# [H]PAYLARI BORSADA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN KENDİ PAYLARINI EDİNMESİNİN KOŞULLARI

***Arş. Gör. Fatma Betül ÇAKIR ÇELEBİ****

## Öz

*6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK) 22. maddesi ile kendisine verilen halka açık şirketlerin paylarının geri alımlarına ilişkin usul ve esasları düzenleme yetkisi çerçevesinde Sermaye Piyasası Kurulu (Kurul) Geri Alınan Paylar Tebliğini (Tebliğ)[1] yürürlüğe koymuştur. Bu çalışmada genel olarak, bu Tebliğ hükümleri incelenmiş ve karşılaştırma yapılabilmesi amacıyla sınırlı olarak şirketlerin kendi paylarını edinebilmelerine ilişkin TTK düzenlemesi de değerlendirilmiştir. Bu çalışmada esas olarak şirketlerin paylarını edinmelerine sebep olan hususlar ile şirketlerin kendi paylarını edinmelerinin yarattığı sakıncalar üzerinde durulmuş, ardından borsa şirketlerinin kendi paylarını edinmesinin şartlarına değinilmiştir. Son olarak, 15 Temmuz 2016 tarihinde gerçekleşen darbe girişimi sonrasında, Kurulun şirketleri ve yatırımcılarını korumak amacıyla, borsa şirketlerinin kendi paylarını geri almasını kolaylaştırmak üzere, 21 ve 25 Temmuz 2016 tarihlerinde yayımladığı basın duyuruları değerlendirilmiştir.*

## Anahtar Kelimeler

*Geri Alınan Paylar Tebliği, borsa şirketlerinin kendi paylarını geri alımı, genel kurulun yetkilendirmesiyle geri alım, yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi amacıyla geri alım, 21 ve 25 Temmuz tarihli SPK Basın Duyuruları*

# THE CONDITIONS OF THE BUY-BACK OF THE SHARES BY LISTED COMPANIES

## Abstract

*The Article 22 of the Capital Market Law numbered 6362 gives the Capital Markets Board (SPK) the authority to regulate the terms and conditions of the buy-*

---

H Hakem incelemesinden geçmiştir.

* Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Hukuk Fakültesi, Ticaret Hukuku Anabilim Dalı (e-posta: betulcakir67@gmail.com) ORCID: https://orcid.org/0000-0001-5090-8373 (Makalenin Geliş Tarihi: 02.07.2018) (Makalenin Hakemlere Gönderim Tarihleri: 03.07.2018-03.07.2018/Makale Kabul Tarihleri: 06.11.2018-20.02.2019)

1 Seri: II, Sayı No: 22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği, 3 Ocak 2014 tarihli ve 28871 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

*backed shares of publicly traded corporations. Based on the Article 22, the SPK has put into force the Communiqué on Buy-Backed Shares (the Communiqué) No. 28871 dated 2014. Therefore, this study mainly discusses the provisions of the Communiqué that regulates the conditions for corporations listed in the stock exchange to buy their own shares back, but the provisions of the Turkish Commercial Code (TTK) are also occasionally discussed. This study firstly examines the reasons for and problems with corporations' acquisition of their own shares, and then, it discussed the conditions for listed companies to buy their shares back. Finally, the study analyses press releases published by the SPK on 21st and 25th July 2016 to make it easier for listed companies to buy their shares back after the coup attempt that took place on 15th July 2016.*

**Keywords**

*Communiqué on Buy-Backed Shares, buy-back of the shares of listed companies, buy-back by the authorization of the assembly board, buy-back for the prevention of an immediate and serious loss, the SPK's press releases dated 21st and 25th July 2016*

## GİRİŞ

2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu'nda (eSerPK)[2] halka açık anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesi konusunda herhangi bir düzenleme bulunmamaktaydı. Bu yasal boşluk sebebiyle, "*kanunda hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır*" (2499 sayılı eSerPK m. 2/2) düzenlemesine dayanılarak, halka açık şirketlerin kendi paylarını satın almasına ilişkin hususlara 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun (eTTK)[3] 329. maddesinin uygulanacağı ifade ediliyordu[4]. Söz konusu maddeye göre, sadece istisnai bazı haller dışında anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesi kesin olarak yasaklanmaktaydı. Ancak sermaye piyasası hukukundaki gelişmeler karşısında son derece sınırlandırıcı hükümler içeren eTTK m. 329 özellikle halka açık şirketler bakımından yetersiz kalmış ve Kurul halka açık şirketlerin kendi paylarını satın almalarına ilişkin olarak bazı ilke kararları almak durumunda kalmıştır. Bunlar 01.09.2009 tarih ve 27/748 sayılı[5] ile 10.08.2011 tarih ve 26/767 sayılı[6] kararlardır.

6102 sayılı TTK'da[7] ise belirli koşulların sağlanması kaydıyla anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap edebileceği öngörülmüştür. İlgili maddeler incelendiğinde, hükümlerin özellikle halka açık şirketler göz önünde bulundurularak hazırlanmadığı görülmektedir. TTK'nın "*şirketlerin kendi paylarını iktisap ve rehin olarak kabul etmesi*" başlıklı 379. maddesinin 5. fıkrasında "*Pay senetleri borsada işlem gören şirketler hakkında, Sermaye Piyasası Kurulu şeffaflık ilkeleri ile fiyata ilişkin kurallar yönünden gerekli düzenlemeleri yapar.*" denilerek SPK'ya borsa şirketleri hakkında şeffaflık ilkesi ve fiyata ilişkin

---

2 28.07.1981 tarihli ve 2944 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 30.07.1981 tarihli ve 17416 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

3 29.06.1956 tarihli ve 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu, 09.07.1956 tarihli ve 9353 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

4 **Töremiş**, Hatice Ebru: "Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Pay Geri Alımlarında Yeni Düzen", Marmara Üniversitesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, C. 20, S. 2, s. 186; **Türk**, Ahmet: Yeni Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatına Göre Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi, Ankara, 2016 s.393; **Karacan**, Ali İhsan/ **Erişir Karacan**, Esra: Halka Açık Şirketlerin Kendi Paylarını Geri Alımı, İstanbul, 2015, s. 103; **Çeliktaş**, İlyas: Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı, İstanbul, 2006, s. 159.

5 http://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2009&no=39 (05.01.2019).

6 http://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2011&no=32 (05.01.2019); Bu ilke kararıyla ilgili ayrıntılı bilgi için bkz., **Özkorkut**, Korkut: "Sermaye Piyasası Kurulu'nun 10.08.2011 Tarih ve 26/767 Sayılı İlke Kararı İle Tüm Borsa Şirketlerinin Kendi Paylarını İktisap Edebilmeleri Mümkün Hale Gelmiş Midir?", Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi (BATİDER), C. 27, S. 3, Eylül 2011, s. 17 vd.; **Yanlı**, Veliye/**Okutan Nillsson**, Gül: "Şirketin Kendi Paylarını İktisabına İlişkin 10.8.2011 Tarih ve 26/767 Sayılı SPK İlke Kararının 6762 Sayılı TTK Çerçevesinde Değerlendirilmesi", Halil Arslanlı Bilim Arşivi, s. 1-15 (20.05.2018).

7 13.01.2011 tarihli ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu, 14.02.2011 tarihli ve 27846 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

kurallar yönünden düzenleme yetkisi verilmiştir. Bu hükümden anlaşılan, TTK hükümlerinin esas itibariyle, borsaya kayıtlı olup olmadığına bakılmaksızın tüm anonim şirketler için uygulanacağı, düzenleme kapsamında Kurula tüm halka açık şirketler için değil sadece borsa şirketlerine ilişkin sınırlı bazı konularda düzenleme alanı bırakıldığıdır[8].

6102 sayılı TTK'dan kısa bir süre sonra 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu[9] (SerPK) yürürlüğe girmiştir. SerPK'nun 22. maddesi uyarınca, "*Halka açık ortaklıklar, kendi paylarını, Kurul tarafından belirlenen şartlar çerçevesinde satın alabilir ve rehin olarak kabul edebilirler. Kurul, halka açık ortaklıkların kendi paylarını satın ve rehin almasına ilişkin şartlara, işlem sınırlarına, geri alınan payların elden çıkarılması veya itfası ve bu hususların kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esasları düzenler*". Bu hükmün gerekçesinde, borsa şirketi ayrımı yapmadan SerPK hükümlerine tabi tüm halka açık şirketlerin kendi paylarını satın almalarına ilişkin düzenleme yapma yetkisinin SPK'ya verilerek olası yetki tartışmalarının önlemesinin amaçlandığı belirtilmiştir[10].

SerPK'nun 22. maddesine dayalı olarak Kurul, Geri Alınan Paylar Tebliğini[11] (Tebliğ) yürürlüğe koymuştur. Tebliğ hazırlanırken, yürürlükte bulunmasına rağmen, hiçbir gerekçe belirtilmeden, TTK'nın anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesine ilişkin hükümleri dikkate alınmamıştır. Gerçekten de Tebliğ incelendiğinde, hükümlerin birçok noktada TTK'dan ayrıldığı görülecektir. Bu durum da TTK'nın 379. maddesi vd. hükümlerinin uygulanabilirliğinin azalmasına neden olmuştur. Zira uygulamada anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmelerine daha çok halka açık anonim şirketlerde rastlanmakta, bu durumlarda ise Tebliğ hükümleri uygulanmaktadır[12].

Bu noktada, TTK hükümleriyle çelişen Tebliğin geçerli olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir. Zira TTK'ya göre, 376. madde vd. hükümleri borsaya kayıtlı olup olmadığına bakılmaksızın tüm anonim şirketler için uygulanacak, Kurul yalnızca borsa şirketlerine dair şeffaflık ilkeleri ve fiyata ilişkin belirtilen konuları düzenleyecektir. Ancak Tebliğde borsada kayıtlı olmayan halka açık şirketler hakkında da hüküm bulunduğu gibi, düzenleme sadece şeffaflık ilkeleri ve fiyata ilişkin de değildir[13]. Bu nedenle, Tebliğ TTK'ya aykırı hükümler ihtiva etmektedir. Fakat TTK'dan sonraki tarihli SerPK'nun 22. maddesinin verdiği yetkiye dayanılarak çıkarıldığından, Tebliğin hukuken geçerli olduğunun kabul edilmesi gerekmektedir. O halde, halka açık anonim şirketlerin

---

8 **Karacan/Erişir Karacan**, s. 104.

9 06.12.2012 tarih ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 30.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

10 Gerekçe, SPK, m. 22.

11 Seri: II, Sayı No: 22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği, 03.01.2014 tarihli ve 28871 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

12 **Türk**, s. 401.

13 **Türk**, s. 402.

kendi paylarını satın almasına ilişkin olarak öncelikle daha sonraki tarihli olan SerPK ile Kurul düzenlemelerinin uygulanacağı açıktır. Nitekim TTK'nın 387. maddesi de bizi aynı sonuca götürecektir. Zira söz konusu maddeye göre, "*şirketin kendi paylarını iktisap edebileceğine ilişkin diğer kanunlardaki hükümler saklıdır*". Ancak SerPK'nun 2/2. maddesi gereğince, SerPK'da ve Kurul düzenlemelerinde hüküm bulunmayan hususlarda TTK'nın ilgili hükümleri genel hüküm olarak uygulanacaktır. Söz konusu maddeye göre, SerPK'da ve bu Kanuna dayanılarak yürürlüğe konulan ikincil mevzuatta hüküm bulunmayan ve diğer kanunlarda bu Kanunun uygulanmayacağının belirtildiği hâllerde genel hükümler uygulanır.

Bu açıklamalar ışığında, payları borsada işlem gören şirketlerin kendi paylarını edinmesinin şartları başlıklı bu çalışmada, esas olarak, Tebliğin ilgili hükümleri incelenecek, ancak Tebliğin, TTK'nın 379. maddesi vd. hükümlerinden ayrılan düzenlemelerine yüzeysel de olsa değinilmeye çalışılacaktır. Bu kapsamda, şirketlerin kendi paylarını edinmesi ile ilgili öngörülmüş olan düzenlemelerin amacının daha iyi anlaşılabilmesi için ilk olarak, şirketlerin kendi paylarını edinmesinin sebep ve sakıncaları incelenecektir. İkinci olarak, borsa şirketlerinin kendi paylarını edinmesi kapsamında genel kurulun yetkilendirmesiyle geri alım işlemleri ve yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak amacıyla yapılacak geri alım işlemleri piyasadaki uygulamalar da dikkate alınarak açıklanacaktır. Son olarak, 15 Temmuz 2016 tarihinde gerçekleşen darbe girişimi sonrasında, Kurul tarafından şirketleri ve yatırımcılarını korumak amacıyla, borsa şirketlerinin kendi paylarını geri almasını kolaylaştırmak üzere, 21 ve 25 Temmuz 2016 tarihlerinde yayımlanan basın duyuruları değerlendirilecektir.

## I. ŞİRKETLERİN KENDİ PAYLARINI EDİNMESİNİN SEBEPLERİ VE SAKINCALARI

### A. Sebepleri

Şirketlerin kendi paylarını edinmelerinin başta ekonomik olmak üzere birçok sebebi bulunmaktadır. İlk olarak, şirketler kendi paylarını satın alarak öz kaynaklarını artırmayı amaçlayabilirler. Buna göre, şirket kendi paylarını iktisap edip, pay değerleri arttığında onları satarak kar elde edebilir[14]. Böylece şirket sahip olduğu likidite fazlasını kendi paylarına yatırım yaparak değerlendirebilir[15].

---

[14] **Çapa**, Mehmet Sadık: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim ve Limited Şirketlerin Kendi Paylarını İktisap Etmesi, Eskişehir, 2013, s. 29-30; **Ayan**, Özge: "Anonim Şirketin Genel Kurul Kararı İle Kendi Paylarını İktisap Etmesi veya Rehin Almasının Koşulları (TTK m.379)", Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.17, 2013, S. 1-2, s. 190; **Doğan**, Beşir Fatih: "Anonim Şirketlerin Kendi Paylarını İktisabının Fayda ve Zararları", Prof. Dr. Fikret Eren'e Armağan, Ankara 2006 (Fayda ve Zarar), s. 453.

[15] **Palta**, Nihan: "Limited Şirketlerin Kendi Paylarını İktisap Etmesi", İstanbul Barosu Dergisi, C. 91, S. 4, Y. 2017, s. 50.

Şirketleri kendi paylarını iktisap etmeye iten nedenlerden bir diğeri ise pay başına dağıtılacak kâr payını artırmaktır. Zira şirket tarafından devralınan paylar hiçbir pay sahipliği hakkı vermemektedir[16]. Bu nedenle, kâr payı dağıtılacak pay sayısı azalacak, bu da mevcut pay sahiplerinin daha yüksek oranda kâr payı almalarını sağlayacaktır[17]. Ayrıca pay başına düşen gelirin-kâr payının yükselmesi, yatırımcıları bu paylara yönelterek, payların piyasa değerinde de bir artışa neden olacaktır[18]. Yine şirket, piyasa değerinin düşmesini önlemek amacıyla, kâr payı dağıtımına bir alternatif olarak kendi paylarını iktisap edebilecektir[19]. Şöyle ki, her yıl belli bir ortalamanın üzerinde kâr payı dağıtan bir şirketin, sonraki yılda karının düşmesinin borsa kuru üzerinde olumsuz bir etki yarattığı görülmüştür[20]. Zira pay sahipleri yüksek oranda kâr payı dağıtılmasına alışmış ve bunun devam etmesini beklemektedir. İşte burada şirket kâr payı dağıtmak yerine, sahip olduğu likidite fazlasıyla kendi paylarını devralıp, şirketin kazancının daha esnek bir şekilde pay sahipleri ile paylaşılmasını sağlayarak bu sakıncaları ortadan kaldırabilecektir[21]. Belirtmek gerekir ki, şirketin kendi paylarını devralmasının kâr payına alternatif bir yol olarak nitelendirilebilmesi için devralınan payların itfa edilmesi gerekecektir[22].

Şirketleri kendi paylarını satın almaya iten nedenlerden biri de payların ve yönetimin kötü niyetli kişilerin eline geçmesini önlemektir[23]. Yine şirketler daha

---

16 Bu durum TTK uyarınca yapılacak iktisaplar için geçerlidir. Zira TTK m.389 uyarınca, şirketin iktisap ettiği kendi payları, bedelsiz payları edinme hakkı hariç, hiçbir pay sahipliği hakkı vermez. Buna karşın Tebliğ, geri alınan paylardan kaynaklanan bedelsiz payları edinme hakkının yanında kar payı ve rüçhan hakkını da saklı tutmuştur. Bu çerçevede, Tebliğin, geri alınan paylara ilişkin pay sahipliği haklarından yönetimsel olanların devre dışı kalıp, mali olanların ise geçerli olmasını kabul ettiği söylenebilecektir (**Turan**, Gökçen: Anonim Ortaklıklarının Kendi Paylarını İktisabının Genel Esasları, Ankara, 2018, s. 147).

17 **Tekinalp**, Ünal: Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, 3. Baskı, İstanbul, 2013 (Sermaye Ortaklıkları), s. 82; **Poroy**, Reha/**Tekinalp**, Ünal/**Çamoğlu**, Ersin: Ortaklıklar Hukuku, İstanbul, 2014, s. 583;**Türk**, s. 90; **Çapa**, s. 30; **Doğan**, Fayda ve Zarar, s. 461; **Manavgat**, Çağlar: Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara, 2016 (Halka Arz), s. 516; **Palta**, s. 51.

18 **Çapa**, s. 30; **Türk**, s. 87; **Palta**, s. 51.

19 **Pulaşlı**, Hasan: Şirketler Hukuku Şerhi, C. 2, B. 2, s. 1349; **Aydın**, Alihan: Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi, İstanbul, 2008, s. 76-77; **Türk**, s. 88-89; **Palta**, s. 51; **Siems**, Mathias/**De Cesari**, Amedeo: The Law and Finance of Share Repurchases in Europe, Journal of Corparete Law Studies, 2012, Vol. 12, s. 36; **Song**, Ok-Rial: Hidden Social Costs Of Open Market Share Repurchases, 27 J. Corp. L. 425 (2002), s. 428; **Buffa**, Andrea M./ **Nicodano**, Giovanna: Should Insider Trading be Prohibited When Share Repurchases are Allowed?, Review of Finance (2008) 12: 735-765, s. 736.

20 **Türk**, s. 89; **Siems**/**De Cesari,** s. 37; **Song**, s. 440.

21 **Ayan**, s. 190; **Türk**, s. 89.

22 **Türk**, s. 88.

23 **Tekinalp**, Sermaye Ortaklıkları, s. 80; **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, s. 583; **Doğan**, Fayda ve Zarar, s. 464; **Manavgat**, Çağlar: Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Takeover Bid), Ankara 1997 (Aleni Pay Alım), s. 285; **Ayan**, s. 191; **Çapa**, s. 191; **Türk**, s. 84; **Turan**, s. 19; **Palta**, s. 51.

verimi çalışmayı teşvik etmek için şirket çalışanlarını uygun bedel karşılığında pay sahibi yapmak amacıyla da kendi paylarını satın alabilirler[24].

Kanaatimizce şirketleri kendi paylarını iktisap etmeye iten en önemli sebep, şirketlerin paylarının değerini dengelemek ve artırmak istemesidir[25]. Bu durum özellikle borsa şirketleri için önem arz etmektedir. Örneğin, borsayı olumsuz etkileyen ekonomik kriz, manipülasyon gibi dış etkenler sonucunda, şirketin paylarının gerçek değerinde ciddi bir değişiklik yaşanmadığı halde, borsa değerinde önemli bir düşüş gerçekleşmiş olabilir[26]. Böyle bir durumda, şirket kendi paylarını satın almak suretiyle borsaya müdahale edebilecek ve böylece paylarının borsa değerini dengeleyebilecek veya yükseltebilecektir[27]. Zira şirketin kendi paylarını iktisap etmesi, yatırımcılara şirketin mali durumu ile ilgili güven vermekte ve onları şirketin paylarını almaya yöneltmektedir[28]. Bu da fiyatın talep ve arza göre şekillendiği borsada, şirketin paylarına talebin, dolayısıyla payların değerinin artmasına neden olmaktadır. Şirketlerin bu şekilde paylarını satın alarak değerini artırması, doktrinde "*kaldıraç etkisi*" olarak isimlendirilmektedir[29].

### B. Sakıncaları

Şirketlerin kendi paylarını edinmesi, sağladığı yararların yanında önemli tehlikeleri de beraberinde getirmektedir. Her şeyden önce, şirket kendi paylarını iktisap ederek, tekrar devredene kadar kendisine hiçbir malvarlığı ve pay sahipliği hakkı sağlamayacak olan paylarını devralmaktadır[30]. Bu da malvarlığının azalmasına yol açarak, alacakları için yalnızca şirket malvarlığına başvurabilecek olan alacaklılar ve şirkete yatırım amacıyla girmiş olan pay sahipleri açısından tehlike arz etmektedir.

Şirketin kendi paylarını satın alması yoluyla malvarlığında meydana gelmiş olan azalma, bu payların devredilememesi durumunda kesinleşir[31]. Zira

---

24 **Çapa**, s. 32; **Türk**, s. 90; **Manavgat**, Halka Arz, s. 517; **Tekinalp**, Sermaye Ortaklıkları, s. 80; **Turan**, s. 20; **Doğan**, Fayda ve Zarar, s. 464; **Nemmers**, Ervin Eser: Employee Stock Repurchase Agreements, The Marquette Law Review, Vol. 26, s. 188.

25 **Bush**, Pascal/**Obernberger**, Stefan: Actual Share Repurchases, Price Efficiency and the Information Content of Stock Prices, The Review of Financial Studies, Volume 30, Issue 1, 1 January 2017, s. 325.

26 **Türk**, s. 8.

27 **Ayan**, s. 190; **Türk**, s. 81; **Çapa**, s. 32; **Tekinalp**, Ünal: Türk Ticaret Kanunu Tasarısı, Bankacılar Dergisi, Haziran 2005, S. 53 (TTK Tasarısı), s. 1117; **Tekinalp**, Sermaye Ortaklıkları, s. 80; **Doğan**, Ödeme Yasağı, s. 57; **Song**, s. 427; **Buffa**/**Nicodano**, s. 735-736.

28 **Türk**, s. 81; **Ayan**, s. 190, dn.14; **Palta**, s. 51; **Siems**/**De Cesari**, s. 36.

29 **Doğan**, Beşir Fatih, "Avrupa Birliğinin 77/91/EWG No'lu İkinci Şirketler Yönergesinde Değişiklik Yapan 2006/68/EWG No'lu Yönergenin Getirdiği Yenilikler", Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi, C.7, S. 2, Bahar/2008 (Yenilikler) , s. 46; **Ayan**, s. 190, **Türk**, s. 81; **Aydın**, s. 78.

30 Bkz; 16. dipnot.

31 **Türk**, s. 95.

şirketin kendi paylarını iktisap etmesinin sınırlandırılması veya yasaklanmasının en önemli nedeni de bu payların tekrar elden çıkarılamaması riskidir. Yine payların hiç elden çıkarılamaması gibi daha düşük bir bedelle elden çıkarılması da ortaya çıkabilecek diğer bir sakıncadır. Ayrıca şirketin kendi payını satın aldıktan sonra iflas etmesi veya tasfiye sürecine girmesi durumunda, elindeki payların hiçbir mali değerinin kalmayacak olması da şirketin kendi paylarını edinmesinin önemli sakıncalarından biridir[32]. Görüldüğü üzere, şirketin kendi paylarını iktisap etmesi durumunda şirket, pay sahipleri ve alacaklılar için oluşan risk, bu payların edinildiklerinden daha yüksek, en azından aynı değerle elden çıkarılmalarına kadar devam edecektir. Bu nedenle, gerek TTK'da gerekse Tebliğde, iktisap edilen belirli oranın üzerindeki payların belirli süreler içerisinde elden çıkarılması gerektiği öngörülmüştür.

Şirketlerin kendi paylarını satın almasının sıkı kurallara bağlanması aynı zamanda, organlar arası yetki ayrımının korunmasına da hizmet etmektedir. Bu hususta hiçbir sınırlamanın olmadığı bir düzende, yönetim kurulu kendine muhalif pay sahiplerinin paylarını satın alarak, genel kurulun kendi lehine kararlar almasını sağlayabilecektir[33]. Yine yönetim kurulu, hâkim ortakları güçlendirmek ve azlığı ortadan kaldırmak amacıyla şirketin paylarını satın alıp daha sonra hâkim ortaklara veya onlara yakın kişilere devrederek şirketteki pay sahipliği yapısını değiştirebilecektir[34].

Şirketler kendi paylarını satın almak suretiyle piyasayı kötü niyetli olarak etkileyebilirler. Şöyle ki, şirketin kendi paylarını satın aldığını gören yatırımcılar, paylarını iktisap edecek mali gücü bulunan şirketin ekonomik durumunun iyi olduğunu düşünüp şirketin paylarına yönelirler. Bu durum da özellikle, fiyatların arz talebe göre belirlendiği borsada pay değerlerinin artmasına neden olur. Böylece yatırımcılar aslında gerçek değeri çok daha düşük olan payları, borsanın manipüle edilmesi suretiyle daha yüksek değerlerle satın alarak zarara uğramış olur[35]. Bu da şirketlerin kendi paylarını edinmesinin önemli sakıncalarından biridir.

Şirketlerin kendi paylarını satın almasının bir diğer sakıncası da eşit işlem ilkesinin ihlal edilmesi tehlikesidir. TTK'nın 357. maddesi uyarınca, pay sahip-

---

32 **Türk**, s. 96.

33 **Çapa**, s. 35-36; **Yılmaz**, Asuman: "Alman Hukuku'nda Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Devralması ve "KonTraG" ile Getirilen Değişiklikler"F, İÜHFM, 2005, C. LXIII, S. 1-2, s. 248; **Palta**, s. 53; **Sevi**, Ali Murat: "Anonim Ortaklığın Kendi Payını Devralması Üzerine Bir İnceleme", BATİDER, C. 12, S. 1, Y. 2003 (İnceleme), s. 248-249.

34 **Gürel**, Murat: Anonim Şirketin Kendi Paylarının İktisabı Amacıyla Finansal Destek Verme Yasağı (6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Madde 380/1), Ankara 2014, s. 75; **Aydın**, s.103; **Türk**, s. 100.

35 **Siems/De Cesari**, "The Law and Finance of Share Repurchases in Europe, Journal of Corparete Law Studies", 2012, Vol. 12, s. 35-36; **Yılmaz**, s. 250; **Palta**, s. 53; **Sevi**, İnceleme, s. 246; **Sevi**, Ali Murat: Anonim Ortaklıkta Payın Devri, 2. Baskı, 2012 (Devir), s. 453.

leri eşit şartlarda eşit işleme tabi tutulmalıdır. Bu ilke uyarınca, şirket gerek payların satın alınması gerekse tekrar elden çıkarılması işlemlerini yaparken eşit işlem ilkesine uygun davranmalıdır[36]. Buna göre, pay geri alım işlemleri yapılırken tüm pay sahipleri bilgilendirilmeli, paylarını satmak konusunda eşit imkâna sahip olmalıdır[37]. Ancak özellikle payları borsaya kote edilmemiş olan anonim şirketlerde bu ilke kolayca ihlal edilebilecektir. Şöyle ki, bu tür şirketlerde yönetim kurulu, yalnızca belirli pay sahiplerinin paylarını satın alarak, paylarını devretmek isteyen diğer pay sahipleri aleyhine eşit işlem ilkesini ihlal edebilecektir. Yine, diğer bir tehlike de paylar satın alınırken, pay bedellerinin gerçek değerin üzerinde belirlenmesidir[38]. Bu durumda da şirketin malvarlığında gereğinden fazla bir azalma söz konusu olduğundan, paylarını devreden ortaklar için haksız bir yararlanma söz konusu olurken, şirkette kalan pay sahipleri zarara uğramış olacaktır.

Bu sakıncaları önlemek amacıyla, gerek Tebliğ de gerekse TTK'da şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesinin koşulları, istisnaları ve aykırılık halinde uygulanacak yaptırımlar ayrıntılı olarak düzenlemiştir.

## II. BORSA ŞİRKETLERİNİN KENDİ PAYLARINI EDİNMESİNİN KOŞULLARI

Borsa şirketlerinin kendi paylarını edinmesinde kural, genel kurulun yönetim kurulunu yetkilendirmesi suretiyle yapılan alımlardır. Buna göre, genel kurul, yönetim kurulu tarafından Tebliğ hükümlerine uygun olarak hazırlanmış olan geri alım programını onaylamak suretiyle, yönetim kurulunu yapılacak geri alım işlemleri konusunda yetkilendirmiş olacaktır. Yönetim kurulu söz konusu işlemleri gerçekleştirirken hem geri alım programına hem de Tebliğ ile getirilen sınırlama ve yükümlülüklere uygun davranmalıdır.

Borsa şirketlerinin kendi paylarını edinmesinde başvurulabilecek diğer bir yol da yakın ve ciddi bir kayıp nedeniyle yapılacak geri alımlardır. Bu çerçevede, şirket, yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak amacıyla genel kurulun yetkilendirmeye ilişkin kararı olmadan, yalnızca yönetim kurulu kararıyla kendi paylarını iktisap edebilecektir.

Belirtmek gerekir ki, geri alım ister genel kurulun yetkilendirilmesiyle isterse de yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak amacıyla yapılsın, Tebliğin 9/2. maddesi uyarınca, payları borsada işlem gören şirketlerin, geri alınan payları

---

36 **Yılmaz**, s. 265; Belirmek gerekir ki, pay sahibinin şirkete karşı sürekli davalar açması, şirkette huzursuzluk çıkarması gibi haklı sebeplerin bulunduğu durumlarla yakın ve ciddi bir tehlikenin bulunduğu istisnai durumlarda yönetim kurulunun eşit işlem ilkesine uygun davranması beklenmez (**Ayan**, s. 198).

37 **Ayan**, s. 197; **Yılmaz**, s. 197; **Sevi**, İnceleme, s. 248.

38 **Ayan**, s. 193;**Türk**, s. 98; **Aydın**, s. 107; **Doğan**, Fayda ve Zarar, s. 473; **Sevi**, İnceleme, s. 249; **Sevi**, Devir, s. 453.

borsada işlem gören nitelikte olmalı ve geri alım işlemleri yalnızca borsanın şirket paylarının işlem gördüğü pazarında gerçekleştirilmelidir. Ancak Kurulun uygun görüşünün alınması koşuluyla, pay alım teklifi suretiyle geri alım işlemi kıyasen payları borsada işlem gören şirketler tarafından da uygulanabilecektir.

### A. Genel Kurulun Yetkilendirmesiyle Geri Alım İşlemleri

TTK'da olduğu gibi Tebliğde de doğurabileceği sakıncalar göz önünde bulundurularak, şirketlerin kendi paylarını satın almalarına ancak bazı şartların gerçekleşmesi halinde izin verilmiştir. Borsa şirketlerinin kendi paylarını satın alabilmeleri için kural olarak, genel kurulun yönetim kurulunu yetkilendirmesi gerekir. Söz konusu yetki, yönetim kurulu tarafından hazırlanan geri alım programının genel kurul toplantısında onaylanması suretiyle verilir (Tebliğ m. 5/1). Payları borsada işlem gören şirketlerin kendi paylarını satın alabilmesi için gerçekleşmesi gereken diğer bir şart, Tebliğin 12. maddesinde düzenlenen kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin yerine getirilmesidir. Tebliğin şirketlerin kendi paylarını edinmesine ilişkin getirdiği diğer bir sınırlama da satın alınacak payların miktarı ve kaynağına ilişkindir. Buna göre, geri alınan paylarının nominal değeri, daha önceki alımlar dâhil şirketlerin ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşamaz (Tebliğ m. 9). Yine geri alınan payların toplam bedeli, Kurul düzenlemeleri çerçevesinde kâr dağıtımına konu edilebilecek kaynakların toplam tutarını aşamaz (Tebliğ m. 9/2). Buna ek olarak Tebliğ, paylarını geri alan şirketler için geri alım bedeli kadar yedek akçe ayırma yükümlülüğü öngörmüştür (Tebliğ m. 20).

Geri Alınan Paylar Tebliği'yle borsa şirketlerinin kendi paylarını iktisap etmesine ilişkin olarak öngörülen bu sınırlamalar sadece kendi paylarını geri alacak borsa şirketleri için değil, şirketin paylarını kendi adına ancak şirket veya şirketin bağlı şirketi hesabına satın alan üçüncü kişiler ile hâkim şirketin paylarını satın alan bağlı şirket için de geçerli olacaktır (Tebliğ m. 2/2).

#### 1. Koşulları

##### *a. Geri Alım Programının Hazırlanması*

Borsa şirketlerinin paylarını geri alabilmesi için öncelikle yönetim kurulunun bir geri alım programı hazırlaması gerekmektedir[39]. Bununla, borsa şirketlerinin kendi paylarını bir geri alım programına bağlı olarak, diğer bir söylemle, belli bir plan çerçevesinde iktisap etmeleri amaçlanmıştır[40]. Bunun

---

[39] TTK m.379'a göre yapılacak iktisaplar için yönetim kurulunun böyle bir program hazırlama zorunluluğu bulunmayıp, genel kurula yalnızca kanuni şartların gerçekleştiğini bildirmeleri yeterli olmaktadır. Ancak genel kurulun verdiği yetki kararında bulunması gereken hususlarla geri alım programının zorunlu içeriğinin bazı hususlarda benzerlikler taşıdığının belirtilmesi gerekir.

[40] **Turan**, s. 127, dn. 318.

yanında, geri alım programının içeriğinin böyle detaylı bir şekilde belirlenmiş olması şirketin menfaatine hizmet etmesi açısından büyük bir öneme sahiptir[41]. Tebliğin 8. maddesine göre geri alım programında aşağıdaki hususlara yer verilmesi gerekir:

***i. Geri Alımın Amacı***

Borsa şirketlerinin paylarını geri almaları kapsamında hazırlanan geri alım programında geri alımın amacı gösterilmelidir. TTK'nın 379. maddesi kapsamında gerçekleşecek olan iktisaplarda ise iktisap amacının belirtilme zorunluluğu bulunmamaktadır.

Geri alım programları incelendiğinde, bu amaçlar özellikle şunlardır: (i) Borsada gerçek değerinin altında işlem gören payları borsa fiyat seviyesi açısından desteklemek[42], (ii) Şirket likiditesini geri alım yoluyla değerlendirmek[43], (iii) Piyasa koşulları veya diğer şartlara bağlı olarak oluşabilecek aşırı dalgalanma veya değer düşüklüğünü önlemek[44], (iv) Yatırımcıları korumak[45], (v) Paylara duyulan güveni artırmak[46].

***ii. Varsa Geri Alım Programının Uygulanacağı Süre***

Geri alım programında yer alması gereken diğer bir husus, belirlenmişse geri alım programının süresidir. Hükmün lafzından anlaşıldığı üzere, programda süre belirtme zorunluluğu öngörülmemiş, ancak programın uygulanacağı süreye ilişkin olarak bir üst sınır getirmiştir. Buna göre, payları borsada işlem gören şirketler için geri alım programının süresi en fazla üç yıl olarak belirlenebilir. Yine aynı hükme göre, geri alım programında herhangi bir süre belirtilmemişse üç yıllık azami süre geçerli olur (Tebliğ m. 7). Uygulamada geri alım programının süresinin Tebliğin 7. maddesine paralel bir şekilde genellikle üç yıl olarak belirlendiği görülmektedir[47].

***iii. Geri Alıma Konu Azami Pay Sayısı***

Geri alım programında yer alması zorunlu unsurlarından bir diğeri de geri alıma konu azami pay sayısıdır. TTK'nın 379. maddesine paralel olarak öngö-

---

41 **Palta**, s. 56.

42 http://www.gsdholding.com.tr/images/pdf/gsdho%20pay%20geri%20al%C4%B1m%20program%C4%B1%20yk%20karar%C4%B1%2029%2005%2015.pdf; http://investor.turkishairlines.com/documents/ThyInvestorRelations/download/genel_kurullar/2016_genel_kurul_hisse_geri_alim.pdf; http://odasenerji.com/Files/ODAS_Hisse_Geri_Alim_Programi.pdf (05.01.2019).

43 Dn. 42'de gösterilen şirket bildirimleri.

44 http://www.bakambalaj.com.tr/www/_uploads/geri_alim_programi.pdf; http://www.kombassan.com.tr/wp-content/uploads/2014/05/PAY-Geri-Alim-Programi.pdf; http://www.lokmanhekim.com.tr/content//docs/geri-alim-programi.pdf (05.01.2019).

45 Dn. 44'de gösterilen şirket bildirimleri.

46 Dn. 44'de gösterilen şirket bildirimleri.

47 Dn. 44'de gösterilen şirket bildirimleri.

rülen bu hükme göre, geri alım programında geri alınacak payların üst sınırının gösterilmesi gerekir. Burada kastedilen şirketin kendi paylarının en fazla yüzde onunu iktisap edebileceği kuralı değil, yetkilendirme kararına dayanılarak devralınabilecek toplam pay miktarıdır[48]. Bu kapsamda, geri alım programında, örneğin, "*azami 750.000 adet şirket hissesi geri alınabilecektir*[49]" şeklinde düzenleme bulunması gerekmektedir.

***iv. Geri Alıma Konu Azami Pay Sayısına Ulaşılmasını Takiben Programın Sonlandırılacağı***

Tebliğ, geri alım programında, geri alıma konu azami pay sayısına ulaşılmasını takiben programın sonlanacağının belirtilmesini zorunlu tutmuştur. Böylece Tebliğ, program süresi içerisinde, programda belirlenen payların tümü satın alındıktan sonra, bir kısmı veya tümü elden çıkarılarak, yeniden payların geri alımının önünü kapatmayı amaçlamıştır[50].

***v. Geri Alıma Konu Paylar İçin Belirli Bir Göstergeye Endekslenerek Oransal veya Sabit Olarak Belirlenen Alt ve Üst Fiyat Limitleri İle Fiyatın Düzeltilmesini Gerektirecek İşlemlerin Gerçekleşmesi Durumunda Bu Hususun Nasıl Dikkate Alınacağı***

Tebliğe göre, geri alım programında bulunması gereken diğer bir unsur da geri alıma konu paylar için oransal veya sabit olarak belirlenmiş olan alt ve üst fiyat limitleridir. Hükümle, geri alım programını onaylayacak olan genel kurul tarafından, geri edinme bedelinin kontrol edilmesi ve şirket yönetiminin bu imkânı kötüye kullanarak sermayenin korunması ilkesini ihlal etmesinin önlenmesi amaçlanmaktadır[51]. Buna ek olarak şirket, belirlenen limitler çerçevesinde esnek hareket etme imkânı bulacak ve payları en uygun fiyata edinme olanağına sahip olacaktır[52].

Bu husus, geri alım programında bulunması gereken diğer bir zorunlu unsur olan yıllık ve son üç aydaki en yüksek ve en düşük ve ağırlıklı ortalama fiyat bilgisi ile birlikte değerlendirilmelidir. Böylece, geri alım programını inceleyen genel kurul, payın bedeli ile ilgili bilgi edinerek, geri alıma konu paylar için belirlenmiş olan alt ve üst fiyat limitlerini daha sağlıklı değerlendirebilecektir. Geri alıma konu paylar için uygulamada genellikle sabit bir fiyat belirlendiği görülmektedir[53]. Örneğin Türk Hava Yolları, geri alım programında payların geri alımlarında alt fiyat limiti 0 (sıfır), üst fiyat limiti ise 20 (yirmi) Türk

---

48 **Yılmaz**, s. 262.

49 http://www.tgsas.com/download/geri-alim/hisse-geri-alim-programi.pdf (05.01.2019).

50 **Türk**, s. 417; **Yılmaz**, s. 262.

51 **Doğan**, Beşir Fatih: Anonim Şirketlerde Sermaye Payını Geri Ödeme Yasağı, TBB Dergisi, S. 56, Y. 2005(Ödeme Yasağı), s. 57.

52 **Doğan**, Ödeme Yasağı, s. 57.

53 Dn. 42'de gösterilen şirket bildirimleri.

Lirası olarak belirlemiştir[54]. Söz konusu geri alım programı incelendiğinde, şirketin, yıllık en düşük pay fiyatının 6,80 TL, en yüksek pay fiyatının 10,20 TL olup ağırlıklı ortalama pay fiyatının 8,51 TL olarak açıklandığı görülmektedir. Bu veriler ışığında, üst sınırın çok yüksek belirlendiği ve yönetim kuruluna geniş bir yetki verildiği görülecektir. Borsa şirketlerinin paylarını kural olarak, borsadan satın alması gerekliliği karşısında, her ne kadar piyasa fiyatı objektif bir şekilde belirlense de, piyasa fiyatının manipüle edilerek, şirketin zarara uğratılması tehlikesi nedeniyle, alt ve üst fiyatın bu şekilde geniş bir aralıkta ve ağırlıklı ortalama fiyatı dikkate alınmadan belirlenmesi uygun olmamıştır.

***vi. Belirlenmişse Program Süresince Geri Alınan Payların Satış Esasları***

Program süresince geri alınan payların satış esaslarının programda belirtilmesi zorunlu değildir. Bu hususun programda belirtilmemesi durumunda, Tebliğ hükümleri uygulanacaktır. Nitekim uygulamada da bu konuda Tebliğe atıf yapıldığı görülmektedir[55].

***vii. Geri Alım İçin Ayrılan Fonun Toplam Tutarı ve Kaynağı***

Geri alımda kullanılacak fonun toplam tutarı ve kaynağı geri alım programında gösterilmesi zorunlu unsurlardan bir diğeridir. Uygulamada genellikle geri alımda kullanılabilecek fon sabit fiyat olarak belirtilmekte, bunun kaynağı olarak da Tebliğin 9/3. maddesine uygun olarak, serbest yedek akçeler veya kar dağıtımına konu edilebilecek malvarlığı gösterilmektedir [56].

***viii. Geri Alınan ve Halen Elden Çıkarılmamış Olan Payların Sayısı ve Sermaye Oranı ile Varsa Bir Önceki Programın Sonuçları***

Yönetim kurulu geri alım programında halen elinde bulunan payların sayısını da göstermek zorundadır. Yine geri alım programında daha önce uygulanmış bir geri alım programı varsa bunun sonuçlarının, diğer bir deyişle, bu kapsamda ne kadar geri alımın yapıldığı, geri alımlar için ne kadar pay bedelinin ödendiği gibi hususların belirtilmesi gerekir. Böylece, geri alım programında, şirketin hangi oranda pay iktisap etme hakkının bulunduğunun gösterilmesi amaçlanmıştır. Zira Tebliğin 9/1. maddesi uyarınca, geri alınan payların nominal değeri, daha önceki alımlar dahil, şirketlerin ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşamayacaktır.

---

54 http://investor.turkishairlines.com/documents/ThyInvestorRelations/download/genel_kurullar/2016_genel_kurul_hisse_geri_alim.pdf. (05.01.2019).

55 http://www.reysas.com/uploads/reysas-geri-alim-programi-2015_1451895711.pdf; https://www.yatasbedding.com.tr/assets/Content/Images/CorporatePdf/Pay-Geri-Alim-Programi-2015.pdf; http://odasenerji.com/Files/ODAS_Hisse_Geri_Alim_Programi.pdf. (05.01.2019).

56 Dn. 55'de gösterilen şirket bildirimleri.

***ix. Geri Alım Programının Şirketin Finansal Durumu ve Faaliyet Sonuçları Üzerindeki Muhtemel Etkilerine İlişkin Açıklamalar***

Bu bentte yer alan hususlar daha çok paylarını şirkete satmak ve şirketin elindeki kendi paylarını satın almak isteyen pay sahibi ve yatırımcıyı bilgilendirmeye yöneliktir[57]. Uygulamada genellikle bu hükme ilişkin olarak "*geri alım programının şirketimizin finansal durumu ve faaliyet sonuçları üzerinde önemli bir etkisi olması beklenmemektedir.*" gibi ifadelere yer verilmektedir[58]. Kanaatimizce, uygulamada kullanılan bu tarz genel ifadeler, Tebliğin bu hükümle sağlamayı amaçladığı faydadan uzaktır. Hükmün gereğinin yerine getirilebilmesi için bu alımın beklenen sonuçlarının daha somut finansal verilerle ortaya konulması gerekir.

***x. Program Kapsamında Varsa Geri Alımda Bulunabilecek Bağlı Şirketlere İlişkin Bilgiler***

Geri alım programında bulunması gereken diğer bir unsurda varsa şirketin paylarını satın alacak bağlı şirkete ilişkin bilgilerdir. Bağlı şirketin hâkim şirketin paylarını satın alması da Tebliğ kapsamında şirketin kendi paylarını geri alması olarak kabul edildiğinden, alım yapacak bağlı şirkete ilişkin bilgilerin programda bulunması gerekmektedir.

***xi. Yıllık ve Son Üç aydaki En Yüksek En Düşük ve Ağırlıklı Ortalama Pay Fiyatı Bilgisi***

Tebliğ, pay bedellerine ödenecek alt ve üst limitin yanında programda bir de yıllık ve son üç aydaki en yüksek ve en düşük ve ağırlıklı ortalama pay fiyat bilgisinin de gösterilmesini zorunlu tutmuştur. Kanımızca bu zorunlulukla amaçlanan, paylarını şirkete satacak olan pay sahiplerini payın borsa değeri konusunda bilgilendirmektir. Yine diğer bir amacın da genel kurulun, pay bedeli için belirlenmiş olan üst sınırı incelerken bu fiyat bilgisini göz önünde bulundurması olduğunu düşünmekteyiz. Zira genel kurul bu bilgiyi dikkate alarak pay bedeli için belirlenmiş olan üst sınırın düşürülmesine karar verebilecektir.

***xii. Varsa İlişkili Tarafların Bu işlemden Sağlayacağı Faydalar***

Hükümden anlaşılacağı üzere bu hususun geri alım programında belirtilme zorunluluğu bulunmamaktadır. Ancak uygulamada buna ilişkin olarak, payların

---

57 **Türk**, s. 419.

58 http://investor.turkishairlines.com/documents/ThyInvestorRelations/download/genel_kurullar/2016_genel_kurul_hisse_geri_alim.pdf; http://www.tgsas.com/download/geri-alim/hisse-geri-alim-programi.pdf; https://www.yatasbedding.com.tr/assets/Content/Images/CorporatePdf/Pay-Geri-Alim-Programi-2015.pdf; http://www.bakambalaj.com.tr/www/_uploads/geri_alim_programi.pdf; http://odasenerji.com/Files/ODAS_Hisse_Geri_Alim_Programi.pdf; http://www.akyurekpazarlama.com.tr/images/file/Hisse_Geri_Alim_Programi_Agustos2014.pdf; http://www.lokmanhekim.com.tr/content//docs/geri-alim-programi.pdf (05.01.2019).

borsadaki işlem fiyatının artması ve dalgalanmaların azalması[59], pay fiyatında istikrar ve şirket değerinin korunması[60] gibi hususlara yer verilmektedir.

***b. Genel Kurulun Yönetim Kurulunu Yetkilendirmesi***

Borsa şirketlerinin geri alım yapabilmesi için genel kurulun yönetim kurulunu yetkilendirmesi esastır. Söz konusu yetki, yönetim kurulu tarafından hazırlanan geri alım programının, genel kurul toplantısında onaylanması suretiyle verilir. Şirketlerin kendi paylarını devralması hususunda karar vermeye yetkili organın kural olarak genel kurul olarak belirlenmesinin nedeni, yönetim kurulunun devralma işlemini kendi menfaatine kullanmasını engellemektir[61]. Yetkilendirilen yönetim kurulu, bu yetkiyi belirleyeceği gerçek veya tüzel kişilere devredebilir (Tebliğ m. 5/1).

Geri alım programının onaylanacağı genel kurul toplantılarında, şirketin esas sözleşmesinde daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde TTK'nın 418. maddesinde yer alan olağan toplantı ve karar nisapları uygulanır (Tebliğ m. 5/3). Buna göre, genel kurul sermayenin en az dörtte birini karşılayan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin varlığıyla toplanır. Bu nisabın toplantı boyunca korunması şarttır. İlk toplantıda anılan nisaba ulaşılamadığı takdirde ikinci toplantının yapılabilmesi için toplantı ve karar nisabı aranmaz. Diğer bir deyişle, ikinci toplantıda kaç pay sahibi veya temsilcisi hazır bulunursa bulunsun, her durumda genel kurul toplantısı yapılır ve kararlar da toplantıda hazır bulunan oyların çoğunluğuyla alınır[62].

Şirketin paylarının bağlı ortaklıkları tarafından geri alımının yapılabilmesi için, şirketin genel kurulunda geri alım programının onaylanması ve bağlı şirketin yönetim kurulunun da söz konusu program çerçevesinde geri alım yapacağına ilişkin bir karar alması şarttır (Tebliğ m. 5/2). Görüldüğü üzere, hâkim şirket paylarının bir bağlı şirket tarafından satın alınması durumunda da geri alım programının hâkim şirket genel kurulu tarafından onaylanması gerekecektir. Halka açık olmayan bağlı şirketin ise yönetim kurulunun karar alması yeterli olacaktır. Bağlı şirketin de halka açık olması durumunda ise, geri alım programının bağlı şirket genel kurulunca da onaylanması zorunludur (Tebliğ m. 5/2). Diğer bir deyişle, hâkim şirketin paylarını satın alacak bağlı şirketin halka açık olması durumunda geri alım programının hem hâkim şirket genel kurulu hem de bağlı şirket genel kurulu tarafından onaylanması gerekecektir.

---

59 http://www.gsdholding.com.tr/images/pdf/gsdho%20pay%20geri%20al%C4%B1m%20program%C4%B1%20yk%20karar%C4%B1%2029%2005%2015.pdf (05.01.2019).

60 http://www.bakambalaj.com.tr/www/_uploads/geri_alim_programi.pdf (05.01.2019).

61 **Sevi**, İnceleme, s. 257.

62 **Yanlı**, Veliye: "Halka Açık Şirketlerde Önemli Nitelikteki İşlemler", İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 6, S. 2, Y. 2015, s. 467.

### *c. Yüzde Onluk Sınırın Aşılmaması*

Geri alınan paylarının nominal değeri, daha önceki alımlar dâhil şirketlerin ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşamaz (Tebliğ m. 9/1). Buna göre, şirketin net varlığı ne kadar fazla olursa olsun[63], şirketin genel kurul kararı ile satın alabileceği paylarının itibari değerlerinin toplamı en fazla ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin yüzde onu oranında olabilecektir. Bu sınırlamanın getirilmesi ile şirketin kendi paylarının büyük çoğunluğunu devralması sonucunda oluşabilecek, kar payı dağıtım politikasının olumsuz etkilenmesi gibi sakıncaların önüne geçilmesi amaçlanmıştır[64]. Yüzde onluk oranın tespitinde hem hâkim şirketin, hem bağlı şirketinin hem de hâkim şirket hesabına hareket eden üçüncü kişinin geri aldığı paylar dikkate alınmalıdır.

Yüzde onluk sınıra çeşitli sebeplerle şirketin elinde bulunan paylar da dâhildir[65]. Bu payların ivazlı, ivazsız, külli halefiyet yoluyla, hukuka uygun veya aykırı olarak iktisap edilmiş olmasının bir önemi yoktur. Zira Tebliğin 9/1. maddesinde geri alınan payların nominal değerinin, *daha önceki alımlar dahil* ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin yüzde onunu aşamayacağı belirtilmiştir. Bu nedenle, yönetim kurulu geri alım programını hazırlarken şirketin herhangi bir sebeple elinde bulunan paylarını da hesaba katmalıdır. Ancak geri alım programı süresince elden çıkarılan paylar bu hesaplamada dikkate alınmayacaktır (Tebliğ m. 9/1). Buna göre, geri alım programının başında şirketin yüzde beş oranında kendi payına sahip olması varsayımında, bu şirket program süresince en fazla yüzde beş oranında payını geri alabilir. Bu paylardan bir kısmının program süresi içerisinde elden çıkarılmaları bu oranı değiştirmeyecektir[66]. Hükümle, program süresi içerisinde belirlenen payların tümü satın alındıktan sonra, elden çıkarılarak tekrar geri alım yapılmasının önlenmesi amaçlanmıştır.

Tebliğin 9/1. maddesinde düzenlenen bu hüküm, sadece payları geri alınan şirketin yaptığı elden çıkarmalar için değil, aynı zamanda bağlı şirket tarafından yapılan elden çıkarmalar için de geçerlidir. Yine şirket hesabına hareket edecek üçüncü kişiler tarafından elden çıkarılan paylar da yüzde onluk oranın hesaplanmasında indirim kalemi olarak dikkate alınamayacaktır[67].

### *d. Şirketin Alacağı Pay Bedeli Ölçüsünde Serbest Yedek Akçeye Sahip Olması*

Tebliğin 9/3. maddesine göre, geri alınan payların toplam bedeli, Kurul düzenlemeleri çerçevesinde kâr dağıtımına konu edilebilecek kaynakların toplam tutarını aşamaz. Burada "*Kurul düzenlemeleri çerçevesinde kâr dağıtımına*

---

63 **Ayan**, s. 202.
64 **Sevi**, İnceleme, s. 260.
65 **Tekinalp**, Sermaye Ortaklıkları, s. 84; **Yılmaz**, s. 269.
66 **Turan**, s. 134.
67 **Karacan/Erişir Karacan**, s. 122.

*konu edilebilecek kaynaklar*" ibaresinin açıklanması gerekmektedir. Öncelikle Kurul düzenlemesi için kastedilen Kâr Payı Tebliğidir[68]. Söz konusu Tebliğin 13. maddesi uyarınca, Kurul tarafından hazırlanan Kar Payı Rehberine[69] göre, kâr payı, net dönem karı ve serbest yedek akçelerden dağıtılabilir. Serbest yedek akçenin kapsamı ise Kâr Payı Rehberinden de anlaşıldığı üzere, TTK'nın ilgili hükümlerine göre belirlenecektir. TTK'nın 519/3. maddesine göre, esas veya çıkarılmış sermayenin yarısını aşan genel kanuni yedek akçe ile TTK'nın 521. maddesi uyarınca esas sözleşme ile isteğe bağlı olarak öngörülmüş ve hiçbir amaca özgülenmemiş olan yedek akçeler serbest yedek akçe olarak nitelendirilir. Böylece, Geri Alınan Paylar Tebliği hükümlerine uygun bir geri alımdan bahsedilebilmesi için pay bedellerinin yasal ve belli bir amaca özgülenmiş yedek akçeler dışında kalan, kâr dağıtımına tahsis edilen veya herhangi bir amaç için ayrılmamış tüm yedek akçeler ve dağıtılmamış kârdan karşılanması gerekir[70]. Dolayısıyla hüküm, sermayenin tekrar pay sahiplerine iade edilmesi yasağına ve alacaklıların korunması ilkesine hizmet etmektedir[71]. Bu çerçevede, Tebliğin söz konusu düzenlemesi ile TTK düzenlemesinin[72], geri alınan payların kaynağının şirketin serbest malvarlığından karşılanması hususunda aynı noktaya vardığı söylenebilecektir[73].

Geri alım programı çerçevesinde gerçekleştirilecek geri alım işlemi öncesinde, Kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış ve genel kurulda onaylanmış son yıllık finansal tablolar üzerinden söz konusu şarta uyum sağlanmasının temini yönetim kurulunun sorumluluğundadır (Tebliğ m. 9/3).

#### *e. Yedek Akçe Ayrılması Zorunluluğu*

Şirket iktisap ettiği kendi payları için iktisap değerlerini karşılayan tutarda yedek akçe ayırmalıdır. TTK'nın 520. maddesinde öngörülmüş olan bu hükme paralel bir düzenleme de Tebliğin 20/2. maddesi ile getirilmiştir. Söz konusu hükme göre, geri alınan paylar, geri alım bedeli kadar yedek akçe ayrılarak öz kaynaklar altında kısıtlanmış yedek olarak sınıflandırılır. Bu şekilde, edinilen paylar aktifleştirilirken pasife konulacak yedek bilanço dengesini sağlayarak,

---

68 Seri: II, No: 19.1 sayılı Kar Payı Tebliği, 23.01.2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

69 http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/986 (24.12.2018).

70 **Türk**, s.436; **Sevi**, Devir, s. 455.

71 **Sevi**, İnceleme, s. 242; **Sevi**, Devir, s. 455; **Yılmaz**, s. 270.

72 TTK m.379/3'e göre, iktisap edilecek payların bedelleri düşüldükten sonra, kalan şirket net aktifi, en az esas veya çıkarılmış sermaye ile kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin toplamı kadar olması gerekir. Bu şart ile kanaatimizce şirketin kendi paylarını iktisap ettiği anda pay bedellerini karşılayacak miktarda serbest malvarlığına sahip olması gerektiği öngörülmüştür.

73 **Turan**, s. 139, dn. 339.

şirketin kendi payını edinmesinin sermayenin korunması ilkesini ihlal etmemesi sağlanmaktadır[74].

Düzenleme uyarınca, net dönem karı ve serbest yedek akçelerden payların geri alımı için ayrılacak tutara karar verilirken, bu tutar kadar yedek akçe ayrılması gerektiği de hesaba katılmalı[75] ve hatta ne miktarda payın geri alınacağı da bu hesaba göre belirlenmelidir. Bu kapsamda, bu yedek akçeyi ayırmak için yeterli fon mevcut değilse, geri alınacak pay miktarı gözden geçirilmeli veya geri alımdan vazgeçilmelidir[76]. Tebliğin 20/2. maddesi uyarınca ayrılmış olan yedekler, geri alınan paylar satıldıkları veya itfa edildikleri takdirde geri alım değerlerini karşılayan tutarda serbest bırakılır.

### *f. Geri Alımın Yasaklandığı Haller ve Kişilerin Bulunması*

#### *i. Geri Alımın Yasaklandığı Haller*

Tebliğin 10 ve 11. maddelerinde geri alım yapılamayacak haller belirtilmiştir. Bu hükümlere göre aşağıdaki durumlarda şirketin kendi paylarını satın alması mümkün değildir.

(a) Açıklanması ertelenmiş içsel bilgilerin bulunması

Özel Durumlar Tebliğinin[77] 4/e. maddesi uyarınca, içsel bilgi, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgi, olay ve gelişmeleri ifade eder. Yatırımcıların zamanında, tam ve doğru bilgilendirilerek sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişini sağlamak amacıyla bilgilerin derhal kamuya açıklanması gerekmektedir. Zira Sermaye piyasasında fiyatlar, bilgi ve beklentilerin belirlediği doğrultuda oluşmaktadır[78]. Ancak Özel Durumlar Tebliğinin 6/1. maddesi ile bu kurala bir istisna getirilmiştir. Buna göre, ihraççı, sorumluluğu kendisine ait olmak üzere, meşru çıkarlarının zarar görmemesi için içsel bilgilerin kamuya açıklanmasını yatırımcıların yanıltılmasına yol açmaması ve bilgilerin gizli tutulmasını sağlayabilmek şartıyla erteleyebilecektir.

Geri Alınan Paylar Tebliğinin 10/1. maddesi uyarınca, şirket tarafından açıklanması ertelenmiş içsel bilgilerin bulunması durumunda, Tebliğ kapsamında herhangi bir geri alım veya satım işlemi yapılamaz. Buna göre, bu durumlarda sadece geri alım yapılması değil, geri alınan payların satılması da yasak-

---

74 **Sevi**, Devir, s. 460.

75 **Turan**, s. 139.

76 **Turan**, s. 139.

77 Seri: II, No: 15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği, 23.01.2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

78 **Gündoğdu**, Aysel: Türk Sermaye Piyasasında Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı Suçu Düzenlemelerinin İrdelenmesi, Maliye Finans Yazıları - 2017 - (108), 9-26, s. 10.

lanmıştır[79]. Bu düzenleme ile Tebliğ, açıklanması ertelenen içsel bilgilerin menfaat amaçlı kullanılmasına engel olmayı amaçlamıştır[80].

İçsel bilgilerin ertelenmesi durumunda geri alım işlemi yapılması yasağına Tebliğin 17. maddesi ile istisna getirilmiştir. Bu istisnalar geri alım işlemlerinin aracı kurumlar tarafından yapıldığı ve şirket yönetim kurulunun geri alım işlemlerini yapma yetkisini aracı kurumlara devrettiği durumlara ilişkindir. İlk olarak, yürürlükte bulunan bir geri alım programı olan halka açık aracı kurumların, içsel bilgiye erişimi olan personeli ile müşteri adına işlem yapma yetkisi bulunan personeli arasında bilgi akışının önlenmesine ilişkin gerekli tedbirlerin alınması halinde, müşteri adına kendi payları üzerinde yapacağı işlemler bu yasak kapsamında değildir.

İkinci istisna ise geri alım programının genel kurul tarafından onaylanması suretiyle, yetkilendirilen yönetim kurulunun, bu yetkiyi Geri Alınan Paylar Tebliğinin 5/1. maddesi çerçevesinde, sermaye ve yönetim olarak şirketle ilişkisi bulunmayan geniş yetkili bir aracı kuruma devretmesine ilişkindir. Buna göre, aracı kurumun geri alım programı kapsamındaki geri alım işlemlerine ilişkin kararı tamamen şirketten bağımsız olarak ve ondan etkilenmeksizin yapması durumunda söz konusu yasak uygulama alanı bulmayacaktır.

(b) Sermaye Artırımı Kararının Alınmış Olması

Geri alım işlemlerinin yapılamayacağı diğer bir durum ise sermaye artırımına ilişkin bir kararın bulunmasıdır. Buna göre, sermaye artırımına ilişkin olarak, esas sermaye sistemini benimsemiş şirketler tarafından genel kurul kararı, kayıtlı sermaye sisteminde olan şirketler için ise yönetim kurulu kararı alındığı tarihten sermaye artırım işlerinin tamamlandığı tarihe kadar geri alım işlemi yapılamayacaktır. Bu düzenleme ile, sermaye artırımı kapsamında çıkarılan payların şirket tarafından geri alıma konu edilmesi ya da satılan payların sermaye artırımına konu paylardan verilmesi engellenerek, sermaye artırım işlemlerin sağlıklı bir şekilde yürütülmesi amaçlanmıştır[81]. Bu çerçevede, yasak sermayesi ile sınırlı sorumlu olan anonim şirketler için son derece önemli bir ilke olan sermayenin korunması ilkesine hizmet etmektedir.

(c) İlk Halka Arz

Geri alım yapılamayacak diğer bir durum, ilk halka arz durumudur. Tebliğin 11/3. maddesi uyarınca, payların ilk halka arzında şirket kendi paylarını satın alamayacaktır. Bu yasağa aykırı işlemler TTK'nın 388. maddesi çerçevesinde şirketin kendi payını taahhüt etmesi sayılır. Bu düzenleme ile sermayenin gerçekten konulması ilkesinin gereği olarak bir anonim şirketin kendi paylarını

---

79 **Turan**, s. 140.
80 **Turan**, s. 140.
81 **Turan**, s. 142.

taahhüdü kesin olarak yasaklanmaktadır[82]. Diğer bir deyişle, düzenleme, şirketin hiçbir surette kendi paylarını aslen iktisap edemeyeceği kuralına hizmet etmektedir. Tebliğ hükmünde TTK'nın 388. maddesine atıf yapıldığı için, hükme aykırılığın sonucu, şirketin payları iktisap etmesi işleminin geçersizliği olacaktır. Ancak TTK'nın 388/3. maddesi uyarınca söz konusu payları, kuruluş anında kurucular, sermaye artırımlarında yönetim kurulu üyeleri taahhüt etmiş sayılır ve pay bedellerinden de bunlar sorumlu olurlar.

Doktrinde, hükümdeki "ilk halka arz" ifadesinin, şirketin sonraki halka arzlara katılabileceği yönünde bir yanlış anlamaya sebebiyet vereceği ifade edilmektedir[83]. Gerçekten de hükmün lafzı, yasağın, yalnızca ilk halka arz için söz konusu olduğu şeklinde anlaşılmaya müsaittir. Ancak, sermayenin korunması ilkesi nedeniyle, şirket sermaye artırımı nedeniyle çıkarılan paylarını ister halka arz yoluyla isterse diğer yollarla kendisi satın alamayacak, diğer bir deyişle kendi paylarını hiçbir suretle aslen iktisap edemeyecektir[84]. Bu çerçevede, Tebliğ düzenlemesinin ilk halka arzlardan sonraki halka arzlarda şirketin pay satın alabilmesi şeklinde anlaşılarak sermayenin korunması ilkesine zıt bir anlam içermesi nedeniyle, düzeltilmesi gerekmektedir[85].

#### *ii. Şirketin Paylarını Satın Alması Yasaklanan Kişiler*

(a) Yönetim Kontrolünü Elinde Bulunduranlar

Genel kurul tarafından onaylanmış bir geri alım programının bulunması halinde bu program süresince veya yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi amacıyla geri alım kararı alınması durumunda, şirketin yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakları veya bunlarla yakından ilişkili kişiler tarafından şirket paylarının borsada satış işlemi gerçekleştirilemez (Tebliğ m. 11/1). Düzenlemenin kanaatimizce en önemli amacı eşit işlem ilkesinin ihlal edilmesini önlemektir. Zira hâkim ortak elindeki payları daha iyi şartlarla şirkete satıp diğer ortaklara göre daha kazançlı duruma geçebilecek, bu durum da eşit işlem ilkesinin ihlali neticesini doğuracaktır[86]. Hükmün diğer bir amacı da hâkim ortağın elinde bulunan payları gerçek değerinin üstünde şirkete satmasının önüne geçerek sermayenin korunması ilkesinin zedelenmesini engellemektir.

Yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakların kimler olduğunun belirlenebilmesi için SerPK'nun 26/2. maddesinin dikkate alınması gerekir. Söz konusu maddeye göre yönetim kontrolünün elde edilmesi hususunda iki ölçüt vardır. İlk ölçüt oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına sahip olmaktır. Buna göre, şirketin oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte

---

82 TTK m. 388'in gerekçesi.
83 **Turan**, s. 143.
84 **Turan**, s. 143.
85 Aynı yönde, **Turan**, s. 143.
86 **Turan**, s. 144.

hareket ettikleri kişilerle beraber sahip olan kişi ve kişiler yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortaklardandır. İkinci ölçüt ise yönetim kurulu üyelerinin salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunmasıdır. Buna göre, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilir. Yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortaklarla yakından ilişkili kişiler ise kanaatimizce her somut olaya göre ayrı ayrı değerlendirilmelidir.

(b) İdari Sorumluluğu Bulunan Kişiler

Geri alım yapılması planlanan sürenin başlangıç ve bitiş tarihleri arasında veya yakın ve ciddi bir kaybın önlemesi amacıyla geri alım kararı alınması durumunda, şirkette Kurulun özel durumlara ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan idari sorumluluğu bulunan kişiler ile bunlarla yakın ilişkili kişiler tarafından şirket paylarının borsada satış işlemi yapılamayacaktır (Tebliğ m. 11/2). Bu düzenleme ile de tıpkı yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortaklarda olduğu gibi söz konusu kişilerin eşit işlem ilkesine aykırı düşecek şekilde menfaat elde etmesi ve sermayenin korunması ilkesinin zedelenmesinin engellenmesi amaçlanmıştır[87]. Ancak buradaki yasağın süre bakımından kapsamı, yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortaklar ve onlarla yakından ilişkili olan kişiler için öngörülen yasaktan daha dardır. Zira bu kişiler için yasak geri alım programının süresince devam edecekken idari sorumluluğu bulunan kişiler için söz konusu olan yasak Tebliğ m. 12/4'de belirlenmiş süre ile sınırlı olacaktır.

Özel Durumlar Tebliğinin 4/f. maddesine göre, idari sorumluluğu bulunan kişiler şunlardır: İhraççının yönetim kurulu üyeleri ve yönetim kurulu üyesi olmadığı halde, ihraççının içsel bilgilerine doğrudan ya da dolaylı olarak düzenli bir şekilde erişen ve ihraççının gelecekteki gelişimini ve ticari hedeflerini etkileyen idari kararları verme yetkisi olan kişiler. İdari sorumluluğu bulunan kişiler ile yakından ilişkili kişilerin kapsamına kimlerin girdiği ise yine Özel Durumlar Tebliğinin 4/g. maddesinde düzenlenmiştir[88].

---

87 **Turan**, s. 144.

88 İdari sorumluluğu bulunan kişi ile yakından ilişkili kişiler:

1) İdari sorumluluğu bulunan kişinin eşini, çocuklarını ve idari sorumluluğu bulunan kişi ile söz konusu işlemin gerçekleştirildiği dönemde aynı evde ikamet eden kişileri,

2) İdari sorumluluğu bulunan kişiler veya (1) numaralı alt bentte belirtilen kişiler tarafından idari sorumlulukları üstlenilen veya doğrudan ya da dolaylı olarak bu kişiler tarafından kontrol edilen veya bu kişiler yararına kurulmuş olan veya ekonomik çıkarları esas olarak bu kişilerin ekonomik çıkarları ile aynı olan tüzel kişi, kurum veya ortaklıkları,

3) Sermaye piyasası aracı bir borsada işlem gören ihraççının Kurul düzenlemelerine göre hazırlanmış son yıllık finansal durum tablosundaki aktif toplamının %10 veya daha fazlasını oluşturan bağlı ortaklıklarının; (f) bendi ile bu bendin birinci ve ikinci alt bentlerinde belirtilen kişileri,

ifade eder.

### *g. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüklerinin Yerine Getirilmesi*

Borsa şirketlerinin Tebliğe uygun bir şekilde paylarını geri alabilmelerinin diğer bir şartı da kamuyu aydınlatma ile ilgili yükümlülüklerin yerine getirilmesidir. Böylece sermaye piyasası hukukunun en önemli ilkelerinden biri olan kamuyu aydınlatma ilkesinin gereği yapılmış olacaktır. Kamuyu aydınlatma ilkesi, yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek her türlü bilginin tamlık, açıklık, doğruluk ve dürüstlük çerçevesinde aynı kapsamda ve eş zamanlı olarak sermaye piyasasının tüm muhataplarına[89] sunulması anlamına gelmektedir[90]. Bu ilke, şirket var olduğu sürece şirkete ilişkin hem olumlu hem de olumsuz bilgilerin açıklanmasını gerektirmektedir[91]. Böylece, yatırımcının, sermaye piyasası araçları ve bunları ihraç edenler hakkında yeterli ve doğru bilgiyi zamanında edinerek, yatırım tercihini bilinçli yapması[92] ve piyasanın güvenilirliğinin artırılması[93] amaçlanmıştır.

Kamuya açıklanacak bilgiler, açıklamadan yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak şekilde zamanında, eksiksiz, doğru, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle erişilebilir ve eşit bir biçimde kamunun kullanımına sunulur[94]. Bu unsurların sağlanması amacıyla, Tebliğin 12. maddesi payları borsada işlem gören şirketlerin geri alım işlemlerine ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü oldukça kapsamlı bir şekilde düzenlemiştir. Buna göre, ilk olarak, yönetim kurulu tarafından hazırlanan geri alım programı, ilan ve toplantı günleri hariç olmak üzere, genel kurulun toplantı tarihinden en az üç hafta önce, şirket tarafından yapılacak bir özel durum açıklaması ile

---

89 Kamuyu aydınlatma ilkesinin muhatapları, sadece pay sahipleri değil, mevcut ve potansiyel yatırımcılar, alacaklılar, şirket çalışanları ve müşteriler, devlet ve şirkete ilişkin bilgilendirilmesi gereken bütün üçüncü kişilerdir, **Or**, Zeynep: "Bankaların Halka Açılması ve Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü: Hukuksal Bir Bakış", Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi, C. 3 No. 1, 2011, s. 44; **İhtiyar**, Mustafa: Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, 1. Baskı, 2016, İstanbul, s. 97-100; **Kara**, M. Sencer: "Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk", Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 23, S. 2, Y. 2015; **Karayalçın**, Yaşar: Muhasebe Hukuku, 1988, Ankara, s. 202; **Üçışık**, Güzin: "Türk Hukukunda Anonim Ortaklıklarda Kamuyu Aydınlatma İlkesi", Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, C. 3, S. 1, Y. 2009 Bahar, s. 12 ve s. 13, dn. 30; **Bayındır**, Sinan: Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Manipülasyon Suçu, İstanbul, 2011, s. 63; **Keskin**, Mustafa: Halka Açık Anonim Ortaklıkların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü, İstanbul, 2018, s. 37.

90 **İhtiyar**, s. 63. Kamuyu aydınlatma ilkesine ilişkin benzer diğer tanımlar için bkz. **Tekinalp**, Ünal: Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, 2. Baskı, 1979, İstanbul, s. 53; **Üçışık** s. 11; **Şiramun**, Sevim Serpil: Avrupa Topluluğu Sermaye Piyasası Bakımından Kamuyu Aydınlatma (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 1991, s. 17, http://acikerisim.istanbul.edu.tr/handle/123456789/15109 (31.12.2018).

91 **Üçışık**, s. 11. Bu ilkenin sınırını şirketin ticari sırları oluşturmaktadır.

92 **Kara**, s. 136; **Üçışık**, s. 13; **Sevi**, İnceleme, s. 247.

93 **Keskin**, s. 34.

94 SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, Şubat, 2005, s. 21, http://www.ecgi.org/codes/documents/cmb_principles_turkey_2005_tr.pdf (29.12.2018).

kamuya duyurulur ve eş zamanlı olarak ortaklığın internet sitesinde yayımlanır (Tebliğ m. 12/1). TTK'ya göre, genel kurul toplantısı ve gündemine ilişkin ilanın, ilan ve toplantı günleri hariç olmak üzere, toplantı tarihinden en az iki hafta önce yapılması gerektiği halde, Tebliğe göre geri alım programının üç hafta önce duyurulmasının nedeninin borsa şirketlerin geri alımlarının daha geniş bir çevreyi ilgilendirmesi olabileceği ifade edilmiştir[95].

Genel kurul, geri alım programını değişiklik yaparak da onaylayabilir. Bu takdirde, değiştirilmiş program, genel kurul tarihini izleyen ilk iş günü şirket tarafından yapılacak bir özel durum açıklaması ile kamuya duyurulur ve eş zamanlı olarak şirketin internet sitesinde yayımlanır (Tebliğ m. 12/2). Bu düzenleme, kamuya duyurulacak bilginin, tam ve doğru olmasına hizmet etmektedir.

Tebliğin 12/3. maddesine göre, Tebliğin 5/2. maddesi uyarınca alınacak yetkili organ kararlarının da kamuya duyurulması gerekecektir. Buna göre, şirketin paylarının bir bağlı şirket tarafından satın alınması halinde, bağlı şirket halka açık bir şirket ise geri alım programının hem hâkim şirket hem de bağlı şirket genel kurulu tarafından onaylanması gerekir. Bağlı şirket, halka açık bir şirket değilse, geri alım programı hâkim şirket genel kurulu tarafından onaylanmalı, bağlı şirket yönetim kurulu da geri alım yapacağına ilişkin karar almalıdır. İşte Tebliğ, burada söz konusu olan genel kurul ve yönetim kurulu kararlarının da kamuya duyurulmalarını öngörmüştür.

Yönetim kurulu, genel kurulun kendine verdiği yetki kapsamındaki payların hepsini bir defada geri almak zorunda değildir. Diğer bir deyişle, yönetim kurulu kendine verilmiş olan yetki çerçevesinde, şirket paylarını birden çok geri alım işlemi yaparak satın alabilir. Bunu göz önünde bulunduran Tebliğ, geri alım programı çerçevesinde geri alım işlemlerine başlanmadan iki iş günü önce, şirket tarafından, yapılması planlanan geri alıma ilişkin özel durum açıklaması yapılmasını öngörmüştür (Tebliğ m. 12/4). Yine Tebliğin 12/5. maddesi ile de, her bir geri alım işlemi sonrasında şirket tarafından, işlem tarihini izleyen iş günü seans başlamadan önce yapılan geri alıma ilişkin bir özel durum açıklaması yapılması gerektiği hüküm altına alınmıştır. (Tebliğ m. 12/5). Böylece, borsada gerçekleştirilecek alım işlemleri ile ilgili olarak hem işlem öncesinde hem de işlem sonrasında özel durum açıklaması yapılması suretiyle şeffaflığın sağlanması amaçlanmıştır.

Tebliğ, geri alım öncesinde ve sonrasında yapılması gerekli olan özel durum açıklamalarına ek olarak, programın sona erdiğinin de kamuya duyurulmasını emretmiştir. Buna göre, şirket veya bağlı şirketi tarafından geri alım programının sona ermesini takip eden 3 iş günü içerisinde geri alınan paylar için ödenmiş olan azami ve ortalama bedel, geri alımın maliyeti ile kullanılan kaynak, geri alınan toplam pay sayısı ve bu payların sermayeye oranı kamuya açık-

---

95 **Türk**, s. 422.

lanır. Şirket tarafından geri alınan payların program süresi içerisinde elden çıkarılması halinde bu paylara ilişkin bilgilerin de bu kapsamda açıklanması gerekmektedir (Tebliğ m. 12/7).

Tebliğ uyarınca, şirketin paylarını geri alması gibi elden çıkarmasının da kamuya duyurulması gerekir. Bu kapsamda, Tebliğin 12/6. maddesi uyarınca, daha önceki alımlar dâhil, geri alınan payların elden çıkarılması durumunda da şirket tarafından, bir özel durum açıklaması yapılmalıdır.

### B. Yakın ve Ciddi Bir Kayıptan Kaçınmak Amacıyla Yapılacak Geri Alım İşlemleri

#### 1. Genel Olarak

Tebliğin 5/4. maddesi ile payları borsada işlem gören şirketlerin yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak amacıyla, kamuyu aydınlatmaya ilişkin yükümlülüklere uymak şartıyla, genel kurulun yetkilendirmeye ilişkin kararı olmadan, yönetim kurulu kararıyla geri alım yapabileceği hüküm altına alınmıştır. Böylece Tebliğ ile TTK'nın 381. maddesine paralel bir şekilde, yakın ve ciddi bir tehlikenin bulunması durumunda yönetim kurulu kararıyla şirketin paylarını satın alabileceği düzenlenmiştir. Hüküm, yönetim kurulu lehine istisnai nitelikte bir yetki tesis edilmiş olduğundan, bu yetki yalnızca genel kurulun yetkilendirme kararı vermesi için yeterli zamanın olmadığı, ivedilikle hareket edilmesi gereken durumlarda kullanılmalıdır[96].

Yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi amacıyla yapılacak geri alımlarda, genel kurulun onayı dışında, yukarıda incelenmiş diğer tüm şartların yerine getirilmesi gerekmektedir[97]. Zira bu şartları düzenleyen Tebliğ maddelerinde yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi amacıyla yapılacak alımlar için istisna getirilmemiştir. Örneğin, Tebliğin 9. maddesinde, şirketlerin Tebliğ hükümleri çerçevesinde satın alacağı payların nominal değerinin daha önceki alımlar dahil ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşamayacağı belirtilmektedir. Diğer bir deyişle, bu hükümde bulunan "*Tebliğ hükümleri çerçevesinde ifadesi*" hem genel kurulun yetkilendirmesiyle hem de yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak amacıyla yapılacak geri alımları kapsadığından yüzde onluk sınır her iki durumda da geçerli olacaktır. O halde, yakın ve ciddi bir kaybı önlemek ama-

---

96 **Yılmaz**, s. 250; **Keskin**, s. 100.

97 **Kendigelen**, Abuzer: Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, İstanbul, 2011, s. 234; **Şener**, Oruç Hami: Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku, Ankara, 2017, s. 382; **Uzel**, Necdet: Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam, İstanbul, 2013, s. 336; **Turan**, s. 31; **Çapa**, s. 67; **Ayoğlu**, Tolga: Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmeleri ve Karşılıklı Katılmalar Meselesi, İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktisabının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Hukuku'na Etkisi, İstanbul, 2009, s. 541; **Sevi**, s. 78-79; **Türk**, s. 236. Karşı, **Tekinalp**, Sermaye Ortaklıkları, s. 87; **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, s. 595-596; **Özkorkut**, s. 24.

cıyla borsa şirketlerinin kendi paylarını satın alabilmesi için satın alınacak pay bedeli kadar serbest yedek akçe bulunmalı ve yüzde onluk sınıra uyulmalıdır.

Payları borsada işlem görmeyen şirketler veya bağlı şirketler yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi gerekçesi ile genel kurul kararı olmaksızın yönetim kurulu kararıyla geri alım yapamazlar (Tebliğ m. 6). Kanaatimizce bu düzenlemenin nedeni, payları borsada işlem görmeyen halka açık şirketlerin paylarını devralırken eşit işlem ilkesini ihlal etmesinden duyulan endişedir. Anonim şirketler hukukunda temel bir ile olarak kabul edilen eşit işlem ilkesi gereğince, hem payların iktisabı hem de iktisap edilen payların elden çıkarılması sırasında şirket, eşit işlem ilkesine uygun hareket etme yükümlülüğü altındadır. Bu kapsamda payları borsada işlem görmeyen halka açık şirketlerde eşit işlem ilkesinin ihlal edilmemesi için şirketin satın alma teklifini tüm pay sahiplerine yöneltmesi gerekir. Geri alım kararının yalnızca yönetim kurulu tarafından alındığı yakın ve ciddi bir kayıp nedeniyle yapılacak iktisaplarda bu ilkenin kolayca ihlal edilebileceği düşüncesinden hareket eden kanun koyucu Tebliğ ile bu şirketlerin bu yolla kendi paylarını iktisap edemeyeceğini öngörmüştür.

Tebliğ ile payları borsada işlem görmeyen halka açık şirketler hakkında getirilmiş olan bu kısıtlama haklı olarak doktrinde eleştirilmektedir[98]. Zira halka açık olmayan şirketler dahi TTK'nın 381. maddesine dayalı olarak, yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi amacıyla yönetim kurulu kararıyla paylarını iktisap edebilecekken, payları borsada işlem görmeyen halka açık şirketler, Tebliğ hükmü nedeniyle bu istisnadan yararlanamayacaktır. Düzenlemenin bu haliyle uygun ve yerinde olduğunu söylemek mümkün değildir[99].

Yine Tebliğe göre, bağlı şirketler hâkim şirketin paylarında geri alım yapabilmek için bu istisnadan yararlanamayacaktır[100]. Bu düzenleme de TTK'nın 381. maddesinden ayrılmaktadır. Zira TTK'nın 381. maddesine göre, bağlı şirket yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak amacıyla genel kurulun yetki kararı olmadan, yönetim kurulu kararıyla hâkim şirketin paylarını iktisap edebilecektir.

Tebliğin TTK'dan ayrıldığı diğer bir durum da geri alım kararının geçerliliğine ilişkindir. Zira Tebliğin 5/4. maddesi uyarınca, yönetim kurulunun yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak amacıyla aldığı geri alım kararı, yapılacak ilk genel kurul toplantısına kadar geçerliyken, TTK'nın 381/2. maddesi uyarınca

---

98 **Manavgat**, Halka Arz, s. 523; **Karacan/Erişir Karacan**, s. 144-145; **Türk**, s. 439; **Turan**, s. 36.

99 **Turan**, s. 36.

100 Doktrinde, *Turan*, Tebliğ m. 6 ile getirilen düzenlemeyle, bir şirketin kendisi için yakın ve ciddi bir tehlikeden kaçınma bahanesiyle, hâkim şirketinin paylarını iktisap etmesinin isabetli olarak izin verilmediğini ifade etmektedir. Yazar, Tebliğ ile halka açık şirketler hakkında getirilmiş bu düzenlemenin amaçsal yorumla, halka kapalı şirketlerin bağlı şirketleri hakkında da geçerli kabul edilebileceğini ifade etmektedir (**Turan**, s. 35). Ancak TTK m.381'in açık lafzı nedeniyle bu görüşe katılmanın mümkün olmadığını düşünüyoruz.

yapılan iktisabın kapsamı hakkında ilk genel kurula yazılı bilgi verilmesi yeterli olacaktır. Diğer bir deyişle, Tebliğe göre, yönetim kurulunun yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi amacıyla aldığı geri alım kararı, kararın alınmasından sonra gerçekleşen ilk genel kurul toplantısında geçerliliğini kaybederken, TTK'nın 381. maddesi uyarınca yapılan geri alımlarda böyle bir durum söz konusu olmamaktadır[101]. Buna göre, TTK'nın 381. maddesi uyarınca, yönetim kurulu, yakın ve ciddi bir kaybın bulunması sebebiyle aldığı iktisap kararının kapsamı hakkında ilk genel kurula bilgi verdikten sonra da daha önce almış olduğu karara dayalı olarak kendi paylarını iktisap edebilecektir. Buna karşın, Tebliğ uyarınca, karardan sonra yapılan ilk genel kurulda borsa şirketlerinin yönetim kurulunun aldığı geri alım kararı geçerliliğini kaybedecek, genel kurul toplantısından sonra geri alım yapılabilmesi için genel kurulun yönetim kurulunu yetkilendirmesi gerekecektir[102].

### 2. Koşulları[103]

#### *a. Yakın ve Ciddi Bir Kaybın Söz Konusu Olması*

Borsa şirketlerinin paylarını Tebliğin 5/5. maddesi uyarınca, genel kurulun yetki kararı olmaksızın satın alabilmesi için yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınma amacının bulunması gerekir. Ancak bu tek başına yeterli değildir. Zira payların geri alınması yakın ve ciddi bir kayıp tehlikesinin ortadan kaldırılması açısından bir işleve sahip olmalı, diğer bir deyişle, kayıpla payların geri alınması arasında bir bağlantı bulunmalıdır[104]. Burada söz konusu olan şirketin uğrayacağı kayıptır, yoksa şirket bir pay sahibini ya da hâkim veya bağlı şirketini yakın veya ciddi bir kayıptan korumak amacıyla kendi paylarını iktisap edemez[105].

---

101 Doktrinde *Turan*, Tebliğ m. 5/4 ile getirilen bu hükmün, TTK m.382/2'den farklı bir sistem getirmediğini ifade etmektedir. Yazara göre, Tebliğ m. 5/4, iktisabı takip eden ilk genel kuruldan sonra bu kapsamda tekrar pay iktisabına gerek duyulması halinde, bununla ilgili yeni bir yönetim kurulu kararı alınması gerektiğine işaret etmektedir. TTK m. 381/2'de bu yönde bir hüküm bulunmasa dahi, halka kapalı şirketler bakımından da bu kapsamda yeni pay iktisabı yapılabilmesinin yeni bir genel kurul kararı alınmasına bağlı olduğu söylenebilecektir (**Turan**, s. 35).

102 Aynı yönde **Manavgat**, Halka Arz, s. 524; Doktrinde, yönetim kurulunun geri alım kararının, kararın alınmasından sonra gerçekleşecek ilk genel kurul toplantısında onaylanması gerektiği ifade edilmektedir. Yazarlara göre, yönetim kurulunun yürürlüğe koyduğu programa genel kurul tarafından onay verilmemesi halinde programın geleceğinin ne olacağı belirsizdir; **Türk**, s. 440; **Töremiş**, s.198. Türk, programa onay verilmemesinin bu tarihe kadar yapılan geri alımları etkilemeyeceğini, sadece programın ileriye dönük olarak sona ermesi sonucunu doğuracağını ifade etmektedir; **Türk**, s. 440.

103 Yüzde onluk sınırın aşılmaması ve şirketin alacağı pay bedeli ölçüsünde serbest yedek akçeye sahip bulunması şartları yukarıda II, A, 1, b ve c başlıklarında incelendiğinden burada tekrar ele alınmamıştır.

104 **Manavgat**, Halka Arz, s. 525.

105 **Tekinalp**, Sermaye Ortaklıkları, s. 87; **Sevi**, Devir, s. 79; **Türk**, s. 224; **Yılmaz**, s. 251.

Tebliğin 5/5. maddesine göre, şirket paylarının günlük ağırlıklı ortalama fiyatının yönetim kurulu karar tarihinden önceki son bir ayda (i) nominal değerinin altında seyretmesi veya (ii) yüzde yirminin üzerinde değer kaybetmesi durumlarında yakın ve ciddi bir kaybın varlığı kabul edilir. Böylece, Tebliğ bu durumlarda başka hususları incelemeye gerek olmaksızın yakın ve ciddi bir kaybın bulunduğunu varsaymıştır[106]. Ancak yakın ve ciddi bir kayba yol açabilecek durumlar bunlarla sınırlı değildir. Burada belirtilenler dışındaki durumlarda yönetim kurulu kararı ile geri alım yapılabilmesi için, şirket tarafından işlem öncesinde Kurulun onayının alınması gerekir (Tebliğ m. 5/6). Kurulun onayını şart koşan bu hüküm doktrinde haklı olarak eleştirilmektedir[107]. Zira geri alım işleminden önce, Kurulun onayının alınması zorunluluğu, yakın ve ciddi kayıp halinde genel kurul kararı olmaksızın yönetim kurulunun hemen harekete geçmesini sağlamak amacını taşıyan düzenlemeye ters düşmektedir[108].

Burada TTK'nın 5/5. maddesinde düzenlenen haller dışında hangi durumlarda yakın ve ciddi bir kaybın söz konusu olabileceği hususunun da incelenmesi gerekir. Tebliğin 5/5. maddesine paralel bir düzenleme olan yakın ve ciddi kaybın önlenmesi başlıklı TTK'nın 381. maddesinin gerekçesine göre, yakın sözcüğü hem doğrudan hem de sonuçlarını hemen doğurabilecek kaybı ifade ederken, kayıp sözcüğü geniş olduğu için kullanılmış olup zararı da kapsar[109]. Zira zarar, borçlar hukuku anlamında malvarlığının eksilmesi veya artmasının önlenmesi olup darken, kayıp, şirketi, pay sahiplerini, önemli bir yatırımı, pazar payını etkileyebilecek olumsuz herhangi bir sonuçtur[110]. Kaybın ciddi olması ise şirketin işletme konusunu yerine getirmesini zorlaştırabilecek, finansal tablolarını olumsuz etkileyebilecek nitelikte ve somut olmasını gerektirir[111].

Yakın ve ciddi kayıp tehlikesine TTK gerekçesi ve doktrinde şu örnekler verilmektedir:

- Hisse senetlerinin borsada ani düşmesi veya düşebilecek durumda olması[112],
- Şirket hâkimiyetinin başka bir grubun eline geçmesi veya geçebilecek durumda olması[113],
- Pay fiyatlarında oynanarak şirkete kayıp verdirilmesi[114],

---

106 **Türk**, s. 441.
107 **Türk**, s. 441; **Töremiş**, s. 199.
108 **Töremiş**, s. 199; **Türk**, s. 441.
109 TTK m.381/1'in gerekçesi.
110 TTK m.381/1'in gerekçesi.
111 **Manavgat**, Halka Arz, s. 524.
112 TTK m.381'in gerekçesi; **Türk**, s. 232; **Manavgat**, Halka Arz, s. 525; **Yılmaz**, s. 252.
113 **Türk**, s. 230-232; **Tekinalp**, Sermaye Ortaklıkları, s. 88; TTK m.381/1'in gerekçesi.
114 **Türk**, s. 232; **Tekinalp**, Sermaye Ortaklıkları, s. 89.

- Şirketin borca batık bir borçludan alacağını, yalnızca kendi paylarını iktisap etmek suretiyle tahsil etmesinin mümkün olması[115],
- Pay sahibinin paylarını şirkete zarar verebilecek kişilere satması olasılığı[116].

***b. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüklerinin Yerine Getirilmesi***

Tebliğin 5/4. maddesine göre, payları borsada işlem gören şirketler, yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak amacıyla, genel kurulun yetkilendirmeye ilişkin kararı olmadan yönetim kurulu kararıyla da, bu Tebliğin 12. maddesindeki kamuyu aydınlatmaya ilişkin yükümlülüklere uymak şartıyla geri alım yapabilir. Buna göre şirketlerin yerine getirmesi gereken kamuyu aydınlatma yükümlülükleri şunlardır:

- Geri alım işlemlerine başlanmasından en az iki iş günü önce şirket tarafından yapılacak bir özel durum açıklaması ile geri alım yapılacağı hususu, söz konusu geri alımın amacı, geri alıma konu pay miktarı ve ödenecek azami tutar kamuya duyurulur.
- Geri alımlar kapsamında ve geri alımların tamamlanması üzerine gerekli özel durum açıklamaları yapılır.
- Yönetim kurulu tarafından ayrıca, geri alımın amacı, kullanılan kaynak ile geri alımların özeti mahiyetindeki yedinci fıkrada belirtilen bilgiler ilk genel kurulda ortakların bilgisine sunulur (Tebliğ m. 12/8).

## III. SERMAYE PİYASASI KURULUNUN 21 VE 25 TEMMUZ 2016 TARİHLİ BASIN DUYURULARIYLA GETİRİLEN GEÇİCİ DÜZENLEMELER

### A. Basın Duyuruları

Kurul 15 Temmuz 2016 tarihinde gerçekleşen darbe girişimi sonrasında, borsa şirketlerinin kendi paylarını edinmesini kolaylaştıran basın duyuruları yayımlamıştır. Duyurular incelendiğinde, borsa şirketlerinin paylarını edinmesine ilişkin Geri Alınan Paylar Tebliği ile getirilmiş bazı sınırlamaların yeni bir duyuru yapılıncaya kadar kaldırıldığı anlaşılmaktadır. Bu nedenle, burada, duyurularının içeriğini incelemeden önce, Tebliğ hükümlerini kaldıran bu basın duyurularının hukuki niteliklerinin ve geçerli olup olmadığının incelenmesi yerinde olacaktır.

SerPK'nun 128/2. maddesi uyarınca, Kurul, yetkilerini, düzenleyici işlemler tesis ederek ve özel nitelikli kararlar alarak kullanır. Düzenleyici işlem niteli-

---

115 **Yılmaz**, s. 253.

116 **Tekinalp**, Sermeye Ortaklıkları, s. 90; **Türk**, s. 233.

ğindeki yönetmelik ve tebliğler Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girer. Özel nitelikli kararlar ise Kurulun kararına göre, Resmi Gazetede veya internet ortamı dâhil uygun vasıtalarla yayımlanır. Buna göre, basın duyurularının özel nitelikli karar niteliğinde olduğu açıktır. Bu belirlemeden sonra, bu duyuruların geçerli olup olmadığının tespit edilmesi gerekmektedir. Bunun için öncelikle duyuruların Kurulun görev ve yetkilerine giren bir konuda yapılıp yapılmadığı incelenmelidir[117]. SerPK'nun 22. maddesi, halka açık şirketlerin, kendi paylarını, Kurul tarafından belirlenen şartlar çerçevesinde satın alabileceğini öngörmektedir. Buna göre, SerPK'nun 22. maddesi, Kurula borsa şirketlerinin kendi paylarını satın alabilmeleri konusunda somut bir görev ve yetki vermiştir[118]. Bu çerçevede, basın duyurularının geçerli olduğu hususunda bir tereddüt duyulmaması gerekir.

Kurul, ilki 21 Temmuz 2016, ikincisi de 25 Temmuz 2016 tarihlerinde olmak üzere borsa şirketlerin paylarını geri almalarına ilişkin olarak iki ayrı basın duyurusu yayımlamıştır. 21 Temmuz 2016'da yayımlanan ilk karara göre[119];

> *"Genel kurullarınca alınmış bir karara bağlı olarak yürürlükte bir geri alım programı olmayan halka açık şirketlerimiz, özel durum açıklaması yapmak kaydıyla herhangi bir limit söz konusu olmaksızın borsada kendi paylarının geri alımını gerçekleştirebilecektir.*
>
> *Genel kurullarınca alınmış bir karara bağlı olarak geri alım programı yürüten halka açık şirketlerimiz, özel durum açıklaması yapmak ve yetkili organlarını bilgilendirmek suretiyle herhangi bir limit söz konusu olmaksızın borsada kendi paylarının geri alımını gerçekleştirebilecektir."*

Duyuru incelendiğinde, ilk olarak, borsa şirketleri için yüzde onluk sınırın kaldırıldığı görülmektedir. Buna göre, bu şirketler yeni bir duyuruya kadar hiçbir limitle bağlı olmaksızın borsada kendi paylarını satın alabilecektir. Yine duyurudan anlaşılan diğer bir husus da bu karar çerçevesinde yapılacak alımlar için geri alım programı hazırlama ve bu kapsamda genel kurulun onayını alma zorunluluğunun bulunmadığıdır. Buna karşılık, duyuru çerçevesinde yapılacak alımlarda da kamuyu aydınlatmaya ilişkin yükümlülükler devam etmektedir. Buna göre, şirket özel durum açıklaması yapmak kaydıyla herhangi bir limit söz konusu olmaksızın borsada kendi paylarının geri alımını gerçekleştirebilecektir. Bu karara dayalı olarak yapılacak geri alımlarda bu hususlarda istisna getirilmediğinden pay bedellerinin serbest yedek akçelerden karşılanması ve yedek akçe ayrılması zorunluluğu devam etmektedir.

Bu duyurudan çok kısa bir süre sonra Kurul, 25 Temmuz 2016 tarihinde "*Geri Alınan Paylara İlişkin Basın Duyurusu Hakkında Ek Açıklama*" adında

---

117 **Özkorkut**, s. 32.

118 **Özkorkut**, s. 33; **Yanlı/ Okutan Nilsson**, s. 3.

119 Bkz., http//www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20160721/0 (23.06.2018).

yeni bir duyuru daha yapmıştır. Bu ek açıklamanın nedenleri aynı duyuruda şu şekilde belirtilmiştir:

- Borsa şirketlerinin 21 Temmuz 2016 tarihinde yapılan duyuruya yoğun ilgi göstermesi[120],
- Gösterilen yoğun ilgi sonucunda hem uygulama birliğinin sağlanması hem de şirket ve yatırımcıların bilgilendirilmesi.

Kurulun yayımladığı bu ek duyuru incelendiğinde 21 Temmuz 2016 tarihli duyuruya ilişkin ayrıntılı açıklamalar yapıldığı görülmektedir. İlk olarak, bu kararlar uyarınca yapılacak alımlarda genel kurul tarafından yetkilendirme yapılmasına gerek olmadığı ve yüzde onluk sınırın yeni bir duyuruya kadar kaldırıldığı tekrar vurgulanmıştır. Mevcut durum itibariyle yüzde onluk sınırı aşmış olan şirketler de paylarını geri alabilecektir. İkinci olarak, duyurular çerçevesinde yapılacak geri alımların Tebliğ'in yakın ve ciddi kaybın tespitine ilişkin şartlarına tabi olmadığı ve yalnızca borsa şirketlerin kendileri tarafından gerçekleştirilecek alımları kapsadığı belirtilmiştir. Buna göre, bağlı şirket ve şirket hesabına hareket eden üçüncü kişilerin duyuru çerçevesinde (hâkim) şirketin paylarını satın alması mümkün değildir.

Ek duyuruyla açıklanan bir diğer husus da, yapılacak geri alımlar için bir yönetim kurulu kararının gerektiğidir. Yönetim kurulu kararı en azından geri alımın amacı, geri alıma konu edilecek azami pay sayısı ve geri alım için ayrılabilecek azami fon tutarını içermeli ve geri alım işlemleri öncesinde kamuya açıklanmalıdır. 25 Temmuz 2016 tarihine kadar alınan yönetim kurulu kararlarının bu unsurların tamamını içermemesi halinde ilave yönetim kurulu kararı alınarak kamuya açıklanmalıdır. 21 Temmuz 2016 tarihinde yapılan basın duyurusuyla şirketlerin özel durum açıklaması yaparak geri alım yapabileceği ifade edilmiş ancak, özel durum açıklamasının kapsamı belirlenmemişti. Bu nedenle, 25 Temmuz 2016 tarihinde yapılan duyuruda, ilgili karara tabi olarak yapılan geri alımlarda uyulması gereken kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün kapsamı belirlenmiştir. Buna göre, duyuru çerçevesinde gerçekleştirilecek geri alımlarda Tebliğin 12. maddesinin ilk dört fıkrası uygulanmayacaktır. Bu hükümlerin uygulanmamasının nedeni, genel kurulun onayının alınmasının şart olmaması, özel durum açıklaması ve geri alım programının SPK'nın onayına sunulmasının yeterli olmasıdır[121].

25 Temmuz 2016 tarihinde yayımlanan basın duyurusuna göre, duyurular çerçevesinde, borsa şirketleri tarafından yapılacak pay geri alımlarının, borsanın şirket paylarının işlem gördüğü pazarında gerçekleştirilmesi zorunludur. Diğer bir deyişle, duyuru çerçevesinde yapılacak geri alımlarda Tebliğin 9/2. madde-

---

[120] 21 Temmuz 2016'da yapılan duyuru sonucunda 25 Temmuz itibariyle 35'i aşkın şirket özel durum açıklaması yapmıştır; http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20160725/0 (31.12.2019).

[121] **Türk**, s. 423.

sinin uygulanması mümkün değildir. Buna göre, borsa şirketleri, duyuru çerçevesinde yapacakları pay geri alımları için önceden Kurulun uygun görüşünü almak suretiyle, pay alım teklifi ile geri alım işlemi gerçekleştiremeyecektir.

Duyuru çerçevesinde geri alınan paylar duyuru tarihinden itibaren 30 günlük süre boyunca satılamayacaktır. 30 günlük sürenin hesaplanmasında "ilk giren ilk çıkar" yöntemi uygulanacaktır. Bu süre sona erdikten sonra, payların akıbeti Tebliğin 19. maddesine göre belirlenecektir. Buna göre, geri alınan paylar ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin yüzde onunu aşmıyorsa elden çıkarılmaları gerekmeyecek, süresiz olarak elde tutulabilecektir. Buna karşın, geri alınan paylar ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin %10'unu aşıyorsa azami üç yıl içerisinde elden çıkarılmalıdır. Geri alınan payların elden çıkarılması durumunda Tebliğin 12/6. maddesi kapsamında gerekli özel durum açıklamalarının yapılması gerekir.

Kurul yaptığı ek açıklamanın son kısmında ise duyuru çerçevesinde gerçekleştirilecek geri alım işlemlerinin bilgi suiistimali ve piyasa dolandırıcılığı kapsamında değerlendirilemeyeceğini ifade ederek, borsa şirketlerini hiçbir tereddüt yaşamaksızın kendi paylarını satın almaya teşvik etmiştir.

21 ve 25 Temmuz 2016 tarihlerinde yapılan duyurular çerçevesinde oluşan yeni düzen Kurul tarafından yapılacak yeni bir duyuruya kadar geçerliliğini koruyacaktır. Borsa şirketlerini ve yatırımcıları korumak amacıyla alınan bu kararlar oldukça ilgiyle karşılanmış ve bu kapsamda birçok şirket pay geri alımı gerçekleştireceğine dair özel durum açıklaması yapmıştır[122].

### B. Değerlendirme

Kurul, bu basın duyurularını yayımlayarak, borsa şirketlerinin paylarını satın almasını kolaylaştırmak suretiyle, darbe girişiminin neden olabileceği, ekonomik kriz, manipülasyon gibi dış etkenler sonucunda, şirket paylarının borsa değerinin düşmesini engellemeyi amaçlamıştır. Gerçekten de borsa şirketleri, bir geri alım programının hazırlanması ve bunun genel kurul tarafından onaylanması gerekmeksizin, hiçbir limitle bağlı olmaksızın kolayca kendi paylarını edinebilecektir. Bu kararlar, her ne kadar borsa şirketlerinin paylarının değerini dengeleyip yükseltmesi amacını taşısa da uzun vadede şirketlerin, pay sahiplerinin, alacaklıların ve neticede kamunun zarara uğramasına sebep olabilecek niteliktedir. Her şeyden önce, şirketlerin kendi paylarını hiçbir oransal sınıra tabi olmadan iktisap edecek olmasına, geçmişte yaşanan tecrübeler de hatırlanarak tereddütle yaklaşılması gerekmektedir. Nitekim 1929-1931 yılları arasında dünya ekonomik krizi sırasında Almanya'da şirketler, hisselerinin değer kaybet-

---

[122] Bunlardan bazıları için bkz., http://finans.gazetevatan.com/kap-haberi/sasa-sasa-polyester-sanayi-a-s--ozel-durum-aciklamasi-genel/986134/; https://marbasmenkul.com.tr/bultenler/g20180622.pdf; http://uzmanpara.milliyet.com.tr/kap-haberi/indes-indeks-bilgisayar-sistemleri-muhendislik-sanayi-ve-ticaret-a-s--paylarin-geri-alinmasina-iliskin-bildirim/1111761/ (25.05.2018).

mesini önlemek için, şirketin ödeme gücünü dikkate almaksızın yoğun bir şekilde kendi paylarını iktisap etmiştir[123]. Bu durum da yaşanılan likidite problemleri nedeniyle şirketlerin iflas etmesine yol açmıştır[124].

Duyurulan kararlar çerçevesinde yapılacak geri alımlarda pay bedellerinin serbest yedek akçeden karşılanması ve yedek akçe ayırma zorunluluğu devam etmektedir. Bu nedenle, şirket, ancak yeterli miktarda serbest yedek akçeye sahipse paylarını edinebilecektir. Diğer bir deyişle, burada sınırı şirketin sahip olduğu yedek akçeler belirleyecektir. Bu durumun geri alımlar yoluyla sermayenin korunması ilkesinin ihlal edilmesini önleyeceği ileri sürülebilir. Ancak bu durumda dahi, şirketin kendi paylarına sahip olması durumundaki sakıncalar varlığını devam ettirmektedir. Duyurular çerçevesinde izin verilen limitsiz alımlar da bu sakıncaların artmasına neden olmaktadır. Zira payların piyasa değerinin düşmesi durumunda şirket, sahip olduğu paylar miktarınca zarara uğrayacaktır. Yine her zaman payların tekrar elden çıkarılamama tehlikesi bulunmaktadır. Bu kapsamda, ilgili kararlar çerçevesinde edinilen pay miktarı arttıkça şirketin malvarlığının azalması tehlikesi de artmaktadır. Bu nedenle, duyurular çerçevesinde yapılacak alımlar için makul bir sınırın belirlendiği yeni bir basın duyurusunun yayımlanması yerinde olacaktır.

Duyuru çerçevesinde yapılacak pay geri alımlarında da kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin yerine getirilmesi gerekmektedir. SPK'nın yönetim kurulunun yetkilendirilmesi ve yüzde onluk sınırın aşılmaması koşullarını kaldırmamasına rağmen, böyle olağan dışı bir durumda dahi kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin yerine getirilmesini özellikle vurgulaması bu ilkeye verilen önemi göstermektedir.

Kanaatimizce duyurular kapsamındaki en çok tartışılması gereken husus alımların piyasa dolandırıcılığı ve bilgi suiistimali kapsamında değerlendirilmeyeceğinin açıklanmış olmasıdır. İlk olarak, şirketlerin kendi paylarını edinmelerinin en önemli sakıncalarından biri, bu yolla borsanın manipüle edilmesi, yeni kanundaki adıyla piyasanın dolandırılmasıdır. Zira şirketler, kendi paylarını satın almak suretiyle, gerçekte kötüye giden mali durumlarını gizleyerek piyasayı kötü niyetli olarak etkileyebilirler. Şirketin paylarını satın aldığını gören yatırımcılar, şirketin mali durumunun iyi olduğunu düşünerek şirket paylarına yönelecek, bu da fiyatların arz ve talebe göre şekillendiği piyasada şirket paylarının değerinin yapay olarak artmasına neden olabilecektir. Böyle durumlarda, payın değerine ilişkin olarak yanlış ve yanıltıcı izlenim uyandırmak amacıyla pay geri alımı yapılması söz konusu olduğundan işleme dayalı piyasa dolandırıcılığı suçu gerçekleşmiş olmaktadır[125]. Piyasa dolandırıcılığı suçu neticesinde

---

123 **Yılmaz**, s. 244.

124 **Yılmaz**, s. 244.

125 **Geçer**, Ahmet Emrah: "Sermaye Piyasasında Piyasa Dolandırıcılığı Suçu", Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 21, S. 2, Y. 2017, s. 250-251; **Bayındır**, s. 76.

yatırımcılar zarar görmekte veya zarar görme tehlikesi ile karşı karşıya kalmakta, bu durum da sermaye piyasası ilişkilerinde hâkim olması gereken güvenin azalmasına sebep olmaktadır[126].

Bilgi suistimali suçu ise önemli bir bilginin kamuya açıklanmasından önce, lehte işlem yapılarak haksız kazanç sağlanması olarak tanımlanmaktadır[127]. Örneğin şirketin değerini artıracak bir bilginin kamuya açıklanmasından önce şirketin kendi paylarını satın alması ve bundan kazanç sağlaması durumunda bilgi suistimali söz konusu olacaktır[128]. Zira böyle bir durumda, bu bilgiye sahip olamayan pay sahibi zarara uğrayacak, bu da yine sermaye piyasasının temelini oluşturan güven unsurunun zarar görmesine neden olacaktır.

Bu kapsamda, basın duyurusuyla açıklanan bu kararlar sermaye piyasasında hâkim olması gereken güvenin yatırımcılar, pay sahipleri ve nihayet kamu için sarsılmasına sebep olabilecek niteliktedir. Zira geri alımın tek amacı piyasayı manipüle etmek ya da içsel bir bilgiye dayalı olarak kazanç elde etmek olsa da duyuru çerçevesinde yapılacak olan geri alımlar piyasa dolandırıcılığı ya da bilgi suistimali suçları kapsamında değerlendirilmeyecektir. Bu nedenle, Kurul yaptığı bu basın duyurusuyla söz konusu fillerin suç oluşturmayacağını ifade ederek şirketleri adeta suça teşvik etmektedir. Bu durumun ise ceza hukukunun en temel amaçlarından biri olan suç işlenmesinin önlenmesine aykırılık teşkil edeceği de açıktır[129].

## SONUÇ

Anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesinin birçok sebebi bulunmaktadır. Bunlar, payların değerini dengelemek ve artırmak, şirketin öz kaynaklarını, pay başına dağıtılacak kar payını artırmak, piyasa değerinin düşmesini önlemek, paylarının ve şirket yönetimin kötü niyetli kişilerin eline geçmesine engel olmak ve daha verimli çalışmayı teşvik etmek olarak sayılabilir. Ancak şirketin kendi paylarını iktisap etmesi, sağladığı yararların yanında önemli tehlikeleri de bünyesinde barındırmaktadır. Kanaatimizce bu tehlikelerden en önemlisi tekrar devredene kadar şirketin kendisine hiçbir malvarlığı ve pay sahipliği hakkı sağlamayacak olan paylarını devralmasıdır. Şirketin kendi paylarını iktisap etmesinin diğer sakıncaları ise bu yolla şirketteki pay sahipliği yapısının değiştirilmesi, eşit işlem ilkesinin ihlal edilme tehlikesi ve piyasa bozucu eylemlerin gerçekleştirilmesi ihtimali olarak sıralanabilir. Bu sakıncaları önlemek amacıyla, kanun koyucu TTK'da olduğu gibi Tebliğde de şirketlerin kendi paylarını edinmesini sıkı koşullara bağlayarak sınırlandırmıştır.

---

126 **Geçer**, s. 252; **Bayındır**, s. 59.
127 **Gündoğdu**, s. 13; **İhtiyar**, s. 187.
128 **Siems/De Cesari**, s. 40.
129 **Bayındır**, s. 55.

Geri Alınan Paylar Tebliği'ne göre, borsa şirketleri kendi paylarını genel kurulun yetkilendirmesiyle veya yakın ve ciddi bir kaybı önlemek amacıyla yönetim kurulu kararıyla edinebilirler. Genel kurulun yetkilendirmesi suretiyle borsa şirketlerinin kendi paylarını edinebilmeleri için öncelikle yönetim kurulu tarafından hazırlanan geri alım programının genel kurul tarafından onaylanması gerekir. Kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin yerine getirilmesi, geri alınan payların nominal değerinin daha önceki alımlar dahil şirketlerin ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşmaması, payların bedellerinin kar dağıtımına konu edilebilecek kaynakların toplam tutarını aşmaması ve geri alınan pay bedeli kadar yedek akçe ayırma yükümlülüğünün yerine getirilmesi borsa şirketlerinin genel kurulun, yönetim kurulunu yetkilendirmesiyle kendi paylarını satın alabilmesi için gerçekleşmesi gereken diğer şartlardır.

Tebliğin 5/4. maddesi ile payları borsada işlem gören şirketlerin yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak amacıyla, kamuyu aydınlatmaya ilişkin yükümlülüklere uymak şartıyla, genel kurulun yetkilendirmeye ilişkin kararı olmadan, yönetim kurulu kararıyla geri alım yapabileceği hüküm altına alınmıştır. Buna göre, yakın ve ciddi bir kayıp tehlikesinin bulunması koşuluyla, yönetim kurulu, genel kuruldan yetki almasına gerek olmaksızın şirketin kendi paylarını edinebilecektir. Kanaatimizce bu yolla yapılan alımlarda da genel kurulun onayı dışındaki diğer tüm şartların yerine getirilmesi gerekmektedir. Zira bu şartları düzenleyen Tebliğ maddelerinde yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi amacıyla yapılacak alımlar için istisna getirilmemiştir.

Kurul 15 Temmuz 2016 tarihinde gerçekleşen darbe girişimi sonrasında, borsa şirketlerinin kendi paylarını edinmesini kolaylaştıran basın duyuruları yayımlamıştır. Duyurulara göre, borsa şirketleri bir geri alım programı hazırlamamış olsalar dahi kendi paylarını bu duyurular çerçevesinde satın alabilecek, bunu yaparken de yüzde onluk sınıra uymaları gerekmeyecektir. Ancak bu hususlarda istisna getirilmediğinden pay bedellerinin serbest yedek akçelerden karşılanması ve yedek akçe ayrılması zorunluluğu duyurular çerçevesinde yapılacak alımlar çerçevesinde de devam etmektedir. Yine şirketler duyurular çerçevesinde geri alım yaparken belirtilen kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmelidir.

## KAYNAKÇA

**Ayan**, Özge: "Anonim Şirketin Genel Kurul Kararı İle Kendi Paylarını İktisap Etmesi veya Rehin Almasının Koşulları (TTK m.379)", Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 17, 2013, S. 1-2.

**Aydın**, Alihan: Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi, İstanbul, 2008.

**Ayoğlu**, Tolga: Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmeleri ve Karşılıklı Katılmalar Meselesi, İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktisabının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Hukuku'na Etkisi, İstanbul, 2009.

**Bayındır**, Sinan: Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Manipülasyon Suçu, İstanbul, 2011.

**Buffa**, Andrea M./**Nicodano**, Giovanna: Should Insider Trading be Prohibited When Share Repurchases are Allowed?, Review of Finance (2008) 12.

**Bush**, Pascal/**Obernberger**, Stefan: Actual Share Repurchases, Price Efficiency and the Information Content of Stock Prices, The Review of Financial Studies, Volume 30, Issue 1, 1 January 2017.

**Çapa**, Mehmet Sadık: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim ve Limited Şirketlerin Kendi Paylarını İktisap Etmesi, Eskişehir, 2013.

**Çeliktaş**, İlyas: Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı, İstanbul, 2006.

**Doğan**, Beşir Fatih: "Anonim Şirketlerde Sermaye Payını Geri Ödeme Yasağı", TBB Dergisi, S. 56, Y. 2005 (Ödeme Yasağı).

**Doğan**, Beşir Fatih: "Anonim Şirketlerin Kendi Paylarını İktisabının Fayda ve Zararları", Prof. Dr. Fikret Eren'e Armağan, Ankara 2006 (Fayda ve Zarar).

**Doğan**, Beşir Fatih: "Avrupa Birliğinin 77/91/EWG No'lu İkinci Şirketler Yönergesinde Değişiklik Yapan 2006/68/EWG No'lu Yönergenin Getirdiği Yenilikler", Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi, C.7, S. 2, Bahar/2008 (Yenilikler).

**Geçer**, Ahmet Emrah: "Sermaye Piyasasında Piyasa Dolandırıcılığı Suçu", Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 21, S. 2, Y. 2017.

**Gündoğdu**, Aysel: "Türk Sermaye Piyasasında Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı Suçu Düzenlemelerinin İrdelenmesi", Maliye Finans Yazıları - 2017 - (108), 9-26.

**Gürel**, Murat: Anonim Şirketin Kendi Paylarının İktisabı Amacıyla Finansal destek Verme Yasağı (6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Madde 380/1), Ankara 2014.

**İhtiyar**, Mustafa: Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, 1. Baskı, İstanbul, 2016.

**Kara**, M. Sencer: "Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk", Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 23, S. 2, Y. 2015.

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

**Karayalçın**, Yaşar: Muhasebe Hukuku, Ankara, 1988.

**Kendigelen**, Abuzer: Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, İstanbul, 2011.

**Keskin**, Mustafa: Halka Açık Anonim Ortaklıkların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü, İstanbul, 2018.

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

**Manavgat**, Çağlar: Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara, 2016 (Halka Arz).

**Nemmers**, Ervin Esser: "Employee Stock Repurchase Agreements", The Marquette Law Review, Vol. 26, Issue 4 (June 1942).

**Or**, Zeynep: "Bankaların Halka Açılması ve Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü: Hukuksal Bir Bakış", Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi, C. 3, No. 1, 2011.

**Özkorkut**, Korkut: "Sermaye Piyasası Kurulu'nun 10.08.2011 Tarih ve 26/767 Sayılı İlke Kararı İle Tüm Borsa Şirketlerinin Kendi Paylarını İktisap Edebilmeleri Mümkün Hale Gelmiş Midir?, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi (BATİDER), C.27, S. 3, Eylül 2011.

**Palta**, Nihan: "Limited Şirketlerin Kendi Paylarını İktisap Etmesi", İstanbul Barosu Dergisi, C. 91, S. 4, Y. 2017.

**Poroy**, Reha/**Tekinalp**, Ünal/**Çamoğlu**, Ersin: Ortaklıklar Hukuku, İstanbul, 2014.

**Pulaşlı**, Hasan: Şirketler Hukuku Şerhi, C. 2, B. 2.

**Sevi**, "Ali Murat: Anonim Ortaklığın Kendi Payını Devralması Üzerine Bir İnceleme", BATİDER, C. 12, S. 1, Y. 2003 (İnceleme).

**Sevi**, Ali Murat: Anonim Ortaklıkta Payın Devri, 2. Baskı, 2012 (Devir).

**Siems**, Mathias/**De Cesari**, Amedeo: "The Law and Finance of Share Repurchases in Europe", Journal of Corparete Law Studies, 2012, Vol. 12.

**Song**, Ok-Rial: "Hidden Social Costs Of Open Market Share Repurchases", The Journal of Corporation Law, 27 J. Corp. L. 425 (2002).

**Şener**, Oruç Hami: Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku, Ankara, 2017.

**Şiramun**, Sevim Serpil: Avrupa Topluluğu Sermaye Piyasası Bakımından Kamuyu Aydınlatma (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 1991, http://acikerisim.istanbul.edu.tr/handle/123456789/15109 (31.12.2018).

**Tekinalp**, Ünal: "Türk Ticaret Kanunu Tasarısı", Bankacılar Dergisi, Haziran 2005, S.53 (TTK Tasarısı).

**Tekinalp**, Ünal: Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, 2. Baskı, 1979, İstanbul.

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

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

**Turan**, Gökçen: Anonim Ortaklıklarının Kendi Paylarını İktisabının Genel Esasları, Ankara, 2018.

**Türk**, Ahmet: Yeni Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatına Göre Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi, Ankara, 2016.

**Uzel**, Necdet: Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam, İstanbul, 2013.

**Üçışık**, Güzin: "Türk Hukukunda Anonim Ortaklıklarda Kamuyu Aydınlatma İlkesi", Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, C. 3, S. 1, Y. 2009 Bahar.

**Yanlı**, Veliye: "Halka Açık Şirketlerde Önemli Nitelikteki İşlemler", İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 6, S. 2, Y. 2015.

**Yanlı**, Veliye/**Okutan Nillsson**, Gül: "Şirketin Kendi Paylarını İktisabına İlişkin 10.8.2011 Tarih ve 26/767 Sayılı SPK İlke Kararının 6762 Sayılı TTK Çerçevesinde Değerlendirilmesi", Arslanlı Bilim Arşivi, (20.05.2018).

**Yılmaz**, Asuman: "Alman Hukuku'nda Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Devralması ve "KonTraG" ile Getirilen Değişiklikler", İÜHFM, 2005, C. LXIII, S. 1-2.