Anglo-Sakson hukukunda “*lifting the corporate veil*”, “*piercing the corporate veil*”, “*disregard of legal entity*” Alman hukukunda “*Durchgriff*” ya da “*Durchgriff durch die juristische Person*” şeklinde isimlendirilmektedir.

Tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasına ilişkin olarak ayrıntılı bilgi için bkz. Daniel Buchholz, “Limited Liability Companies and Voluntary Creditors: Reexamining the Abolishment of Veil Piercing”, *Creighton Law Review* 51 (2017-2018): 513-536.; Mustafa Dural, “Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması (Ya da Tüzel Kişinin Tabanına Başvurulması)” (Sermaye Piyasası Kurulu, 15. Yıl Sempozyumu, Ankara, 1998), 97-107.; Veliye Yanlı, *Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklılarına Karşı Sorumlu Kılınması* (İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 2000).; Ünal Tekinalp ve Gülören Tekinalp, “Perdeyi Kaldırma Teorisi”, içinde *Reha Poroy’a Armağan* (İstanbul, 1995), 387-404.; Emrullah Kervankıran, “Sermaye Ortaklıklarında Sınırlı Sorumluluk İlkesine Karşı Önemli Bir İstisna: Tüzel Kişilik Perdesi’nin Kaldırılması”, *Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 11, 3-4 (2007): 453-472. Lerzan Yılmaz, “Anonim Şirketlerde Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması Hakkında İsviçre Federal Mahkemesi Kararları Işığında Düşünceler”, içinde *I. Uluslararası Ticaret Hukuku Sempozyumu, Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması* (I. Uluslararası Ticaret Hukuku Sempozyumu, Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması, İstanbul: Marmara Üniversitesi, 2008), 233-259.; Gökhan Antalya, “Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması Teorisi”, içinde *I. Uluslararası Ticaret Hukuku Sempozyumu, Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması* (İstanbul: Marmara Üniversitesi, 2008), 143-152. Erol Ulusoy, “Şirketler ve Bankacılık Hukukunda Kapsam Alma ve Sorumlu Kılma Amacıyla Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması”, içinde *I. Uluslararası Ticaret Hukuku Sempozyumu, Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması* (İstanbul: Marmara Üniversitesi, 2008), 351-406.; Ulaş Baran Kuş, *Sermaye şirketlerinde sınırlı sorumluluk ilkesinin istisnası olarak tüzel kişilik perdesinin kaldırılması*, (Ankara: Seçkin Yayınları), 2020. Mosch, 393 vd.; Fahri Erdem Kaşak, “Tüzel Kişilik Kavramı ve Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması”, *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi* 26/2 (2020): 1242-1263; Ozan Can, “Avrupa İnsan Hakları Sözleşmesi Kapsamında Malvarlığı Haklarının Korunmasında Ticaret Şirketi Ortaklarının Başvurucu Sıfatının Değerlendirilmesi ve Tüzel Kişilik Perdenin Kaldırılması Teorisi”, *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 7/2 (2016): 71-82.

⁷⁷⁰ Saldaña, 91; Kervankıran, a.g.m., 460. Tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasının yöneticilerin doğrudan sorumluluğuna benzer şekilde, şirketin borçlarını karşılayamaması durumunda gündeme geleceği yönünde bkz. Merkt/Spindler, 174.

Esas sermaye sisteminin amacı bakımından tüzel kişilik perdesinin kaldırılması, anonim şirket pay sahiplerinin dürüstlüğü aykırı bir şekilde alacaklıların zararına işlem yapmasını engelleyen ve sınırlı sorumluluk ilkesine istisna oluşturan bir mekanizma olarak karşımıza çıkmaktadır. Tüzel kişilik perdesinin kaldırılması ile mahkeme tarafından, tüzel kişiliğin malvarlığı ile ortakların şahsi malvarlığı arasındaki perde kaldırılmakta ve ortakların sınırlı sorumluluk ilkesinden yararlanmalarının önüne geçilmektedir. Böylece anonim şirket alacaklıları sınırlı sorumluluk halinden farklı olarak, şirket ortaklarına da başvurma imkanına sahip olmaktadır⁷⁷¹. Wiedemann'ın deyişiyle, “tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasıyla ortakların malvarlığının önündeki sınırlı sorumluluk kalkarı (Der Schutzschild der Haftungsbeschränkung) kalkmaktadır⁷⁷²”.

Tüzel kişilik perdesinin kaldırılması normatif düzenlemenin ötesinde içtihat hukuku ile gelişim gösterdiğinden, mekanizmanın kullanılmasına gidilebilecek durumlara ve koşullara ilişkin olarak ortak bir düzenleme veya kabul geliştirilememiştir⁷⁷³. Dolayısıyla burada belirleyici olan mahkemelerin tüzel kişilik

⁷⁷¹ Tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasının çeşitli görünümüleri mevcuttur. Bunlar, tüzel kişilik perdesinin düz kaldırılması, tüzel kişilik perdesinin ters kaldırılması ve tüzel kişilik perdesinin çapraz kaldırılmasıdır. tüzel kişilik perdesinin düz kaldırılmasında, somut olaya göre tüzel kişilik ile ortaklar/yöneticiler arasındaki mal ayrılığı ve sınırlı sorumluluk ilkesi uygulanmamakta ve ortaklar/yöneticiler bakımından sorumluluk gündeme gelmektedir. Tüzel kişilik perdesinin ters kaldırılması halinde ise, anonim şirket ortaklarının şahsi borcu dolayısıyla tüzel kişilik bakımından sorumluluk doğmaktadır. Tüzel kişilik perdesinin çapraz kaldırılmasında ise, düz ve tersten görünüş biçimlerinden oluşan karma bir uygulama yapılmakla birlikte, çapraz kaldırma yavru ve ana şirketler bakımından söz konusu olabileceği gibi, konzern ve holdinglere de uygulanabilecektir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Ulusoy, “Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması”, 356; Kaşak, a.g.m., 1258-1259.

⁷⁷² Kervankıran, a.g.m., 459’dan naklen dn. 27; Bununla birlikte, tüzel kişilik perdesinin kaldırılması haline, ortaklar ile anonim şirket tüzel kişiliği arasındaki mal ayrılığı tamamen sona ermemekte, anonim şirket tüzel kişiliğinin alacaklılara sorumluluğu devam ederken, ortakların sorumluluğu bakımından “sınırlı sorumluluk ilkesi”, somut olay nezdinde ortadan kalkmaktadır.

⁷⁷³ Buchholz, a.g.m., 516; Freedman, 342; Hansmann/Kraakman, “Toward Unlimited Shareholder Liability”, 1931; Kaşak, a.g.m., 1254. Bununla birlikte, tüzel kişilik perdesinin kaldırılması kavramına ilişkin temel iki teori bulunmaktadır. Bunlar, “Subjektif Kötüye Kullanma Teorisi (Mißbrauchlehre), “Normların Amaçları” (Normzweck- oder Normanwendungslehre) ve karma teoridir.

Rolf Serick tarafından öne sürülen subjektif kötüye kullanma teorisine göre, tüzel kişilik formu amacının dışında ve kötüye kullanılarak hukuk düzenine aykırı sonuçlar meydana getirilmişse, tüzel kişilik perdesinin aralanması gerekmektedir. Müller-Freinfels tarafından ileri sürülen normların amaçları teorisine göre ise, perdenin kaldırılması mekanizması bir normun uygulanması ve yorumlanması sorununu ifade etmektedir. Somut olay göre uygulanması gereken normun amacı, kapsamı ve uygulama şartlarına göre perdenin kaldırılmasının gerekli olup olmadığına karar verilmelidir. Karma teori de ise somut olaya göre her iki teorisinin de kullanılabileceğini ileri sürülmektedir. Çalışmamızın kapsamı bakımından söz konusu teorilere ilişkin ayrıca açıklama yapılmayacak olup, ayrıntılı bilgi için bkz. Kervankıran, a.g.m, 460 vd; Toraman Çolgar, 277 vd; Ulusoy, “Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması”, 368 vd.; Merkt/Spindler, 170; Kaşak, a.g.m., 1254; Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 85. Bununla birlikte, tüzel kişilik perdesinin

perdesinin kaldırılmasına bakış açısı ve her bir somut olaya göre geliştirdiği uygulamadır. Buna göre, mahkemeler başlangıç olarak iki husus üzerinde durmaktadır. Bunlar, anonim şirket ile pay sahipleri arasında bir çıkar ortaklığı olup olmadığı ve somut olayda anonim şirket tüzel kişiliği ile pay sahipleri arasındaki ayrılık ilkesinin kaldırılmasını gerektirecek ölçüde, haksız veya hileli bir eylem bulunup bulunmadığıdır⁷⁷⁴. Mahkemeler tarafından tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasına karar verilmesi için somut olaya göre sayısız olasılık mevcut olmasına rağmen, perdenin kaldırılmasına ilişkin kararlarda genel olarak; güvenin ihlali, iyi niyet kurallarına aykırı davranılması, pay sahibinin malvarlığı ile şirket malvarlığının alanlarının karışması, alacaklıların zararına olacak şekilde tüzel kişilikten faydalanılması, yanlış beyanlar veya hileli işlemler, sermaye yetersizliğine yol açılması gibi sebepler esas alınmaktadır⁷⁷⁵. Görüldüğü üzere, tüzel kişilik perdesinin kaldırılması yoluna gidilebilecek durumlar genel olarak *dürüstlük ilkesine* dayanmakta olup, sınırlı sayıda değildir.

Bu noktada esas sermaye sisteminin koruduğu menfaat ve konumuz bakımından önem arz eden husus, şirkette meydana gelen sermaye yetersizliğinde tüzel kişilik perdesinin kaldırılması mekanizmasının verimliliğidir. Esas sermaye sistemi ile korunmak istenen malvarlığının anonim şirket hâkim pay sahipleri veya yöneticileri tarafından yetersiz hale getirilmesi, tüzel kişilik perdesinin kaldırılması davalarında sıklıkla rastlanan gerekçelerdendir. Bununla birlikte sermaye yetersizliği sebebiyle tüzel kişilik perdesinin kaldırılması davalarında, kararın verilebilmesi için esas alınacak sermaye miktarı sorunu ile karşı karşıya kalınmaktadır. Nitekim anonim şirket asgari sermaye miktarının çoğu zaman sembolik bir rakamı ifade etmesi sebebiyle şirketin borçlarını ödeme yeterliliği ile arasındaki bağlantı zayıftır. Bu durum ise uygulamada sermaye yetersizliğinin tespiti bakımından belirsizliğe sebep olmaktadır⁷⁷⁶. Dolayısıyla, şirketin ödeme gücü yeterliliğinin tespiti yapılmadan, tüzel

kaldırılmasına açıkça izin veren herhangi bir kuralın, tüm kredi işlemler bakımından ticari faaliyetleri etkileyebileceği yönünde bkz. Posner, 524.

⁷⁷⁴ Buchholz, a.g.m., 516.

⁷⁷⁵ Merkt/Spindler, 171; Toraman Çolgar, 278; Buchholz, a.g.m., 517; Shan Ho, 14; Scholz, a.g.e., 58; Kaşak, a.g.m., 1259.

⁷⁷⁶ Millon, "Piercing the Corporate Veil", 36. Buna karşın pay sahiplerinden beklenen alacaklıların yararına şirkette her zaman belirli bir net değerin korunması ise, bu durumda pay sahipleri şirket borçlarının kişisel garantörleri haline geleceklerdir ki, bunun sınırlı sorumluluk karşılığında yüksek bir bedel olduğu doktrinde haklı olarak ifade edilen görüşler arasındadır. Bkz. Millon, "Piercing the Corporate Veil", 37.

kişilik perdesinin kaldırılması suretiyle pay sahiplerine kişisel sorumluluk atfedilmesi manasız olacaktır.

Tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasına ilişkin bir diğer husus ise sınırlı sorumluluğun istinası olan bu mekanizmanın, haksız fiil veya sözleşmeden kaynaklı davalar bakımından uygulanma farkıdır⁷⁷⁷. Bu husus kendi içinde, güçlü ve güçlü olmayan alacaklılar bakımından ortaya çıkacak farkları da barındırmaktadır. Bu noktada sınırlı sorumluluğun faydası ile tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasının bedeli hassas bir teraziye konulmalı; anonim şirket pay sahiplerinin sınırsız olarak sorumlu tutulabilmesi için mahkemenin alacaklının statüsüne göre ve dikkatli bir şekilde analiz yapması gerekmektedir. Buna göre şirketin borçlarını ödemekten aciz duruma gelmesi ihtimalinde güçlü konumda olmayan alacaklıların (haksız fiil alacaklıları) bu mekanizmanın işlemesi konusunda istekli olacağı su götürmez bir gerçektir⁷⁷⁸. Ancak şirketin piyasa ekonomisine olan katkısına daha muhafazakar yaklaşıldığında özellikle sözleşmeden kaynaklı uyuşmazlıklarda alacaklıların, söz konusu riski gönüllülükle üstlendikleri varsayıldığından, mahkemelerin anonim şirketlerin temel prensibi olan sınırlı sorumluluk ilkesine koruyucu, tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasına ihtiyatla yaklaşması gerekmektedir⁷⁷⁹.

Yöneticilerin sorumluluğunun yanında tüzel kişilik perdesinin kaldırılması ile ortakların da sorumluluğuna gidilebilmesi, her iki sorumluluğu dengelemekte ve alacaklıların korunması bakımından teorik anlamda etkili olsa da, uygulama içtihatlar ile şekillenmektedir. Bu sebeple esas sermaye sisteminde tüzel kişilik perdesinin kaldırılması mekanizmasının verimli kullanılması gelişmiş ve uzmanlaşmış bir yargı mekanizmasıyla mümkündür. Başka bir deyişle tüzel kişilik perdesinin kaldırılması mekanizması, pay sahiplerinin veya yöneticilerin hileli davranışları ve olası suiistimallerine karşı ancak, anonim şirket pay sahipleri ve olası girişimciler bakımından caydırıcı bir tehdit haline gelmediği ve mahkemeler tarafından sınırlı sorumluluğun sınırları doğru belirlendiği sürece denetleyici bir rol üstlenebilecektir.

⁷⁷⁷ ABD uygulamasında mahkemelerin sözleşmeden kaynaklı davalara nazaran haksız fiil kaynaklı davalarda tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasına daha olumlu baktıkları gözlemlenmiştir. Bkz. Mülberr/Birke, 725; Miola, 486; Ayrıca ABD'nin bazı eyaletlerinde mahkemelerin sermayenin yetersiz hale getirilmesi durumunda tüzel kişilik perdesinin kaldırılması kararı verdiği, ancak İngiliz hukukunda söz konusu mekanizmanın uygulanması konusunda olağanüstü durumlar hariç olmak üzere çekinceli davranıldığına ilişkin olarak bkz. Freedman, 342-343.

⁷⁷⁸ Payne, 37; Hansmann/Kraakman, "Toward Unlimited Shareholder Liability", 1879.

⁷⁷⁹ Millon, 23; Hansmann/Kraakman, "Toward Unlimited Shareholder Liability", 1932; Freedman, 330.

Böylece içtihatlar ile sınırlı sorumluluğu kötüye kullanan pay sahiplerinin belirli koşullar altında sorumlu tutulması gerektiğine dair ahlaki bir zemin oluşturulabilecektir.

3.5. Ödeme Gücü Testi (Solvency Test/Solvenztest)

Esas sermaye sistemi tartışmalarında gerek alacaklıların, gerekse pay sahiplerinin korunmasında önemli araçlardan biri olan dağıtıma ilişkin hükümler, esas sermaye sisteminin temel prensiplerinden biri olan sermayenin korunması ilkesine hizmet etmektedir⁷⁸⁰. Dağıtım rejiminin esas sermaye sistemi içerisindeki önemli rolü sebebiyle ödeme gücü yeterliliğine dayanan dağıtım rejimleri, esas sermaye sistemine yönelik öne sürülen en önemli alternatif mekanizmadır.

Dağıtım rejimleri, anonim şirketin kâr dağıtımını da dahil olmak üzere pay sahiplerine yapılacak dağıtımların tâbi olduğu şartların nasıl tespit edileceği; eş deyişle sermaye fazlalığının ne şekilde değerlendirileceğini belirlemektedir. Dağıtım sistemleri bakımından Kıta Avrupası hukuk sistemleri ile Anglo-Sakson hukuk sistemleri arasında önemli farklılıklar bulunmakta; özellikle ABD ve Yeni Zelanda gibi Anglo-Sakson hukuk sistemini benimsemiş ülkelerde uygulanan dağıtım sistemleri, Kıta Avrupası hukuk sistemlerinin alternatifi olarak değerlendirilmektedir.

ABD ve Yeni Zelanda hukuklarında şirket pay sahiplerine yapılacak dağıtımlar bakımından şirketin ödeme yeterliliği esas alınmaktadır. ABD’de bulunan eyalet sistemi sebebiyle dağıtım rejimlerinde her ne kadar birbirinden farklı yaklaşımlar bulunsa da; yönetim kurulunun ödeme gücü yeterliliğinin tespitinde ve dağıtım yapılmasında tam yetkili olup aykırı dağıtımlardan da sorumlu olması konusunda ortak düzenlemelere rastlanmaktadır⁷⁸¹. Nitekim MBCA m.6.40 hükmü uyarınca, pay

⁷⁸⁰ AB Hukuku ve Türk Hukuku’nda dağıtıma ilişkin hükümler konuyla bağlantılı ölçüde daha önceki bölümlerde incelenmiş olup, söz konusu başlıkta dağıtımlara ilişkin alternatif bir çözüm olarak ileri sürülen ödeme gücü testi incelenenektir. Bkz. II. Bölüm, 3.3. başlığı altında yapılan açıklamalar.

⁷⁸¹ Bununla birlikte MBCA’da dağıtım kavramı şirketin kendi paylarını iktisabı, kar payı dağıtımı veya pay sahiplerine diğer yollarla yapılan dağıtımları da kapsamaktadır. Nitekim MBCA m.1.40/4 hükmü uyarınca dağıtım, pay sahiplerine doğrudan veya dolaylı olarak nakit ve ayın (şirketin kendi paylarını iktisap etmesi hali hariç) verilmesi, şirketin pay sahiplerine borçlanması veya lehine borç vermesi şeklinde tanımlanmıştır. Amerikan şirketler hukukunda belirleyici rol oynayan ve esas sermaye hükümlerini ihtiva eden New York ve Delaware eyaletleri düzenlemelerinde ise, kar dağıtımının yıllık kârdan yapılmasına müsaade edilmekle birlikte, takdir yetkisi yine yönetim kurulundadır (DGCL), 8, § 170; New York Ticari Şirketler Kanunu (BSC), sec.510). Her iki eyalet düzenlemesi bakımından dağıtım yapılabilmesinde temel esas dağıtımın net kâr üzerinden yapılmasıdır. Net kâr ise sermaye ile

sahiplerine yapılacak dağıtım miktarının hesaplanmasında yönetim kurulu kanuni veya esas sözleşmeye dayalı sınırlamalar dahilinde yetkilidir⁷⁸². Bununla birlikte dağıtım sonrasında şirket, olağan iş akışı gereği borçlarını ödeyemeyecek duruma gelecek veya esas sözleşmede aksi belirtilmedikçe şirketin aktifleri şirketin toplam borçlarından az olacaksa, dağıtım yapılamayacaktır⁷⁸³.

Yeni Zelanda modelinde de benzer şekilde basit bilanço testi ve ödeme gücü testinden oluşan iki basamaklı bir sistem benimsenmiş ve yönetim kurulu makul gerekçelerle dağıtım yapılması konusunda tam yetkili kılınmıştır. Yönetim kurulunun ödeme gücü yeterliliğine dair sertifikanın (Solvency Certificate) hazırlanmasında kusurlu olması halinde ise hukuki ve cezai sorumluluğu bulunmaktadır⁷⁸⁴. Ayrıca dağıtım sonrasında şirketin ödeme gücü yeterliliğine sahip olmadığı anlaşılırsa, pay sahiplerine yapılan ödemenin -istisnai haller saklı olmak üzere- iadesinin talep edilmesi de mümkündür.

Alacaklılar bakımından esas olanın şirketin borçlarını ödeme kabiliyeti olması sebebiyle dağıtıma ilişkin emredici hükümlerin AB üyesi ülkelerin ticari gelişimini olumsuz etkilediği; Anglo-Sakson hukukundan kaynağını alan ödeme gücü yeterliliği testinin, bilanço testine nazaran alacaklıların korunmasında daha verimli olduğu ileri sürülmüş ve sisteme yönelik esaslı değişikliklerin yapılması gerektiği dile getirilmiştir⁷⁸⁵. Dolayısıyla söz konusu kuralların esnekleştirilerek dağıtımlar hususunda Anglo-Sakson yaklaşımına ılımlı bakılması görüşü ağırlık kazanmaya başlamıştır. Bu kapsamda esas sermaye sistemi reformuna ilişkin yapılan çalışma ve

ilişkilendirilerek tanımlanmakta ve anonim şirket malvarlığının şirket borçlarından ve sermayesine oranla fazla oluşunu ifade etmektedir.

Öte yandan yönetim kurulunun sermaye miktarının belirlenmesi, değiştirilmesi ve varsa payların itibari değerlerinin azaltılması veya kaldırılması konularında sahip olduğu takdir yetkisi sebebiyle, net kârın hesaplanmasında çarpıklık yaratılarak dağıtımların hukuka uygun hale getirilebileceği ifade edilmiştir. Bkz. Engert, "Life without legal capital", 664; Pellens/Sellhorn, a.g.m., 381 vd.; Mülazımoğlu, 300 vd. ABD uygulamasına ilişkin ayrıntılı bilgi için ayrıca bkz. Merkt, *US Gesellschaftsrecht*, 314; Heinrich, 74 vd.; Scholz, a.g.e., 91 vd.; Philip Marx, "Der Solvenztest Der Solvenztest zur Regulierung von Ausschüttungen im amerikanischen Recht", *Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht*, 16/10 (2006): 401-406.

⁷⁸² Toraman Çolgar, 49; Veil, 79; Scholz, a.g.e., 121. Yönetim kurulunun dağıtım konusundaki takdir hakkı bakımından sorumlulukları da söz konusudur (MBCA m.8.33).

⁷⁸³ Dolayısıyla Amerikan hukuku bilanço testine göre yapılan hesaplamada AB yönergesi bilanço testinden farklı olarak şirketin aktiflerinin şirketin borçlarına oranla durumu esas alınmaktadır. Bkz. Toraman Çolgar, 49.

⁷⁸⁴ Yeni Zelanda Şirketler Kanunu (New Zealand Companies Act 1993) Sec. 52/5, Sec. 373(1). ; ABD ve Yeni Zelanda hukukunda dağıtıma ilişkin ayrıntılı bilgi için ayrıca bkz. Veil, 84; Jungmann, 650.

⁷⁸⁵ Eryiğit, 297.

raporlarda, pay sahiplerine yapılacak dağıtımlara ilişkin alternatif çözüm önerileri sunulmuştur. Bu önerilerden ilki, dağıtımlarda anonim şirketlerde bilanço esasına dayanan *bilanço testi* yerine, ödeme gücü yeterliliğinin tespitine dayanan *ödeme gücü testinin* esas alınmasıdır⁷⁸⁶. Bu yöntemde anonim şirketin borçlarını ifa edebilme gücü ve likiditesi değerlendirilmekte; şirketin borçlarını ödeme gücüne sahip olması halinde dağıtımlara cevaz verilmektedir⁷⁸⁷. Başka bir deyişle, ödeme gücü testi sonucunda borçlarını ödemekten aciz olan veya dağıtımlar neticesinde aciz duruma gelecek olan şirketin dağıtım yapması engellenmektedir⁷⁸⁸. Ödeme gücü testine dayanan dağıtım rejiminde dağıtımın temeli başlangıçta bilanço testi olsa da, bu bilanço testi dağıtımlar için gerçek bir engel teşkil etmemektedir. Nitekim yönetim kurulunun değerlendirme metodunu tek başına takdir edebilmesi, bu rejim bakımından bilanço testinin pasifliğini ortaya koymaktadır⁷⁸⁹.

Esas sermaye sistemi tartışmaları kapsamında hazırlanan raporlarda dağıtımlar konusunda esas alınacak kriterler ve yöntemler konusunda da birbirinden farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Esas sermaye sistemi dağıtım rejiminin bir alternatifi olarak ileri sürülen ödeme gücü testinin verimliliğinin değerlendirilebilmesi için söz konusu raporlarda ileri sürülen çözüm önerilerine değinmekte fayda görüyoruz. Buna göre:

Jonathan Rickford başkanlığında toplanan Rickford Grubu Raporunda esas sermaye sistemi ve beraberinde mevcut dağıtım rejiminin bir çok yönden eleştirildiğine ve bu kapsamda öneriler getirildiğini önceki başlıklarda belirtmiştik⁷⁹⁰. Rickford raporu ile getirilen öneride, dağıtım yapılabilmesi için anonim şirketin aktif malvarlığının pasif malvarlığından fazla olması (basit bilanço testi) ve ödeme yeterliliği beyanı hazırlanması gerekmektedir. Ancak raporda basit bilanço testi bir

⁷⁸⁶ Söz konusu kavram İngiliz literatüründe “*solvency test*” iken Alman literatüründe “*solvenztest*” olarak anılmaktadır.

⁷⁸⁷ Pellens/ Sellhorn, a.g.m., 380 vd.; Toraman Çolgar, 74; Eryiğit, 302 vd.; Mülazımoğlu, 295; Rickford Raporu, 967; Veil, 80; Santella/Turrini, a.g.m., 454.

⁷⁸⁸ Pellens/Sellhorn, a.g.m., 380; Scholz, a.g.e., 121; Micheler, *Gläubigerschutz*, 339.

⁷⁸⁹ ABD şirket bilançolarında çoğunlukla US-GAAP muhasebe ilkeleri esas alınmaktadır. US-GAAP ilkelerinin amacı, yatırımcıyı bilgilendirmek ve gerçeğe uygun bir değer tespitinin yapılmasıdır. Bkz. Scholz, a.g.e., 121. ABD Hukukunda RMBCA ile düzenlenen ödeme gücü testi, yeterli düzeyde şeffaf ve güvenilir bir değerlendirme sunmaması açısından eleştirilmekle birlikte, California eyaleti US-GAAP ilkeleri ile bu sorunu bir ölçüde hafifletmiştir. Ancak bu konuda US-GAAP’ın Avrupa ve özellikle Almanya’da kullanılan muhasebe standartlarına nazaran daha düşük bir seviye kaldığına ilişkin olarak bkz. Merkt, *Creditor Protection*, 1051-1054.

⁷⁹⁰ Bkz. III. Bölüm, 1.3. başlığı altında yapılan açıklamalar.

zorunluluk olmayıp, yönetim kurulu tarafından verilen ödeme gücü beyanı ile dağıtım cevaz verilmekte, dolayısıyla yönetim kuruluna makul gerekçeleri doğrultusunda takdir hakkı tanınmış olmaktadır⁷⁹¹. Söz konusu öneriye göre ödeme gücü yeterliliği beyanından yönetim kurulu sorumlu tutulmakla birlikte, bu sorumluluğun kapsamı yöneticilerin özen gösterme yükümlülüğü ile belirlenmelidir. Rickford grup tarafından sunulan öneri genel olarak ABD sistemine yaklaşırsa da doktrinde *Veil* tarafından MBCA'ya göre daha liberal olması sebebiyle eleştirilmiştir⁷⁹².

Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporunda ise alacaklıların geliştirilmiş bir ödeme gücü testi ile esas sermaye sistemi dağıtım rejimine nazaran daha iyi korunabileceği belirtilerek, dağıtım öncesinde hem bilanço testinin hem de nakit akışına dayalı ödeme gücü testinin birlikte uygulanması teklif edilmiştir⁷⁹³. Buna göre anonim şirketin malvarlığı yükümlülüklerini aşacak düzeyde olmalı ve ödeme gücü testine göre şirketin, gelecek 12 ay içinde vadesi gelen borçlarını ödeyebilmek için yeterli likit varlığa sahip olması gerekmektedir. Rapora göre ödeme gücü beyanın yanıltıcı olduğunun kanıtlanması halinde ise yöneticilerin hukuki ve cezai sorumluluğu gündeme gelecektir. Ayrıca söz konusu yaptırımların fiili organları (gölge yönetici) da kapsayacak şekilde genişletilmesi mümkündür⁷⁹⁴.

KPMG raporunda ödeme gücü testine ilişkin şartların yasa tarafından belirlenebileceği belirtilmekle birlikte, çeşitli hukuk sistemlerinde farklı uygulamaların olduğu ifade edilmiştir⁷⁹⁵. Ayrıca raporda ödeme gücü yeterliliği kriterlerinin tespitinin yapılması konusunda dört farklı opsiyon sunulmuştur. Buna göre şirketin ödeme gücünün tespiti yönetim kurulunca, şirketin mevcut malvarlığı

⁷⁹¹ Rickford Raporu, 979; Toraman Çolgar, 75; Eryiğit, 299. Grup tarafından teklif edilen öneride yöneticilerden, makul bir sürede, öngörülebilir bir gelecekte ve olağan iş akışı kapsamındaki beklentilerin dikkate alınması beklenmektedir. Ayrıca grup ödeme yeterliliğine ilişkin sertifikasının denetlenmesinin külfetli olacağını belirtmekle birlikte, ancak denetimin halka açık ve büyük şirketler için olumlu bir rolü olabileceğini eklemiştir.

⁷⁹² *Veil*, 80. Benzer yönde bkz. Toraman Çolgar, 76; Pellens/Sellhorn, a.g.m., 384; Grade/Wauters, 40; Shan Ho, 23.

⁷⁹³ Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu, 87.

⁷⁹⁴ Ödeme gücü testine dayalı dağıtım rejiminin yöneticilerin sorumluluğu hükümleri ile desteklenmesi ihtimalinde sorumluluk hükümlerinin kısıtlayıcı yapısı ile yönetim kurulunun takdir yetkisinin arttırıldığı esnek yapı birbiri ile çatılabilecektir. Nitekim özellikle yöneticilerin şahsi malvarlığına gidilebilmesinin yolunu açan sorumluluk hükümleri sebebiyle, yöneticilerin esnek bir şekilde finansman kararları vererek, dağıtım gerçekleştirebilmesi mümkün olmayacaktır. Bkz. Scholz, a.g.e., 213.

⁷⁹⁵ Nitekim ödeme gücü beyanına ilişkin olarak Yeni Zelanda'da şirketler tarafından oluşturulan çerçeve bir forma rastlanmakta iken, Kanada'da ayrıntılar bakımından farklılık göstermekle birlikte, içeriğin eyalet yasalarına tabi olduğu gözlemlenmiştir. Bkz. KPMG Raporu, 408.

durumuna göre finansal tablolar üzerinden ve kısa veya orta vadeli (3 ile 5 yıl) borçların dikkate alınması suretiyle tespit edilebilecektir⁷⁹⁶. Söz konusu yöntemler kullanılmak suretiyle mevcut durumu tespit eden yönetim kurulu, ödeme gücü beyanı hazırlayarak dağıtım yapılmasına karar verebilecek ve söz konusu karardan sorumlu tutulacaktır.

Konuya ilişkin AB hukukundaki görüşler çoğunlukla, genel muhasebe standartlarına uygun basit bilanço testi ile birlikte bir ödeme gücü testinin uygulandığı ve yöneticilerin yükümlülüklerinin, takdir alanının ve sorumluluklarının genişletildiği bir dağıtım rejiminin, mevcut rejime nazaran daha verimli olacağı yönündedir⁷⁹⁷. Bu alternatif temelini, şirketin likidite miktarından almakta olup, mevcut sisteme nazaran daha sade bulunmuştur. Bu önerilere karşı:

Lutter grup tarafından söz konusu öneriler kabul görmemiş ve esas sermaye sisteminin terk edilmemesi gerektiği savunulmuştur. Esas sermaye sisteminin faydaları göz önünde bulundurulduğunda; Rickford raporunda belirtildiği üzere bilanço testinin terk edilerek ödeme gücü testinin kabulünün, alacaklılar bakımından riskli olduğu ve ödeme gücü yeterliliği testinin denetçiler tarafından denetlenmesinin, mevcut rejime göre daha maliyetli olacağı ifade edilmiştir⁷⁹⁸. Benzer şekilde *Veil*, ödeme gücü testinde denetim yapılmasının kaçınılmaz olması sebebiyle söz konusu mekanizmanın maliyetli olacağını, yöneticilerin sorumluluğu sebebiyle yönetici sorumluluk sigortasının devreye girerek anonim şirket nezdinde başkaca masraflar ortaya çıkaracağını ileri sürmüştür⁷⁹⁹.

Yine Alman Şirketler Hukuku Uzman Grubu tarafından yayınlanan raporda, ödeme gücü testine ilişkin olarak söz konusu testin zorunlu asgari sermayenin bir alternatifi olarak değerlendirilmesi üzerinde durularak, asgari sermaye miktarının şeffaflık sağladığı; ayrıca sermayenin arttırılması ve azaltılmasını kolaylaştırdığı ifade

⁷⁹⁶ Söz konusu opsiyonlara ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. KMPG Raporu, 408 vd.; Eryiğit, 297-298.

⁷⁹⁷ KPMG tarafından Sermayenin Korunmasına ilişkin hazırlanan ve AB üyesi olan ve olmayan ülkelerdeki mevcut uygulamalar kapsamında yapılan çalışmalara dayanan rapora göre, Almanya dışında bazı ülkelerce (Fransa, İsveç, İngiltere gibi), ödeme gücü testinin uzun vadede nakit akışına işaret etmesi sebebiyle yapılacak dağıtım seviyesinin belirlenmesinde daha iyi bir pozisyona sahip olduğu kabul edilmektedir.

⁷⁹⁸ Lutter, “Legal Capital”, 10, 11; Veil, 91.

⁷⁹⁹ Veil, 91.

edilmiştir. Ancak Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu tarafından bilanço testi ile birlikte likiditeye dayalı bir kontrolün getirilmesi tartışmaya değer bulunmuştur.

Dolayısıyla Alman öğretisi bakımından ödeme gücüne dayalı bir dağıtım rejimi, ancak asgari esas sermaye sistemiyle birlikte düşünülebilen bir ek güvence olarak kabul edilmektedir⁸⁰⁰. Nitekim Veil, “*ne bilanço testinin ne de alternatif sistemlere dayalı dağıtım rejimlerinin mükemmel olduğunu; mevcut sistemde bir reformun kaçınılmaz olmasına rağmen ödeme gücü testinin, alacaklıların potansiyel risklere karşı korunmasında IFRS’nin esas alındığı bilanço testine ancak bir takviye niteliğinde olabileceğini*” belirtmiştir⁸⁰¹.

Esas sermaye sisteminde mevcut olan tartışmaların bir çoğunda olduğu gibi mevcut dağıtım rejimi ile alternatif dağıtım rejimi bakımından yaklaşım farkı, Anglo-Sakson hukukunun yatırımcı odaklı ve Kıta Avrupası hukukunun alacaklı odaklı bakış açısından kaynaklanmaktadır. Özellikle Kıta Avrupası hukuk sistemi açısından konuyu değerlendirmek gerekirse, iki basamaklı karma çözümün alacaklıların korunması bakımından daha verimli ve esas sermaye sistemi savunucuları için sindirilebilir olduğu söylenebilecektir⁸⁰².

Ödeme gücü testinin avantajları reforma dair çabayı haklı çıkarır mı ve ödeme gücü testi Kıta Avrupası hukuk sistemine uyarlanabilir mi sorularına Jungmann, anonim şirket tarafından yapılan dağıtımlara ilişkin sorunların şirket tarafından daha sonra çözebileceği varsayımına dayanan bir sistem olan ödeme gücü testinin dağıtım yasaklarının yerini aldığını belirtmekle birlikte; öncelikle testin sadece likiditeye mi yoksa aşırı borçlanma durumunun yokluğuna mı işaret etmesi gerektiği, hangi faaliyet döneminin seçileceği, ödeme gücünün devamı hakkında bir tespit için hangi finansal

⁸⁰⁰ Alman Şirketler Hukuku Uzman Grubu Raporu, 874.

⁸⁰¹ Veil, 92. Ayrıca yazar, yabancı hukuk sistemlerinde de bilanço testinin kaldırılmadığını, zira dağıtıma ilişkin emredici hükümlerin pay sahiplerinin fırsatçı davranışlarının önlenmesinde etkili olduğunu, Rickford Raporu ile öne sürülen sistemin alacaklılar açısından yeterli bir koruma sağlamadığını ve alternatif sistemin etkili olabilmesi için yöneticilerin hukuki sorumluluğuna dair hükümlerin son derece önemli olduğunu vurgulamıştır.

⁸⁰² 2007 yılında Westfälischen Wilhelms-Üniversitesi’nde ödeme gücü testinin etkinliği hakkında ampirik ilk bulgu sağlanmıştır. Buna göre, ödeme gücü testinin ahlaki tehlike sorununu azaltmamaktadır. Zira alacaklılara zarar verecek dağıtım kararında bir değişiklik meydana getirmeye uygun olmadığı tespit edilmiştir. Bununla birlikte deneye göre, ödeme gücü testinin küçük ve orta ölçekli şirketler bakımından olumlu bir etkisi olabileceği gibi, ödeme gücü yeterliliği sertifikasının hazırlanması beraberinde bir takım ek maliyetler getirebilecektir. Sorumluluğa ilişkin düzenlemelerin alacaklıların korunması ve ahlaki tehlikeyi azaltma açısından daha güçlü bir araç olduğunu kanıtlamıştır. Söz konusu deneye ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Scholz, 198 vd.

araçların kullanılacağı ve gerekçesiz bir ödeme yeterliliği sertifikası ile yapılan dağıtımlar sonucunda yöneticilerin hangi koşullar altında sorumlu tutulacağı ve nasıl bir yaptırım rejiminin söz konusu olacağı sorularının açıklığa kavuşturulması gerektiği şeklinde bir cevap vermiştir. Ayrıca yazar, İngiliz Hukuku ile benimsenmiş olan haksız ve hileli ticarete ilişkin hukuki ve cezai sorumlulukların ve aynı şekilde ABD Hukuku ile benimsenmiş olan UFTA (Uniform Fraudulent Transfer Act) hükümlerinin dağıtımlara olan etkisi göz önünde bulundurulduğunda; Kıta-Avrupası ile Anglo-Sakson Hukuk sistemleri arasındaki farkın, yalnızca şirketler hukuku düzenlemeleri bakımından değil, aynı zamanda iflas kanunları -eş deyişle “iflas kültürü” – bakımından da söz konusu olduğunu vurgulamıştır⁸⁰³.

Dolayısıyla dağıtım rejimine ilişkin önerilen iki basamaklı rejim içerdiği bu tür belirsizlikler sebebiyle AB üyesi ülkelerce henüz benimsenememiştir. Bu tercihin arkasında yönetim kurulunun takdirine dayalı bir dağıtım rejiminin subjektifliği, uzun vadeli borçların dikkate alınması halinde ortaya çıkabilecek belirsizlikler ve ek maliyetler olduğu gözlemlenmektedir. Buna rağmen bilanço testi ile birlikte uygulanacak olan ödeme gücü testi ve bu sistemin sorumluluk hükümleri ile desteklenmesi halinde dağıtımlar konusunda daha esnek bir yapı benimsenerek, mevcut sistemin dezavantajları hafifletilebilecektir⁸⁰⁴.

3.6. Alacaklıların Sözleşme Yoluyla Korunması

Esas sermaye sistemini destekleyen bir diğer alternatif mekanizma ise alacaklıların sözleşmeler yoluyla bireysel veya kolektif biçimde korunmasıdır. Buna göre anonim şirket ile sözleşme ilişkisine giren taraflar ile şirket tüzel kişiliği arasındaki ilişkilerin, emredici hükümlerden ziyade sözleşmeye tâbi olması gerektiğini ileri sürülmektedir⁸⁰⁵. Özellikle anonim şirket ile kredi veren finans kuruluşlarının arasındaki sözleşmeler, finansal kriz zamanlarının önceden tespit edilebilmesine

⁸⁰³ Jungmann, 679-680-681.

⁸⁰⁴ Miola, 496. Grade/Wauters, ödeme gücü yeterliliğine dayalı dağıtım rejimini desteklemekle birlikte bunun kısa vadede pratik olarak mümkün olmayacağını belirtmiş ve aşamalı bir geçiş önermiştir. Buna göre, (i) iflas düzenlemelerinin asgari düzeyde uyumlu hale getirilerek, hatalı ve hileli ticaret kavramlarının eklenmesi (ii) halka açık olmayan (limited liability) şirketler için dağıtım gereksinimlerinin, ödeme gücü ve likidite testine dayalı olarak uyumlaştırılmasına öncelik tanınmalıdır. Bu rejim değerlendirildikten ve gerekirse iyileştirildikten sonra, halka açık sınırlı sorumlu şirketlere de uygulanabilir ve İkinci Direktifin yerini alabilecektir. Bkz. Grade/Wauters, 55.

⁸⁰⁵ Tarelli, 62; Konuya ilişkin monografi için bkz. Stefan Heinrich, *Covenants als Alternative zum gesetzlichen Kapitalschutz: zugleich eine ökonomische Analyse von Gläubigerschutzsystemen*. (Berlin: Duncker & Humblot, 2009).

yönelik bilgilendirme klotları, şahsi teminatlar vb. türden koruyucu unsurlara sahipse, alacaklıların korunmasında önemli birer araç haline gelmektedir. Nitekim anonim şirketin borçlu konumunda olduğu bu tür sözleşmelerde banka veya diğer finansal kuruluşlar güçlü alacaklı statüsüne sahip olup, sözleşme içeriğinin belirlenmesinde etkili bir rol oynamaktadır.

Anonim şirketler hukukunda alacaklıların emredici hükümlerden ziyade sözleşmeler yoluyla korunması başta ABD olmak üzere esasen Anglo-Sakson hukuk sisteminde benimsenen bir uygulama olup, taraflar haklarını ve borçlarını içeren sözleşmenin şartlarını kendi ihtiyaçları doğrultusunda belirleyebilmektedir. Böylece sözleşmeler yoluyla somut durumun şartlarına göre bir çözüm belirlenmesi mümkün hale gelmektedir⁸⁰⁶. Bununla birlikte öğretide; sözleşmelerin fayda/maliyet dengesi açısından daha avantajlı olduğu, ayrıca esas sermaye sistemi düzenlemelerinde alacaklılar arası bir sınıflandırma yapılmaması ve bu sınıflandırmaya göre risklerin belirlenmemesi sebebiyle bazı durumlarda ihtiyacı olmayan alacaklılara koruma sağlandığı, bu sebeple esas sermaye sistemi düzenlemelerinin sözleşmeler ile kıyaslandığında anonim şirketin sermaye yapısını zorlamakla kalmayıp aynı zamanda tarafların sözleşmeyle anlaşılamayacakları bir düzeyde risk dağılımı öngördüğü ileri sürülmüştür⁸⁰⁷.

Alacaklıların sözleşme yoluyla korunmasında sözleşmenin bir takım işlevleri bulunmaktadır. Sözleşmeler borçlu şirketin davranışı konusunda disipline edici bir etkiye sahiptir. Sözleşmeler vasıtasıyla borçlunun temerrüt riskini azaltmak için bir takım kısıtlamalar öngörülebilir ve yöneticilerin ahlaki tehlike içeren davranışlardan kaçınması için yükümlülükler yüklenebilir⁸⁰⁸. Bununla birlikte alacaklıların, şirketin olası finansal krizine karşın önceden bilgi sahibi olması (uyarı işlevi) ve finansal kriz anında şirket kararlarına etki ederek şirketi yönlendirebilmesi (yol gösterme işlevi)

⁸⁰⁶ Kühner, “Zur Zukunft der Kapitalerhaltung”, 760. ABD’de de alacaklıların korunması bir şirketler hukuku meselesi olmayıp, öncelikle sözleşmenin taraflarına bırakılmıştır. alacaklılar özellikle finansal sözleşmeler ile korunmaktadır. Bu sözleşmelerde tipik olarak dağıtım kısıtlamaları, sermayenin korunması ve öz sermaye ile yabancı sermayenin dengelenmesine ilişkin hükümler yer almaktadır. Bu hükümlerin Alman Hukukundaki esas sermaye sistemi düzenlemeleri ile benzerlik gösterdiği yönünde bkz. Merkt, “Creditor Protection”, 1050; Miola, 424.

⁸⁰⁷ Heinrich, 274.

⁸⁰⁸ Heinrich, 143.

sağlanabilir⁸⁰⁹. Dolayısıyla güçlü konumda bulunan alacaklılar bilgi asimetrisinden kaynaklı dezavantajlarını, şeffaflığı arttıran ve bilgi akışını sağlayan sözleşme hükümleri ile hafifletmekte ve temerrüt riski sebebiyle meydana gelebilecek zararlara karşı diğer alacaklılara nazaran daha hızlı hareket kabiliyetine sahip olmaktadır⁸¹⁰. Aynı şekilde sözleşme hükümleriyle iflasa yaklaşılmaması halinde yöneticiler tarafından yapılacak hileli davranışlara ilişkin yaptırımlar öngörülmesi borçlu şirketin aczini önleyebileceği gibi, sermayenin kaybı ve aşırı borçlanma hallerinde alınacak tedbirler bakımından mevcut sisteme nazaran verimli yöntemler de belirlenebilecektir⁸¹¹.

Sözleşmelerle sağlanacak bir diğer fayda ise esas sermaye sisteminin dağıtım engellerine nazaran daha verimli ve şirketin güncel finansal durumuna dayanan bir dağıtım usulü belirlenebilmesi veya duruma göre dağıtımların tamamen yasaklanabilmesidir. Böylece sözleşme hükümleri ile şirketin varlıkları aşırı derecede bağımlı kılınmadan, dağıtımlara erken müdahale edilebilecektir⁸¹².

Alacaklıların sözleşmeler yoluyla korunması emredici hükümlere nazaran esnek olmasına rağmen bu mekanizmanın bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Nitekim anonim şirket ile her alacaklının sözleşme yapma kabiliyeti olmadığı gibi, sözleşme ilişkisi içerisindeki her alacaklının da anonim şirket karşısında eşit düzeyde pazarlık gücüne sahip olmadığı gerçeği ekonomik hayatın bir parçasıdır⁸¹³. Alacaklıların konumu arasında var olan bu farklılık, güçlü konumda olan alacaklıların emredici hükümler birlikte taraf oldukları sözleşmelerle de korunmasını sağlamakta ve

⁸⁰⁹ Tarelli, 64; Heinrich, 144. Böylece özellikle bankalar ve finansal kuruluşlar bir yandan müşterisinin ekonomik performansını sürekli olarak izleyebilir ve kredilendirme davranışını buna göre değiştirebilecektir. Micheler, *Glaubigerschutz*, 331.

⁸¹⁰ Bu durumda daha büyük alacaklıların iflas öncesinde tatmin edici bir ödeme alması halinde diğer alacaklıların tamamen korumasız kalacağına ilişkin bkz. Merkt, “Creditor Protection”, 1050.

⁸¹¹ Heinrich, 146.

⁸¹² Heinrich, 149; Enriques/Macey, a.g.m., 1172. Özellikle Kıta Avrupası bakış açısında göre iflasa yaklaşılmamasında alacaklıların sahip olduğu bu etki şirket dışından bir alacaklının iflas bakımından sorumlu hale gelebildiği bir boyuta ulaşabileceğinden, finansal sözleşmeler konusunda dikkatli davranılması gerektiğine yönelik olarak bkz. Merkt, “Creditor Protection”, 1050.

Buna karşın, Birleşik Krallıktaki mevcut ampirik kanıtların, kredi sözleşmelerinde tipik olarak finansal oranlar olduğunu, ancak nadiren hissedarlara dağıtımların kısıtladığını gösterdiğine ilişkin olarak bkz. Armour, “Share Capital”, 373.

⁸¹³ Benzer yönde bkz. Heinrich, 431; Grade/Wauters, 35; Mankowski, a.g.m. 400-401; Enriques/Macey, a.g.m., 1172; Merkt, “Creditor Protection”, 1050; Cahn, “Capital Maintenance”, 2. Buna karşın, prensipte talepleri bir sözleşmeye dayalı olan tüm alacaklıların kendilerine yardım edebileceği, yalnızca haksız fiilden kaynaklı olan alacaklıların sözleşme yoluyla menfaatlerini koruyamayacağı, bununla birlikte, çoğu batı hukuk sisteminde tarafların sigorta korumasına sahip olduğu, bu tür bir korumanın zarar riskleriyle başa çıkmada çok daha etkili olduğu yönünde bkz. Micheler, “Glaubigerschutz”, 330-331.

dolayısıyla -ek teminatlar sebebiyle- tüm alacaklıların talepte bulunabileceği malvarlığı havuzu daralmaktadır. Ayrıca sözleşmenin geçerlilik ve feshine ilişkin hükümlerin kapsamı da alacaklıların gücüne bağlı olup, sözleşme müzakerelerinde gücü olmayan veya masraftan kaçınmak isteyen küçük alacaklılar bu sözleşmelerden ancak dolaylı şekilde faydalanabilecektir⁸¹⁴. Bu durum sonucunda ise alacaklılar arasında menfaat çatışmaları gündeme gelecektir.

Bununla birlikte bu sözleşmelerin anonim şirket tüzel kişiliği açısından da bir takım sonuçları vardır. Nitekim kendisine yönelen temerrüt riskini azaltmak isteyen alacaklılar, anonim şirketin ticari faaliyetlerini, riskli işlemlerini veya yatırım kararlarını kısıtlayıcı hükümlerin sözleşmeye konmasını talep edebilecek ve böylece anonim şirket kendini ticari hareket kapasitesi kısıtlanmış ve yoğun yükümlülükler altında bulabilecektir⁸¹⁵. Ayrıca alacaklıların sözleşmeler yoluyla korunmasında da, hem şirket tüzel kişiliği hem de alacaklılar bakımından çeşitli maliyetler (gözetim ve uzmanlaşma maliyeti vb.) ortaya çıkabilecektir. Oysa esas sermaye sistemi sahip olduğu işlevleriyle sermaye piyasasının serbest kurallarından kaynaklanan işlem maliyetlerinden kaçınmayı amaçlamaktadır. Aksi takdirde bu maliyetler, bireysel ve özellikle de güçlü olmayan alacaklılara yüklenecektir⁸¹⁶.

Alacaklıların sözleşme yoluyla korunması her ne kadar somut olayın gerektirdiği şekilde ve esnek bir koruma sağlasa da, belirli bir grup alacaklılara ek koruma sağlayan bir aktördür. Bu sebeple alacaklıların sözleşmeler yoluyla korunması yasal korumanın bertaraf edilmesi anlamına gelmemelidir. Bununla birlikte alacaklıların kendi kendilerine yardım etme fırsatına sahip olarak, sözleşmenin düzenlenmesinde gerekli uzmanlığa başvurmakta veya potansiyel zararları için tedbir almakta özgür olduğu, ancak somut duruma göre yasal düzenlemelerden vazgeçmenin de mümkün kılındığı bir sistem, ileri sürülen alternatifler arasındadır⁸¹⁷. Bu noktada alacaklıların, tamamen sözleşmeyle ya da tamamen emredici kurallar ile korunması üzerine kurulu bir rejim yerine her iki sistemin bir karışımının düşünülebileceği kanaatindeyiz⁸¹⁸.

⁸¹⁴ Nitekim bu alacaklılar, sözleşmeden doğan alacaklarının korunmasının değiştirilmesini veya kaldırılmasını talep edemeyeceklerdir. Merkt, “Creditor Protection”, 1050.

⁸¹⁵ Enriques/Macey, a.g.m. 1190; Tarelli, 79; Merkt, “Creditor Protection, 1050; Miola, 479.

⁸¹⁶ Tarelli, 85; Miola, 479.

⁸¹⁷ Miola, 425; Micheler, “Gläubigerschutz”, 331.

⁸¹⁸ Benzer yönde bkz. Heinrich, 275. Merkt, finansal sözleşmelerinin mevcut dezavantajlarına rağmen, kurumsal finans sektöründeki gelişmeler sebebiyle Almanya’da dahi bankaların alacaklılarını

4. Esas Sermaye Sisteminin Sürdürülebilirliğinin Türk Hukuku Bakımından Değerlendirilmesi ve Öneriler

4.1. Asgari Sermaye Miktarının Güncellenmesi

Anonim şirketlerde asgari sermaye zorunluluğunun avantajları ve dezavantajları bir bütün olarak değerlendirildiğinde, kanun koyucu tarafından belirlenen sabit bir miktarın, piyasada ticari faaliyet sürdüren tüm şirket tipleri ve risk kolları için aynı verimliliğe sahip olması mümkün gözükmemektedir. Bu sebeple asgari sermayenin varlığı konusunda muhafazakar bir tutum içerisinde olan Kıta Avrupası hukuku ülkeleri için bu rakamın ekonomik bir faydadan öte sembolik bir anlam ifade ettiğini kabul etmek gerekir⁸¹⁹. Bu noktada asgari sermaye zorunluluğunun esas sermaye sistemi içerisindeki politik konumunun, amaçlarından üstün geldiğini söyleyebiliriz.

Asgari sermaye miktarının orta-küçük ölçekli şirketler için bir ciddiyet eşiği, paravan şirket girişimleri içinse dolaylı bir caydırıcılık işlevi gördüğü hususu haklı olarak çoğunluk tarafından kabul edilmektedir⁸²⁰. Buna karşın pay sahiplerince şirkete taahhüt edilen miktar yasal gerekliliğin üzerine çıkmadığı ve anonim şirketin faaliyeti esnasında kullanıldığı sürece alacaklıların korunmasında ancak ikincil ve şirketin kuruluş aşamasıyla sınırlı bir işlev üstlenebilmektedir.

6102 sayılı TTK ile halka açık olmayan şirketler için 50.000 TL olarak belirlenen asgari sermaye miktarı, TTK'nın yürürlüğe girdiği dönemde AB 77/91 EEC sayılı İkinci Konsey Yönergesi ile belirlenmiş olan 25.000 euro asgari sermaye miktarı ile uyumlu bir resim çizse de, günümüzde sembolik bir rakam olarak kalmaktadır. Ayrıca özel kanunlarla bazı şirketler bakımından faaliyet alanlarına göre daha yüksek asgari sermaye miktarları belirlenmiş olmasına rağmen uygulamada söz konusu tutarların

sözleşmeler yoluyla korumaya daha istekli hale geldiğini, ancak Avrupa sermaye piyasalarının (2004) henüz yeterli gelişmeyi sağlamadığından mevcut sistemin korunduğuna işaret etmiştir. Bkz. Merk, “Creditor Protection”, 1051.

⁸¹⁹ Nitekim Alman hukukunda bu düzenlemeler şirketler hukuku kültürünün bir parçası olarak kabul edilmektedir. Eidenmüller/Grunewald/Noack, a.g.m. 30.

⁸²⁰ Henssler/Strohn, *AktG* §1 Rn.10-12; Sevi, 55; Çonkar, 23; Meyer, 42; Koll-Möllenhoff, 48; Mülbert/Birke, 717; Pentz/Priester/Schwanna, 46; Armour, “Share Capital”, 365; Miola, 421. Bu miktarın özellikle küçük ölçekli girişimciler için şirketin kurulması öncesinde şirket türünün belirlenmesinde veya ticari işletme düzeyinde kalınp kalınmayacağının belirlenmesinde rol oynayabileceğine ilişkin bkz. Çonkar, 29.

dahi aşıldığı gözlemlenmektedir⁸²¹. Bu noktada asgari sermaye zorunluluğuna ilişkin şu önerilerde bulunulabilecektir:

İlk çözüm önerisi her ne kadar esas sermaye sisteminin vazgeçilemez bir unsuru gibi görülmekte ise de alacaklıların korunmasında çok büyük bir etkisi olmadığından bahisle asgari sermaye zorunluluğunun kaldırılmasıdır. Bu durumda ise alacaklıların esas sermaye sisteminin diğer düzenlemeleri ve tamamlayıcı mekanizmalarla ne düzeyde korunabileceği önem arz etmektedir.

Anonim şirket alacaklılarının heterojen yapısı göz önünde bulundurulduğunda, özellikle sözleşme ilişkisi içerisinde olmayan veya mevcut sözleşmesinde pazarlık kabiliyeti düşük olan alacaklılar (güçlü olmayan), başta sözleşmeler olmak üzere bazı mekanizmaların tamamlayıcı etkisinden yararlanamayacaklardır. Bu duruma bir örnek vermek gerekirse, şirket karşısında haksız fiil sebebiyle alacaklı konumunda olan alacaklıların alacakları ancak söz konusu haksız fiil meydana geldiği anda talep edilebilir hale geldiğinden, bu alacaklar için teminat sözleşmesi yapmak mümkün olmayacaktır. Bu nedenle şirket karşısında güçlü konumda olmayan alacaklılar bakımından asgari sermaye zorunluluğu, onların da koruma kapsamına dahil edilmesi işlevini üstlenmektedir. Ancak bu durumda da anonim şirketin kuruluşu esnasında taahhüt edilen miktarın şirketin faaliyetinden kısa bir süre sonra çekilmesi,

⁸²¹ Özel kanunlarla belirlenen en az sermaye tutarlarına örnek vermek gerekirse, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun kuruluş şartlarını düzenleyen 7. maddesi uyarınca Türkiye'de kurulacak bir bankanın nakden ve her türlü muvazaadan ari olarak ödenmiş sermayesinin en az otuzmilyon Yeni Türk Lirası olması gerekmektedir. Bununla birlikte 19 Ağustos 2021 tarihinde BDDK tarafından "*Dijital Bankaların Faaliyet Esasları ile Servis Modeli Bankacılığı Hakkında Yönetmelik Taslağı*" ilgililerin görüşüne sunulmuş olup, taslağın 11. maddesi uyarınca dijital bankaların kuruluşu için gerekli olan asgari sermaye tutarı, nakden ve her türlü muvazaadan ari olarak ödenmiş olmak üzere, bir milyar Türk Lirası olarak belirlenmiştir.

Benzer şekilde sigorta şirketlerine yönelik olarak, SEDDK (Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurulu) tarafından yayınlanan "Sigorta Branşları için Öngörülen Minimum Sermaye Tutarlarına İlişkin Genelge (2021/24)" uyarınca, kuruluş işlemlerini tamamlayarak ruhsat talebinde bulunan sigorta şirketleri, sigorta kooperatifleri (kapalı mütevelliler hariç) ile reasürans şirketlerinin, ödenmiş sermayelerinin 36.576.000 TL'den az olmaması gerekmektedir. 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu m. 5/1.e hükmü uyarınca ise "*Tasarruf finansman şirketi dışındaki şirketlerin nakden ve her türlü muvazaadan ari olarak ödenmiş sermayesinin en az elli milyon Türk lirası olması, bu tutarın tasarruf finansman şirketleri için en az yüz milyon Türk lirası olması gerekmektedir.*" Ayrıca hükmün devamında, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu asgari ödenmiş sermaye tutarını artırmaya yetkili kılınmıştır.

Bununla birlikte 1163 sayılı Kooperatifler Kanunu m.1 hükmü uyarınca kooperatifler değişken sermayeli olup, m.2 hükmünün son fıkrası uyarınca sermaye miktarı sınırlandırılarak kooperatif kurulamayacaktır. Türkiye uygulamasında sigorta kooperatifçiliğine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Serdar Demirci, "Sigorta Kooperatifçiliği: Türkiye Uygulaması", İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 9/1 (2018): 387-418.

kullanılması veya borçların ödenmesi suretiyle yitirilmesinin önüne geçilmesi gerekecektir.

Anonim şirket sermayesinin pay sahiplerine iadesinin önüne geçilmesi gereken haller saklı kalmak üzere, anonim şirket sermayesinin ticari faaliyetlerde kullanılması, olağan olmanın yanı sıra ticari hayatın bir gerekliliğidir. Dolayısıyla esas sermaye miktarının ticari faaliyetlerde kullanılmasının emredici hükümlerle engellenmesini doğru bulmamaktayız. Bu sebeple asgari sermaye miktarının bloke edilmesinden ziyade; tahsis ve tasarrufuna ilişkin hükümlerin verimli hale getirilmesi ve özellikle sorumluluğa ilişkin düzenlemelerde, uzman mahkemelerce uygulama birliğinin yaratılması gerektiği kanaatindeyiz.

İkinci çözüm önerisi, şirketin kuruluşu esnasında başlangıç sermaye miktarının şirket pay sahipleri tarafından esas sözleşme ile belirlenmesi düşünülebilecekse de, bu ihtimalde söz konusu belirlemenin denetlenmesi ve bu denetimin ise bağımsız ve düşük maliyetli olması gerekmektedir⁸²². Ayrıca anonim şirket esas sermaye miktarı, şirketin başlangıç aşamasındaki borçlanma durumu ve faaliyet gösterdiği sektör göz önünde bulundurularak belirlenmeli ve kurucular tarafından bu belirlemede yapılacak hileli davranışlar ise hukuki ve cezai yaptırıma tâbi tutulmalıdır.

Üçüncü bir çözüm önerisi ise kanun koyucu tarafından belirlenen asgari sermaye miktarının arttırılarak, periyodik olarak güncellenmesidir. Türk hukukunda mevcut esas sermaye sistemi bakımından en uygun çözüm önerisi, öncelikle TTK m.332 hükmü ile düzenlenmiş olan asgari sermaye miktarının günümüz piyasalarına uygun olacak bir rakama çekilmesi ve sistemin sağlıklı işlemesi için en az sermaye tutarının periyodik olarak arttırılmasıdır. Nitekim Türk hukukunda sigorta şirketleri bakımından SEDDK tarafından, Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri bakımından BDDK tarafından ve enerji şirketleri bakımından EPDK tarafından asgari sermaye miktarları güncel tutulmakta olup, benzer bir düzenlemenin TTK'ya tabi halka açık olmayan anonim şirketler bakımından yapılmasında bir engel bulunmamaktadır. Böylece esas sermaye kendisinden beklenen ciddiyet eşiği ve caydırıcılık işlevini daha verimli bir şekilde yerine getirebilecektir.

⁸²² Eidenmüller/Grunewald/Noack, a.g.m., 20. Türk Hukuku bakımından bu noktada 6335 sayılı kanun ile kaldırılan işlem denetçisi kurumunun tekrar kanun kapsamına alınması düşünülebilir. Ancak bu durumda da fayda ve maliyetin gözetilmesi gerekecektir.

Asgari sermaye miktarının alacaklılar bakımından teminat işlevi ise yalnızca asgari sermaye miktarı ile ilişkili değildir. Esasen alacaklılar bakımından şirketin ödeme gücünün önemli olduğu göz önüne alınırsa; şirketin sermaye yeterliliğinin, şirket tarafından üstlenilen risklerden kaynaklanabilecek zararları karşılayacak düzeyde olması gerekmektedir. Bu sebeple şirketin ödeme yeterliliği ile mali tabloları arasındaki ilişkinin kuvvetli olduğu ve şirket tarafından yapılacak dağıtımlarda ödeme gücü testinin etkin olduğu bir sistem benimsenmelidir⁸²³.

4.2. İtibari Değeri Olmayan Pay Çıkarılması (Gerçek İtibari Değersiz Pay)

TTK ile de kabul edilmiş olan itibari değerden az bedelle veya itibari değeri olmayan pay senedi çıkarılması yasağının avantajları ve dezavantajlarıyla bütünsel olarak ele alındığında, yasağın esasen alacaklılardan ziyade pay sahiplerinin haklarının sulandırılması bakımından koruyucu bir etkiye sahip olduğunu söyleyebiliriz⁸²⁴.

Buna karşın payların itibari değerleri toplamının şirket esas sermayesine karşılık gelmesi sebebiyle alacaklılar bakımından tanımlanabilir bir bütünü ifade ederek sağladığı yarar üzerinde durulmuşsa da; söz konusu etkinin şirketin kuruluş aşamasıyla sınırlı kaldığı ve efektif olmadığı yönündeki eleştirilere de katılmaktayız⁸²⁵. Nitekim şirketin faaliyete geçmesiyle birlikte payların piyasa değeri ile itibari değeri arasındaki fark artmakta ve yatırımcılar nezdinde payların itibari değeri önemini yitirmektedir.

İtibari değer varlığını Türk Hukukunda korumasının en önemli sebebi, itibari değere yönelen bir değişikliğin, esas sermaye sisteminin temelinde de kapsamlı bir değişikliğe yol açacak olmasıdır⁸²⁶. Ayrıca itibari değer pay sahiplerinin kâra katılma, tasfiye payına katılma ve oy haklarında belirleyici bir rol oynaması da bu değişikliğin çapını genişletmektedir⁸²⁷. Bununla birlikte anonim şirket tarafından

⁸²³ Benzer yönde bkz. Eryiğit, 308.

⁸²⁴ Heinrich, 79; Miola, 455; Merkt, *US Gesellschaftrecht*, 273; Umfaher, 86.

⁸²⁵ İtibari değerden az bedelle veya itibari değeri olmayan pay senedi çıkarılması yasağının işlevselliği için bkz. III. Bölüm, 5.2. başlığı altında yapılan açıklamalar.

⁸²⁶ Pentz/Priester/Schwanna, 57; TTK Genel Gereğe p. 64. Baldamus, *Reform der Kapitalrichtlinie*, 113; Öte yandan Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporuna göre itibari değeri olmayan payların kabulü mevcut sistem açısından büyük çaplı değişikliklere gidilmesini gerektirmeyecektir. Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu, 82.

⁸²⁷ Türk hukukunda oy hakkının paydan ayrılamaması sebebiyle oy hakkının doğumunda ve belirlenmesinde, payın belirleyici ölçüt olmasına ilişkin olarak bkz. Aytuğar, *Oy Hakkında İmtiyaz*, 98; Tekinalp, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, 365. Oy hakkının veya kâr payı gibi pay sahipliği haklarının itibari değer ile ilişkili olması durumunda, yeni çıkarılan paylara verilen hakların mevcut pay sahipliği haklarına göre ayarlanarak, örneğin yeni çıkarılan payların mevcut payların itibari değerinin

itibari değeri olmayan pay ihraç edilmesi halinde söz konusu payların toplamı, esas sermaye miktarını vermeyeceğinden ihraç edilen paylardan elde edilen gelirlerin pay sahiplerine iadesinin önüne nasıl geçileceği de önem arz etmektedir⁸²⁸. Bu sorular bakımından itibari değeri olmayan payların benimsendiği ülke hukukları yol gösterici olabilecektir⁸²⁹.

ABD hukuku, asgari esas sermaye zorunluluğu ile itibari değer kavramının birbirlerinden bağımsız olduğu ve itibari değeri olmayan payların kabul edildiği belirgin örneklerden biridir⁸³⁰. Buna göre ABD’de bir çok eyalette, itibari değeri olmayan payların da ihracı kabul edilmiş olup, paylara ilişkin haklar esas sözleşmede tanınmaktadır. Esas sözleşme ile paylara ilişkin belirli sınıflandırma yapılması ve bu sınıflara göre hakların belirlenmesi biçimi kanun koyucu tarafından sınırlandırılmamış olup, tüm bu hakların şirket esas sözleşmesinde veya yönetim kurulu kararında açıkça belirtilmesi gerekmektedir. Bununla birlikte, pay sahiplerinin oy haklarına ilişkin olarak esas sözleşmede herhangi bir hüküm bulunmaması halinde tüm payların eşit oy hakkına sahip olduğu kabul edilmektedir (MBCA §7.21, DGCL §151). Dolayısıyla ABD hukukunda paylara ilişkin sınıflandırmalar stratejik ve şeffaflığa dayalıdır. Ayrıca pay sahipliğine dayalı haklar esas sözleşme ile garanti altına alınmış olup, itibari değere bağlı değildir.

Kıta Avrupası hukuku ülkelerinde ise halihazırda birçok ülkede itibari değer kavramı varlığını muhafaza etse de; Alman ve Fransız hukukunda, parça paylar (Stückaktie), agiolu paylar gibi kabul edilen ara kurumlar⁸³¹ veya şirketin mali

yarısı oranda itibari değere sahip olması durumunda söz konusu pay sahipliği haklarının da yarı oranda kullanılmasının alternatif bir çözüm olabileceği yönünde bkz. Santella/Turrini, a.g.m., 446; Wymeersch, 6.

⁸²⁸ Bu noktada önem arz eden konu, itibari değeri olmayan payların ihracı ile elde edilen gelirin anonim şirketin bağlı malvarlığına mı veyahut serbestçe tasarruf edilebilir malvarlığına mı dahil olacağıdır. Örneğin New York ve Delaware hukuklarında söz konusu gelirin dahil olacağı malvarlığının seçimi konusunda yönetim kuruluna takdir hakkı tanınmıştır. Bkz. Aydın, *Kendi Paylarını İktisap*, s.154.

⁸²⁹ KPMG Raporu, 411 vd.

⁸³⁰ Ancak Delaware ve New York eyaletleri örneklerinde olduğu gibi, anonim şirket esas sözleşmesinde asgari sermaye miktarı bulunduğu gibi, payların itibari değerlerinin toplamı da esas sermaye miktarına eşittir. Ancak, hem Delaware hem de New York eyaleti hukuklarında yönetim kurulunun itibari değeri olmayan pay çıkarması mümkündür. Bkz. Delaware Genel Şirketler Kanunu (DGCL), 8, § 151; New York Ticari Şirketler Kanunu (BSC), sec.501.

⁸³¹ Almanya’da söz konusu paylar “*Stückaktie (anteiliger Betrag)*” olarak adlandırılmakla birlikte 1998 yılında Stückerengesetz ile Alman Şirketler Hukuku sistemine, Fransız Hukuku’na ise yine 1998 yılında “*coupures d’action*” ismiyle dahil edilmiştir.

durumunun kötüleşmesi halinde itibari değerden az bedelle pay çıkarılması yasağına istisna tanınması gibi alternatif çözümler geliştirilmiştir.

Anonim şirket tarafından itibari değeri olmayan pay ihraç edilmesi halinde paylardan elde edilen gelirlerin, pay sahiplerine yapılacak dağıtımlara karşı korunmasına ilişkin olarak ise KPMG raporunda beş farklı model analiz edilmiştir⁸³². Buna göre:

İhraçtan elde edilen gelirin tamamının korunması: Lutter grup tarafından da desteklenen bu modelde, gerçek itibari değersiz payların, sermayenin oluşturulması ve sermayenin korunmasına ilişkin hükümler kaldırılmadan ve mevcut esas sermaye sisteminde uyarlanacak bir teknikle kabulü önerilmektedir. Bu modelde itibari değeri olmayan payların kabulü ile birlikte payların ihraç fiyatı, gerçeğe uygun değerine göre yönetim kurulu tarafından belirlenecektir. Böylece itibari değerli veya agiolu pay ayrımı ortadan kalkacak ve pay sahipleri tarafından tek bir miktar ödenecektir. Pay ihraçlarından elde edilen gelirler ise şirket bilançosunda bulunan öz sermayeye dahil olacak ve mevcut dağıtım kısıtlamaları ile korunacaktır. Ancak söz konusu modelde itibari değer ve payların itibari değerleri toplamından oluşan taahhüt edilmiş sermaye (Subscribed Capital) ile bağlantılı hükümlerin revize edilmesi gerekecektir⁸³³.

İhraçtan elde edilen gelirin bir kısmının korunması (Değişken Sermaye): Söz konusu modelde, itibari değeri olmayan payların kabulü ile birlikte pay ihraçlarından elde edilen gelirlerin bir kısmı bağlı malvarlığına (yedek akçelere) dahil edilecektir. Elde edilen gelirler şirket borçlarını ödemekten aciz hale gelirse, kayıpların önlenmesinde kullanılmak üzere bağlı malvarlığına ayrılmaktadır. Dolayısıyla pay senetlerinin ihracından elde edilen gelirlerin bir kısmı korunmaktadır⁸³⁴.

Karma model: Alman hukukunda *Jahr* ve *Stützel* tarafından ileri sürülen ve “*Saarbrücken Proposal*” olarak anılan bu modelde, itibari değeri olmayan payların kabulü ile birlikte, esas sermaye kavramı mevcudiyetini korumaktadır. Buna göre payların ihracından elde edilen gelirler (kanuni veya esas sözleşmede belirlenmiş) esas sermaye miktarına ulaşincaya kadar esas sermayeye dahil edilecek, bu tutarı aşan gelirler ise yedek akçe olarak kaydedilecektir. Ayrıca bu rezervler şirketin borçlarını

⁸³² KPMG Raporu, 410 vd. Ayrıca bkz. Mülazımoğlu, 47 vd.

⁸³³ Ayrıntılı bilgi için bkz. KPMG Raporu, 410 vd. ; Rickford Raporu, 930.

⁸³⁴ KPMG Raporu, 417 vd.

ödemekten aciz hale gelmesi halinde kayıpların önlenmesinde kullanılabilecektir. Bu modelde itibari değeri olmayan her bir payın sahibi ise eşit haklara sahip olacaktır⁸³⁵.

Ödeme Gücü Testi (Solvency test): Bu model, esas sermaye sisteminden vazgeçilmesi anlamına gelmektedir. *Yeni Zelanda Modeli* olarak da bilinen sistemde itibari değeri olmayan payların kabulü ile birlikte, pay ihracından elde edilen gelirlerin dağıtımına karşı korunması söz konusu değildir. Dolayısıyla bilanço testi ve ödeme gücü testi ile engellemediği sürece pay ihraçlarından ele edilen gelirler, serbestçe kullanılabilir malvarlığına dahil edilerek anonim şirket tarafından dağıtılabilecektir. İtibari değere sahip olmayan payların sahipleri ise yönetim kurulu tarafından belirlenen tutarda ve eşit ödeme yapacaktır⁸³⁶.

*Ödeme Yeterliliği (Solvency Margin)*⁸³⁷: Ödeme yeterliliği modeli dördüncü modelle benzer bir alt yapıya sahip olup, Kaliforniya’da modelin uygulama örneğine rastlanmaktadır. Bu modelde de itibari değeri olmayan payların kabulü ile birlikte, pay ihracından elde edilen gelirlerin dağıtımına karşı korunması söz konusu değildir. Ancak şirkette kâr mevcut değilse, dağıtım için bilanço ve ödeme gücü testinin geçilmesi gerekmektedir. Bu model, dağıtım sonrasında şirket malvarlığının belirli orandaki borçları ödeyebilme kapasitesine sahip olmasını aramaktadır⁸³⁸.

KPMG Raporu ile analiz edilen bu modellerin ortak özelliği itibari değeri olmayan payların kabulü olmakla birlikte, özellikle dördüncü ve beşinci modeller esas sermaye sisteminde köklü bir değişiklik gerekmektedir. Bununla birlikte esas sorun, itibari değeri olmayan payların kabulü halinde pay senetlerinin ihracından elde edilen gelirlerin korunması değil, esas sermaye sisteminde itibari değere bağlı düzenlemelerin (örneğin pay sahipliği hakları) ne şekilde revize edileceğidir. Zira itibari değeri olmayan payların ihracından elde edilen gelirin birinci ve ikinci modelde önerildiği üzere bağlı malvarlığına aktarılması suretiyle korunması mümkündür.

Türk hukukunda henüz itibari değeri olmayan pay kabul edilmemiş olup, esas sermaye sistemi düzenlemelerinin birbiri ile olan sıkı bağlantısı sebebiyle bu kabulün ortaya çıkaracağı büyük çaplı değişikliğe mevcut hukuk sistemimizin hazır olup

⁸³⁵ KPMG Raporu, 419 vd.

⁸³⁶ KPMG Raporu, 420; Mülazımoğlu, 58.

⁸³⁷ Bu kavram *Mülazımoğlu* tarafından “yükümlülük karşılama yeterliliği” olarak Türkçeye çevrilmiştir. Bkz. Mülazımoğlu, 9.

⁸³⁸ KPMG Raporu, 422.

olmadığı tartışmalıdır. Türk hukukundaki mevcut sistemde itibari değeri olmayan payların kabulü ancak, KPMG raporunda öne sürülen birinci ve ikinci modellere benzer şekilde ve sermayenin korunması ilkesi gözetilerek mümkün olabilecektir. Ancak bu durumda bile söz konusu paylardan doğan haklara ilişkin düzenlemelerin yapılması gerekmektedir.

Öte yandan itibari değer kavramı ve itibari değerın altında bedelle pay çıkarılmasına yönelik yasağın, esasen pay sahipleri arasındaki eşitliğin korunmasını amaçladığı ortadadır. Konuya esas sermaye sisteminin alacaklıları koruyucu perspektifinden bakıldığında, söz konusu düzenlemelerin işlevsel olduğu söylenemeyecektir. Bu sebeple payların itibari değerinin piyasa değeriyle farklılık arz etmesi sebebiyle oluşan karmaşa ve işlem maliyetleri göz önünde bulundurulursa sistemin basitleştirilmesine yönelik adımların atılması gerektiği kanaatindeyiz⁸³⁹.

4.3. Aynı Sermaye Hükümlerinin Esnekleştirilmesi

Esas sermaye sisteminde aynı sermaye hükümlerinin esnekleştirilmesi, aynı sermaye olabilecek değerler ve aynı sermaye değerlendirme prosedürü olarak iki temel başlıkta ele alınabilecektir.

Anonim şirketin kuruluşunda emek ve hizmet edimlerinin aynı sermaye olarak taahhüt edilemeyeceğine yönelik yasak varlığını, hem AB hem de Türk Hukuku bakımından devam ettirmektedir. Sadeleştirme çalışmaları kapsamında özellikle start-up veya uzmanlaşmış hizmetlerden oluşan şirketler için hizmet edimlerinin de aynı sermaye olarak şirkete getirilmesinin, hizmet ediminin ifa edilmemesi ihtimaline binaen teminat alınması veya ifa eksikliği riskine karşı hisselerin bloke bir hesapta tutulması gibi tedbirler ile mümkün hale gelebileceği ifade edilmiştir⁸⁴⁰.

Türk Hukukunda ise söz konusu yasak TTK m.342 hükmü ile düzenlenmiş olmakla birlikte, eTK döneminde de doktrinde, kişisel emek ve hizmet edimlerinin anonim şirkete aynı sermaye olarak getirilemeyeceği yönünde fikir birliği bulunmaktaydı. Bu bağlamda, şahsi emek ve hizmet edimlerinin; nesnel bir şekilde değerlendirilmesinin mümkün olmadığı, esas sermayenin belirlilik niteliğiyle örtüşmediği,

⁸³⁹ İtibari değeri olmayan pay senedi çıkarılmasının uluslararası rekabete uyumlanmak için gerekli olduğuna yönünde bkz. Pentz/Priester/Schwanna, 58.

⁸⁴⁰ Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu, 83; Santella/Turrini, a.g.m. 440. Konuya ilişkin görüşler için bkz. III. Bölüm, s. 5.3. başlığı altında yapılan açıklamalar.

devredilebilir olmadığı, pay sahibinin şahsına sıkı sıkıya bağlı olmaları sebebiyle ifalarının riskli olduğu, hizmetin ifa edilememesi halinde dava ve icra takibinde bulunulamayacağı gerekçeleri ileri sürülmüştür⁸⁴¹. Çonkar tarafından “*kişisel emek ve hizmet edimlerinin para olarak takdirinin zor olmasının, bu edimlerin aynı sermaye olarak elverişli olmadığı yönünde doğrudan bir sonuca varılmasını gerektirmediği*” ifade edilmiştir. Ayrıca yazar, aynı sermaye olarak taahhüt edilmesi mümkün bazı başka malvarlığı değerleri bakımından da benzer bir zorlukla karşılaşılmamasının ihtimal dahilinde olduğunu eklemiştir⁸⁴². Ayrıca kişisel emek ve hizmet edimlerine de bazı durumlarda parasal bir değer biçilmesi mümkündür. Örneğin hizmet sözleşmeleri bakımından asli edim yükümlülüğünün şahsi emek olması halinde, söz konusu edimin karşılığı parasal bir değerdir. Dolayısıyla benzer bir değerlemenin aynı sermaye olarak şirkete konulması planlanan hizmet edimleri için de yapılması düşünülebilecektir⁸⁴³. Öte yandan söz konusu düzenlemelerin amacının alacaklıları korumak olduğu göz önünde bulundurulursa, kurucusu olduğu şirkete şahsi emeğini koyan bir pay sahibinin, şirketin faaliyet esnasında daha tedbirli ve özenli davranması ihtimali de yüksektir. Gerek AB hukukundaki tartışmalar gerekse günümüz piyasa koşulları dikkate alındığında, kişisel emek ve hizmet edimlerinin sermaye olarak konulmasının da bazı tedbirler alınarak en azından halka açık olmayan anonim şirketler açısından tekrar değerlendirilmesi kanaatindeyiz.

Türk hukukunda aynı sermaye düzenlemeleri açısından üzerinde durulması gereken bir diğer husus ise, TTK m.342 uyarınca vadesi gelmemiş alacakların anonim şirkete sermaye olarak getirilememesidir⁸⁴⁴. Buna göre vadesi gelmemiş alacaklara, nesnel bir biçimde değer biçilmesinin mümkün olmayacağı, bir değer atfedilse bile şirket sermayesinin karşılıksız kalmasına yol açabileceği, bu sebeple şirket

⁸⁴¹ Konuya ilişkin olarak ayrıca bkz. Çağlar, “Anonim Şirketlerde Aynı Sermayeye Değer Biçilmesi”, 36 vd. Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p. 487. eTK döneminde emeğin sermaye olarak kabul edilmemesine yönelik değer biçilememesi, esas sermayenin muayyenliğini zedelediği, devredilebilir olmadığı, pay sahibinin şahsına sıkı sıkıya bağlı olması sebebiyle ifasının riskli olduğu, hizmetin ifa edilememesi halinde dava ve icra takibinde bulunulamayacağı gerekçelerinin yerinde olmadığına ilişkin ayrıntılı açıklamalar için Çonkar, 218 vd. Mehaz İsviçre hukukunda da bir malvarlığı unsuru ancak aktifleştirilebilir, devredilebilir, serbestçe tasarruf edilebilir ve nakde çevrilebilir ise aynı sermaye olarak taahhüt edilebilecektir. Bkz. Meyer, 58.

⁸⁴² Çonkar, 219.

⁸⁴³ Çonkar, 219.

⁸⁴⁴ Konunun eTK döneminden bugüne gelişimine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Çonkar, 139 vd.; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 352.

alacaklılarına güvence teşkil etmeyeceği ifade edilmektedir⁸⁴⁵. Buna karşın, alacağın vadeli olmasının aynı sermaye yeterliliğinin reddedilmesi için haklı bir gerekçe olmadığı da doktrinde savunulan görüşler arasındadır⁸⁴⁶. Aynı şekilde vadesi gelmemiş alacakların da nakden değerlendirilebilme ve devredilebilme kıstaslarını taşıdığı, ayrıca vadesi gelmiş fakat tahsil edilmemiş muaccel bir alacağın aynı sermaye olarak kabulü mümkünken, vadesi henüz gelmediği için tahsil edilemeyen alacağın aynı sermaye olarak getirilmesinin reddedilmesi haklı olarak eleştirilmektedir⁸⁴⁷.

Esas sermaye sisteminde aynı sermayeye ilişkin üzerinde durulan bir diğer husus ise değer biçme prosedürüdür. AB hukukunda değer biçme prosedürünün, maliyetli ve katı olması sebebiyle eleştirilmesi sonucunda esnekleştirilmesine yönelik bir takım önerilerde bulunulmuştur. Buna göre kurucu sorumluluklarını arttırarak veya yeni sorumluluk halleri düzenlenerek prosedürün esnekleştirilebileceği ifade edilmiştir⁸⁴⁸. Bu yaklaşım, ex-post bir mekanizma olan sorumluluk yoluyla esnekleştirmenin, ekonomik özgürlüklere daha uygun olacağı düşüncesinden yola çıkmaktadır.

Anonim şirkete getirilecek olan aynı sermaye unsurlarının, neden şirket tarafından yapılan herhangi bir satın almadan farklı değerlendirilmesi gerektiği sorusuna⁸⁴⁹ öğretide, şirket ile üçüncü bir taraf ile yapılan satış sözleşmesinde tarafların çıkarlarının karşılıklı olması sebebiyle edimler arasında bir dengenin söz konusu olduğu, oysa anonim şirketin kuruluşunda kurucuların hepsinin ortak bir menfaate sahip olduğu, dolayısıyla tek seferde satın almanın yaratacağı sonuçların aksine, ederinden fazla bir değer ile şirkete taahhüt edilen sermaye unsurunun pay sahipleri haklarının kullanılmasında uzun vadeli sonuçlar doğuracağı cevabı verilmiştir⁸⁵⁰.

⁸⁴⁵ Ayrıca, vadesi gelmemiş alacaklarda vadenin uzatılmasının, sermayenin belirsiz durumunun uzun zaman dilimlerine yayılmasına sebep olabileceği yönünde bkz. Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 352.

⁸⁴⁶ Bu kapsamda alacağın bir para alacağı olduğu düşünülürse, halihazırda vadesi gelmiş bir alacak şirkete sermaye olarak getirilmek isteniyorsa, vadesi gelmiş olan alacağın tahsil edilerek nakdi sermaye olarak kullanılmasının daha akla yatkın olduğu doktrinde vurgulanmıştır. Bkz. Mehmet Bahtiyar, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’nın Dili İle Bazı Hükümlerinin Değerlendirilmesi”, 72.

⁸⁴⁷ Konuya ilişkin doktrindeki eleştiriler için bkz. Coşgun, a.g.m. 335; Kendigelen, *İlk Tespitler*, 230;

⁸⁴⁸ Wymeersch, 8. Buna karşın, yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna dayanan bir sistemin, mevcut sermaye sistemine oranla maliyet tasarrufu sağlamayacağı da belirtilmektedir. Pentz/Priester/Schwanna, 62.

⁸⁴⁹ Rickford Raporu, 934.

⁸⁵⁰ Pentz/Priester/Schwanna, 60.

Aynı sermaye unsurlarının değerinin kurucular tarafından beyan edilmesi ve bu beyanın sorumluluk hükümleri ile güvence altına alınmasına ilişkin yaklaşımı ise Alman hukuku doktrinde efektif bulunmamış ve Alman hukukundaki geçmiş deneyimlerden yola çıkıldığında aynı sermaye konusunda emredici hükümlerin, kurucuların öz-denetimi yaklaşımına göre daha tercih edilebilir olduğu sonucuna varılmıştır⁸⁵¹.

Aynı sermaye değerlendirme prosedürüne yönelik alternatif bir diğer yaklaşım ise değerlendirme hükümlerinin tamamen kaldırılması yerine, aynı sermaye unsurlarına şirketin iflası halinde ve ödemelerin yapılması aşamasında değer biçilmesidir. Bu durumda, aynı sermaye değerlerinin gerçek değerini ispat yükünün pay sahiplerine yükleneceği, bu yaklaşımın aynı sermaye değerlemesinde zaman kaybı ve maliyetleri azaltacağı, nitekim söz konusu durumda pay sahiplerinin aynı sermaye unsurlarının gerçek değerleri konusunda -ödeme yapılabilmesi için- en iyi değerlendirmeyi yapmak zorunda kalacağı ileri sürülmüşse de AB hukuku değişiklikleri kapsamında bu yaklaşım karşılık bulamamıştır⁸⁵².

AB hukuku düzenlemelerinde bazı durumlarda aynı sermaye değerlemesinden vazgeçilebilmesine yönelik yapılan değişikliklere daha önce değinmiş, 2009 yılında yapılan değişiklikle şirket birleşme, bölünme ve tür değiştirme hallerinde değerlendirme prosedürüne bir muafiyet hali tanındığını ve benzer bir düzenlemenin TTK'nın yeniden yapılanma düzenlemelerinde mevcut olduğunu belirtmiştik⁸⁵³. Bu kapsamda şunu belirtmekte fayda vardır. AB 2017/1132 m.49/5 düzenlemesi uyarınca birleşme ve bölünmeye ilişkin bağımsız bir veya birden fazla uzman tarafından rapor hazırlanmış olması halinde; birleşme ve bölünme yoluyla yeni bir şirket kurulmasında aynı sermayeye değer biçilmesinden vazgeçilebilecektir. İlgili değişiklikte hükme istisna sağlanırken daha önce düzenlenmiş bir rapor koşulunun aranması, alacaklıların korunması amacı ve yönergenin bütünüyle uyumlu gözükmektedir. Buna karşın aynı

⁸⁵¹ Nitekim, Almanya'da GmbH hukuku bakımından söz konusu olan bu liberal yaklaşımın, pratikte elverişsiz sonuçlara yol açtığı GmbH şirketlerinin, hileli kuruluşlar, spekülative girişimler için tercih edilen yasal bir zemin haline geldiği dile getirilmiştir. Bkz. Pentz/Priester/Schwanna, 62. Buna karşın, Delaware Genel Şirketler Kanunu hükümlerine göre, şirkete sermaye olarak getirilecek nakdi veya nakdi olmayan unsurların değerlendirilmesi yönetim kuruluna bırakılmış olup, değerlendirme konusunda dolandırıcılık söz konusu değilse yöneticilerin kararlarının kesindir (DGCL 152, 154).

⁸⁵² Bu noktada payların devredilebilir olduğu dikkate alınırsa, aynı sermayenin değerine ilişkin ispat yükünün ve sorumluluğun önceki pay sahibinde kalması gerektiği, payı devralan yeni pay sahibinin etkilenmemesi gerektiği ifade edilmiştir. Bkz. Eidenmüller/Grunewald/Noack, a.g.m. 29.

⁸⁵³ Bkz. 94 vd.

sonuca TTK düzenlemeleri bakımından varılamamaktadır. Şöyle ki, birleşmelere ilişkin olarak TTK m.142/2 ve m.143, bölünmelere ilişkin olarak TTK m. 163/2 ve m.164 ve tür değiştirme bakımından TTK m. 184/1 hükümlerinde aynı sermaye konulmasına ilişkin hükümlerin uygulanmayacağı belirtilmekle birlikte, aynı unsurların değeri bakımından neyin esas alınacağı belirtilmemiştir. Bu kapsamda TTK m.142 hükmünün gerekçesinde, birleşme raporu (TTK m.147) ve birleşmenin denetlenmesi (TTK m.148) hükümlerinin güvenlik yönünden aynı sermaye hükümlerinin uygulanmasının gereksiz kılmasından bahsedilmişse de, 6335 sayılı kanun değişikliği ile kanunun yürürlüğe girmesinden kısa bir süre sonra “*Birleşme sözleşmesinin ve birleşme raporunun denetlenmesi*” başlıklı TTK m.148 hükmü yürürlükten kaldırılmıştır⁸⁵⁴. Birleşme raporunun içeriği ise TTK m. 147 hükmünde düzenlenmiş olup, rapor denetim işlevini haiz değildir⁸⁵⁵. Dolayısıyla yeniden yapılanmaya ilişkin söz konusu hükümler sermayenin korunması ve güvenli kuruluş gerekçesiyle sıkı bir rejim benimseyen TTK’nın bütünüyle paralellik arz etmemektedir.

TTK m.343 hükmü ile anonim şirkete konulan aynı sermaye ile kuruluş sırasında devralınacak işletmelere ve aynılara değer biçecek bilirkişilerin seçiminde şirketin merkezinin bulunacağı yerdeki asliye ticaret mahkemesinin mutlak yetkili sayılması da doktrinde eleştirilen noktalar arasındadır. Nitekim değer biçilecek ayınlara şirket merkezinin bulunduğu yerden farklı bir yerde olması halinde, uygulama zorlukları ortaya çıkabilecek, kuruluş aşamasında bu prosedür zaman kaybı ve masrafa yol açabilecektir⁸⁵⁶.

⁸⁵⁴ Bölünmeler bakımından benzer nitelik taşıyan TTK m. 170 ve Tür değiştirme bakımından TTK m. 187 hükmü de 6335 sayılı kanun ile yürürlükten kaldırılmıştır.

⁸⁵⁵ Bu durumda TTK m.144, m.165 ve m.184 uyarınca ara bilançonun aynı sermaye değerleri açısından esas alınabileceği yönünde bkz. Çonkar, 312. Yeniden yapılanma raporu ve aynı sermaye denetimine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Çoştan, 60 vd.

Bununla birlikte Çoştan, bu sonuca yeniden yapılanma raporunun içeriği ile kurucular beyanı içeriğinin karşılaştırmasını yaparak varmış olup, içeriklerinin birbirinden farklı olduğu, dolayısıyla aynı işlevi taşımadıklarını belirtmiştir. Fakat anonim şirketin kuruluşunda kamuyu aydınlatarak sermayenin korunmasını sağlamak amacıyla ihdas edilen ve TTK m.349 hükmünde düzenlenmiş olan kurucular beyanı da 6728 sayılı kanun değişikliği ile 2016 yılında yürürlükten kaldırılmıştır.

⁸⁵⁶ Kendigelen, *İlk Tespitler*, 231. Benzer yönde ayrıca bkz. Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku*, 39; Ayrıca Kendigelen TTK m.343 hükmünü birkaç farklı açıdan eleştirmektedir. Şirketin merkezinin değer biçecek bilirkişilerin seçimi konusunda mutlak olarak yetkili sayılmasının yanında, bilirkişilerden değerlendirme raporunda alacakların tahsil edilebilirliği konusunda görüş beklenmesinin sorumluluk bakımından ileride açacağı problemleri ve mahkemeye verilen “onay” işlemini Türk usul hukukunda usuli işlem olarak bulunmaması sebebiyle eleştirmiş ve tüm bu sebeplerden ötürü, TTK

Sonuç olarak anonim şirket esas sermayesinin oluşturulmasında alacaklıların ve pay sahiplerinin korunması ihtiyacı kapsamında özel olarak düzenlenmiş olan aynı sermaye hükümlerinin koruyuculuk işlevinin abartılmaması gerektiğine katılmakta, esas sermaye sistemi ile uyumlu ve menfaat çatışmalarının dengelendiği bir revizyonun girişimcileri de teşvik edeceği düşüncesindeyiz. Nitekim sermayenin korunması gerekçesiyle Türk şirketler hukukunda özellikle sermaye olabilecek değerler bakımından sıkı bir rejim benimsenmiş, emek ve hizmet edimini sermaye yapmak isteyen girişimciler için sınırsız sorumlu olacakları şahıs şirketi kurmaktan başka alternatif bırakılmamıştır. Bununla birlikte, aynı sermayeye değer biçilmesi prosedüründe AB direktifleri kapsamında yapılan sadeleştirme çalışmalarından TTK m.343 hükmü ile bilinçli olarak kaçınılması Türk hukuk doktrininde haklı olarak eleştirilmektedir. Nitekim Türk hukukunda da ortaya çıkabilecek olası risklere yönelik tedbir alınarak, TTK hükümleri AB uygulamasıyla uyumlu hale getirilebilecektir⁸⁵⁷. Dolayısıyla günümüz ekonomik koşulları dikkate alınarak söz konusu hükümlerin tekrar gözden geçirilmesi ve en azından 6335 sayılı kanun değişikliği ile yürürlükten kaldırılan işlem denetçisi gibi denetim mekanizmalarıyla denetim, kamuyu aydınlatma düzenlemeleriyle şeffaflık ve hileli işlemlere ilişkin sorumluluk hükümleriyle güvenlik sağlanarak mevcut rejimin esnetilmesinin yararlı olacağı kanaatindeyiz.

4.4. Kendi Payını İktisap ve Finansal Yardım Yasağının Esnekleştirilmesi

Anonim şirketin kendi payını iktisabı ve finansal yardıma ilişkin düzenlemeler bakımından Kıta Avrupası hukukunda olduğu gibi Türk hukukunda da katı bir rejim benimsenmiştir. Zira her iki hukuki işlem de anonim şirket esas sermayesinin azalması sonucunu doğurarak, alacaklılar ve pay sahiplerinin menfaatlerinin zedelenmesine yol açabilecektir⁸⁵⁸. Ancak söz konusu işlemlerin her ahvalde alacaklıların veya pay sahiplerinin aleyhine sonuç meydana getireceği kanaatiyle kati suretle yasaklanması, anonim şirketin işleyişinde aksamalara yol açabileceği gibi eşit rekabet koşullarına erişimini de zorlaştıracaktır. Rekabet koşullarının değişmesi ve ekonomik ihtiyaçlar

m.343 hükmünün uygulamasının anonim şirketlere aynı sermaye konulmasını zorlaştıracığını belirtmiştir.

⁸⁵⁷ Çağlar, “Anonim Şirketlerde Aynı Sermayeye Değer Biçilmesi”, 51. Bununla birlikte yazar, söz konusu yönerge değişikliklerinin Türk hukukuna uyarlanabilmesi için Türkiye’de şirketlerin denetimine yönelik bazı altyapı sorunlarının giderilmesi gerektiğini belirtmiştir. Bkz. Çağlar, “Anonim Şirketlerde Aynı Sermayeye Değer Biçilmesi”, 50 vd.

⁸⁵⁸ Doğan, *Der Erwerb eigener Aktien*, 95 vd.; Drinkuth, 199.

sebebiyle bu yaklaşım AB’de eleştirilmiş ve esnekleştirme önerilerini ortaya çıkarmıştır⁸⁵⁹.

Türk Hukukunda anonim şirketin kendi payını iktisabı ve finansal yardım yasağına ilişkin hükümler kaynağını AB yönergelerinden almış olsa da, kanun koyucu tarafından AB hukukunda 2006/68 sayılı değişiklik yönergesi ile yapılan değişiklikler kısmen benimsenmiş, söz konusu esnekleştirme çalışmalarına Almanya’nın tutumuna benzer bir bakış açısıyla bakılmıştır⁸⁶⁰. Türk hukukunda anonim şirketin kendi payını iktisabına ilişkin TTK m.379 hükmü genel kurulun yönetim kuruluna vereceği yetki süresi bakımından AB yönergesindeki değişikliğe benzer bir tutum sergilemişse de, %10’luk sınır muhafaza edilmektedir. Söz konusu sınıra ilişkin düzenleme Türk doktrininde çeşitli görüşlerin öne sürülmesine sebep olmuştur. *Kendigelen*, “*TTK m.379/3 uyarınca pay bedellerinin serbest öz kaynaklardan ödenmesi zorunluluğu karşısında %10 luk sınır şartına gerek olmadığı, nitekim böyle bir iktisabın alacaklıların menfaatini zedelemeyeceğini*” belirtmiştir⁸⁶¹. Buna karşın doktrinde, Almanya’nın da koruduğu üst sınırın kaldırılması için Türk hukukunun hazır olmadığını ve sınırın kaldırılmasının kötüye kullanma riski sebebiyle korunması gerektiği de savunulmaktadır. Bu noktada *Kendigelen*’in düşüncesine katılmakla birlikte denilebilir ki, şirketin kendi paylarını iktisabında önemli olan iktisabın kanuna uygun şekilde yapılmış olmasıdır. Dolayısıyla şirketin bağlı olmayan malvarlığından ödemek suretiyle paylarını iktisap etmesi halinde, sermayede bir azalma meydana gelmeyecek ve alacaklılar bakımından bir tehlikeden söz edilemeyecektir. Ayrıca %10 sınırının anonim şirketin esas veya çıkarılmış sermayesi üzerinden belirlenmesi ise, asgari sermaye tutarları göz önünde bulundurulduğunda sembolik kalmaktadır. Dolayısıyla anonim şirketin kendi paylarını iktisabı bakımından bir sınır muhafaza edilmek isteniyorsa, şirketin dağıtılabilir kâr oranı üzerinden belirlenmesi alternatifi değerlendirilmelidir⁸⁶².

⁸⁵⁹ Bu sebeple AB üyesi ülkelere öncelikle 77/91/EEC sayılı yönergede yapılan ve devam yönergelerde de varlığını muhafaza eden değişikliklerle belirli koşulların sağlanması halinde anonim şirketin kendi payını iktisabı konusunda serbesti tanınmıştır.

⁸⁶⁰ Konuya ilişkin Alman hukuku düzenlemeleri için bkz. II. Bölüm, 3.2.2. başlığı altında yapılan açıklamalar Ayrıca bkz. *MüKoAktG/Oechsler AktG* § 71 Rn. 34-39; Schäfer, *Gesellschaftsrecht*, 332-333.

⁸⁶¹ Bkz. *Kendigelen*, “İlk Tespitler”, 275. %10 limiti ile hak sahibine ek bir korunma sağlanmasının bir bağlantısı olmadığı yönünde bkz. Meyer, 137.

⁸⁶² Belirtilen alternatif AB yönergeleri kapsamında SLIM çalışma raporu ve Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporunda önerilmiştir. Bkz. SLIM Raporu, 4; Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu Raporu, 85.

Bununla birlikte, şirketin %10'luk sınır içerisinde dahi olsa söz konusu paylara yüksek bedel ödemek suretiyle pay sahipleri arasında eşitsizlik yaratması mümkündür. Dolayısıyla şirketin kendi paylarını iktisabında ortaya çıkabilecek hukuka aykırılıklar için yönetim kurulunun sorumluluğunun belirgin olması ve kötüye kullanımlara karşı sorumluluğun etkinliği artırılarak güvence sağlanması gerekmektedir. Böylece hem alacaklıların hem de pay sahiplerinin menfaatleri bakımından daha verimli sonuçlar alınabilmektedir. Ayrıca anonim şirketin kendi payını iktisabı şirket tarafından yapılacak dağıtımlar kapsamında değerlendirilerek, iktisap öncesinde bilanço ve ödeme gücü testi uygulanmak suretiyle iktisap sonrasında alacaklıların menfaatlerinin zedelenmesinin önüne geçilebilecektir⁸⁶³.

Anonim şirketin kendi paylarını iktisabı amacıyla finansal yardım yasağına ilişkin AB hukukundaki reform çalışmaları Türk Hukuku bakımından bilinçli olarak TTK kapsamı dışında bırakılmış ve Alman hukukuna benzer bir yaklaşımda kalmıştır. Türk hukuku bakımından anonim şirketin kendi payını iktisabına belirli koşulların sağlanması halinde kanun koyucu tarafından müsaade edilmişken; anonim şirketin alacaklı durumda olarak yaptığı finansal yardımın istisnai haller haricinde tamamen yasak olmasının çelişkili bir durum yarattığı öğretide haklı olarak eleştirilmektedir⁸⁶⁴. Ayrıca ödeme kabiliyeti düşük üçüncü bir kişiye finansal yardım sağlanması yoluyla anonim şirket esas sermayesinin azaltılması ve alacaklıların tehlikeye düşürülmesinin engellenmesi için yardımın yasaklanması değil, yöneticilerin sorumluluğunun etkinleştirilmesi daha efektif olabilecektir⁸⁶⁵. Nitekim daha önce de ifade ettiğimiz üzere bu durumda esas amaç, anonim şirketin esas sermayesinin iadesinin önlenmesi ve yönetim kurulu tarafından yapılabilecek hileli işlemlerin önüne

⁸⁶³ Enriques/Macey, a.g.m. 1180; Miola, 448; MüKoAktG/Oechsler AktG § 71 Rn. 8. Bu sebeple anonim şirketin kendi payını iktisabının normal bir temettü dağıtımı gibi sermayenin korunmasına yönelik dağıtım şartlarına tâbi olup, söz konusu işlem için yalnızca serbestçe tasarruf edilebilecek malvarlığının kullanılabilmesi yönünde bkz. Bezzenger, s.206. Ayrıca, şirketin alacaklılarının bakış açısından, kendi hisselerini geri satın almak, temettü dağıtmakla aynı etkiye sahiptir. Her iki durumda da anonim şirket malvarlığında bir azalmaya yol açmaktadır. Bkz. Merkt, US Gesellschaftrecht, s.321.

⁸⁶⁴ Gürel'in belirttiği üzere özellikle Alman Hukuku bakımından finansal yardım yasağının, anonim şirketin kendi payını iktisabı hükmünün dolanılmasının engelleme amacı Alman Hukukunda tartışmalara sebep olmuştur. Bu kapsamdaki özellikle Schroeder tarafından ileri sürülen eleştirilerin temel argümanı, dolanmayı engelleyen hükmün, dolanılmak istenen hükmün kapsamını aşarak daha geniş bir uygulama alanı bulmaması gerektiğidir. Dolayısıyla, anonim şirketin kendi payını %10 oranında iktisabı mümkünken, daha düşük bir oranda kendi payının iktisabı için finansal yardımda bulunması yasaklanmıştır. Söz konusu durumun olağan olmadığına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Gürel, 77 vd.

⁸⁶⁵ Santella/Turrini, a.g.m. 448.

geçilmesidir. Dolayısıyla tüm finansal yardım işlemleri anonim şirket esas sermayesini azaltmayacağı gibi alacaklıların menfaatini de zedelemeyecektir. Nitekim doktrinde iktisabın hangi kaynaktan finanse edildiğinin önemli olduğu vurgulanmış, anonim şirketin kendi paylarını iktisabının her ahvâlde alacaklıların menfaatini riske atmayacağı, dolayısıyla iktisabın, anonim şirketin tasarrufta bulunmasının serbest olduğu değerler ile finansa edilmesinde bir sakınca bulunmadığı ifade edilmiştir⁸⁶⁶. Bu noktada yönetim kurulunun finansal yardımı kime, nasıl, ne amaçla yaptığının ve finansmanın hangi kaynaktan çıktığının denetimi ve şeffaflığı üzerinde durularak denetleyici ve şeffaf bir mekanizma kurulması gerektiği kanaatindeyiz⁸⁶⁷. Bu noktada yönetim kurulunun finansal yardımı kime, nasıl, ne amaçla yaptığının ve finansmanın hangi kaynaktan çıktığının denetimi ve şeffaflığı üzerinde durularak denetleyici ve şeffaf bir mekanizma kurulması gerektiği kanaatindeyiz

Sonuç olarak anonim şirketin kendi payını iktisap ettiği tüm hallerde veya finansal yardım işlemlerinde alacaklıların veya pay sahiplerinin menfaatlerinin zedeleneyeceğinden yola çıkılarak benimsenen yasaklama yaklaşımı; Türk şirketlerinin bir kurumsal finansman aracı olarak bu işlemlerin faydalarından yoksun kalmasına sebep olarak sermaye piyasalarındaki gelişmeler karşısında hızlı ve esnek tepki vermesinin önüne geçebilecektir⁸⁶⁸. Dolayısıyla Türk hukukunda da anonim şirketlerin kendi payını iktisap etmesi ve finansal yardım yasağına ilişkin olarak sorumluluk, denetim ve kamuyu aydınlatma hükümleriyle desteklenmesi koşuluyla daha esnek ve yeni bir bakış açısı benimsenebilecektir.

⁸⁶⁶ Nitekim, anonim şirket kendi paylarını iktisap ederken ödemeyi, anonim şirket esas sermayesinden veya dağıtılabilir öz kaynaklardan yapabilecektir. Sevi, Anonim Ortaklığın Kendi Payını Devralması Üzerine Bir İnceleme, 241; Esas sermaye sisteminde sermayenin korunması şirketler hukukunda temel bir ilkeyi ifade etse de, uygun koşulların sağlanması ile sermayenin korunması ilkesine aykırılık oluşturmada anonim şirketin kendi payını iktisap etmesinin mümkün kılınabileceği yönünde bkz. Gower/Davies, 346. Buna karşın payların iktisabı bakımından öngörülen %10 luk sınırlamanın, şirket tarafından tüm dağıtılabilir fonların kullanılmasını engellediği yönünde bkz. Doğan, *Der Erwerb Eigener Aktien*, 87.

⁸⁶⁷ Koll-Möllenhoff, 177. Anonim şirketlerde bağımsız denetim için ayrıca bkz. Korkut Özkorkut, *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Açısından Anonim Şirketlerde Bağımsız Denetim*. (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2013).

⁸⁶⁸ Meyer, 137. Ayrıca anonim şirketin kendi hisselerini satın alması uzun vadede şirketin değerini ve beraberinde yatırımcılar açısından çekiciliğini de arttırabilecektir. Doğan, *Der Erwerb Eigener Aktien*, 84.

4.5. Kamuyu Aydınlatma Zorunluluğunun Daha Etkin Kılınması

Esas sermaye sisteminde alacaklıların korunmasının daha verimli kılınması için destekleyici bir mekanizma olarak önerilen kamuyu aydınlatma zorunluluğunu Türk Hukuku bakımından değerlendirebilmek için kamuyu aydınlatma faaliyetinin Türk Hukuku bakımından kapsamına değinmek gerekmektedir⁸⁶⁹.

Kamunun aydınlatılması Türk Hukuku'nda, özellikle AB Hukuku düzenlemelerinin etkisiyle birlikte ağırlık kazanmış ve durum gerek 6102 sayılı TTK düzenlemelerine gerekse SPK düzenlemelerine yansımış ve kamunun aydınlatılmasına ilişkin esaslar, SPK'nın "*Sermaye Piyasası Araçlarının İhracı, Kamunun Aydınlatılması ve İhraççılara İlişkin Esaslar*" başlıklı kısmında, "*Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Esaslar*" bölümünde düzenleme altına alınmıştır⁸⁷⁰.

6102 sayılı TTK kapsamında ise kamuyu aydınlatmaya hizmet eden, eş deyişle aleniyeti sağlayan düzenlemeler olsa da (ticaret sicili ve bilgi alma hakkına ilişkin düzenlemeler), kamuyu aydınlatma ilkesine yalnızca TTK m.460/2 hükmünde açıkça yer verilmiştir⁸⁷¹. Doktrinde söz konusu hükmün kamuyu aydınlatma ilkesi ile halka açık olmayan anonim şirketlerin ilişkileneceği bakımından önemli olduğu vurgulanmıştır⁸⁷². Aynı şekilde internet sitesi başlıklı TTK m.1524 hükmü⁸⁷³ kamuyu

⁸⁶⁹ Kavramın Türk Hukuku bakımından gelişimine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Meral, 135 vd.

⁸⁷⁰ Ayrıca bkz. Özkorkut, "Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim", 154 vd. Nitekim TTK'nın genel gerekçesinin "Kamuyu aydınlatma/Şeffaflık başlıklı 68. paragrafında bu durum "*Anonim şirketler öğretisinde, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık terimleri çoğu kez eşanlamli olarak kullanılmaktadır. Kamuyu aydınlatma esasında yılsonu finansal tabloları bağlamında ortaya atılmış ve gelişmiş bir öğretilerdir. Daha sonra anonim şirketlerle ilgili her konuda uygulanır bir kapsam kazanmıştır. Kamuyu aydınlatma bugün yerini oldukça büyük bir oranda daha anlaşılır bir kavram olan şeffaflığa bırakmıştır. Şeffaflığın yöneldiği hedef kitleler daha geniştir. Şeffaflık halka açık anonim şirketleri merkez alan bir anlayışın değil, bilgi toplumu yaklaşımının bir ürünüdür. Her iki terim de son elli yıldan beri anonim şirketler hukukunun gün geçtikçe ağırlığını artıran değerleridir. Günümüzde her ülke şirketler hukukunu bu değerler temelinde yenileştirmektedir.*" şeklinde ifade edilmiştir.

⁸⁷¹ Kayıtlı sermaye sisteminde" başlıklı hüküm uyarınca, "*Sermayenin artırılabilmesi için, yönetim kurulu, esas sözleşmenin sermayeye ilişkin hükümlerinin, 333 üncü madde uyarınca gerekli olması hâlinde, Gümrük ve Ticaret Bakanlığından izni alınmış şekillerini, sermayenin artırılmasına ilişkin kararını, imtiyazlı paylara ve rüçhan haklarına ilişkin sınırlamaları, prime dair kayıtları ve bunun uygulanması hakkındaki kuralları, esas sözleşmede öngörüldüğü şekilde ilan eder ve internet sitesinde yayımlar. Yönetim kurulu, bu kararda artırılan sermayenin tutarını, çıkarılacak yeni payların itibari değerlerini, sayılarını, cinslerini, primli ve imtiyazlı olup olmadıklarını, rüçhan hakkının sınırlandırılıp sınırlandırılmadığını, kullanılma şartları ile süresini belirtir ve bu hususlarla kamuyu aydınlatma ilkesi uyarınca gerekli olan diğer konularda bilgi verir*".

⁸⁷² Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 203; Aydoğan, a.g.e. 45.

⁸⁷³ Hüküm uyarınca, denetime tabi olan sermaye şirketleri, kuruluşlarının ticaret siciline tescili tarihinden itibaren üç ay içinde bir internet sitesi açması ve bu sitenin belirli bir bölümünü şirketçe kanunen yapılması gereken ilanların yayımlanmasına özgülemek zorundadır. İnternet sitesinde yayımlanacak içeriklerin, bu Kanunda belli bir süre belirtilmiş ise bu süre içinde, belirtilmemiş ise

aydınlatma faaliyetine hizmet etmesi açısından önem arz etse de hükmün kapsamının 6335 sayılı kanun ile daraltılması, hükmün etkinliğini kısıtlamıştır. Nitekim hükmün ilk halinde, tüm sermaye şirketleri için internet sitesi açma ve söz konusu internet sitesinin Kanun ile belirtilen bazı hususları içermesi zorunluluğu bulunmaktaydı. 6335 sayılı kanun ile bu zorunluluğun kapsamı, m.1524/1 uyarınca denetime tabi olan sermaye şirketleri olarak belirlenmiştir⁸⁷⁴. 6335 sayılı kanun ile kapsamı daraltılan bir diğer hüküm ise sermaye şirketlerinin finansal tablolarının denetimine ilişkindir. Nitekim değişiklik öncesinde bütün sermaye şirketlerinin finansal tabloları, Uluslararası Muhasebe Standartlarına (IFRS) uyumlu Türk Denetim Standartlarına göre denetlenmekte iken 6335 sayılı kanun ile bu düzenlemenin kapsamı denetime tabi olan anonim şirketler⁸⁷⁵ ile sınırlı tutulmuştur⁸⁷⁶ (TTK m.397/1).

Şeffaflık ilkesine hizmet eden bir diğer düzenleme ise TTK'nın kurucular beyanı başlıklı mülga 349. maddesi idi. Söz konusu beyan ile kamuyu aydınlatarak sermayenin korunmasını sağlamak, şirketin kötüye kullanılmasına engel olmak, yolsuzlukları önlemek, kuruluşun denetlenmesini kolaylaştırmak ve sorumluluk davalarına akışkanlık kazandırmak amaçlanmışsa da; kurucular beyanından beklenen faydanın kurucular tarafından imzalanan esas sözleşme ile karşılandığı, kuruluşu yavaşlattığı ve maliyeti arttırdığı gerekçesiyle hüküm, 6728 sayılı Yatırım Ortamının İyileştirilmesi Amacıyla Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun⁸⁷⁷ ile yürürlükten kaldırılmıştır. Böylece kurucular beyanı anonim şirketin kuruluş belgeleri arasından çıkartılmıştır. Kurucular beyanının önemi TTK m. 349 hüküm gerekçesinde *“bazı konuların esas sözleşmede yer alması, beyanda onlar hakkında açıklama yapılması yükümünü ortadan kaldırmaz”* şeklinde belirtildikten sonra uygulamada bu ihtiyacın esas sözleşme ile karşılanması sebebiyle hükmün kanun metninden

içeriğin dayandığı işlemin veya olgunun gerçekleştiği tarihten, tescil veya ilana bağlandığı durumlarda ise tescil veya ilanın yapıldığı tarihten itibaren en geç beş gün içinde, şirketin kuruluşundan internet sitesi açılıncaya kadar geçen sürede yayımlanması gereken içerikler de bu sitenin açıldığı tarihte siteye konulması zorunludur.

⁸⁷⁴ Denetime tâbi şirketler TTK m.397/4 hükmüne göre Bakanlar Kurulunca belirlenmektedir. Ayrıca bkz. Özkorkut, “Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim”, 177 vd.

⁸⁷⁵ 700 sayılı Kanun Hükmünde Kararname (m. 192/1.d) ile yapılan değişiklik gereği bu şirketler artık Cumhurbaşkanlığı tarafından belirlenecektir (RG. 07.07.2018, S. 30471)

⁸⁷⁶ Özkorkut, “Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim”, 158; Özkorkut, “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda Şirkete Borçlanma Yasağı”, 49; Aydoğan, a.g.e. 47-48.

⁸⁷⁷ RG. 09.08.2016/29796.

çıkartılması, şeffaflık ilkesinin TTK nezdinde etkisini yitirdiğinin bir diğer göstergesidir.

Her ne kadar TTK'da zorunlu kamuyu aydınlatmaya ilişkin hükümlere belirli ölçüde yer verilmişse de mevcut hükümler 6335 sayılı kanun ile daraltılmış olup; bu zorunluluk halihazırda halka açık anonim şirketleri kapsamakta ve sermaye piyasası mevzuatı ile düzenlenmektedir. Çalışmamızda esasen halka açık olmayan anonim şirketlerin ele alınması sebebiyle burada, kamuyu aydınlatma zorunluluğunun özellikle halka açık anonim şirketler bakımından etkili bir mekanizma olduğunun belirtilmesi ile yetinilecek ve sermaye piyasası mevzuatı hükümlerine değinilmeyecektir⁸⁷⁸. Buna karşın SerPK ile düzenlenen sermaye piyasası araçları ve bu araçların ihraç sürecine ilişkin bazı düzenlemeler halka açık olmayan anonim şirketleri de kapsamaktadır⁸⁷⁹.

TTK genel gerekçesinde de önemi belirtildiği üzere kamuyu aydınlatma ile şeffaflık birbirini tamamlayıcı niteliktedir. Bu sebeple esas sermaye sisteminin amaçları göz önüne alındığında başta alacaklılar olmak üzere anonim şirket menfaat gruplarının korunması için şeffaflığın sağlanması gerekmekte ise de özellikle 6335 sayılı kanun ve ardından 6728 sayılı kanun ile şeffaflık ilkesinden ödün verildiği söylenebilecektir. Bu sebeple Türk hukukunda şeffaflık ilkesi ve kamuyu aydınlatma faaliyetinin yararlarından çoğunlukla halka açık anonim şirket yatırımcıları ve alacaklıları faydalanabilmektedir. Türk anonim şirketler hukuku bakımından şeffaflık ilkesinin tüm sermaye şirketleri bakımından uygulanabilir kılınması halinde esas sermaye sisteminin tampon işlevi daha etkin hale gelecektir. Zira alacaklılar ile şirketin uğradığı zararlar arasındaki tampon etkisi, bilgi asimetrisi ile ters orantılıdır. Nitekim pay sahipleri şirketin finansal durumuna ilişkin bilgi edinme hakkına sahipse de, alacaklılar benzer bir haktan yoksunlardır. Bu durum ise alacaklılar ile pay sahipleri arasında menfaat çatışmalarına

⁸⁷⁸ Ayrıntılı bilgi için bkz. Manavgat, 187 vd.; Aydoğan, a.g.e. 48 vd.; Meral, 135 vd.

⁸⁷⁹ SerPK m.3/1.h bendindeki yer alan ihraççı tanımı uyarınca sermaye piyasası aracı ihraç eden tüzel kişiler kapsamına halka açık olmayan anonim şirketler de girebilecektir. Nitekim TTK m.504 hükmü uyarınca her çeşidi ile tahviller, finansman bonoları, varlığa dayalı senetler, iskonto esası üzerine düzenlenenler de dâhil, diğer borçlanma senetleri, alma ve değiştirme hakkını haiz senetler ile her çeşit menkul kıymetler, aksi kanunlarda öngörülmedikçe genel kurul kararı ile çıkarılabileceklerdir. Dolayısıyla halka açık olmayan anonim şirketler de SerPK'nda ihraççılar bakımından getirilen kamuyu aydınlatma yükümlülükleri de tâbi olabileceklerdir. Bu yükümlülüklerle örnek olarak finansal raporlamaya ilişkin SerPK m. 14 ve kamunun aydınlatılmasında özel durumlara ilişkin m.15 hükümleri gösterilebilecektir. Ayrıntılı bilgi için Bkz. Gökhan Aydoğan, *Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller*, (İstanbul: İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayını 2013).

yol açmaktadır. Aynı şekilde şirket içerisinde çoğunluk pay sahipleri ile azınlık pay sahipleri arasında da menfaat çatışmaları gündeme gelebilecek, çoğunluk pay sahipleri konumlarını kötüye kullanabileceklerdir. Bu sebeple şeffaflık ilkesi ve kamuyu aydınlatma faaliyeti, mevcut alacaklılar ile birlikte potansiyel alacaklılar ve aynı zamanda pay sahiplerinin korumasına da hizmet etmektedir.

Sonuç olarak, Türk hukukunda kamuyu aydınlatma mekanizmasının halka açık olmayan anonim şirketler bakımından genişletilmesi ve şirketler hukukundaki şeffaflık gereksiniminin sağlanması gerektiği kanaatindeyiz. Nitekim günümüz teknolojik gelişmeleri doğrultusunda fayda-maliyet dengesinin kurulması ve denetiminin sağlanması çok daha kolay olup, böylece şeffaflık ilkesi ile esas sermaye sistemi düzenlemelerinin de denetimi sağlanmış olacaktır.

4.6. Yönetici Sorumluluk Sigortası ve Zorunlu Sigorta

Yöneticilerin sorumluluk sigortası doktrinde *Can* tarafından:

“Anonim şirket ya da bağlı şirketi tarafından, - esasen yöneticilerin tümü lehine – yönetim fonksiyonunu icra eden organın hali hazırdaki veya eski, hatta gelecekteki bir üyesi lehine, bu kişilerin, iç ilişkide şirketin kendisine ve dış ilişkide üçüncü kişilere karşı söz konusu olan kusura dayalı sınırsız kişisel sorumluluklarından doğan risk bakımından, (bir sorumluluk sigortası olarak) hem yargılama sırasında veya yargılama dışında taleplerin savuşturulmasına hem de haklı taleplerin mevcudiyeti halinde tazminine ilişkin sigorta teminatı sağlamak için yaptırılan isteğe bağlı bir sorumluluk sigortası” şeklinde tanımlanmıştır⁸⁸⁰.

Türk hukukunda sözleşmelerle ayrıca kararlaştırılması istisna olmak üzere yönetici sorumluluk sigortasına ilişkin hukuki düzenleme TTK m.361 hükmüdür⁸⁸¹. Hükme göre, “yönetim kurulu üyelerinin, görevlerini yaparken kusurlarıyla şirkete verebilecekleri zarar, şirket sermayesinin yüzde yirmi beşini aşan bir bedelle sigorta ettirilmiş ve bu suretle şirket teminat altına alınmışsa, bu husus halka açık şirketlerde Sermaye Piyasası Kurulunun ve ayrıca pay senetleri borsada işlem görüyorsa borsanın bülteninde duyurulacak ve kurumsal yönetim ilkelerine uygunluk

⁸⁸⁰ Söz konusu tanım ve doktrinde yapılan diğer tanımlar için bkz. *Can, Yöneticilerin sorumluluk sigortası: D&O sigortası*, 35.

⁸⁸¹ Çalışmamızın kapsamı bakımından TTK m.361 hükmüne esas sermaye sistemi ile ilişkisi ölçüsünde değinilecektir. Yöneticilerin sorumluluk sigortasına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. *Can, Yöneticilerin sorumluluk sigortası: D&O - sigortası*; Fatih Kösekaya, *Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Mesleki Sorumluluk Sigortası* (Ankara: Adalet Yayınevi, 2013).; Nurdan Gürgen, “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Kapsamında Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Mesleki Sorumluluk Sigortası”, *Anadolu Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 2/3 (2016): 247-266.; Emrullah Kervankıran, “Sermaye Şirketlerinde Yöneticilerin ve Müdürlerin Sorumluluk Sigortası (D&O-Insurance)”, *Maltepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 1 (2008): 237-274.

*değerlendirmesinde dikkate alınacaktır.” TTK m.361 hükmü lafzi olarak incelendiğinde, söz konusu sigortanın yaptırılmasının ihtiyari olduğu sonucuna varılmaktadır*⁸⁸².

Hüküm gerekçesinde, “Yönetim kurulu üyelerinin görevlerini yerine getirirken şirkete verebilecekleri zararların güvence altına alınması konusunda ilk çekingen adımın atıldığı, ayrıca batıda yaygın olan bu sigortanın zararların karşılanmasından çok, profesyonel, sorumluluk bilincine sahip ve görevin gereklerine uygun yetenekleri haiz kişilerden oluşan yönetim kurullarının oluşmasında etken rol oynadığı kabul edilerek; dönemin şartlarında bu sigortanın yaptırılması olanaklarının hemen hemen olmadığına” dikkat çekilmiştir⁸⁸³. TTK ile yönetici sorumluluk sigortasının isteğe bağlı olarak düzenlenmesinde amaç, kanunun yapıldığı dönemdeki Türk sigorta endüstrisinin kapsamıdır. Zira hüküm gerekçesinde bu kapsamın, anonim şirketler bakımından oluşacak büyük riskleri taşıyamayacağı ifade edilmekle birlikte, söz konusu sigortaların yaratacağı fonun reasürans yoluyla yurt dışına aktarılması da önlenmek istenmiştir⁸⁸⁴.

TTK m.361 hükmü ile yönetici sorumluluk sigortasına ilişkin olarak yalnızca çerçeve çizilmiş, hükmün uygulanmasına (sigorta sözleşmesinin tarafları, koşulları vd.) açıkça yer verilmemiştir. Bu durum *Moroğlu* tarafından haklı olarak eleştirilmiş; “sigorta koşulları ve sigortanın kimler tarafından yaptırılacağını açıkça hükme bağlamayan bir düzenlemenin kargaşa yaratacağını” ifade etmiştir⁸⁸⁵. Öte yandan 6335 sayılı kanun değişikliği öncesinde var olan cezai müeyyideler (TTK m.562) konuya olan ilgiyi arttırmışsa da, değişiklik sonrasında yönetici sorumluluğu poliçe satışlarında bir artış sağlanamamıştır⁸⁸⁶. Dolayısıyla Türk hukukunda yönetici sorumluluk sigortası uygulamasının yaygınlaşması için kanun hükmünün açık ve

⁸⁸² Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, 486; Ayrıca hüküm gerekçesinde 361 inci madde ile yönetim kurulu üyelerinin şirkete verecekleri zararların güvencesi olarak, isteğe bağlı zarar sigortası getirilmiştir denilerek sigortanın ihtiyari niteliği vurgulanmıştır.

⁸⁸³ TTK m.361 hüküm gerekçesi.

⁸⁸⁴ Kösekaya, a.g.e., 71; TTK m.361 hüküm gerekçesi.

⁸⁸⁵ Moroğlu, *Değerlendirme ve Öneriler*, 165. Yöneticilerin sorumluluk sigortası sözleşmesinin konusunun tespitine ayrıntılı bilgi için bkz. Can, *Yöneticilerin sorumluluk sigortası: D&O - sigortası*, 94.

⁸⁸⁶ Mahmut Saraçoğlu, “Yeni Türk Ticaret Kanunu ile Popülaritesi Artan Yöneticinin Sorumluluğu Sigortaları II”, *REASÜRÖR*, 87 (2013): 11-20, 19.

yeterli bir biçimde düzenlenmesi ve yönetici sorumluluk sigortasına ilişkin genel şartların çıkartılması gerekmektedir⁸⁸⁷.

Türk anonim şirketleri bakımından yabancı doktrinde ileri sürülen zorunlu sigorta önerisini değerlendirmek gerekirse; böyle bir zorunluluğun koşullarının oluşmamasından öte; sigortanın zorunlu tutulması ve beraberinde getirdiği maliyet piyasada faaliyet sürdüren şirket çeşitliliği dikkate alındığında, her şirket bakımından farklı ve eşitsiz sonuçlar doğurabilecektir. Öte yandan TTK'nın yürürlüğe girmesinin üzerinden geçen 10 yıl boyunca her sektörde olduğu gibi Türk sigortacılık endüstrisinde de dünya ekonomisine paralel gelişmeler sağlanmıştır. Dolayısıyla zorunlu sigorta uygulaması bakımından sektörel bazda düzenlemeler yapılarak, genel şartlar çıkartılabilecektir. Hangi şirketlerin zorunlu sigorta uygulamasına tabi olacağı ise faaliyet alanları ve kapasitelerine göre belirlenebilecektir. Böylece düşük riskli sektörlerde faaliyet gösteren şirketler bakımından zorunlu uygulamaların getireceği negatif etkilerden de (ahlaki tehlike vb.) kaçınılabilecektir.

4.7. Yöneticilerin Sorumluluğu

Türk hukukunda yöneticilerin sorumluluğu bakımından 6102 sayılı TTK ile yeni bir yaklaşım olarak farklılaştırılmış teselsül anlayışı benimsenmiş olup, TTK m.553 vd. hükümlerinde düzenleme altına alınmıştır⁸⁸⁸. Yönetim kurulunun ex ante nitelikte yükümlülüklerinden olan sermayenin kaybı ve borca batık olma durumunda çağrı ve bildirim yükümlülüğünün, TTK m.376 hükmünde düzenlenmiş olduğunu ve hükmün amacının pay sahiplerini, alacaklıları, sermaye piyasası aktörlerinin yatırımlarını ve genel ekonomik menfaatleri korumak olduğunu önceki bölümlerde ifade etmiştik⁸⁸⁹. Yönetim kurulunun gerekli yükümlülükleri yerine getirmemesi halinde TTK m.553 hükmü uyarınca hukuki sorumluluk öngörülerek, hükmün uygulaması kuvvetlendirilmiştir.

⁸⁸⁷ Can, *Yöneticilerin sorumluluk sigortası: D&O – sigortası*, 206.

⁸⁸⁸ Konumuzun kapsamı bakımından anonim şirketlerde yönetim kurulunun hukuki sorumluluğuna ve farklılaştırılmış teselsül ilkesinin ayrıntılı incelenmesi mümkün olmadığından, Türk hukuku bakımından yöneticilerin sorumluluğu kavramı esas sermaye sistemi ile ilişkisi kapsamında değerlendirilecektir. Anonim şirket yönetim kurulunun hukuki sorumluluğuna ilişkin olarak ayrıntılı bilgi için bkz. Yılmaz Yörem, *Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğunda Farklılaştırılmış Teselsül İlkesi*, (Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2017); Emin Çamurcu, *Anonim Ortaklıklarda Farklılaştırılmış Teselsül İlkesi Uyarınca Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluklarının Belirlenmesi* (İstanbul: On İki Levha Yayınları, 2015).

⁸⁸⁹ Bkz. II. Bölüm, 3.6.3.3. başlığı altında yapılan açıklamalar.

Yönetim kurulunun ex post nitelikte sorumluluğu ise TTK m.553/1 hükmü ile düzenlenmiş olup, hüküm ile “*yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin kanundan ve esas sözleşmeden doğan yükümlülüklerini kusurlarıyla ihlal etmeleri halinde, hem şirkete hem pay sahiplerine hem de şirket alacaklılarına karşı verdikleri zarardan sorumlu olacakları*” düzenlenmiştir. TTK m.553/1 hüküm gerekçesinde hükmün, eTK m.309 hükmünün aksine hem doğrudan hem dolaylı zarara uygulanacağı ifade edilmiştir. Dolayısıyla kurucular, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler, kusurları ile şirkete, pay sahiplerine ve şirket alacaklılarına verdikleri doğrudan zararlardan TTK m.553 hükmü uyarınca sorumlu olup; pay sahipleri ve alacaklıların uğradıkları bu zararlara ilişkin olarak dava hakkı bulunmaktadır⁸⁹⁰.

Bununla birlikte kurucuların, yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin, TTK m.553 hükmü uyarınca kanun ve esas sözleşmeden kaynaklanan görevlerini gereği gibi yerine getirmemeleri sebebiyle ortaya çıkan şirket zararının (dolaylı zarar) tazmini için şirket alacaklıları tarafından öne sürülecek olan tazminat istemi, şirketin iflası haline mahsus olup, öncesinde iflas idaresince ileri sürülmesi şartına bağlanmıştır (TTK m.556)⁸⁹¹. Nitekim hükmün gerekçesinde, şirketin iflâsı halinde de doğrudan zarara uğrayan kişi olarak tazminat davasının esas davacısının şirket olduğu gerçeğinin değişmeyeceği vurgulanarak, aktif dava ehliyeti anonim şirket tüzel kişiliğine tanınmıştır. Ancak iflas idaresinin birinci fıkra da öngörülen davayı açmaması halinde, her pay sahibi veya şirket alacaklısı söz konusu davayı açabilecektir.

Bununla birlikte yöneticilerin sorumluluğuna ilişkin önceki başlıklarda incelediğimiz hileli ticaret ve haksız ticaret kavramlarının doğrudan bir karşılığının Türk hukukunda benimsenmediğini görmekteyiz. Ancak hileli ticaret kavramı ile İİK m.311 hükmünde düzenlenen hileli iflas halleri arasında benzerlik kurulabilecektir⁸⁹². İİK m. 311 uyarınca “*İflasından evvel veya sonra alacaklılarını zarara sokmak kastı ile ve hususiyle hileli işlemlerde bulunan kimse hileli müflis sayılarak Türk Ceza*

⁸⁹⁰ Anonim şirket pay sahipleri ve alacaklıların doğrudan zararları sebebiyle açacakları davada uygulanacak hükümlerin tespiti ve kapsamı öğretide tartışmalı olup, söz konusu tartışmalara konumuzun kapsamını aşması sebebiyle yer verilememiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Can, “Pay Sahiplerinin veya Alacaklıların Doğrudan Zararlarının Tazmini”, 17 vd.

⁸⁹¹ Can, “Pay Sahiplerinin veya Alacaklıların Doğrudan Zararlarının Tazmini”, 13; Ayhan/Çağlar/Özdamar, 399; Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar Hukuku I, p.606.

⁸⁹² Mülazımoğlu, 259.

Kanununa göre cezalandırılacaktır”⁸⁹³. Ayrıca TTK m.161 hükmü uyarınca, “malvarlığını eksiltmeye yönelik hileli tasarruflarda bulunan kişi, bu hileli tasarruflardan önce veya sonra iflasa karar verilmiş olması halinde, üç yıldan sekiz yıla kadar hapis cezası ile cezalandırılacaktır”⁸⁹⁴. Her iki hükümde de yöneticiler tarafından hileli tasarrufun cezai sorumluluğu düzenlenmiştir. Bununla birlikte, söz konusu tasarrufların hukuki sonuçlarına ilişkin olarak İİK m.277-284 iptal davası hükümlerine gidilebilecektir.

Benzer şekilde haksız ticaret düzenlemesi de Türk hukukunda benimsenmemiştir. Eş deyişle TTK kapsamında tasfiyenin kaçınılmaz olması ihtimalinde yönetim kurulunun borçlandırıcı işleminden kaçınması gerektiğine dair doğrudan bir hükme yer verilmemiştir⁸⁹⁵. Ancak TTK m.369 hükmü uyarınca yönetim kurulu üyeleri ve yönetimle görevli üçüncü kişiler, görevlerini tedbirli bir yöneticinin⁸⁹⁶ özeniyle yerine getirmek ve şirketin menfaatlerini dürüstlük kurallarına

⁸⁹³ Hüküm uyarınca özellikle aşağıdaki hileli işlemler cezai müeyyideye tabi tutulmuştur:

1. Alacaklıların müşterek rehini makamında olan mallarını tamamen veya kısmen kaçıır, gizler veya tahrip ederse;
2. Alacaklıların zararına olarak hakikate aykırı makbuzlar verir veya yazı ile borç ikrar ederse;
3. Muvazaalı satışlar, muameleler yahut bağışlamalar yaparsa;
4. Evlenme mukavelesinde hakikaten getirilmemiş bir çeyizi getirilmiş gibi tanır ve karı da bu mukaveleyi kocasının alacaklılarına karşı istimaline kalkışır;
5. Hakikate aykırı borç ikrar etmek yahut muvazaalı muameleler ve mukaveleler yapmak suretiyle alacaklılarını zarara sokarsa;
6. Borcu mevcudu ile alacağından ziyade olduğunu bildiği halde ehemmiyetli kıymeti haiz ticari mallarını yahut fabrikasının mahsullerini hem satış gününün piyasasından, hem de mal olduğu veya satın alındığı kıymetten pek aşağı bir fiyatla satmak suretiyle mevcudunu israf ederse;
7. Konkordato mukavelesi haricinde alacaklıya hususi menfaatler temin ederse;
8. Hakikate aykırı muhasebe ve sahte bilançolarla aktifini hakikatte olduğundan fazla veya noksan gösterirse.

⁸⁹⁴ TCK m.161 hükmüne göre hileli iflasın varlığı için;

- a) Alacaklıların alacaklarının teminatı mahiyetinde olan malların kaçırılması, gizlenmesi veya değerinin azalmasına neden olunması,
- b) Malvarlığını kaçırmaya yönelik tasarruflarının ortaya çıkmasını önlemek için ticari defter, kayıt veya belgelerin gizlenmesi veya yok edilmesi,
- c) Gerçekte bir alacak ve borç ilişkisi olmadığı halde, sanki böyle bir ilişki mevcutmuş gibi, borçların artmasına neden olacak şekilde belge düzenlenmesi,
- d) Gerçeğe aykırı muhasebe kayıtlarıyla veya sahte bilanço tanzimiyle aktifin olduğundan az gösterilmesi gerekmektedir.

⁸⁹⁵ Mülazımoğlu, 268.

⁸⁹⁶ TTK m.369 hüküm gerekçesine göre “tedbirli yönetici ölçüsü basiretli işadami kavramından farklı olup, klasik Alman öğretisinde savunulduğunun aksine, şirketin lehine olanı muhakkak yapmak ve zararına olandan muhakkak kaçınmak, özen borcunun ölçüsü olarak kabul edilemeyecektir. Çünkü, ekonomideki bütün krizlerden, pazar şartlarındaki değişikliklerden ve belirsizliklerden doğan riskleri yönetim kurulu üyesinin önceden teşhis etmesi ve gerekli önlemleri alması, aksi halde sorumlu yönetim ilkelerine uygun olarak “işadami kararı” (business judgement rule) verilebileceğini kabul eder ve riskin bundan doğduğu hallerde üyenin sorumlu tutulmaması esasına dayanmaktadır”.

uyarak gözetmek ile yükümlü tutulmuşlardır. Ayrıca TTK m.376 hükmü uyarınca *“sermayenin kaybı ve borca batık olma durumunda yönetim kurulunun derhal genel kurulu toplantıya çağırması ve gerekli iyileştirici önlemleri sunması gerekmektedir”*. Dolayısıyla tedbirli bir yöneticinin anonim şirketin borçlarını ödeyemeyeceğine dair bilgiyi haiz olması halinde borçlandırıci işlemlerden kaçınması, genel olarak özen ve bağlılık yükümlülüğü kapsamında değerlendirilebilecektir. Hükmün ölçütünün dürüstlük kuralı olduğu göz önünde bulundurulursa, yöneticilerin TTK m.553 hükmü uyarınca hukuki sorumluluğunun ötesinde, ilerleyen başlıklarda ayrıntılı olarak inceleneceği üzere tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasına dahi gidilebilmesi mümkün olabilecektir. Yine İİK m.277-284 hükümleri uyarınca alacaklıların, iptal davası yoluna giderek tasarrufların butlanına hükmettirmesi de mümkündür.

İİK ve TCK ile öngörülen cezai müeyyidelerin yöneticiler bakımından caydırıcı nitelikte olacağı düşünülse de, uygulama ve piyasanın işleyişinde esas olanın hukuki sorumluluk ve daha da önemlisi hukuki sorumluluğa ilişkin hükümlerin uygulanabilir olması gözden kaçırılmamalıdır. Bu sebeple alacaklılar nezdinde doğan riskin dengelenmesinde yöneticilerin sorumluluğu hükümlerinin etkili bir rol oynayabilmesi için öncelikle normatif hükümler ile yargı faaliyetinin birbiri ile uyumlu ve gelişmiş olması gerekmektedir. Türk hukuku bakımından TTK m.369 hükmü ile düzenlenen özen ve sadakat yükümlülüğü ile üst bir kural düzenlenmekte ve bu kural yöneticilerin hileli tasarruflarını da kapsamaktadır. Dolayısıyla şirket yöneticilerinin, finansal kriz anında TTK m.369 kapsamında özen ve sadakat yükümlülüğüne aykırı davranarak hileli tasarruflarda bulunması halinde, TTK m.553 hükmü uyarınca sorumluluklarına gidilebilecektir. Söz konusu durumda önem arz eden husus, TTK m.553 hükmünün mahkemeler tarafından etkili uygulanması ve verilen kararlar ile içtihat yaratılabilmesidir. Zira günümüz piyasanın hızı ve şirket çeşitliliği göz önünde bulundurulursa, sorumluluğa dair emredici hükümler ile getirilecek her düzenleme etkili bir yargılama ile desteklenmediği sürece yetersiz ve başarısız kalmaya mahkum olacaktır. Bu sebeple sadece hileli ticaret veya haksız ticaret hükümlerinin iç hukuka aktarılması sistemin verimliliğini arttırmayacak ve hatta piyasadaki çeşitlilik sebebiyle bazı şirketlerin faaliyetlerini ve dolayısıyla toplumsal menfaati olumsuz etkileyebilecektir.

4.8. Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması Mekanizmasının Uygulanması

Tüzel kişilik perdesinin kaldırılması konusunun Türk Hukuku açısından değerlendirilebilmesi için, hangi koşullar altında tüzel kişilik perdesinin kaldırılması yoluna gidilmektedir? Somut olaya göre hangi şartlar ayrılık ilkesinden vazgeçilmesi ile sonuçlanmaktadır? sorularının cevaplanması gerekir.

Türk hukukunda tüzel kişilik perdesinin kaldırılması kavramının tarihi çok eski değildir⁸⁹⁷. Bununla birlikte yetmişli yıllar ile birlikte gündeme gelen tüzel kişilik perdesinin kaldırılması teorisi Türk hukukunda esasen MK m.2 dürüstlük kuralı ve hakkın kötüye kullanılması yasağına dayanmaktadır⁸⁹⁸. Buna göre tüzel kişiliğin arkasına gizlenmek suretiyle; hileli davranışlarda bulunulmuş, sözleşmeden kaynaklanan yükümlülükler yerine getirilmemiş ve üçüncü kişilere zarar verilmişse, tüzel kişilik perdesinin kaldırılması mekanizması uygulanabilecektir⁸⁹⁹. Nitekim herkes, haklarını kullanırken ve borçlarını yerine getirirken dürüstlük kurallarına uymak zorundadır⁹⁰⁰. Ayrıca tüzel kişilik perdesinin kaldırılması hususunda açık bir hükmün yer almaması da, dayanak olarak MK m.2 hükmüne gidilmesini gerektirmiştir⁹⁰¹. Dolayısıyla tıpkı yabancı hukuk sistemlerinde olduğu üzere Türk

⁸⁹⁷ Türk Hukuku'nda tüzel kişilik perdesinin kaldırılması kavramı, ilk kez 1963 yılında Banka ve Ticaret Hukuku Haftası'nda holdinglere ilişkin yapılan tartışmalarda, ANSAY tarafından "Tülü Kaldırma" terimini kullanılarak ifade edilmiştir. Bkz. Antalya, a.g.m., 144; Yanlı, *Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması*, 14; Kuş, 77.

⁸⁹⁸ Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 85; Tekinalp/Tekinalp, 396; Kervankıran, a.g.m., 469; Kaşak, a.g.m., 1255. Tüzel kişilik perdesinin kaldırılması teorileri bakımından Türk hukukunda görüş ayrılıkları olmasına rağmen, esasen sübjektif kötüye kullanma teorisi benimsenmiş olmakla birlikte, karma teoriyi de kabul eden yazarlar mevcuttur. Bkz. Ulusoy, "Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması", 370.

Nitekim tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasının Türk Hukuku'nda MK m.2 hükmüne dayandığı BAM ve Yargıtay kararlarına da yansımıştır. İstanbul BAM, T. 12.11.2020, E. 2019/2472 ve K.2020/1184 kararında bu hususu "Tüzel kişilik perdesinin kötüye kullanıldığı durumlarda, perdenin aralanması suretiyle gerçek sorumlulara da başvuru imkanı verilebilmektedir. Bu kural perdeyi kaldırmak diğer bir ifadeyle hakkaniyet ve hükümlerin gaye ve ruhunun gerektirdiği anda perdenin arkasına sığınmış diğer bir tüzel kişiliğine giderek onun bu perdeden haksız yere faydalanmasını, sorumluluktan dolayısıyla takipten kurtulmasını önlemektir. Perdenin kaldırılmasında genel hukuki dayanak, tüzel kişiliğin kötüye kullanılması sebebi ile TMK'nın 2. maddesidir." şeklinde belirtmiştir.

⁸⁹⁹ Kervankıran, a.g.m., 469;

⁹⁰⁰ Tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasının dayanağı ve teorilerin Türk Hukuku bakımından uygulanmasına ilişkin olarak doktrinde çeşitli görüşler ileri sürülmüşse de, bu görüşlerin açıklanması konumuzu kapsamın aşacağı ve okuyucu esasından uzaklaştıracığı düşüncesi sebebiyle, ilgili görüşlere yer verilmemiştir. Konuya ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Kuş, 66 vd; Kaşak, a.g.m., 1255 vd.

⁹⁰¹ Öğretide tüzel kişiliğin yasa tarafından kaldırılmasına ilişkin olarak, AATUK'un limited şirket ortaklarının sınırlı sorumluluğuna istisna getirmesi, Çek Kanunu m.4/2 gibi örnekler verilmekteyse de, Çamoğlu tarafından söz konusu düzenlemelerle menfaat dengesi sebebiyle sorumlulukların genişletildiği, dolayısıyla bu düzenlemelerin tüzel kişilik perdesinin kaldırılması kuramıyla tam olarak örtüşmemesi sebebiyle ancak benzer haller olarak nitelendirilmesi gerektiği ileri sürülmüştür. Bkz.

hukukunda da tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasına ilişkin genel kabul gören mutlak bir sistematğin varlığından söz edilememekte istisnai bir uygulama olarak kabul edilmektedir.

Hangi şartlar altında ayrılık ilkesinden vazgeçilmesi gerektiğine ilişkin olarak doktrinde çeşitli görüşler bulunmaktadır. Ulusoy, “*ayrılık ilkesinin uygulanması ile hakkaniyete ve adalete aykırı sonuçlar meydana getiriliyor ve hakkın kötüye kullanılması hali ortaya çıkıyorsa, ayrılık ilkesinde ısrar edilmemesi gerektiğini*” ifade etmiştir. Ancak “*tüzel kişilik perdesinin yasa koyucunun bizzat çözüm geliştirmedeği ve alacaklıların korunmasında hiçbir özel düzenleme bulunmaması koşulu ile uygulanması gerektiğini de*” eklemiştir⁹⁰². Yine Çamoğlu, “*perdenin kaldırılması kuramının başka bir yasal nedene dayanılması mümkün olmayan hallerde, dürüstlük kuralına aykırı olarak tüzel kişilik örtüsünün arkasına saklanan kişilere uygulanabilen ve istisnai özelliği gereği dar yorumlanması gereken bir kuram olduğunu*” ifade etmiştir. Biz de “*istisnalar dar yorumlanır*” (*singularia non sunt extendenda*) ilkesi çerçevesinde tüzel kişilik perdesinin kaldırılması mekanizmasının dar yorumlanması gerektiği kanaatindeyiz⁹⁰³.

Türk hukukunda da genel olarak, anonim şirket ile pay sahiplerinin alanlarının birbiri ile karışması (ayrılık ilkesinin ihlal edilmesi), tüzel kişiliğin kötüye kullanılması ve sermaye yetersizliği hallerinde tüzel kişilik perdesinin kaldırılması yoluna gidildiği gözlemlenmiştir. Öğretide, anonim şirket ile pay sahiplerinin alanlarının birbiri ile karışması ile ayrılık ilkesinin ihlal edilmesi halinde MK m.2 açısından ayrıca değerlendirme yapılmasına gerek olmaksızın perdenin kaldırılması gerektiği savunulmaktadır⁹⁰⁴. Bununla birlikte sermaye yetersizliğine bağlı olarak tüzel kişilik perdesinin kaldırılması yoluna gidilmesi ise TTK ile düzenlenmiş olan asgari sermaye miktarının her şirket için yeterli ve faaliyet alanına uygun olmayışı sebebiyle haklı olarak eleştirilmektedir⁹⁰⁵.

Ersin Çamoğlu, “Ticaret Ortaklıkları Bağlamında Perdenin Kaldırılması Kuramı ve Yargıtay Uygulaması”, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 32/2 (2016): 5-20, 12.

⁹⁰² Ulusoy, “Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması”, 353.

⁹⁰³ Çamoğlu, a.g.m. 12.; Kaşak, a.g.m. 1257; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku*, 87; Dural, a.g.m.102.

⁹⁰⁴ Tekinalp/Poroy/Çamoğlu, *Ortaklıklar Hukuku I*, p.123.

⁹⁰⁵ Ulusoy, “Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması”, 382; Kervankıran, a.g.m., 465.

Uygulamada tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasına yönelik gerek bölge adliye mahkemelerince gerekse Yargıtay tarafından çeşitli kararlar verilmiştir. Genel olarak, tüzel kişi ile ortaklarının alanlarının ve malvarlığının birbirine karışması halinde (organik bağ varsa)⁹⁰⁶, yetersiz sermaye durumunda, aynı şirketler topluluğu içinde yer alan kardeş şirketler arasında koşulların varlığı halinde ve tüzel kişiliğin kötüye kullanıldığı çok istisnai hallerde tüzel kişilik perdesi kaldırılmaktadır. Nitekim Yargıtay Hukuk Genel Kurulu 01.07.2020 tarihli kararında (E. 2019/808 K. 2020/504) *“teoriye ihtiyatlı bir biçimde yaklaşılması gerektiğini; istisnai bir teori olduğundan mümkün olduğunca dar yorumlanması ve bu teorinin uygulanmasına ancak tüzel kişilik kavramının arkasına saklanılarak dürüstlük kuralına aykırı davranıldığı, kendisine tanınan hakkın kötüye kullanılarak üçüncü kişilerin zarara uğratıldığı, zarara yol açan tüzel kişinin sorumluluğuna hükmedebilmek için ise başka bir yasal nedene dayanılmasının mümkün olmadığı durumlarda başvurulması gerektiğini”* ifade etmiştir. Yine Yargıtay’ın bazı kararlarında ise tüzel kişilik perdesinin kaldırılması için hileli işlemlerin varlığının kanıtlanması ve sırf sorumluluktan sıyrılmak amacıyla tüzel kişilik perdesinin arkasına sığınıldığını gösterir delil elde edilmesi aranmıştır⁹⁰⁷. Dolayısıyla esasen yerleşik yargısal uygulamada; tüzel kişiliğin varlığı asıl olup, borcun yükümlüsü olan bir tüzel kişilik bulunmakta iken şirketin ortakları ya da başka bir şirketin bu borçtan dolayı sorumlu olmadığı kabul edilmekte⁹⁰⁸ ve mahkemelerce söz konusu mekanizma, özellikle organik bağın tespit edilebildiği ve hileli işlemlerin varlığının kanıtlanabildiği durumlarda kullanılmaktadır. Anonim şirketler hukuku bakımından esas olanın tüzel kişinin sorumluluğu olduğu göz önünde bulundurulursa, söz konusu mekanizmanın istisnai hallerde uygulanması isabetlidir. Öte yandan, Yargıtay ve Bölge Adliye Mahkemelerinin vermiş olduğu kararların çoğunluğu, şirketler topluluğunda tüzel kişi ve ortakların alanları ile malvarlıklarının birbirine karışması hallerine ilişkindir. Anonim şirketler için TTK m.332 hükmü ile öngörülmüş olan en az sermaye tutarının piyasada faaliyet gösteren tüm anonim şirketler bakımından uygun bir miktar olmaması sebebiyle mahkemelerin sermaye yetersizliği

⁹⁰⁶ Yargıtay Hukuk Genel Kurulu bir kararında şirketler arasında organik bağ olup olmadığının; şirketlerin adreslerinin aynı olması, ortaklık yapılarının ve yönetim kurullarının benzer olması veya temsilcilerinin aynı olması, faaliyet alanları, hisse devirleri, muvazaalı işlemler gibi hususlar ve somut olayın özellikleri de gözetilerek tespit edilebileceğini belirtmiştir. Bkz. Yargıtay HGK. T.01.07.2020, E. 2019/808 ve K. 2020/504.

⁹⁰⁷ Bkz. Y. 9. HD. T. 29.09.2020, E. 2016/25209 ve K. 2020/9714.

⁹⁰⁸ Bkz. İstanbul BAM, T. 15.10.2020, E. 2018/2125 ve K.2020/1192.

halinde tüzel kişilik perdesinin kaldırılması kararı verirken ihtiyatlı davranması ise doğal bir durumdur. Zira bir şirketin sermayesinin azalması her durumda ödeme yetersizliği anlamına gelmeyeceği gibi, esas sermaye miktarının şirket kasasında bulunması da borçlarının tamamını ödeyebileceği anlamına gelmemektedir. Dolayısıyla söz konusu durumlarda mahkemelerin, somut olayın durumuna göre pay sahipleri veya yönetim kurulu üyelerinin anonim şirketin ödeme yeterliliğini sürdürebilmesi konusundaki davranışlarını değerlendirerek; tüzel kişilik formunun alacaklıların zararına ve dürüstlük ilkesine aykırı olarak kullanıldığının tespiti konusunda özenli bir yargılama yapması gerekmektedir.

Sonuç olarak, tüzel kişilik perdesinin kaldırılması yoluna gidilebilmesi için başka bir yasal sebebin olmaması ön koşulunun menfaat dengesi bakımından eşitsizlik yaratabileceği kanaatindeyiz. Her ne kadar anonim şirket yönetim kurulu üyelerinin görevlerini kişisel sorumluluk tehdidi ile yerine getirmesinin doğru olmadığını ve doğrudan bir sorumluluk hükmünün negatif etkilerinin de olabileceğini savunsak da, yönetim kurulu üyelerinin hileli davranışları ve pay sahiplerinin kâr sağlama amacı ile bilerek alacaklıların zararına hareket etmesi ve mevcut yasal hükümlerin alacaklılar bakımından işlevsiz kalması halinde somut olayın şartlarına göre tüzel kişilik perdesinin kaldırılması yoluna gidilebilmesi gerektiği kanaatindeyiz. Zira söz konusu durumlarda TTK ile alacaklılara tanınan dava hakkı yalnızca iflas haline özgü olup, hileli tasarruflara ilişkin İİK ve TCK hükümleri ise daha önce belirttiğimiz üzere cezai niteliktedir. Öte yandan gerek anonim şirketlerin varoluş amacı gerekse sınırlı sorumluluk ilkesinin bu amacın gerçekleştirilmesindeki önemi dikkate alındığında; tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasına ilişkin doğrudan bir düzenleme yapılması verimli olmayacaktır. Nitekim emredici bir hükmün her sektörde faaliyet gösteren bütün şirketler bakımından uygulanmasının yaratacağı zorluklardan öte sınırlı sorumluluk ilkesinden vazgeçilebilecek haller de her somut olaya göre farklılık arz edebilecektir. Dolayısıyla mahkemelerin tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasına ilişkin uygulamalarının; MK m.2 kapsamında, menfaat dengesini gözetten bir perspektifte, istisnai nitelikte ve belirli kalıplardan ziyade somut olayın şartlarına göre olması gerektiği kanaatindeyiz.

4.9. Bilanço Testi ile Birlikte Ödeme Gücü Testi

Anonim şirket tarafından pay sahiplerine yapılacak dağıtımlar Türk hukukunda da oldukça önem arz etmektedir. Zira söz konusu dağıtımlar ile anonim şirket malvarlığında azalma meydana gelebilecek, alacaklıların ve pay sahiplerinin menfaatleri zedelenebilecektir. Dolayısıyla çalışmamızın önceki bölümlerinde de incelediğimiz üzere Türk hukukunda da başta kâr payı olmak üzere pay sahiplerine yapılacak dağıtımlar konusunda emredici hükümler ihdas edilmiş, dağıtımlar bakımından bilanço testi benimsenmiş ve bağlı malvarlığından dağıtım yapılmasına izin verilmemiştir⁹⁰⁹. Dolayısıyla TTK'ya göre pay sahiplerine yapılacak kâr payı dağıtımı ancak bağlı olmayan malvarlığından ve bilançoya göre yapılabilecek olup, genel kurulun yetkisindedir.

Dağıtımlara ilişkin olarak ödeme gücü yeterliliği kapsamında öne sürülen çeşitli modelleri Türk hukuku açısından değerlendirmek gerekirse; öncelikle esas sermaye sisteminin benimsendiği hukukumuzda kısa vadede bilanço testinin terk edilerek yalnızca ödeme gücü testinin kabul edilmesinin mümkün olmadığını belirtmek gerekir⁹¹⁰. Zira yönetim kurulunun takdir yetkisine dayanan ve tek aşamalı bir dağıtım rejiminin benimsenebilmesi için gerek yöneticilerin sorumluluğuna ilişkin hükümlerin gerekse alternatif diğer mekanizmaların alacaklıların korunmasında daha etkili olması gerekmektedir.

Öte yandan anonim şirket tarafından pay sahiplerine yapılacak olan dağıtımlarda önem arz eden husus, şirketin mevcut aktiflerinden ziyade, bu aktiflerin şirketin ödeme gücü kabiliyetine olan etkisidir. Zira alacaklılar bakımından önemli olan şirketin bilanço testine göre belirlenen mevcut durumundan ziyade, borçlarını ödeme gücüne sahip olmasıdır. Böylece ödeme gücü yeterliliği testinin ek bir koruma mekanizması olarak uygulanması ile bilanço testi ile dağıtım yapılması mümkün gözükse de, şirketin likiditesi reel olarak borçlarını ödeyebilecek durumda değil ise dağıtım

⁹⁰⁹ TTK m.509 hükmü uyarınca sermaye için faiz ödenemeyeceği gibi kâr payı ancak net dönem kârından ve serbest yedek akçelerden dağıtılabilecek olup, kârın dağıtılmasına karar vermek şirket genel kurulunun devredilemez yetkileri kapsamındadır.

⁹¹⁰ Toraman Çolgar, ödeme gücü testinin Türk hukukundaki yansımaya örnek olarak TTK m.376/3 hükmünü örnek vermiştir. Nitekim hüküm uyarınca çıkartılacak ara bilançodan, şirket alacaklılarının alacaklarını karşılamaya yetmediğinin anlaşılması hâlinde, yönetim kurulu şirketin iflasını isteyecektir. Söz konusu bilanço ile şirketin borçlarını ödeme yeterliliğine sahip olmadığının tespit edilmesine rağmen dağıtım yapılması halinde ise yönetim kurulu üyeleri sorumlu tutulacaktır. Bkz. Toraman Çolgar, 82.

yapılması mümkün olmayacaktır. Dolayısıyla anonim şirketlerin ülkemiz kültüründeki yapısı dikkate alındığında bilanço testi ile ödeme gücü testinin kümülatif uygulanmasının menfaat sahiplerinin korunması bakımından daha uygun olacağı kanaatindeyiz⁹¹¹. Bununla birlikte, bilanço testi ile kümülatif uygulanacak bir ödeme gücü testinin, yalnızca kâr payı dağıtımlarına değil anonim şirket tarafından yapılacak tüm dağıtımlara ve ödüllere uygulanması da malvarlığının korunması bakımından daha verimli olacaktır.

Anonim şirketlerde kâr dağıtım yetkisinin kimde olacağı sorusuna ise Türk Hukuku bakımından daha farklı bir cevap aramak gerekecektir. Zira ödeme gücü testinin uygulandığı hukuk sistemlerinde ödeme gücü yeterliliğinin tespitinde ve kâr payı dağıtılmasında yetkili ve sorumlu organın yönetim kurulu olduğunu görmekteyiz. Türk hukukunda ise kârın dağıtılmasına karar vermek şirket genel kurulunun devredilemez yetkileri kapsamındadır. Bu durumda bilanço testi ile ödeme gücü testinin kümülatif olarak uygulanmasında yönetim kurulunun bilanço testi yanında şirketin borçlarını ödeme yeterliliğini de değerlendirerek bir beyan hazırlaması ve genel kurul tarafından kâr payı dağıtılması kararı verilirken söz konusu beyanın dikkate alınması gerektiği böylece dağıtımlar hususunda ek bir koruma sağlanacağı Türk Hukuk öğretisinde ileri sürülen görüşler arasındadır⁹¹². Yine bir diğer görüşe göre, uzun vadede kâr dağıtım konusunda yetkili ve sorumlu organın yönetim kurulu olmalı ve ödeme gücünün yeterliliğinin tespitinde yetkili yönetim kurulu üyelerinin beyanları esas alınmalıdır⁹¹³.

Biz de esas sermaye sisteminin benimsendiği hukukumuzda ılımlı bir geçiş benimsenmesinin yerinde olacağı kanaatindeyiz. Bu sebeple bilanço esas alındığında dağıtımın yapılmasında bir sakınca yoksa, yönetim kurulu tarafından şirketin borçlarını ödeme gücü yeterliliğine sahip olup olmadığı değerlendirilerek bir beyan hazırlaması ve TTK m.514 hükmüne göre geçmiş hesap dönemine ait Türkiye Muhasebe Standartlarında öngörülmüş bulunan finansal tablolar, ekleri ve yıllık faaliyet raporu ile birlikte genel kurula sunması önerilebilir. Ayrıca söz konusu beyan/ödeme gücü sertifikası denetime tâbi tutulabileceği gibi kamuyu aydınlatma

⁹¹¹ Aynı görüş için bkz. Toraman Çolgar, 81; Eryiğit, 317; Mülazımoğlu, 349 vd.

⁹¹² Bkz. Toraman Çolgar, 81. Bununla birlikte Toraman, Türk Hukuku'nda dağıtımlara ilişkin yönetim kurulunun yetkili olduğu hallerde (kâr payı avansı, pay sahibine ödünç verilmesi vb.) yönetim kurulunun sorumluluklarının devam ettiğini, zira sorumluluklarının kanun gereği olduğu ifade etmiştir.

⁹¹³ Eryiğit, 306.

kapsamında anonim şirketin ticari sırları saklı kalmak üzere yayınlanabilecektir. Genel kurul tarafından ise ancak söz konusu beyan doğrultusunda dağıtım yapılmasına karar verilebilecektir. Düzenlemeye aykırılık halinde genel kurul kararlarının hükümsüzlüğü yoluna gidilebileceği gibi beyanın hazırlanmasında gerekli özen ve dikkatin gösterilmemesinden kaynaklı olarak yapılacak dağıtımlar neticesinde şirketin iflasa sürüklenmesi veya hukuka aykırılık meydana gelmesi halinde ise TTK m.553 hükmü uyarınca sorumlu olan yönetim kurulu üyeleri için sorumluluk davası yoluna gidilebilmesi de mümkün olmalıdır. Bu noktada ödeme gücü yeterliliğinin tespitinde vade bakımından hangi borçların göz önünde bulundurulacağı sorusuna ise Türk hukukunda, kısa vadeli borçlanmanın yaygın olması sebebiyle bir yıllık sürenin esas alınabileceği ifade edilmiş olup, kanaatimizce söz konusu süre önerilen sistemin yaratabileceği belirsizliklerin önlenmesi açısından makuldür⁹¹⁴.

Bununla birlikte bilanço testi ile ödeme gücü testinin kümülatif uygulanmasının alacaklıların korunması bakımından daha verimli olacağı ve şirketin mali durumu konusunda da daha güncel bir veri sunacağı genel bir kabul olmakla birlikte, uzun vadede dağıtım işlemine ilişkin yetkilerin tek bir organda toplanmasının işlem maliyeti açısından daha sağlıklı olacağı kanaatindeyiz⁹¹⁵. Her ne kadar yönetim kurulu üyelerinin ya da çoğunluk pay sahiplerinin fırsatçı davranışlara yönelme riski sebebiyle dağıtımlar genel kurulun devredilemez yetkileri arasında yer alsada, uygulamada özellikle halka açık olmayan anonim şirketlerin sıklıkla belirli bir ailenin üyelerinden oluştuğu, bu sebeple genel kurul ile yönetim kurulunun yetki ayrımının kanuni bir düzenlemeden ibaret kaldığı durumlar göz önünde bulundurulursa, dağıtım yetkisi ve sorumluluğun uzun vadede yönetim kurulunda toplanması isabetli olacaktır. Söz konusu yetki; denetim, kamuyu aydınlatma ve sorumluluk hükümleriyle, beyanın hukuka aykırı olması halinde ise yönetim kurulu kararlarının hükümsüzlüğünün yolu açılarak desteklenebilecektir. Yine TTK m.512/1 hükmü uyarınca haksız yere ve kötü niyetle kâr payı veya hazırlık dönemi faizi alan pay sahipleri, bunları geri vermekle yükümlü tutulabilecektir⁹¹⁶.

⁹¹⁴ Eryiğit, 309; Mülazımoğlu, 348 vd.

⁹¹⁵ Aynı görüş için bkz. Eryiğit, 310.

⁹¹⁶ Anonim şirketlerde haksız ve kötü niyetle alınan kârın iadesine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Rıza Ayhan, “Anonim Şirketlerde Haksız ve Kötüniyetle Alınan Kâr ve Kazanç Paylarının İadesi”, içinde *Anonim Şirketlerde Bireysel ve Azınlık Pay Sahibi Hakları*, ed. Erol Ulusoy (Ankara, 2016), 99.

Her ne kadar dağıtımlar bakımından ödeme gücü testi, Türk hukuku bakımından radikal bir esnekleştirme önerisi olsa da, ödeme gücü testi ve uygulamasının mevcut esas sermaye sistemi ile uyumlu bir şekilde düzenlenmesinin mümkün olduğu kanaatindeyiz. Zira günümüz ekonomik faaliyetlerinin hızlı değişimi, şirketlerin malvarlığı değerlerinin çeşitlenmesi (kripto paralar, fikri haklar vb.) ile şirketlerin likiditesi ve buna bağlı olarak ödeme gücü kabiliyetleri de hızlı değişimlere maruz kalmaktadır. Bu gelişmeler karşısında yalnızca bilanço testine tâbi ve emredici hükümler ile düzenlenmiş bir dağıtım rejimiyle piyasanın nabzının tutulması uzun vadede arkaik kalabilecek ve şirketlerin işleyişini olumsuz etkileyebilecektir. Bu sebeple Türk hukukunda bilanço ile birlikte ödeme gücü yeterliliğinin de dikkate alındığı bir dağıtım rejiminin, ılımlı bir geçiş süreci ile benimsenmesi ve bu rejimin alacaklılar ile pay sahiplerinin menfaatlerinin korunduğu mekanizmalarla desteklenmesi fikrine bir kapı aralanması gerektiği görüşündeyiz.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışmada, 2000’li yılların başlarında Avrupa Birliği’nde başlayan ve yaklaşık 10 yıla uzanan bir süreç boyunca sayısız çalışma ve tartışmanın konusu olan anonim şirketlerde esas sermaye sistemi bütüncül bir bakış açısı ile açıklanmaya çalışılmıştır. Bununla birlikte süregelen tartışmalar neticesinde hukukumuz açısından sistemin sürdürülebilirliği ve tamamlayıcı mekanizmalarla verimliliğinin artırılıp artırılamayacağı analiz edilmiştir. Bu kapsamda ortaya konulan sonuçlar ve tespitler şu şekildedir:

1. Esas sermaye sisteminin doğru şekilde kavranabilmesi için öncelikle terminoloji ve kavramların tarihsel gelişimi üzerinde durulmuştur. Buna göre:

Türk Hukuk terminolojisinde esas sermayenin korunmasına ilişkin ilkenin nitelendirilmesinde görüş ayrılıkları olduğu tespit edilmiştir. İlkenin adlandırılması bakımından “*sermayenin korunması*” ve “*malvarlığının korunması*” terimleri arasındaki tartışmanın, ilkenin dar veya geniş yorumlanması düzleminde kaldığı görülmüştür. Buna göre, Türk kanun koyucusunun tercihini dikkate almak ve doktrinde kullanım birliği sağlamak adına “*sermayenin korunması*” teriminin tercih edilmesinin isabetli olacağı, TTK hükümlerinin ise amaca göre yorumlanması gerektiği kanaatine varılmıştır.

2. Esas sermayenin özellikleri açıklandıktan sonra esas sermaye sistemini ortaya çıkaran hususlar ve tarihsel süreç üzerinde durulmuştur. Bu çerçevede:

Esas sermaye sisteminin, anonim şirketlerde sınırlı sorumluluk ilkesinin pay sahipleri bakımından yarattığı avantajlı konum ve şirket alacaklıların korunması ihtiyacı sebebiyle bir tedbirler bütünü olarak doğduğu tespit olunmuştur. Bu sebeple esas sermaye sistemi, pay sahipleri ile alacaklılar arasında ortaya çıkan menfaat çatışmalarını dengelemeyi amaçlamaktadır.

Esas sermaye sistemine ilişkin tartışmaların temelinde sisteme olan farklı bakış açıları etkili olmuştur. Nitekim Kıta Avrupası hukuk sistemiyle Anglo-Sakson hukuk sisteminin konuya bakış açıları birbirinden farklı olup, Kıta Avrupası hukuk sisteminde alacaklıların menfaatlerine öncelik tanınırken, Anglo-Sakson hukuk

sisteminde şirket ortakları ve yatırımcıların menfaatlerinin ön planda tutulduğu tespit edilerek çalışmanın devamı bu perspektif üzerinden geliştirilmiştir.

Türk Hukukunda ise esas sermaye sistemi 6102 sayılı TTK'da Kıta Avrupası hukuk sisteminin etkisiyle kaleme alınmıştır. TTK'nın hazırlık aşamasında AB hukukunda gündeme gelen esas sermaye sistemine ilişkin tartışmalar üzerinde durulmuşsa da, kanunun yürürlüğe girdiği dönemde Avrupa'nın dahi köklü bir değişikliğe hazır olmadığından bahisle konuya ilişkin tartışmalar ilerleyen bir zamana ertelenmiştir.

TTK'nın yürürlüğe girmesinin üzerinden geçen zaman dikkate alındığında, bu tartışmaların teorik ve pratik sebeplerle Türk hukuku için de değerlendirilmesi gerektiği kanaatine varılmıştır. Zira bu süreçte AB şirketler hukukunda önemli değişiklikler olmuş, şirketler arası rekabet biçim değiştirmiş ve yeni tartışmalar gündeme gelmiştir. Dolayısıyla şirketler hukuku alanındaki bu gelişmelerin takip edilerek mevzuatın değiştirilmesi ve Türk şirketlerinin uluslararası piyasalardaki gücünün artırılması gerekmektedir.

3. Esas sermaye sisteminin verimliliğinin alacaklıların korunması bakımından değerlendirilebilmesi için alacaklılar, şirket karşısındaki konumlarına göre sınıflandırılmıştır. Bu kapsamda:

Bir anonim şirketin ticari faaliyetlerinin kapsamı sebebiyle çok sayıda ve çeşitlilik arz eden alacaklı kitlesine sahip olabileceği ve bu sebeple emredici hukuk kurallarının alacaklıların tamamı bakımından aynı düzeyde verimli olamayacağı kanaatine varılmıştır.

4. Çalışmada alacaklıların karşılaşılabileceği riskler; şirketin ticari başarısızlığı, iflas eden şirketin devredilmesi, riskin dışsallaştırılması, şirket sermayesinin yetersiz hale gelmesi ve ahlaki tehlike şeklinde başlıklandırılmıştır. Risklerin açıklanmasında yabancı doktrinde ileri sürülen görüşler dikkate alınarak:

Esas sermaye sisteminin yeterince işlevsel olmadığı risklerden birinin şirketin ticari başarısızlığa uğraması olduğu, ayrıca emredici kuralların şirketin iflasını engelleyemeyeceği, anonim şirket esas sermayesinin şirketin faaliyeti sırasında çeşitli sebeplerle yetersiz hale gelerek alacaklılar bakımından risk yaratabileceği, esas sermaye sistemi düzenlemelerinin ahlaki tehlike davranışlarının önlenmesinde de

yeterince etkili olmadığı, ancak kâr payı dağıtımını başta olmak üzere pay sahiplerine yapılacak olan dağıtımların bilanço hukuku kuralları çerçevesinde sıkı şartlara bağlanmış olmasının şirket malvarlığının iadesine mani olarak alacaklılar aleyhine ortaya çıkabilecek bazı riskleri hafiflettiği, anonim şirketin tüm taraflarının menfaatleri değerlendirildiğinde esas sermaye sisteminin verimliliği konusunun karmaşık bir yapıya sahip olduğu sonuçlarına varılmıştır. Dolayısıyla alacaklıların korunması mekanizmalarının tespitinde, şeffaflık temelinde karma bir uygulamanın daha verimli olacağı dile getirilmiştir.

5. Esas sermaye sisteminin verimliliğinin değerlendirilebilmesi için sistemin doktrinde yaygın olarak kabul edilen fonksiyonları üzerinde durulmuştur. Buna göre:

Doktrinde ağırlıklı olarak kabul edildiği ve bizimde katıldığımız görüşe göre kurucular tarafından taahhüt edilen asgari sermaye miktarının alacaklılar için yalnızca kuruluş esnasında sorumluluk fonu işlevini yerine getirebildiğine, şirketin faaliyeti esnasında ise alacaklıları olası ticari risklerden koruma konusunda yetersiz olduğuna, esas sermayeye karşılık gelen malvarlığının tampon işlevinin şirketin faaliyeti süresince öz sermaye ve yabancı sermaye dengesinin değişmesiyle etkinliğinin azalabileceğine, buna karşın anonim şirket esas sermayesinin alacaklılar ve pay sahipleri arasında riski paylaştırarak menfaat dengesine katkı sağladığına ayrıca pay sahiplerini daha özenli davranmaya ve şirket yönetimini daha kurumsal olmaya teşvik ettiğine kanaat getirilmiştir.

Çalışmanın ikinci ana bölümünde esas sermaye sistemi düzenlemelerinin kapsamı ele alınmış; esas sermaye sistemi temel düzenlemeleri, sermayenin oluşturulması ve sermayenin korunması başlıkları altında AB ve Türk hukuku bakımından karşılaştırmalı olarak ve normatif düzlemde ele alınmıştır. Bu kapsamda esas sermaye sistemine ilişkin görüşler AB hukuku çerçevesinde yürütülmüş olan tartışmalar esas alınarak değerlendirilmiştir. Buna göre ortaya konulan sonuçlar ve tespitler şu şekildedir:

6. Asgari sermaye miktarının şirketin finansal durumu ile bağlantısının az olması ve şirketin borçlarını ödeyebilme kabiliyeti hakkında yeterli bilgi sunamaması sebebiyle gerçek bir anlam ifade etmediği ve dolayısıyla zorunlu asgari sermayenin, menfaat sahiplerini asgari sermaye temelli bir yaklaşımla korumayı amaçlayan hükümler zincirinin en zayıf halkası olduğu sonucuna varılmıştır.

7. İtibari değerin alacaklılar için tanımlanabilir bir bütünü ifade ederek sağladığı yararın kuruluş aşamasıyla sınırlı kaldığı, dolayısıyla itibari değeri olmayan pay ve itibari değerden az bedelle pay çıkarılması yasağının etkisinin esasen pay sahipliği haklarının sulandırılması bakımından önem arz ettiği sonucuna varılmıştır.

8. Anonim şirkete aynı sermaye olarak taahhüt edilebilecek unsurlara getirilen kısıtlamaların; hizmete, zihin gücüne vb. hususlara dayalı şirketlerin kurulmasına yönelik yenilikçi fikirleri engellediği, aynı sermaye değerlendirme prosedürünün ise özellikle ivedilik arz eden durumlarda anonim şirket tüzel kişiliğine zaman ve masraf yönünden yük oluşturduğuna kanaat getirilmiştir.

9. Anonim şirketin kendi paylarını iktisap etmesi ve finansal yardım yasağına ilişkin işlemlerin, her koşulda alacaklılar veya pay sahiplerinin aleyhine sonuç meydana getireceği varsayımı ile kati suretle yasaklanmasının, anonim şirketin işleyişinde aksamalara yol açabileceği ve eşit rekabet koşullarına erişimi zorlaştıracığı ifade edilmiştir.

10. Anonim şirket kâr dağıtım politikalarının belirlenmesinde anonim şirketin finansal yönetiminin de göz önünde bulundurulması gerektiği görülmüştür. Ayrıca anonim şirket tarafından yapılacak dağıtımlarda esas alınacak şirket bilançosunun, şirkete ilişkin olarak ileriye dönük (ödeme gücünün tespiti yerine) değil, geriye dönük bir değerlendirme yapması sebebiyle gerçeği yansıtmadığı, alacaklıların şirketin bilançosu ile değil, şirketin gerçek malvarlığı değeri ile ilgilendikleri gözlemlenmiştir. Öte yandan dağıtımın bilanço testi ile kısıtlanmasının anonim şirket malvarlığının kötüye kullanılmasının önüne geçerek, örtülü dağıtım yoluyla alacaklılar bakımından ortaya çıkarılabilecek riskleri azalttığı da tespit olunmuştur.

Çalışmanın üçüncü ve son ana bölümünde esas sermaye sistemine yönelik reform önerileri, konuya ilişkin yayınlanan raporlarla birlikte incelenmiş ve esas sermaye sistemini tamamlayıcı mekanizmalar açıklanmıştır. Son olarak Türk Hukuku bakımından sistemin sürdürülebilirliği değerlendirilmiş ve olası çözümler üzerinde durulmuştur. Bu kapsamda ortaya konulan sonuçlar ve tespitler şu şekildedir:

11. 6102 sayılı TTK'nın yürürlüğe girdiği dönemde AB'de esas sermaye sistemi tartışmaları yerini bazı reformlara bırakmışsa da Türk hukukunda konuya ilişkin önemli bir reform çalışmasına rastlanmamıştır. Bununla birlikte Türk hukukunda esas

sermaye sistemi emredici düzenlemelerini konu alan akademik çalışmalar yapıldığı görülmüş ve söz konusu çalışmalardan yararlanılmıştır.

12. Limited şirketler hukukunda, 7099 sayılı Yatırım Ortamının İyileştirilmesi Amacıyla Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun m. 25 hükmü ile yapılan değişiklik konusunda doktrinde ileri sürülen görüşler incelenmiş ve Türk hukuku esas sermaye sisteminin değişiklik konusunda esnek bir yapıya sahip olmadığı tespit edilmiştir. Dolayısıyla anonim şirketlerde esas sermaye sistemi düzenlemelerine ilişkin bir reform çalışmasının tüm değişkenler dikkate alınarak iyi planlanması gerektiğine kanaat getirilmiştir.

13. Esas sermaye sistemini tamamlayıcı nitelikte olan kamuyu aydınlatma hizmeti ile etkin, verimli, periyodik ve erişilebilir bilgi aleniyetinin sağlanması halinde alacaklıların korunması amacına hizmet edilebileceği sonucuna varılmıştır.

14. Yöneticilerin fırsatçı davranışlarına karşı yalnızca sorumluluk düzenlemeleriyle dengeli bir çözüm bulmanın mümkün görülmediği bu sebeple esas sermaye sistemini destekleyici ve gelişmiş bir sorumluluk sisteminin, ancak işleyiş kabiliyeti yüksek bir yargı mekanizmasıyla verimli olabileceği tespit edilmiştir.

15. Tüzel kişilik perdesinin kaldırılması mekanizmasının hileli davranışlara ve olası suiistimallere karşı etkili olabilmesi için pay sahipleri açısından bir tehdit unsuru haline gelmemesi ve mahkemeler tarafından sınırlı sorumluluğun sınırlarının doğru bir şekilde belirlenmesi gerektiği ortaya konulmuştur.

16. AB hukukunda ileri sürülen ve dağıtım rejiminin esnekleştirilmesine yönelik görüşler temel alındığında; genel muhasebe standartlarına uygun basit bilanço testi ile birlikte bir ödeme gücü testinin uygulanmasının ve ayrıca yöneticilerin yükümlülükleri, takdir alanı ve sorumluluklarının genişletilmesinin, mevcut sisteme nazaran daha verimli olacağı tespit edilmiştir.

17. Alacaklıların tamamen sözleşmeye ya da emredici kurallara dayalı bir rejim ile korunması yerine her iki sistemin karışımından oluşan hibrid bir sistem ile korunmasının daha etkili olabileceği dile getirilmiştir.

Hukukumuz açısından esas sermaye sisteminin sürdürülebilirliğine ilişkin değerlendirilmemiz ve mevcut sistemin daha verimli kılınabilmesi için önerilerimiz ise şu şekildedir:

18. Asgari sermaye zorunluluğunun Türk hukukundaki hukuki konumu gereği kaldırılmasının henüz mümkün olmadığı ancak TTK ile öngörülmüş olan asgari

sermaye miktarının da menfaat sahipleri bakımından yeterli bir işlevi olmadığı sonucuna varılmıştır. Bu sebeple mevcut esas sermaye sistemi bakımından en uygun çözüm önerisinin, öncelikle TTK m.332 hükmü ile düzenlenmiş olan asgari sermaye miktarının günümüz piyasalarına uygun olacak bir rakama çekilmesi ve sistemin sağlıklı işlemesi için en az sermaye tutarının periyodik olarak arttırılması olduğu sonucuna varılmıştır.

19. Anonim şirket paylarının itibari değerinin piyasa değeriyle farklılık arz etmesi sebebiyle ortaya çıkan işlem maliyetlerinin azaltılması ve Türk şirketlerinin artan rekabet karşısında dezavantajlı bir konumda kalmaması için itibari değeri olmayan pay çıkarılmasına ilişkin sistemin ele alınması ve mevcut sistemin sadeleştirilmesine yönelik adımların atılması gerektiği sonucuna varılmıştır.

20. Esas sermayenin oluşturulmasında aynı sermaye olabilecek unsurlar ve değerlemeye ilişkin hükümlerin tekrar gözden geçirilmesi; denetim, kamuyu aydınlatma ve sorumluluk hükümleriyle güvenlik sağlanarak mevcut rejimin esnetilmesinin yararlı olacağı kanaatine ulaşılmıştır.

21. Türk hukukunda da AB hukukuna benzer bir yaklaşımla anonim şirketlerin kendi payını iktisap edebilmesi fikrinin benimsenmesi, finansal yardım yasağına yönelik olarak ise sorumluluk, denetim ve kamuyu aydınlatma hükümleriyle teminat altına alınacak, yeni bir bakış açısı geliştirilmesi gerektiği sonucuna varılmıştır.

22. Kamuyu aydınlatma mekanizmasının, verimli, periyodik ve erişilebilir kılınarak halka açık olmayan anonim şirketlere de uygulanacak şekilde genişletilmesi ve böylece şirketler hukukundaki şeffaflık gereksiniminin sağlanması gerektiği kanaatine ulaşılmıştır.

23. Yöneticilerin sorumluluğu sigortasının ihtiyari olma vasfının korunması, ancak uygulamasının etkili olabilmesi için TTK m.361 hükmünün açık ve yeterli bir biçimde yeniden düzenlenmesi ve yönetici sorumluluk sigortası genel şartlarının çıkartılması gerekmektedir. Bununla birlikte zorunlu sigorta uygulaması bakımından sektörel bazda düzenlemeler yapılarak, genel şartlar çıkartılabilecek; hangi şirketlerin zorunlu sigorta uygulamasına tabi olacağı ise faaliyet alanları ve kapasitelerine göre belirlenebilecektir.

24. Alacaklılar bakımından doğan riskin azaltılmasında yöneticilerin sorumluluğu hükümlerinin etkili bir rol oynayabilmesi için normatif hükümler ile yargı faaliyetinin birbiri ile uyumlu hale getirilmesi, TTK m.553 hükmünün

mahkemeler tarafından etkili bir biçimde uygulanmasının sağlanması ve verilen kararlar ile içtihat birliği yaratılması gerektiği ifade edilmiştir.

25. Konuya ilişkin Yargıtay kararlarından yola çıkılarak, Türk hukukunda tüzel kişilik perdesinin kaldırılması mekanizmasının dar yorumlanarak istisnai hallerde uygulandığı gözlemlenmiştir. Ancak tüzel kişilik perdesinin kaldırılması yoluna gidilebilmesi için başka bir yasal sebebin olmaması ön koşulunun menfaat dengesi bakımından eşitsizlik yaratabileceği, bu sebeple mevcut yasal hükümlerin alacaklılar bakımından işlevsiz kalması halinde de somut olayın şartlarına göre tüzel kişilik perdesinin kaldırılması yoluna gidilebilmesi gerektiği öne sürülmüştür. Buna göre mahkemelerin tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasına ilişkin kararlarının; MK m.2 kapsamında, menfaat dengesini gözeten bir perspektifte, istisnai nitelikte ve belirli kalıplardan ziyade somut olayın şartlarına göre olması gerekmektedir.

26. Kâr dağıtım rejimi açısından konuya ilişkin yazılan diğer eserlerle paralel biçimde, ılımlı bir geçiş ile hukukumuzda ödeme gücü testinin de benimsenmesi gerektiği kanaatine varılmıştır. Bu sebeple:

Basit bilanço testi sonucunda kâr dağıtımının yapılmasında bir sakınca yoksa, şirketin borçlarını ödeme gücü yeterliliğine sahip olup olmadığının yönetim kurulu tarafından değerlendirilerek bir beyan hazırlaması ve genel kurula sunması önerilmiştir. Ayrıca söz konusu beyan/ödeme gücü sertifikasının denetime tâbi tutulması ve kamuyu aydınlatma kapsamında, anonim şirketin ticari sırları saklı kalmak üzere yayınlanması mümkün hale getirilmesi gerektiği ifade edilmiştir. Uzun vadede ise dağıtım işlemine ilişkin yetkilerin yönetim kurulunda toplanmasının işlem maliyeti açısından daha verimli olacağı kanaatine varılmıştır⁹¹⁷.

Ödeme gücü yeterliliğinin tespitinde vade bakımından hangi borçların göz önünde bulundurulacağı sorusuna ise öğretiyeye paralel biçimde bir yıllık süre sistemin yaratabileceği belirsizliklerin önlenmesi açısından tarafımızca da makul bulunmuştur⁹¹⁸.

Yalnızca bilanço testi veya emredici hükümler ile düzenlenmiş bir dağıtım rejimi hızlı gelişen dünya ekonomisinde geçerliliğini yitirebilecek, güven ortamı yaratmaktan uzak kalabilecek ve şirketlerin iç işleyişini olumsuz etkileyebilecektir. Bu sebeple

⁹¹⁷ Aynı görüş için bkz. Eryiğit, 310.

⁹¹⁸ Eryiğit, 309; Mülazımoğlu, 348 vd.

Türk hukukunda ödeme gücü testi ve uygulamasının mevcut esas sermaye sistemi ile uyumlu bir şekilde düzenlenmesinin mümkün olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla Türk hukukunda bilanço testi ile birlikte ödeme gücü yeterliliğinin de dikkate alındığı bir dağıtım rejiminin, ılımlı bir geçiş süreci ile benimsenmesine ve bu rejimin alacaklılar ile pay sahiplerinin menfaatlerinin korunduğu mekanizmalarla desteklenmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışma boyunca ele alınmaya çalışılan esas sermaye sisteminin sürdürülebilirliğine ilişkin bu kapsamlı tartışma, ABD hukukunun etkisiyle gündeme gelmiş ve yabancı hukuk doktrinde sayısız çalışmaya konu olmuştur. Bu çalışmada esas sermaye sistemi ve sürdürülebilirliği, AB hukukunda olagelen tartışmalar çerçevesinde değerlendirilmiş ve Türk Hukuku bakımından geleneksel esas sermaye sistemi düzenlemelerine yeni bir bakış açısı kazandırılması amaçlanmıştır. Kıta Avrupası hukuk sisteminin bir parçası olarak Türk hukukunda esas sermaye sisteminden tamamen vazgeçilmesi mümkün gözükmese de; tüm bu teorik tartışmalar ve sistemi tamamlayıcı değişiklik önerilerimizin, uygulamanın tüm menfaat sahipleri bakımından daha az maliyetle ve aynı zamanda verimli işlemesine katkı sağlayacağı inancındayız.

Son olarak, bu çalışmanın yürütüldüğü süreçte konuya ilişkin gerek yabancı gerekse Türk hukuku literatürüne büyük ölçüde erişilmiş ve bu kaynaklardan yararlanılmışsa da konuya ilişkin bundan sonra yapılacak araştırmalarla, bu çalışma ile oluşturmaya çalıştığımız teorik alt yapıya yabancı ve Türk hukukundaki ampirik örneklerle katkı sağlanması gerektiği kanaatindeyiz

KAYNAKLAR

- Akerlof, George A. “The Market For ‘Lemons’: Quality Uncertainty And The Market Mechanism”. içinde *Uncertainty in Economics*, 235-51. Academic Press, 1978.
- Akın, Murat Yusuf ve Muhammed Sulu. “Yönetim Kurulu Üyelerinin Menfaati ile Şirket Menfaatinin Çatışması Bağlamında Sorumluluk”. *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi* 25, sy 1 (2019): 169-84.
- Akıncı, Şahin. “Alacaklılardan Mal Kaçırarak İçin Kurulan Yeni Şirkete Müracaat İmkânı Bakımından; Muvazaa, Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması ile Organik Bağ Kavramlarının Elverişliliği ve Yargıtay Uygulamaları”. *Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 27/3 (2019): 651-78.
- Altaş, Soner. “Anonim Şirketlerde Esas Sermayenin Azaltılması”. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi* 3/2 (2010): 87-104.
- Altaş, Soner. “TTK’nın Anonim Şirketlerde Sermaye Azaltılması İçin Öngördüğü Temel Yenilikler ve Değişiklikler”. *Mali Çözüm Dergisi*, sy 115 (2013): 171-80.
- Altaş, Soner. “TTK’nın Anonim Şirketlerde Sermaye Azaltılması İçin Öngördüğü Temel Yenilikler ve Değişiklikler”. *Mali Çözüm Dergisi*, 115 (2013): 171-80.
- Anderson, Helen. “Directors’ Liability for Fraudulent Phoenix Activity—A Comparison of the Australian and UK Approaches”. *Journal of Corporate Law Studies* 14/1 (2014): 139-73.
- Ansay, Tuğrul. *Çağdaş Anonim Şirketlerin Sorunları ve Türk Anonim Şirketleri*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1971.
- Antalya, Gökhan. “Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması Teorisi”. İçinde *I. Uluslararası Ticaret Hukuku Sempozyumu, Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması*, 143-52. İstanbul: Marmara Üniversitesi, 2008.
- Arat, Tuğrul. *Ticaret Şirketlerinin Tâbiyeti*. Ankara: Sevinç Matbaası, 1970.
- Arıcı, M. Fatih. *Alacak Hakkının Anonim Ortaklığa Sermaye Olarak Taahhüdü*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 2003.
- Armbrüster, Christian. *Fallsammlung zum Gesellschaftsrecht 12 Klausuren und 380 Prüfungsfragen*. Berlin, Heidelberg: Springer, 2018.
- Armour, John. “Legal Capital: An Outdated Concept?” *European Business Organization Law Review*, s.28, 7/1 (2006): 5-27.
- Armour, John. “Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law”. *The Modern Law Review* 63/3 (2000): 355-78.
- Armour, John. “Who Should Make Corporate Law? EC Legislation Versus Regulatory Competition”. SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2005.
- Armour, John, Reinier H Kraakman, Henry Hansmann, ve Economics John M. Olin Center for Law and Business. *The Essential Elements of Corporate Law*. Cambridge, MA: Harvard Law School, 2009.

- Arslan, Kaya. “Örtülü Kazanç Aktarımı Yasağının TK’ya Tabi Şirketler/Şirketler Topluluğu ve Serpk ile İlişkisi Bakımından Değerlendirilmesi - Vakıa Üzerinden Bir Deneme”. *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi* 3/22 (2016): 1531-47.
- Arslanlı, Halil. *Anonim şirketler*. İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1959.
- Arslanlı, Halil “Anonim Şirkette Pay ve Pay Sahipliği”. *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası* 3-4/23 (2011): 248-90.
- Ayan, Özge. “Anonim Şirketin Genel Kurul Kararı ile Kendi Paylarını İktisap Etmesi veya Rehin Almasının Koşulları (TTK 379)”. *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 17/1-2 (2013): 185-228.
- Aydın Alber Yüce. “İsviçre Anonim Şirketler Hukuku Revizyon Tasarısının Şirket Sermayesi ve Paylar Bakımından Getirdiği Bazı Yenilikler”. *Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 2/12 (2017): 55-79.
- Aydın, Alihan. *Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi*. İstanbul: Arıkan, 2008.
- Aydoğan, Gökhan. *Anonim Şirketler Hukukunda Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2021.
- Aydoğan, Gökhan. *Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller*. İstanbul: İktisadi Araştırmalar Vakfı, 2013.
- Aygül, Musa. *Milletlerarası Özel Hukukta Şirketlere Uygulanacak Hukukun Tespiti*. Ankara: Seçkin, 2007.
- Ayhan, Rıza. “Anonim Şirketlerde Haksız ve Kötüniyetle Alınan Kâr ve Kazanç Paylarının İadesi”. İçinde *Anonim Şirketlerde Bireysel ve Azınlık Pay Sahibi Hakları*, editör Erol Ulusoy. Ankara, 2016.
- Ayhan, Rıza, Hayrettin Çağlar ve Mehmet Özdamar. *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*. Ankara: Yetkin, 2021.
- Aytuğar, Bilge. “Anonim Şirketlerde Kâr Payı Ve Kâr Payı Avansı Dağıtım Hakkında 7244 Sayılı Kanun İle Öngörülen Tedbirler” *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 11/2 (31 Aralık 2020): 396-410.
- Aytuğar, Bilge. *Anonim Şirketlerde Oy Hakkında İmtiyaz*. İstanbul: On İki Levha, 2019.
- Bachner, Thomas. “Creditor Protection Through Insolvency Law in England”. içinde *Legal Capital in Europe*, editör Marcus Lutter, 427-79. Berlin: De Gruyter, 2006.
- Bachner, Thomas. “Wrongful Trading: A New European Model for Creditor Protection?” *European Business Organization Law Review* 5/2 (2004): 293-319, (Wrongful Trading).
- Badak, Zehra. *Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Şirkette Pay Sahibinin Kâr Payı Hakkı*. İstanbul: On İki Levha, 2018.
- Bahtiyar, Mehmet. *Ortaklıklar Hukuku*. 15. bs. İstanbul: Beta Basım Yayım, 2021.

- Bahtiyar, Mehmet. *Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 1996.
- Bahtiyar, Mehmet. “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’nın Dili İle Bazı Hükümlerinin Değerlendirilmesi”. *Türkiye Barolar Birliği Dergisi*, 61 (2005): 47-106.
- Bakan, Joel. *Şirket: Kâr ve Güç Peşindeki Patolojik Kurum*. Çeviren Rahmi G Öğdül. İstanbul: Ayrıntı, 2007.
- Baldamus, Ernst-August. *Reform der Kapitalrichtlinie*. Köln; München: Heymann, 2002.
- Ballantine, Henry W. ve George S. Hills. “Corporate Capital and Restrictions upon Dividends under Modern Corporation Laws”. *California Law Review* 23/3 (1935): 229-63.
- Barneveld, J. “Legal Capital and Creditor Protection: Some Comparative Remarks”. *The European Private Company (SPE) : A Critical Analysis of the EU Draft Statute*, (2009): 81-102.
- Barta, Sebastian. “Aufsätze und Beiträge - Das Kapitalsystem von GmbH und AG - Inhalt und Zweck der Regelungen über Stamm- bzw. Grundkapital. Zugleich Anmerkungen zum Referentenentwurf eines ‘Gesetzes zur Neuordnung des Mindestkapitals der GmbH (MindestKapG)’”, *GmbH-Rundschau* 96/11 (2005): 657.
- Bauer, Marcus. *Gläubigerschutz durch eine formelle Nennkapitalziffer - Kapitalgesellschaftsrechtliche Notwendigkeit oder überholtes Konzept?*, Peter Lang, 1995.
- Bayer, Walter. “Moderner Kapitalschutz”, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 36/ 2 (2007): 220-40.
- Bayer, Walter, Erhard Bungereth, Mathias Habersack, Karsten Heider, Jürgen Oechsler, Andreas Pentz, Thomas Bachner, vd. *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz Band 1. Band 1*. München: C.H. Beck, 2016.
- Bayer, Walter, ve Jan Lieder. “Darlehen der GmbH an Gesellschafter und Sicherheiten aus dem GmbH-Vermögen für Gesellschafterverbindlichkeiten: Besprechung der Entscheidung BGHZ 157, 72”. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 34/1, (2005): 133-153.
- Bayer, Walter, ve Jessica Schmidt. “Die Reform Der Kapitalaufbringung bei Der Aktiengesellschaft Durch Das ARUG”. *Zeitschrift Für Unternehmens- Und Gesellschaftsrecht* 38/6 (2009): 805-46.
- Bezenberger, Tilman. *Das Kapital Aktiengesellschaft: Kapitalerhaltung-Vermögensbindung Konzernrecht*, Köln: Otto Schmidt, 2005.
- Birds, John, ve A. J. Boyle. *Boyle & Birds’ Company Law*. Bristol: Jordans Publishing Limited, 2014.
- Booth, Richard A. “Capital Requirements in United States Corporation Law”. İçinde *Legal Capital in Europe*, editör Marcus Lutter, 621-45. Berlin: De Gruyter, 2006.
- Böckli, Peter, Eilis Ferran, Klaus J Hopt, Alain Pietrancosta, Markus Roth, Rolf Skog, Stanislaw Soltysinski, Jaap W Winter, ve Martin Winner. “The Consequences

- of Brexit for Companies and Company Law”. *SSRN Journal SSRN Electronic Journal*, 2017.
- Bratton, William W. “Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process”. *European Business Organization Law Review European Business Organization Law Review* 7/1 (2006): 39-87.
- Buchholz, Daniel. “Limited Liability Companies and Voluntary Creditors: Reexamining the Abolishment of Veil Piercing”. *Creighton Law Review* 51 (2017-2018): 513.
- Cahn, Andreas. “Capital Maintenance in German Company Law”. Institute for Law and Finance Working Paper Series No. 146/2015, 2015. (Capital Maintenance)
- Cahn, Andreas. *Comparative Company Law : Text and Cases on the laws Governing Corporations in Germany, The UK and The USA*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010.
- Cahn, Andreas. “Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien”. Frankfurt am Main: Institute for Law and Finance, 2007.
- Can, Mehmet Çelebi. *Yöneticilerin Sorumluluk Sigortası: D&O - Sigortası*. Adalet Yayınevi, 2020.
- Can, Mehmet Çelebi. “Pay Sahiplerinin veya Alacaklıların Doğrudan Zararlarının Tazmini Amacıyla İkame Edilen Sorumluluk Davalarında TTK m. 1534’ün Etkisi”. *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 21, sy 4 (2017).
- Can, Ozan. “Avrupa İnsan Hakları Sözleşmesi Kapsamında Malvarlığı Haklarının Korunmasında Ticaret Şirketi Ortaklarının Başvurucu Sifatının Değerlendirilmesi Ve Tüzel Kişilik Perdenin Kaldırılması Teorisi”. *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 7/2 (2016): 71-82.
- Cary, William L. “Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware”. *The Yale Law Journal The Yale Law Journal* 83/4 (1974): 663.
- Cenkci, Esra. *Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye Sistemi* İstanbul: On İki Levha, 2015.
- Cenkci, Esra. “Türk Hukukunda Sermaye Değişikliğinin Kolaylaştırılması İçin Bir Öneri”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 33/2 (2017): 67-119.
- Cobe, Matondo. *Der Gläubigerschutz in der Unternehmersgesellschaft: eine funktionale Gegenüberstellung der Private Limited Company und der UG*, 2017.
- Coffee Jr., John C. “The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role”. *Columbia Law Review* 89/7 (1989): 1618-91.
- Çağlar, Hayrettin. “Anonim Şirketlerde Ayni Sermayeye Değer Biçilmesi”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 26/2 (2010): 35-56.
- Çağlar, Hayrettin. *Anonim Şirketlerde Esas Sermayenin Azaltılması*. Ankara: Turhan Kitabevi, 2010. (Esas Sermayenin Azaltılması)
- Çağlar, Hayrettin. “Avrupa Birliği Hukukuna Göre Şirketlerin Yerleşme Serbestisi ve Avrupa Toplulukları Adalet Divanı’nın ‘Cartesio’ Kararı” içinde *Prof. Dr. Fırat Öztan’a Armağan*, I:623-38. Ankara: Turhan Kitabevi, 2010.

- Çağlar, Hayrettin. “Sınırlı Esnek Sermaye Sistemi (Kapitalband) İsviçre Anonim Şirketler Hukukunda Yeni Bir Müessese”. *Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 17/2 (2013): 353-70.
- Çaldağ, Yurdakul, ve Yıldız Ayanoglu. *Genel Muhasebe*, Ankara: Gazi Kitabevi, 2020.
- Çamoğlu, Ersin. “Ticaret Ortaklıkları Bağlamında Perdenin Kaldırılması Kuramı ve Yargıtay Uygulaması”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 32/2 (2016): 5-20.
- Çamurcu, Emin. *Anonim Ortaklıklarda Farklılaştırılmış Teselsül İlkesi Uyarınca Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluklarının Belirlenmesi*, İstanbul: On İki Levha Yayınları, 2015.
- Çatıkkaş, Özgür. “İşletmelerde Mali Tablo Hileleri”. *Denetim*, 2016, 18-30.
- Çelik Şehirali, Feyzan Hayal. *Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2008.
- Çelikboya, Kerem. “Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Kâr Payı Hakkı”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2020.
- Çolgar Toraman, Emek. *Şirkete Borçlanma Yasağı*. İstanbul: On İki Levha Yayınları, 2019.
- Çonkar, M. Halil. *Anonim Ortaklıkta Ayni Sermaye*. İstanbul: On İki Levha, 2016.
- Coşgun Karaman, Özlem. “Anonim Şirketlerde Sermaye Kavramı ve Ayni Sermaye Değerinin Belirlenmesi”. *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi* 18/2 (2012): 333-48.
- Çoştan, Hülya. *Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Hükümlerine Göre Anonim Şirketin Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirme Yoluyla Yeniden Yapılanmasında Alacaklının Korunması*, 2009.
- Daniels, R. J. Must Boards Go Overboard? An Economic Analysis of the Effects of Burgeoning Statutory Liability on the Role of Directors in Corporate Governance, (1994): 229-258.
- Davies, Paul, Klaus J Hopt, Richard Nowak a, ve Gerard van Solinge. *Corporate Boards in Law and Practice: A Comparative Analysis in Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2013.
- Davies, Paul L, Sarah Worthington, ve Laurence C. B Gower. *Gower and Davies’ Principles of Modern Company Law*. London: Sweet & Maxwell, 2016.
- Demir, Koray. *Özel Esas Sözleşme Değişiklikleri: Şarta Bağlı Sermaye Artırımı ve Esas Sermayenin Azaltılması (TTK m. 463-475)*. İstanbul: On İki Levha, 2020.
- Demirci, Serdar. “Sigorta Kooperatifçiliği: Türkiye Uygulaması”, *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 9/1 (2018): 387-418.
- Doğan, Beşir Fatih. “Anonim Şirketlerde Sermaye Payını Geri Ödeme Yasağı”. *Türkiye Barolar Birliği Dergisi*, 56 (2005): 48-60.
- Doğan, Beşir Fatih. “Anonim Şirketlerin Kendi Paylarını İktisabının Fayda ve Zararları”. *İçinde Prof. Dr. Fikret Eren’e Armağan*, 449-78, 2006.

- Doğan, Beşir Fatih. “Avrupa Birliği Şirketler Hukuku Modernizasyon Çalışmaları, Avrupa Birliğinin 77/91EWG nolu İkinci Şirketler Yönergesinde Değişiklik Yapan 2006/68/EWG nolu Yönergenin Getirdiği Yenilikler”. *Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi* 7/2 (2008): 1-13.
- Doğan, Beşir Fatih. *Der Erwerb Eigener Aktien im Deutschen und Türkischen Recht im Hinblick auf Europäisches Recht*. Hamburg: Verlag Dr. Kovac, 2004. (*Der Erwerb eigener Aktien*)
- Dooley, Michael P. ve Michael D. Goldman. “Some Comparisons Between the Model Business Corporation Act and the Delaware General Corporation Law”. *The Business Lawyer* 56/2 (2001): 737-66.
- Drinkuth, Henrik. *Die Kapitalrichtlinie- Mindest- oder Höchstnorm?* Köln: O. Schmidt, 1998.
- Drygala, Tim. “Directors Liability in the Member States of the European Union”. içinde *Legal Capital in Europe*, editör Marcus Lutter, 233-53. Berlin: De Gruyter, 2006.
- Dural, Mustafa. “Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması (ya da Tüzel Kişinin Tabanına Başvurulması)”, Sermaye Piyasası Kurulu, 15. Yıl Sempozyumu, 97-107, Ankara, 1998.
- Easterbrook, Frank H. ve Daniel R Fischel. “Limited Liability and the Corporation”. *University of Chicago Law Review* 52, sy 1 (1985): 89.
- Easterbrook, Frank H. ve Daniel R Fischel. “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”. *Virginia Law Review* 70/4 (1984): 669-715.
- Lawson, Gary. “Efficiency and Individualism”. *Duke Law Journal* 42/53 (1992): 53-98.
- Eidenmüller, Horst, ve Andreas Engert. “Aufsatze - Die angemessene Höhe des Grundkapitals der Aktiengesellschaft”. *Die Aktiengesellschaft*. 50/4 (2005): 97.
- Eidenmüller, Horst, Barbara Grunewald, ve Ulrich Noack. “Minimum Capital in the System of Legal Capital”. içinde *Legal Capital in Europe*, editör Marcus Lutter, 17-41. Berlin: De Gruyter, 2006.
- Eminoğlu, Cafer. “Anonim Şirket Pay Sahipleri Açısından “Eşit Şartlarda Eşit İşlem” İlkesi”. *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi* 1/1 (2015): 79-88.
- Engert, Andreas. “Die Ökonomische Begründung Der Grundsätze Ordnungsgemässer Unternehmensfinanzierung”. *Zeitschrift Für Unternehmens- Und Gesellschaftsrecht (ZGR)* 33/6 (2004): 813-41.
- Engert, Andreas. “Life Without Legal Capital: Lessons from American Law”. içinde *Legal Capital in Europe*, editör Marcus Lutter, 646-95. Berlin: De Gruyter, 2006.
- Enriques, Luca, ve Sergio Gilotta. “Disclosure and Financial Market Regulation”. *Oxford Handbook of Financial Regulation*, 2015, 511-36.
- Enriques, Luca, ve Jonathan R Macey. “Creditors versus Capital Formation: The Case against the European Legal Capital Rules”. *Cornell Law Review Cornell Law Review* 86/6 (2001): 1165-1204.

- Eren, Fikret. *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*. Ankara: Yetkin Yayıncılık, 2021.
- Ersel, Hasan. “Ronald Coase ve İktisatta Dışsalılık Sorunu”. *İktisat ve Toplum Dergisi*, 36 (2013): 43-48.
- Ertan Nomer, Füsün. “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Kolektif Yatırım Kuruluşları Ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı”. *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası*, 71 (2014): 131-43.
- Eryiğit, Harun. *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Ortaklıklarda Sermayenin Korunması İlkesi*. İstanbul: On İki Levha, 2020.
- Böckli, Peter, Paul L Davies, Eilís Ferran, Guido Ferrarini, José M. Garrido Garcia, Klaus J Hopt, Adam Opalski, vd. “A Proposal for the Reform of Group Law in Europe”. *European Business Organization Law Review*, sy 18 (2017): 1-49.
- Ferran, Eilis. “The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union”. *SSRN Journal SSRN Electronic Journal*, 2005.
- Ferran, Eilis. “Revisiting Legal Capital”. *European Business Organization Law Review*, 20 (2019): 521-45.
- Fleischer, Holger. “Disguised Distributions and Capital Maintenance in European Company Law”. İçinde *Legal Capital in Europe*, editör Marcus Lutter, 94-111. Berlin: De Gruyter, 2006.
- Fleischer, Holger. “Legal Capital: A Navigation System for Corporate Law Scholarship”, *European Business Organization Law Review* 7/1 (2006): 29-38.
- Freedman, Judith. “Limited Liability: Large Company Theory and Small Firms”. *MLR The Modern Law Review* 63/3 (2000): 317-54.
- French, Derek, Stephen W. Mayson, ve Christopher Ryan. *Mayson, French & Ryan on Company Law: 2012-2013 Edition*. Oxford: Oxford University Press, 2012.
- Fridrich, Johannes. *Der Schutz des Kapitals der Aktiengesellschaft bei Fremdfinanzierter Übernahme*. Berlin: Duncker & Humblot, 2010.
- Geens, K. *The European Company Law Action Plan Revisited : Reassessment Of the 2003 Priorities Of The European Commission*. Leuven : Leuven University Press, 2010.
- Gelter, Martin. “Centros, the Freedom of Establishment for Companies, and the Court’s Accidental Vision for Corporate Law”. *SSRN Journal SSRN Electronic Journal*, 2015, 309-37.
- Gericke, Dieter, Andreas Müller, Daniel Häusermann, ve Nina Hagmann. “Neues Aktienrecht: Tour d’Horizon”. *Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht (GesKR)*, 3 (2020): 323-41.
- Giray, Eda R. “Anonim Şirketlerde Kuruluştan Doğan Hukuki Sorumluluk”. *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi* 18/2 (2012): 431-40.
- Göger, Yunus Emre. *Sermaye Şirketlerinde Sınırlı Sorumluluk İlkesi ve Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması*. Ankara: Yetkin Yayıncılık, 2020.
- Nelissen Grade, Jean-Marie, Matthias Wauters, J. Rickford, ve D. Martin. “Reforming Legal Capital: Harmonisation of Fragmentation of Creditor Protection ?” İçinde

- The European Company Law Action Plan 2003 Revisited*, editör Koen Geens ve Klaus J. Hopt, 25-59. Leuven: Leuven University Press, 2009.
- Group of German Experts on Corporate Law. “Zur Entwicklung des Europäischen Gesellschaftsrechts: Stellungnahme der Group of German Experts on Corporate Law zum Konsultationsdokument der High Level Group of Experts on Corporate Law”. *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 29 (2002): 1310.
- Grundfest, Joseph A. “The Limited Future of Unlimited Liability: A Capital Markets Perspective”. *Yale Law Journal*. (1992): 387-425.
- Grunewald, Barbara. *Gesellschaftsrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2017.
- Gürel, Murat. *Anonim Şirketin Kendi Paylarının İktisabi Amacıyla Finansal Destek Verme Yasağı*. Ankara: Bankacılık ve Ticaret Huk. Araştırma Enstitüsü, 2014.
- Gürel, Murat. “Polbud Kararı Sonrasında İş Kurma Serbestisinin Kapsamı ve Şirketlerin Sınırışan Tür Değişikliği”. *Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi* 2, sy 17 (2019): 279-316.
- Gürgeç, Nurdan. “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Kapsamında Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Mesleki Sorumluluk Sigortası”. *Anadolu Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 2,3 (2016): 247-66.
- Hadden, Tom. “The Regulation of Corporate Groups in Australia”. *University of New South Wales Law Journal* 15/1 (1992): 61-85.
- Halpern, Paul, Michael Trebilcock, ve Stuart Turnbull. “An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law”. *Univtorolawj The University of Toronto Law Journal* 30/2 (1980): 117-50.
- Hamamcıoğlu, Esra. “Anonim Ortaklıklarda Tek Borç İlkesine İlişkin Gelişmeler”. *Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 6/1 (2018): 124-45.
- Hansmann, Henry. “Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts”. *The Yale Law Journal* 100/7 (1991): 1879-1934.
- Hansmann, Henry, ve Reinier H. Kraakman. “The End of History for Corporate Law”. New York: New York University Center for Law and Business, 2000.
- Harris, Ron. “The Bubble Act: Its Passage and Its Effects On Business Organization”. *The Journal of Economic History* 54/3 (1994): 610-27.
- Heinrich, Stefan. *Covenants als Alternative zum gesetzlichen Kapitalschutz: zugleich eine ökonomische Analyse von Gläubigerschutzsystemen*. Berlin: Duncker & Humblot, 2009.
- Henssler, Martin, ve Lutz Strohn. *Gesellschaftsrecht BGB, HGB, PartGG, GmbHG, AktG, GenG, UmwG, InsO, AnfG, IntGesR*. München: C.H. Beck, 2016.
- Hızır, Serdar. “Anonim Şirkette Pay Sahibinin Şirkete Borçlanma Yasağını Düzenleyen TTK m. 358 Üzerine Bazı Değerlendirmeler”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 29/2 (2013): 227-89.
- Hirsch, Ernst E. *Ticaret Hukuku Dersleri*. İstanbul: İsmail Akgün Matbaası, 1948.
- Hirte, Heribert. *Kapitalgesellschaftsrecht*. Köln: RWS Verlag, 2016.

- Ho, John Kong Shan. "Revisiting the Legal Capital Regime in Modern Company Law". *The Journal of Comparative Law: An Organ of the Association of Comparative Legal Studies* 12/1 (2017): 1-21.
- Honsell, Heinrich. "İsviçre Borçlar Kanunu/OR 2020'ye İlişkin Eleştirel Düşünceler". Çeviren Ümmühan Kaya. *Yıldırım Beyazıt Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2 (2017): 189-97.
- Hopt, Klaus J. "Comparative Company Law". *ECGI Working Paper Series in Law*, 77 (2006): 1161-91.
- İnan, Nurkut. "Kaanunname-i Ticarete Göre Protestolar". *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 22/1 (1966): 831-46.
- İpekel, Ferna. "6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Kayıtlı Sermaye Düzenlemesi ve Bu Düzenlemenin Sermaye Piyasası Hukuku Işığında Değerlendirilmesi". *Yaşar Üniversitesi e-Dergisi*, 8 (2013): 0-1456.
- Jackson, Thomas H, ve Anthony T. Kronman. "Secured Financing and Priorities among Creditors". *The Yale Law Journal* 88/6 (1979): 1143-82.
- Jungmann, Carsten. "Solvenztest- versus Kapitalschutzregeln - Zwei Systeme Im Spannungsfeld von Gläubigerschutz Und Finanzierungsfreiheit Der Kapitalgesellschaft". *Zeitschrift Fur Unternehmens- Und Gesellschaftsrecht (ZGR)* 35/5 (2006): 638-82.
- Kalss, Susanne. "Recent Developments in Liability for Nondisclosure of Capital Market Information". *International Review of Law and Economics* 27/1 (2007): 70-95.
- Kalss, Susanne, Nikolaus Adensamer, ve Janine Oelkers. "Director's Duties in the Vicinity of Insolvency – a Comparative Analysis with Reports from Germany, Austria, Belgium, Denmark, England, Finland, France, Italy, the Netherlands, Norway, Spain and Sweden". içinde *Legal Capital in Europe*, editör Marcus Lutter, 112-43. Berlin: De Gruyter, 2006.
- Kara, Etem. "Yeni Türk Ticaret Kanununun AB Şirketler Hukuku, ABAD Kararları ve İçerik Göçleri Açısından Değerlendirilmesi". *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi* 22/3 (2016): 1457-81.
- Kara, Etem, ve Şaban Kayıhan. "AB Şirketler Hukuku Açısından Türk Hukukunda Asgari Sermaye". *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 32 (2016): 75.
- Karamanlıoğlu, Argun. "Anonim Ortaklıklarda Malvarlığının Korunmasına İlişkin Önlemler (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi)". Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Maltepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2009.
- Karayağcın, Yaşar. "Mecburi-Kanuni Yedek Akçeler ve Kullanılması". *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 4/3 (1968).
- Karayağcın, Yaşar. *Bilanço Hukuku: Kavramlar-İlkeler-Başlıca Sorunlar-Yeni Gelişmeler*. Ankara: Sevinç Matbaası, 1979.
- Karşlıoğlu, Hasan. "Anonim Şirketlerde Kâr Payının Hesaplanması ve Dağıtım İlkeleri". *Ankara Barosu Dergisi* 77/3 (2019): 181-227.

- Kaşak, Fahri Erdem. “Tüzel Kişilik Kavramı ve Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması”. *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi* 26/2 (2020): 1242-63.
- Kavlak, Bengül. “Avrupa Birliği Hukukunda Şirket Hareketliliğine İlişkin Güncel Gelişmelerin Değerlendirilmesi”. *III. Avrupa Birliği Hukukunda Güncel Gelişmeler Konferansı, 08.05.2019/ATAUM*, 2019.
- Kaya, Arslan. “Sermaye Artırımı”. *40. Yılında Türk Ticaret Kanunu - İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı ile Deniz Hukuku Anabilim Dalı Öğretim Üyeleri ve Araştırma Görevlilerinin Değerlendirmeler*, 1997, 174-75.
- Kaya, Mustafa İsmail. *Şartlı Sermaye Artırımı*. Ankara: Yetkin Yayıncılık, 2009.
- Kendigelen, Abuzer, ve İsmail Kırca. *Şirketler Hukuku Cilt: I. C. I*. İstanbul: On İki Levha, 2021.
- Kendigelen, Abuzer. *Yeni Türk Ticaret Kanunu: Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler*. İstanbul: On İki Levha, 2012. (İlk Tespitler)
- Kervankıran, Emrullah. “Sermaye Ortaklıklarında Sınırlı Sorumluluk İlkesine Karşı Önemli Bir İstisna: Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması”. *Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 11/3-4 (2007): 453-72.
- Kervankıran, Emrullah. “Sermaye Şirketlerinde Yöneticilerin ve Müdürlerin Sorumluluk Sigortası (D&O-Insurance)”. *Maltepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 1 (2008): 237-74.
- Kırca, İsmail. “Tüzel Kişiliğin Kazanılmasından Önce Anonim Şirket Adına Yapılan İşlemler (TTK 301/II)”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 19, 4 (1998).
- Kırca, İsmail, Feyzan Hayal Şehirali Çelik, ve Çağlar Manavgat. *Anonim Şirketler Hukuku*. C. I. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2013. (Anonim Şirketler Hukuku)
- Koch, Jens, ve Uwe Hüffer. *Standard-Kommentar zum Aktiengesetz*. 13. bs. München: C.H. Beck, 2018.
- Koll-Möllenhoff, Rainer. *Das Prinzip des festen Grundkapitals im europäischen Gesellschaftsrecht: Kapitalaufbringung und -erhaltung im EU-Recht und in den Rechten Deutschlands, Frankreichs und Englands*. Baden-Baden: Nomos, 2005.
- Kösekaya, Fatih. *Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Mesleki Sorumluluk Sigortası*. Ankara: Adalet Yayınevi, 2013.
- Kraakman, Reinier H, John Armour, Paul L Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus J Hopt, vd. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press, 2017.
- Kubler, F. “A Shifting Paradigm of European Company Law?” *Columbia Journal Of European Law* 11/2 (2004): 219-40. (A Shifting Paradigm)
- Kubler, Friedrich. “Fragen und Wünsche des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts an das Recht der Rechnungslegung”. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 29/4-5 (2000): 550-64.

- Kuhner, Christoph. "The Future of Creditor Protection Through Capital Maintenance Rules in European Company Law". SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2006. (The Future of Creditor Protection)
- Kuhner, Christoph. "Zur Zukunft der Kapitalerhaltung durch bilanzielle Ausschüttungssperren im Gesellschaftsrecht der Staaten Europas". *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrechts* 34, sy 6 (2005): 753-87. (Zur Zukunft der Kapitalerhaltung)
- Kuş, Ulaş Baran. *Sermaye Şirketlerinde Sınırlı Sorumluluk İlkesinin İstisnası Olarak Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması*. Ankara: Seçkin, 2020.
- Lawson, Gary. "Efficiency and Individualism". *Duke Law Journal* 42/53 (1992): 53-98.
- Leebron, David W. "Limited Liability, Tort Victims, and Creditors". *Columbia Law Review* 91/7 (1991): 1565-1650.
- Leyens, Patrick C. "German Company Law: Recent Developments and Future Challenges". *German Law Journal* 6/10 (2005): 1407-17.
- Lipton, Phillip. "The introduction of limited liability into the English and Australian Colonial Companies Acts: inevitable progression or chaotic history?" *Melbourne University Law Review* 41/3 (2018): 1278-1323.
- LoPucki, Lynn M. "The Unsecured Creditor's Bargain". *Virginia Law Review* 80/8 (1994): 1887.
- Lutter, Marcus. *Kapital, Sicherung der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung in den Aktienund GmbH-Rechten der EWG*. Karlsruhe: C.F. Müller, 1964.
- Lutter, Marcus. "Legal Capital of Public Companies in Europe – Executive Summary of Considerations by the Expert Group on 'Legal Capital in Europe'". içinde *Legal Capital in Europe*, editör Marcus Lutter, 1-14. Berlin: De Gruyter, 2006.
- Manavgat, Çağlar. *Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka arz*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2016.
- Mankowski, Peter. "Does contract suffice to protect the creditors of a company and their interests?" içinde *Legal Capital in Europe*, editör Marcus Lutter, 394-412. Berlin: De Gruyter, 2006.
- Marx, Philip. *Der Solvenztest als Alternative zur Kapitalerhaltung in der Aktiengesellschaft*. Baden-Baden: Nomos 2006.
- Marx, Philip. "Der Solvenztest zur Regulierung von Ausschüttungen im amerikanischen Recht". *Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht* 16/10 (2006).
- McCahery, Joseph A., ve Erik P. M. Vermeulen. "Does the European Company Prevent the 'Delaware-Effect'?" SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2005.
- Meier-Hayoz, Arthur, ve Peter Forstmoser. *Schweizerisches Gesellschaftsrecht: mit Einbezug des künftigen Rechnungslegungsrechts und der Aktienrechtsreform*. Bern: Stämpfli, 2012.

- Memiş, Tekin, ve Gökçen Turan. *Sermaye piyasası hukuku*. 5. bs. Ankara: Seçkin, 2020.
- Meral, Nevin. “Anonim Şirketler Hukukunda Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk”. (Doktora Tezi: İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü), 2020.
- Merkt, Hanno. “Creditor Protection and Capital Maintenance from a German Perspective”. *European Business Law Review* 15/5 (2004): 1045-57. (Creditor Protection)
- Merkt, Hanno. “Der Kapitalschutz in Europa ein rocher de bronze?” *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 33/ 3-4 (2004): 305-23. (Der Kapitalschutz)
- Merkt, Hanno. *US-Amerikanisches Gesellschaftsrecht: Handbuch*. Frankfurt am Main: Fachmedien Recht und Wirtschaft, 2016.
- Merkt, Hanno, ve Gerald Spindler. “Direct Liability of Controlling Parties (Piercing the Corporate Veil) and Related Legal Constellations”. içinde *Legal Capital in Europe*, editör Marcus Lutter, 166-231. Berlin: De Gruyter, 2006.
- Meyer, Tobias. *Gläubigerschutz durch Kapitalschutz: eine ökonomische und rechtsvergleichende Untersuchung der Schweizer Kapitalschutzvorschriften unter Berücksichtigung des Entwurfs zur Revision des Aktienrechts*. Zürich: Dike, 2009.
- Micheler, Eva. “England”. içinde *Legal Capital in Europe*, editör Marcus Lutter, 413-27. Berlin: De Gruyter, 2006.
- Micheler, Eva. “Gläubigerschutz im englischen Gesellschaftsrecht”. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 33/3-4 (2004): 324-47.
- Miller, Geoffrey P. *Das Kapital: Solvency Regulation of the American Business Enterprise*. Chicago, IL: University of Chicago Law School, 1995.
- Millon, David. “Piercing the Corporate Veil, Financial Responsibility, and the Limits of Limited Liability”. SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY: Social Science Research Network, 01 Eylül 2003.
- Miola, Massimo. “Legal Capital and Limited Liability Companies: The European Perspective”. *European Company and Financial Law Review* 2, sy 4 (2005): 413-86.
- Moroğlu, Erdoğan. *Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı*. İstanbul: On İki Levha, 2015. (Sermaye Artırımı)
- Moroğlu, Erdoğan “Anonim Ortaklıkta Çoğunluk Pay Sahiplerinin Azınlık ve İmtiyazlı Pay Sahiplerine Karşı Korunması”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 17/3 (t.y.): 47-55.
- Moroğlu, Erdoğan. *Türk Ticaret Kanunu Tasarısı: Başlangıç, Ticari İşletme, Ticaret Şirketleri ve Son Hükümler’e İlişkin Değerlendirme ve Öneriler*. Ankara: Türkiye Barolar Birliği Yayınları, 2005. (Değerlendirme ve Öneriler)
- Mosch, Jan Christoph. *Kapitalschutz ohne Kapital. Die Haftung der Gesellschafter am Beispiel der englischen Private Limited Company und der Europäischen*

- Privatgesellschaft (EPG/SPE) bei IFRS-Bilanzierung*. Duncker & Humblot, 2013.
- Mülazımoğlu, Mehmet. *Anonim Şirketler Hukukunda Sermayenin Korunması İlkesi: Alternatif bir Sistem Önerisiyle Birlikte*. İstanbul: On İki Levha, 2020.
- Mülbert, Peter O. “A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection, or, A High-Level Framework for Corporate Creditor Protection”. *European Business Organization Law Review* 7/1 (2006): 357-408.
- Mülbert, Peter O., ve Max Birke. “Legal Capital — Is There a Case against the European Legal Capital Rules?” *European Business Organization Law Review* 3/4 (2002): 695-732.
- Namlı, Mert. “Verimli Bir İflas Sistemi Bakımından Erken Uyarı Araçları”. *Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 17/2 (2020): 625-63.
- Nienhaus, Julia. *Kapitalschutz in der Aktiengesellschaft mit atypischer Zwecksetzung: eine rechtsvergleichende / europarechtliche Untersuchung für Deutschland, Frankreich, Belgien, Grossbritannien und Irland*. Köln: C. Heymanns, 2002.
- Nikoleyczik, Tobias. *Gläubigerschutz zwischen Gesetz und Vertrag: Alternativen zum System eines festen Nennkapitals*. Josef Eul Verlag GmbH, 2007.
- Otte, Sabine. *Das Kapitalschutzsystem der englischen private limited company im Vergleich zur deutschen GmbH*. Hamburg: Dr. Kovac, 2006.
- Özkorkut, Korkut. “Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim – Kamuyu Aydınlatma İlişkisi ve Sorumluluk”. içinde *6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu*, editör Korkut Özkorkut, 153-84. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2017.
- Özkorkut, Korkut. *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Açısından Anonim Şirketlerde Bağımsız Denetim*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2013.
- Özkorkut, Korkut. “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda Şirkete Borçlanma Yasağı, Finansal Raporlama ve Bağımsız Denetime İlişkin Değişiklikler”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 28/3 (2012): 45-74.
- Özdamar, Mehmet. “6102 Sayılı TTK Hükümleri Çerçevesinde Anonim Şirketlere Ayni Sermaye Konulmasına İlişkin Çeşitli Sorunlar”. *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi* 1/1 (2015): 143-56.
- Özdamar, Mehmet. *Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi (TTK md. 329)*. Ankara: Yetkin, 2005.
- Öztürk, İlhami. *Sermaye Azaltımı ve Vergisel Sonuçları*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 2012.
- Paslı, Ali. *Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi*. İstanbul: Beta Basım Yayım, 2004.
- Paslı, Ali. “Yeni Türk Ticaret Kanunu Anonim Ortaklık Hükümlerinin Tanıtılması (I)”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 27/3 (2011): 137-67.
- Payne, Jennifer. “Legal Capital in the UK Following the Companies Act 2006”. University of Oxford Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series Working Paper No 13/2008. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2008.

- Pellens, Bernhard, ve Thorsten Sellhorn. “Improving Creditor Protection through IFRS Reporting and Solvency Tests”. içinde *Legal Capital in Europe*, editör Marcus Lutter, 365-93. Berlin: De Gruyter, 2006.
- Pentz, Andreas. “Genehmigtes Kapital, Belegschaftsaktien und Sacheinlagefähigkeit obligatorischer Nutzungsrechte - das adidas-Urteil des BGH - Besprechung des Urteils BGH NJW 2000, 2354 -”. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 30/6 (2001).
- Pentz, Andreas, Hans-Joachim Priester, ve André Schwanna. “Raising Cash and Contributions in Kind When Forming a Company and for Capital Increases”. içinde *Legal Capital*, editör Marcus Lutter, 42-75. Berlin: De Gruyter, 2006.
- Poggio, Karin. “Vierter Meilenstein in der Aktienrechtsrevision”. *Expert Focus*, 9 (2020): 660-67.
- Poroy, Reha, Ünal Tekinalp, ve Ersin Çamoğlu. *Ortaklıklar Hukuku I*. İstanbul: Vedat, 2021.
- Posner, Richard A. “The Rights of Creditors of Affiliated Corporations”. *University of Chicago Law Review* 43 (1976-1975): 499.
- Pulaşlı, Hasan. “Sermayesiz Sermaye Şirketi ile Ortaya Çıkan Hukuki Sorunlar ve Bunlara Karşı Alınması Gereken Hukuki Önlemler”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 34/2 (2018).
- Pulaşlı, Hasan. *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*. Ankara: Adalet Yayınevi, 2016. (Şirketler Hukuku)
- Rickford, Jonathan. “Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance”. *EULR European Business Law Review* 15, sy 4 (2004): 919-1027.
- Saldaña Rodés, Laura. “Suitability of EU Legal Capital Rules as a Mechanism of Creditor Protection - A Comparative and Functional Study”. (Doktora Tezi: University of Leicester), 2019.
- Santella, Paolo, ve Riccardo Turrini. “Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive?” *European Business Organization Law Review* 9/3 (2008): 427-61.
- Saraçoğlu, Mahmut. “Yeni Türk Ticaret Kanunu ile Popülaritesi Artan Yöneticinin Sorumluluğu Sigortaları II”. *REASÜRÖR*, 87 (2013): 11-20.
- Schäfer, Carsten. *Gesellschaftsrecht*. München: C.H. Beck, 2018.
- Scholz, Alexandra. *Kapitalerhaltung durch Solvenzttests*. Wiesbaden: Gabler, 2008.
- Schön, Wolfgang. “Gesellschafter-, Gläubiger- und Anlegerschutz im Europäischen Bilanzrecht”. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 29/4 (2000): 706-42.
- Schön, Wolfgang. “The Future of Legal Capital”. *European Business Organization Law Review*, s.26, 5, sy 3 (01 Eylül 2004): 429-48.
- Schutte-Veenstra, Hanny, Hylde Boschma, ve Marie-Louise Lennarts. *Alternative Systems for Capital Protection: Final Report Dated 18 August 2005*. Deventer: Kluwer, 2005.

- Sevi, Ali Murat. “Anonim Ortaklığın Kendi Payını Devralması Üzerine Bir İnceleme”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 22/1 (2003): 239-70.
- Sevi, Murat Ali. *Anonim Ortaklıkta Sermayenin Oluşturulması ve Pay Sahiplerine İade Edilmesi Yasası*. Ankara: Seçkin, 2013.
- Sevilengül, Orhan. *Genel muhasebe*. Ankara: Gazi Kitabevi, 2020.
- Sırma, İbrahim. “Osmanlı Anonim Şirketlerinde Kar Dağıtımı”. *Akdeniz Üniversitesi Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi* 3/2 (2011): 19.
- Siems, Mathias M, Leif Herzog, ve Erik Rosenhäger. “The Protection of Creditors of a European Private Company (SPE)”. *European Business Organization Law Review* 12/ 1 (2011): 147-72.
- SLIM Working Group. “Proposals submitted to the European Commission, Simpler Legislation for the Internal Market (SLIM)”, Brüksel, 1999.
- Steffek, Felix. *Gläubigerschutz in der Kapitalgesellschaft: ein ökonomisch-funktionaler Vergleich des Gläubigerschutzes in Krise und Insolvenz nach englischem und deutschem Kapitalgesellschafts- und Insolvenzrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2011.
- Stein, Philip. *Die Aktiengesellschaft: Gründung, Organisation, Finanzverfassung*. Wiesbaden: Gabler, 2016.
- Şener, Oruç Hami. *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku Ders Kitabı*. Ankara: Seçkin, 2019.
- Şener, Oruç Hami. *Yargıtay Kararları Işığında Limited Ortaklıklar Hukuku*. Ankara: Seçkin, 2017.
- Tarelli, Elis, ve Heribert Hirte. “Basel II and the Protection of Creditors in Company Law”. (Doktora Tezi: Fakultät Rechtswissenschaft der Universität Hamburg, 2017.
- Tekinalp, Ünal. “Türk Ticaret Kanunu’nda Küresel Bir Açılım: IFRS/TMS-TFRS”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 24 (2008 2007): 33.
- Tekinalp, Ünal. *Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri: (Kamuyu Aydınlatma İlkesi ile)*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi, Hukuk Fakültesi, 1979.
- Tekinalp, Ünal. “Anonim Ortaklıkta Sermayenin Korunması İlkesi”. içinde *Prof. Dr. Rona Serozan’a Armağan*, 2:1681-99. İstanbul: On İki Levha, 2010.
- Tekinalp, Ünal, ve Gülören Tekinalp. “Perdeyi Kaldırma Teorisi”. içinde *Reha Poroy’a Armağan*, 387-404. İstanbul, 1995.
- Tekinalp, Ünal. *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku: Anonim ve Limited Ortaklıklar, Tek Kişi Ortaklığı, Ortaklıklar Topluluğu, Birleşme, Bölünme Ve Tür Değiştirme*. İstanbul: Vedat, 2015.
- Tim Drygala. “Stammkapital heute – Zum veränderten Verständnis vom System des festen Kapitals und seinen Konsequenzen”. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 35/5 (2006): 587-637.
- Turner, John. “The development of English company law before 1900”. *QUCEH Working Paper Series, ueen’s University Belfast*, 1, 2017.

- Türk, Ahmet. “Anonim Ortaklıkta Gizli Yedek Akçeler”. *Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 4/2 (2002): 173-233.
- Türk, Ahmet. “Bilanço Açığının Gidermek Amacıyla Yapılan Sermaye İndirimi”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 19/6 (1998): 143-74.
- Türk Hukuk Kurumu. *Türk Hukuk Lûgatı*, 1991.
- Ulusoy, Erol. *Anonim Şirketlerde Bireysel ve Azınlık Pay Sahibi Hakları*. Bilge Yayınevi, 2016.
- Ulusoy, Erol. “Şirketler ve Bankacılık Hukukunda Kapsam Alma ve Sorumlu Kılma Amacıyla Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması”. İçinde *I. Uluslararası Ticaret Hukuku Sempozyumu, Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması*, 351-406. İstanbul: Marmara Üniversitesi, 2008.
- Umfahrer, Bernard. *The Reform of European Legal Capital Rules: It's Impact on UK and Austrian Company Law*. Antwerpen; Graz: Intersentia; Neuer Wissenschaftlicher Verlag, 2009.
- Usluel, Aslı E. Gürbüz. *Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Kâr Payı Alma Hakkı*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2016.
- Veil, Rüdiger. “Capital Maintenance – The Regime of the Capital Directive versus Alternative Systems”. içinde *Legal Capital in Europe*, 75-94. Berlin: De Gruyter, 2006.
- Von Nessen, Paul. “The Americanization of Australian corporate law”. *Syracuse journal of international law and commerce* Syracuse journal of international law and commerce, 2000.
- Williams, Richard. “What can We Expect to Gain from Reforming the Insolvent Trading Remedy”. *Modern Law Review* 78/1 (2015): 55-84.
- Windbichler, Christine, Alfred Hueck, ve Götz Hueck. *Gesellschaftsrecht ein Studienbuch*. München: C.H. Beck, 2017.
- Yanlı, Veliye. *Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklılarına Karşı Sorumlu Kılınması*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 2000.
- Yanlı, Veliye. “Şirketin Kendi Paylarını Edinmesinde Finansal Destek Yasağı”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 28/4 (2012): 29-46.
- Yazıcı, Alper Hakkı. “Avrupa Toplulukları Adalet Divanı Centros / Erhvervs-Og Selskabsstyrelsen Kararı”, *Küresel Bakış Dergisi*, 5 (2012): 247-58.
- Yıldız, Şükrü. “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununda Rüçhan Hakkı Konusunda Getirilen Değişiklikler”. *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununu Beklerken Sempozyumu, MÜHFHAD Özel Sayı* 18/2 (2012).
- Yıldız, Şükrü. *Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi*. Ankara: Seçkin, 2004.
- Yılmaz, Lerzan. “Anonim Şirketlerde Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması Hakkında İsviçre Federal Mahkemesi Kararları Işığında Düşünceler”. İçinde *I. Uluslararası Ticaret Hukuku Sempozyumu, Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması*, 233-59. İstanbul: Marmara Üniversitesi, 2008.

Yılmaz, Asuman. “Alman Hukuku’nda Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Devralması ve ‘KonTraG’ İle Getirilen Değişiklikler”. *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası* 63/1-2 (2011): 239-90.

Yördem, Yılmaz. *Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğunda Farklılaştırılmış Teselsül İlkesi*. Ankara: Seçkin, 2017.

Yüksel, Ali Sait. *Para bulma ve yatırım: (İşletmelerde sermaye yönetimi)*. İstanbul: Ar Basım Yayım ve Dağıtım A.Ş., 1982.

Zöllner, Wolfgang, Ulrich Noack, Andreas Cahn, Marcus-Michael Lutter, Arnd Arnold, ve Tim Drygala. *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz Bd. 1. §§ 1-75 Bd. 1. §§ 1-75*. Köln: Heymann, 2009.

İnternet Kaynakları:

Bafra, Erdem. “İngiliz Mahkemelerince Şirket Tüzel Kişiliği Perdesinin Kaldırılması”. *Türkiye Barolar Birliği Dergisi*, 112 (2014): 355-72. <http://tbddergisi.barobirlik.org.tr/m2014-112-1390> Erişim Tarihi: 05.10.2018.

Tiryaki, Cüneyd, ve Rasim Can Çakır. “Sermaye Şirketlerinin 2020 Yılı İçerisinde Alacakları Kar Dağıtım Kararlarının Akıbeti”. <http://www.ticaretkanunu.net/sermaye-sirketlerinin-2020-yili-icerisinde-alacaklari-kar-dagitim-kararlarinin-akibeti/>. Erişim Tarihi: 05.12.2020.

Wymeersch, Eddy O. “Reforming the Second Company Law Directive”. Financial Law Institute Working Paper No: WP2006-15, 2006. Erişim Tarihi: 25.09.2021.

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=957981.

İnternet: <https://www.admin.ch/gov/en/start/documentation/media-releases.msg-id-64622.html> E.T: 19.04.2021.

İnternet: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents> E.T: 09.11.2020.

İnternet: <http://belgedogrula.tobb.org.tr/dogrula.aspx?V=BEKVSEEF> E.T: 12.10.2020.

İnternet: <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/> E.T 25.11.2020.

İnternet: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32012L0030> E.T: 25.11.2020

İnternet: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX:32017L1132> E.T: 25.11.2020

İnternet: https://www.bgb1.de/xaver/bgb1/start.xav#_bgb1_%2F%2F*%5B%40attr_id%3D%27bgb1120s3256.pdf%27%5D_1610218378988 E.T: 09.01.2020

İnternet: <https://www.bailii.org/ew/cases/EWCA/Civ/2003/289.html> E.T: 08.01.2021.

İnternet: https://ecgi.global/sites/default/files/report_en.pdf E.T: 02.08.2021.

İnternet: <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/42762?locale=en> E.T: 02.08.2021.

İnternet: <http://kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/DynamicContentFiles/T%C3%BCrkiye%20Muhasebe%20Standartlar%C4%B1/TMSTFRS2017Seti/1->

[Finansal%20Raporlamaya%20%C4%B0li%C5%9Fkin%20Kavramsal%20%C3%87er%C3%A7eve/K%C3%87_2017.pdf](#) E.T: 03.03.2018.

İnternet: <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/730/977/345431/>
E.T: 22.11.2020.

İnternet: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:EN:PDF> E.T:
22.11.2020.

İnternet: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A61997CJ0212>
E.T: 02.08.2021.

İnternet: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A62000CJ0208> E.T: 02.08.2021.

İnternet: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A62001CJ0167> E.T: 25.11.2020.

İnternet: <https://wetten.overheid.nl/BWBR0009191/2020-02-01> E.T: 25.11.2020.

İnternet: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A31989L0666> E.T:
25.11.2020.

İnternet: <https://fedlex.data.admin.ch/filestore/fedlex.data.admin.ch/eli/oc/2020/746/de/pdf-x/fedlex-data-admin-ch-eli-oc-2020-746-de-pdf-x.pdf> E.T: 25.11.2020.

İnternet: <https://users.ugent.be/~ewymeers/WP/SLIM.pdf> E.T: 04.05.2021.

İnternet: https://ecgi.global/sites/default/files/report_en.pdf E.T: 23.11.2020.

İnternet: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32019L1023>
E.T: 11.01.2021.

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Soyadı, adı : Aybüke Demir
Uyruğu : Türkiye Cumhuriyeti

Eğitim

Derece	Eğitim Birimi	Mezuniyet tarihi
Yüksek lisans	Kocaeli Üniversitesi	2014
Lisans	Maltepe Üniversitesi	2010
Lise	Aydın Efeler YDA Süper Lisesi	2006

İş Deneyimi

Yıl	Yer	Görev
2012 -	Ufuk Üniversitesi-Hukuk Fakültesi	Araştırma Görevlisi

Yabancı Dil

İngilizce, Almanca

Yayınlar

Eroğlu, Muzaffer & Demir, Aybüke (2014). “Anonim Şirkette Organlar Arası İşbölümü ve Genel Kurulun Devredilemez Yetkileri”. **Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: 2, Sayı: 2.

Demir, Aybüke (2014). “Ticaret Şirketlerinin birleşmesinde Alacakların Teminat Altına Alınması”. **Ufuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: 2, Sayı:2

Hobiler

Fotoğraf, Okumak





le.ahbv.edu.tr