

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK (TİCARET HUKUKU)
ANABİLİM DALI

TÜRK SERMAYE PİYASASI

HUKUKUNDA AYRILMA HAKKI

Yüksek Lisans Tezi

Osman Gazi GÜÇLÜTÜRK

Ankara – 2016

T.C.

ANKARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ÖZEL HUKUK (TİCARET HUKUKU)

ANABİLİM DALI

TÜRK SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA AYRILMA HAKKI

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı: Prof. Dr. İsmail KIRCA

Tez Jürisi Üyeleri

Adı ve Soyadı

İmzası

.....
.....
.....
.....
.....
.....

.....
.....
.....
.....
.....
.....

Tez Sınavı Tarihi

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu belge ile bu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim.(...../...../20...)

Tezi Hazırlayan Öğrencinin

Adı ve Soyadı

.....

İmzası

.....

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR.....	iv
KAYNAKÇA	vi
GİRİŞ	
BİRİNCİ BÖLÜM: AYRILMA HAKKI KAVRAMI	
1. Tanım	1
2. Tarihsel Gelişim.....	4
3. Amaç ve İşlev	7
4. Benzer Kavramlarla İlişkisi	18
4.1. Çıkarma ve Satma Hakkı.....	18
4.2. TTK m. 208’de Düzenlenen Satın Alma Hakkı.....	22
4.3. Şirket Birleşmelerinde Ayrılma Akçesi.....	23
4.4. Zorunlu Pay Alım Teklifi	26
5. Ayrılma Hakkının Özellikleri.....	31
İKİNCİ BÖLÜM: ÖNEMLİ NİTELİKTE İŞLEMLER	
1. Kavram	39
2. Önemli Nitelikte İşlem Türleri	43
2.1. Birleşme, Bölünme, Tür Değiştirme ve Sona Erme Kararı	43
2.1.1. Birleşme	43
2.1.2. Bölünme	47
2.1.3. Tür Değiştirme	49
2.1.4. Sona Erme	50
2.2. Malvarlığının Önemli Bölümünü İlgilendiren Kararlar	53
2.2.1. Kavramlar.....	53
2.2.2. Kararın Alınması	57
2.2.3. Düzenlemenin Kapsamı ve İşlemin Etkileri	59
2.2.4. Ticari İşletmenin Devri ile İlişkisi.....	63
2.3. Faaliyet Konusunun Tamamen veya Önemli Ölçüde Değiştirilmesi	65
2.4. İmtiyaz öngörülmesi veya mevcut imtiyazların kapsam ve konusunun değiştirilmesi.....	69
2.5. Borsa Kotundan Çıkma	72
2.6. İlişkili Taraflardan Önemli Ölçüde Malvarlığı Edinme veya Kiralama	77
2.7. Bedelli Sermaye Artırımına İlişkin Bazı Kararlar.....	80

2.8. Diğer Önemli Nitelikte İşlemler.....	84
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: AYRILMA HAKKININ KULLANILMASI	
1. Ayrılma Hakkının Kullanılmasının Şartları	88
1.1. Önemli Nitelikte İşlemin Varlığı	88
1.1.1 Ayrılma Hakkının Doğmasına Sebep Olmayan Önemli Nitelikte İşlemler	88
1.1.2. Önemli Nitelikte İşlemler Haricinde Ayrılma Hakkının Doğması	90
1.2. Genel Kurula Katılıp Olumsuz Oy Kullanmak ve Muhalefet Şerhini Toplantı Tutanağına İşletmek.....	92
1.2.1. İstisnalar.....	96
1.2.2. TTK m. 446 ile İlişki	100
2. Ayrılma Hakkı Prosedürü.....	104
2.1. Genel Kurul Toplantısı Öncesinde.....	104
2.1.1. Davet.....	104
2.1.2. Gündem.....	105
2.1.3. Fiyatın Belirlenmesi	108
2.1.4. Yönetim Kurulu Kararının İlanı	115
2.2. Genel Kurul Toplantısı Esnasında	115
2.3. Genel Kurul Toplantısı Sonrasında	117
3. Ayrılma Hakkının Doğmadığı Haller	121
3.1. Ortaklıkların Tabi Olduğu Diğer İlgili Mevzuat Uyarınca Yapılması Zorunlu İşlemler	122
3.2. Yönetim Kontrolüne Bir Kamu Kurumunun Sahip Olduğu Ortaklıklarca Yapılan İşlemler.....	123
3.3. Ortaklıkların Mevcut Paylarına Tanınmış İmtiyazlarının Tüm Ortaklar İçin Bedelsiz Olarak Tamamen Kaldırılması, Konu ve Kapsam Bakımından Daraltılması İşlemleri.....	123
3.4. Yatırım Ortaklıklarının Yatırım Ortaklığı Niteliklerinin Değiştirilmesi, Yitirilmesi Ve Bu Kapsamda Yapılan İmtiyaz Değişiklikleri İşlemleri	126
3.5. Önemli Nitelikte İşlem Sonucunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu Getirilen Veya Gönüllü Olarak Pay Alım Teklifi Yapılması Kurulca Uygun Görülen İşlemler	127
3.6. Bölünen Ortaklığın Ortaklık Yapısının Korunduğu Yeni Ortaklık Kurulması Suretiyle Bölünme İşlemleri, Kolaylaştırılmış Usulde Birleşme Ve Bölünme İşlemleri.....	128
3.7. İşlemin Adli Makamlarca İcra Ve İflas Kanunu Çerçevesinde Verilen Bir Karar Uyarınca Veya Kamu Alacağının Tahsili Amacıyla Yapılması, İşleme Konu	

Varlığın Finansal Kiralama Yoluyla Hemen Geri Alınması Durumları İle Kira Sertifikası, Varlığa Veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet Veya Teminatlı Menkul Kıymet İhracı Amacıyla Yapılan Mal Varlığı Devir İşlemleri.....	129
3.8. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Portföylerinde Yer Alan Varlıkları Kiraya Vermesi.....	130
3.9. Ortaklıkların Kendi Tüzel Kişilikleri Adına ve Finansal Tablolarında Tam Konsolidasyona Dahil Ettikleri Ortaklıklar Lehine Mal Varlığı Üzerinde Ayni Hak Tesis Etmesi.....	131
3.10. Kurulca Uygun Görülmesi Koşuluyla, Kurul Düzenlemelerine Göre Hazırlanmış Finansal Tablolarına Göre Sermayesinin En Az Yarısı Karşılıksız Kalan Ortaklıkların Mal Varlığı İçinde Yer Alan Ancak Ekonomik Bir Değeri Bulunmayan Mal Varlıklarının Devrinin Ortaklıkların Söz Konusu Sermaye Kaybını Sona Erdireceği Özel Amaçlı Bağımsız Denetim Raporu İle Tespit Edilen İşlemler.....	131
3.11. Birleşme Amaçlı Ortaklığın Taraf Olduğu Birleşme ve Sona Erme İşlemleri	132
4. Ayrılma Hakkına İlişkin Düzenlemelere Aykırılığın Yaptırımını.....	134
SONUÇ	

KISALTMALAR

- **AB:** Avrupa Birliği
- **ABD:** Amerika Birleşik Devletleri
- **AktG:** Aktiengesetz (Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu)
- **Ayrılma Hakkı Tebliği:** II-23.1 Sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği
- **Bkz.:** Bakınız
- **C.:** Cilt
- **Çıkarma Tebliği:** II-27.2 Sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği
- **dn.:** Dipnot
- **eSerPK:** 2499 Sayılı Mülga Sermaye Piyasası Kanunu
- **HMK:** 6100 Sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu
- **ICC:** Codice Civile Italiano (İtalyan Medeni Kanunu)
- **m.:** Madde
- **MBCA:** Model Business Corporation Act (Model Şirketler Kanunu)
- **MKK:** Merkezi Kayıt Kuruluşu
- **KAP:** Kamuyu Aydınlatma Platformu
- **RG:** Resmi Gazete
- **s.:** Sayfa

- **S.:** Sayı
- **SerPK:** 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
- **SPK, Kurul:** Sermaye Piyasası Kurulu
- **TBK:** 6098 Sayılı Türk Borçlar Kanunu
- **TMK:** 4721 Sayılı Türk Medeni Kanunu
- **TTK:** 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu
- **UmwG:** Umwandlungsgesetz (Alman Nevi Değiştirme Kanunu)
- **vd.:** Ve devamı
- **Vol.:** Volume (Cilt)

KAYNAKÇA

- Adıgüzel*, Burak : ‘Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı’, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2014, C.XVIII, Sa.2.
- Akbulak*, Yavuz : ‘Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Halka Açık Anonim Ortaklıklara Getirilen Yeni Esaslar’, **İstanbul Barosu Dergisi**, 2012, C.: 86, S.: 6, s. 266-295.
- Akgün*, Fatma : **Şirket Bölünmeleri**, SPK Yeterlilik Etüdü, 2001.
- Altan*, Derin : ‘Sermaye Piyasasında Pay Sahiplerinin Ayrılma Hakkı ve Önemli Nitelikte İşlemler’, **Legal Banka ve Finans Hukuku Dergisi**, 2014, C.: 3, S.: 11, s. 117-161.
- Altan*, Derin/*Acar*, Nil : ‘Yeni Bir Alternatif Yatırım Amacı: Birleşme Amaçlı Ortaklıklar’, **Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2014, C.: 16, S.: 1, s. 251-268.
- Arkan*, Sabih : ‘Türk Ticaret Kanunu Tasarısına İlişkin Değerlendirmeler’, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Konferansı**, Ankara 2015
- Aslan*, Ayşegül : **Hakim Ortağın Azınlık Paylarını Satın Alma Hakkı**, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2005.
- Ataman*, Ümit : **Şirketler Muhasebesi**, İstanbul 1996.
- Ataman*, Ümit/*Kibar*, Halil : **Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması**, İstanbul, 1999.
- Ayrancı*, Hasan : ‘Sözleşme Kurma Zorunluluğu’, **Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2003, C.: 53, S.: 3, s. 229-252.
- Aytaç*, Zühtü : **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisset Senetleri**, Ankara 1998.
- Bektaş*, İbrahim : ‘Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı ve Pay Alım

- Teklifi Zorunluluğu', **Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü 60.Yıl Armağanı**, Ankara 2015, s. 749-828.
- Biçer,** : 'Anonim Ortaklıklarda Genel Kurulun Devredilemez Yetkileri Kapsamında Önemli Miktarda Şirket Varlığının Toptan Satışı ve Uygulama Alanı', **Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Haziran 2013 S.: 1, s. 33-52.
- Cahn,** Andreas/**Donald,** : **Comparative Company Law: Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA**, Cambridge University Press, 2010.
- Çetin,** Nusret/**Töremiş,** : **Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistemik Analizi**, Hatice E./**Cantimur,** Ankara, 2014.
- Çonkar,** M. Halil : **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliği Sıfatının İspatlanması**, İstanbul 2009.
- Çoştan,** Hülya : **Anonim Ortaklıklarda Bölünme**, Ankara 2004.
- Davies,** Paul/**Schuster,** : 'The Takeover Directive as a Protectionist Tool?', 2010, Edmund-Philipp/**Van de European Corporate Governance Institute Law Walle de Ghelcke,** Emilie **Working Paper**, No: 141/2010.
- Dinç,** İlhan : **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, İstanbul, 2006.
- Domaniç,** Hayri : **Türk Ticaret Kanunu Şerhi**, İstanbul, 1988.
- Eisenberg,** Merlvin Aron : **The Structure of the Corporation: A Legal Analysis**, 1976.
- Fischel,** Daniel R. : 'The Appraisal Remedy in Corporate Law', **Law and Social Inquiry**, 1983, Vol.8(4), s. 875-902.

- Geis, George S.** : ‘An Appraisal Puzzle’, **Northwestern University Law Review**, 2011, Vol.105, No:4, s. 1635-1677.
- Güçlütürk, Osman G.** : ‘Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrolü Değişikliği ve Zorunlu Pay Alım Teklifi’, **Legal Mali Hukuk Dergisi**, 2015, C.: 11 S.: 122, s. 61-84.
- Hacımahmutoğlu, Sibel** : ‘AT Komisyonu’nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirmes Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme’, **BATİDER**, 2006, C. XXI., S. 1, s. 95-138.
- Hannigan, Brenda** : Company Law, Lexis Nexis, 2003.
- Helvacı, Mehmet** : **Anonim Ortaklıkların Bölünmesi**, İstanbul, 2004
- Hopt, Klaus** : ‘Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron’, **ECGI Law Working Paper No: 05/2002**, 2002 (<http://ssrn.com/abstract=356102>, Son Erişim Tarihi: 09 Eylül 2016).
- İmregün, Oğuz** : **Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhlalleri ve Bunları Telif Çareleri**, İstanbul, 1962.
- Kanda, Hideki/Levmore, Saul** : ‘The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law’, **University of California at Los Angeles Law Review**, 1985, Vol.32, s. 429-473.
- Karababa, Serdar** : **Anonim Ortaklıkta Satın Alma ve Çıkarma Hakları**, Ankara, 2016.
- Karacan, Ali İhsan** : **Ortaklıktan Çıkarma-Sermaye Piyasası Hukuku Açısından Bir İnceleme**, İstanbul, 2015.

- Karayalçın, Yaşar** : ‘Anonim Şirkette Çoğunluk-Azınlık İlişkisi Bakımından Kontrol Satışı ve Genel Alım Önerisi’, **Prof. Dr. Haluk Tandoğan’ın Hatırasına Armağan**, Ankara, 1990, s. 350-398.
- Kendigelen, Abuzer** : ‘Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylara İlişkin Değişiklik Önerileri’, **Prof. Dr. Fahiman Tekil’in Anısına Armağan**, İstanbul 2013.
- : ‘Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlalinde Aktif Husumet Ehliyeti’, **Makalelerim C.II**, İstanbul, 2006, s. 277-284.
- : **Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı**, İstanbul, 1994.
- Kırca, İsmail/Şehirali** : **Anonim Şirketler Hukuku Cilt 1/2 Temel Kavram ve İlkeler Kurulu**, Ankara, 2013.
- Çelik, Feyzan** : **Anonim Şirketler Hukuku Cilt 2/2 Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, Ankara, 2016.
- Hayal/Manavgat, Çağlar**
- Kırca, İsmail/Şehirali** : **Anonim Şirketler Hukuku Cilt 2/2 Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, Ankara, 2016.
- Çelik, Feyzan**
- Hayal/Manavgat, Çağlar**
- Kolcuoğlu, Umut** : **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, İstanbul, 2009.
- Kraakman, R et al.** : **The Anatomy of Corporate Law**, 2009.
- Lattin, Norman D.** : ‘Remedies of Dissenting Stockholders under Appraisal Statutes’, **Harvard Law Review**, 1931, Vol.45(2), s. 233-270.
- Letsou, Peter V.** : ‘The Role of Appraisal in Corporate Law’, **Boston College Law Review**, 1998, Vol.39, Issue:5, No:5, s. 1121-1174.

- MacIntosh**, Jeffrey G. : ‘The Shareholders’ Appraisal Right in Canada: A Critical Reappraisal’, **Osgoode Hall Law Journal**, 1986, Vol.24.2, s. 201-298.
- Mahoney**, Paul : ‘The Appraisal Remedy and Merger Premiums’, **American Law and Economics Review**, 1999, Vol.1.(1), s. 239-275.
- G./Weinstein Mark**
- Manavgat**, Çağlar : **Hukuki Bakımdan Halka Açık Ortaklıklar ve Halka Arz**, Ankara, 2016.
- : ‘Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakkı – Sermaye Piyasası Hukukunda Yeni Yaklaşımlar’, **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi**, 2015, C:1 S:2, s. 93-105.
- Manning**, Bayless : ‘The Shareholder’s Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker’, **The Yale Law Journal**, 1962, Vol.72, No:2, s. 221-265.
- Malkiel**, Burton G. : ‘Efficient Market Hypothesis’, **The World of Economics**, 1991, s. 211-218.
- Montier**, James : **Behavioural Finance Insights into Irrational Minds and Markets**, West Sussex, 2002.
- Moroğlu**, Erdoğan : **Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, İstanbul 2014.
- OECD** : **Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights**, OECD Publishing, 2012.
- : **Corporate Governance of Non-Listed Companies in Emerging Markets**, OECD Publishing, 2007.
- Oğuzman**, Kemal/Öz, : **Borçlar Hukuku Genel Hükümler Cilt 1**, İstanbul, 2013.
- Turgut

- Oruç, Murat** : ‘Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’na Göre Anonim Ortaklıkta İmtiyazların Korunması’, **BATİDER**, 2010, C.XXVI, S.4, s. 172.
- Özdoğan, Ayşegül** : ‘Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı’, **Cumhuriyet’in 80.Yılına Armağan**, Ankara 2004, C:2, s. 693-762.
- Papadopoulos, Thomas** : ‘The Mandatory Provisions of the EU Takeover Bid Directive and Their Deficiencies’, **Law and Financial Markets Review**, 2007, Vol. 1, No:6, s. 525-533.
- Pash, Ali** : **Anonim Ortaklığın Devralınması**, İstanbul, 2009.
- Poroy, Reha/Tekinalp, Ünal/Çamoğlu, Ersin** : **Ortaklıklar Hukuku I**, İstanbul 2014.
- Pulaşlı, Hasan** : **Şirketler Hukuku Genel Esaslar**, Ankara 2015.
- : **Şirketler Hukuku Şerhi Cilt I**, Ankara 2011 (Anılış: Cilt I).
- : **Şirketler Hukuku Şerhi Cilt 2**, Ankara 2011 (Anılış: Cilt II).
- Siegel, Mary** : ‘Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century’, **Harvard Journal on Legislation**, 1995, Vol.32, s. 79-143.
- Sönmez, Yusuf Ziyaeddin** : **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı**, İstanbul 2009.
- Şakar, S. Ünal** : **Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası**, Eskişehir 1998.
- Şener, Oruç Hami** : **Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku**, Ankara 2015.
- Tekinalp, Ünal** : **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, İstanbul 2015.

- Thompson, Robert B.** : ‘The Case for Iterative Statutory Reform: Appraisal and the Model Act’, **Georgetown Public Law and Legal Theory Research Paper**, 2010, No. 10-65.
- : ‘Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law’, **Georgetown Law Journal**, 1995, Vol. 84:1, s. 1-60.
- Türk, Hikmet Sami** : ‘Ticaret Ortaklıklarının Nev’i Değiştirmesine İlişkin Yargıtay Kararları’, **Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu II**, Ankara 1985.
- Uzunallı, Sevilay** : **Anonim Şirketlerin İşletme Konusu**, Ankara 2013.
- Uzunhasanoğlu, Z. Defne** : **Avrupa Topluluğu'nun 2004/25 sayılı Direktifinin Çağrı Yoluyla Vekalet ve Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Sermaye Piyasası Kanunu'nun Düzenlemeleri İle Karşılaştırılması**, Ankara, 2007, (<http://www.spk.gov.tr/yayin.aspx?type=yay03>, Son Erişim Tarihi: 18 Ağustos 2016).
- Van Gerven, Dirk** : **Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe**, Cambridge 2008.
- Ventoruzzo, Marco** : ‘Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals’, **Virginia Journal of International Law**, 2010, Vol. 50 Issue: 4, p. 841-917.
- : ‘Cross-border Mergers, Change of Applicable Corporate Laws and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Rights under Italian Law’, **European Company and Financial Law Review**, 2007, Vol. 4(1), s. 47-75.

- Wertheimer**, Barry M. : ‘The Shareholders’ Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value’, **Duke Law Journal**, 1998, Vol.47 No:4, s. 613-712.
- Yeşiltepe**, Salih Ö. : **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, İstanbul 2011.



GİRİŞ

Halka açık anonim şirketlerde genel karar alma mekanizması oy çoğunluğudur. Doğaları itibariyle halka açık anonim şirketlerde pay oranı düşük olan pay sahipleri bulunur ve bu pay sahiplerinin çoğu zaman şirket yönetimine etkisi olmaz. Dolayısıyla pay sahipleri, aslında şirkete yatırım yaparken, yani şirket paylarını alırken birçok kararı etkileyemeyeceklerinin farkındadırlar. Ancak öyle kararlar vardır ki, şirketin normal bir faaliyeti olmanın ötesinde pay sahiplerinin şirketten beklentilerini önemli derecede etkiler. Bu türden işlemlerde azınlık pay sahiplerinin söz hakkına sahip olmaksızın işlemlerin sonuçlarına katlanmalarını beklemek adil olmayacağından azınlık pay sahiplerini tatmin edici bir mekanizmaya ihtiyaç duyulmuştur. İşte bu amaçla ayrılma hakkı kurumu öngörülmüştür.

Ayrılma hakkı, Sermaye Piyasası Kanununda ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nde yer alan belirli "önemli nitelikte işlemler" in varlığında kararın sonuçlarına katılmak istemeyen pay sahiplerinin karara olumsuz oy vermek ve muhalefetini toplantı tutanağına şerh ettirmek suretiyle şirketten paylarının alınmasını isteme hakkını ifade eder. Hemen belirtelim ki, ayrılma hakkının amacı ilk bakışta sadece bu azınlığı korumak gibi gözüксе de aslında çoğunluk pay sahiplerini korumak ve genel olarak şirketin günlük faaliyetlerinin sürekliliğini sağlamak gibi farklı etkileri vardır. O halde ayrılma hakkı önemli nitelikte işlemler sonucunda farklı kişilerin menfaatlerini dengelemek için getirilmiş bir müessesedir.

Ayrılma hakkını konu alan bu çalışma üç ana bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde ayrılma hakkının tanımı, tarihsel gelişimi, amacı, fonksiyonu ve benzer diğer kurumlarla olan ilişkisi incelenecektir. İkinci bölümde ise hukukumuzda ayrılma hakkının kullanılmasıyla arasında sıkı bir ilişki kurulmuş olan önemli nitelikte işlem kavramı ve türleri incelenecektir. Üçüncü bölümde ise ayrılma hakkının kullanılması detaylı olarak anlatılacaktır. Öncelikle ayrılma hakkının usule ilişkin şartları olan olumsuz oy kullanılması ve muhalefetin toplantı tutanağına işletilmesine değinilecektir. Sonrasında ise ayrılma hakkının kullanım prosedürü mercek altına alınacak ve bunu takiben ayrılma hakkına ilişkin Kurul tebliğinde yer alan ayrılma hakkının doğmadığı haller anlatılacaktır. Nihayet, varılan sonuçları kapsayan bir sonuç kısmı ile çalışma sonlandırılacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM: AYRILMA HAKKI KAVRAMI

1. Tanım

Şirketler hukuku kapsamında ayrılma, bir ortağın¹, *şirketin sona ermesine gerek olmaksızın* ortaklıktan çıkabilmesini ifade eder². Bilindiği üzere, şirketin sona ermesi durumunda şirket ortaklarının ortaklıklarının son bulması bir hakkın kullanılmasının değil, şirketin varlığının sona ermesinin bir sonucudur.

Anonim şirketlerde pay sahipleri, paylarını satarak şirketle olan ilişkilerini bitirme imkânına her daim sahiptirler. Özellikle payların borsaya kote edildiği şirketlerde payların tedavülü çok daha hızlı olduğundan ve payların hâlihazırda belirlenmiş bir borsa fiyatı bulunduğundan şirketten payları satmak suretiyle ayrılmak çok daha kolay olacaktır. Ancak teknik anlamda ayrılma terimi pay devrini içermez, özel birtakım şartlar çerçevesinde şirketten ayrılmanın mümkün olduğu durumları ifade etmek için kullanılır.

Şirket sona ermeksizin bir kişinin şirket ortaklığının sona ermesi, o kişinin iradesiyle veya iradesi dışında gerçekleşebilir.

6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun ('TTK') kolektif şirketlere ilişkin 253. maddesi ile başlayan bölümünün başlığı 'Ortakların şirketten ayrılması'dır. TTK'nın 253 ve devamı maddelerinde şirket ile ilişkisi kesilecek olan ortağın iradesi dışında

¹ Türk anonim şirketler hukukunda kanuni terim 'pay sahibi'dir. Bu çalışmada anonim şirketlere özel açıklamalarda 'pay sahibi', diğer şirket türlerini de kapsayan açıklamalarda ise 'ortak' terimi kullanılacaktır. Ayrıca Kurul kararlarından, mevzuattan ve mevzuat gerekçelerinden yapılan alıntılarda bütünlüğün sağlanması açısından terimlerde değişikliğe gidilmeyecek, alıntıların orijinal şekli korunacaktır.

² H. Domaniç, **Türk Ticaret Kanunu Şerhi**, İstanbul, 1988, s. 668.

kalan ölüm, iflas, haklı sebep ile diğer ortaklar tarafından çıkarılma gibi durumlar düzenlenmiştir. Öte yandan TTK'nın limited şirketlerle ilgili 641. maddesinde hem iradi olan 'çıkma' hem de irade dışı olan 'çıkarılma' durumlarına ilişkin ortak bir sonuç olan ayrılma akçesi düzenlenirken iki durumu da içine alacak şekilde 'ortağın şirketten ayrılması' ifadesine yer verilmiştir.

Görüldüğü üzere TTK sistematğinde ortakların çıkma ve çıkarılmalarına ilişkin sonuçları düzenleyen maddelerde ayrılma kavramı farklı ayrılma türlerini içine alan bir üst kavram olarak kullanılmıştır. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ('SerPK') ise bu konuda farklı bir yaklaşım benimsemiştir.

Bu çalışmanın ana konusunu oluşturan ayrılma hakkının kanuni temelini teşkil eden hakkın düzenlendiği SerPK m. 24'ün başlığı 'Ayrılma Hakkı'dır. SerPK kapsamındaki ayrılma hakkı, ilgili pay sahibinin, kanun ve ikincil düzenlemeler tarafından önemli nitelik atfedilen bazı işlemlere muhalif kalmak suretiyle paylarını şirkete satarak pay sahipliğini sona erdirmeye hakkını ifade eder.

Hemen belirtmek gerekir ki çıkma ve çıkarma hakları ayrılma hakkından bağımsız haklardır. Başlığı 'Ortaklıktan çıkarma ve satma hakkı' olan SerPK m. 27'de şirket oy haklarının belli bir oranına sahip olan pay sahibinin azınlığı çıkarma hakkı ve bu hakkın bir yansıması olan, azınlıkta kalan pay sahiplerinin satma hakkı düzenlenmiştir³.

³ Ayrılma hakkının çıkarma ve satma hakları ile ilişkisi için bkz. s. 18 vd.

Açıkça görüldüğü üzere, TTK'nın aksine SerPK, 'ayrılma', 'çıkarma' ve 'satma' haklarının her birini kendine has şartları olan haklar olarak düzenlemiş ve bu terimlere farklı anlamlar kazandırmıştır⁴.



⁴ Bu çalışmada, 'ayrılma', 'çıkarma' ve 'satma' hakkı, SerPK'da yer alan anlamlarıyla kullanılacaktır.

2. Tarihsel Gelişim

Ayrılma hakkının tarihsel gelişimi, temelde hakkın ABD'deki gelişimiyle paraleldir. Hakkın ilk olarak tanındığı diğer bir ülke İtalya olmakla birlikte hakkın İtalya'daki gelişimi ABD'deki kadar dinamik ve sistematik değildir. Yine ayrılma hakkı ne AB hukukunda ne üye ülke hukuk sistemlerinde genel kabul görmüş bir mekanizmadır. Bu sebeple hem hakkın anlaşılmasını kolaylaştırması hem de uygulamasını yansıtması açısından ABD'deki tarihsel gelişimi incelemek faydalı olacaktır.

Ayrılma hakkının gelişmemiş modelleri 1800'lerin başında ABD'de Ohio ve Pennsylvania'da görülmekle⁵ birlikte modern anlamda ayrılma hakkı 1900'lerin başında karşımıza çıkmaktadır. ABD hukukunda ayrılma hakkının gelişimi genel kurul kararlarının alınmasında oybirliğinden oy çokluğuna geçiş ile ilişkilendirilmektedir⁶.

Gerçekten de başlangıçta ABD'de şirket birleşmeleri, toplu malvarlığı satışı, şirket sözleşmesi değişikliği gibi işlemler için oybirliği gerekmekteydi⁷. Başka bir deyişle, tek bir pay sahibi dahi bu işlemleri bloke etme gücüne sahipti. Ancak bu düzenlemenin kısa zamanda iş hayatının gereklerine cevap vermediği anlaşıldı. Öncelikle iflas halindeki şirketlerde şirket malvarlığını nakit karşılığı alacak alıcı

⁵ M.A. Eisenberg, **The Structure of the Corporation: A Legal Analysis**, 1976, s. 75.

⁶ M. Siegel, 'Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century', **Harvard Journal on Legislation**, 1995, Vol.32, s. 86. Bu konudaki görüşlerin ayrıntılı analizi ve baskın görüşün bu olduğu yönünde bkz. Carney, 1980. Aradaki bağlantının çok açık olmadığı yönündeki aksi görüş için ise bkz. H. Kanda/S. Levmore, 'The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law', **University of California at Los Angeles Law Review**, 1985, Vol.32, s. 429-473, s. 430.

⁷ Siegel, 1995, s. 86.

bulunmayınca şirket malvarlığının menkul kıymet karşılığı satışına ilişkin kararın oy birliği değil oy çokluğu ile alınmasına içtihat yoluyla izin verildi⁸. Mahkemeler bu satışa izin verme gerekçesi olarak menkul kıymetlerin nakde kolay çevrilebilmesini göstermişlerdir. Gerçekten de başta sadece kolay el değiştirebilecek menkul kıymetler karşılığı mal varlığı satışına ilişkin kararın oy çokluğu ile alınabileceğine izin verilmişken sonradan tedavül kabiliyetine bakılmaksızın herhangi bir menkul kıymet karşılığı mal varlığı satışına ilişkin kararın genel kurulda oy çokluğu ile alınabileceğine hükmedilmiştir⁹.

Daha sonra mahkemeler genel kurulda oy çokluğu ile menkul kıymet karşılığı mal satışı kararı alınabilmesi için iflas halinde olma şartını kaldırdı¹⁰ ve nihayet genel kurulda oy çokluğuyla sadece menkul kıymet değil nakit karşılığı malvarlığı satışına ilişkin kararın alınmasına da içtihat yoluyla izin verildi¹¹.

Malvarlığı satışının oy çokluğu ile gerçekleştirilmesi mümkün iken şirket birleşmeleri için oybirliği aranması, iki şirketin birleşmesi yerine bir şirketin malvarlığının tamamının diğer şirkete malvarlığı satışı yoluyla devredilmesi ve malvarlığı devredilen şirketin feshedilmesi yolunun tercih edilmesine sebep olmuştur.

⁸ Carney, 1980, s. 88.

⁹ Bu yönde örnek kararlar için bkz. Carney, 1980, s. 88 dn. 32.

¹⁰ Yumuşama genel olarak 19. yüzyılın sonlarına doğru gerçekleşmiştir, ancak bu süreç çok hızlı cereyan etmemiştir. Değişikliğin ilk örneği olarak 1858 tarihli Lauman v Lebanon Valley R.R. (30 Pa. 42) davası gösterilse de daha ileri tarihli 1890 tarihli olan Mason v Pewabic Mining Co. davasında (133 US 50) aksi yönde bir karar verilmiş ve mahkeme azınlık pay sahiplerinin rızaları dışında, şirket malvarlığı karşılığında başka bir şirketin paylarının alınmasını karara muhalefet eden pay sahiplerine yapılan adaletsizlik olarak adlandırılmıştır.

¹¹ Açıklamalar ve örnek kararlar için bkz. Carney, 1980, s. 89-90.

Bu gelişme üzerine mahkemeler işlemlerle ulaşılan sonuçlar aynı olduğu gerekçesiyle şirket birleşmelerinin de oy çokluğu ile gerçekleştirilebileceğine hükmetmişlerdir¹².

Oy çokluğu ile malvarlığı satışı ve birleşme işlemlerinin gerçekleştirilebilmesi, bu önemli kararlara muhalefet eden azınlığın bazı çözümler aramasına sebep olmuştur. Azınlık pay sahipleri başta mahkemelere başvurarak işlemin icrasının durdurulmasına ilişkin tedbir kararı verilmesini ve hatta bazı davalarda işlemin iptalini talep etmişler ancak mahkemeler pay sahiplerine paylarının ‘adil değeri’nin ödenmesine karar vermişlerdir¹³.

Adil değerin ödenmesi uygun görülen bir sonuç olmakla birlikte bunun için dava yoluna gidilmesinden hem şirketler hem de azınlık pay sahipleri memnun kalmamıştır. Azınlık pay sahipleri dava yolunun zahmetli ve pahalı olması sebebiyle, şirketler ise işleme karşı bir tedbir kararı verilmesi ve işlemin icrasının tehlikeye girmesi korkusuyla dava yoluna gidilmesini istememişlerdir. Federe devlet kanun koyucuları da bu durumu fark ederek ayrılma hakkına ilişkin düzenlemeler yapmaya başlamışlardır¹⁴. Nihayet 1950 yılında ayrılma hakkı, federe devletlerin şirketlere ilişkin farklı düzenlemelerini uyumlu hale getirmek amacıyla hazırlanan ‘Model Business Corporation Act’e¹⁵ (‘MBCA’) konulmuştur¹⁶.

¹² Siegel, 1995, s. 89; Carney, 1980, s. 89.

¹³ Siegel, 1995, s. 89.

¹⁴ Siegel, 1995, s. 89; N. D. Lattin, ‘Remedies of Dissenting Stockholders under Appraisal Statutes’, **Harvard Law Review**, 1931, Vol.45(2), s. 236-237.

¹⁵ Model Business Corporation Act adından da anlaşılacağı üzere doğrudan bağlayıcı olmayan, federe devletlerin uyumlu şirket düzenlemeleri için model almaları için hazırlanmış bir metindir. En son 2002’de güncellenmiş olup ayrılma hakkı güncel halin 13.bölümünde düzenlenmiştir.

¹⁶ Modern Amerikan hukukunda ayrılma hakkının pratik önemini kaybettiği, birçok federe devletin ayrılma hakkı düzenlemelerini ortadan kaldırdığı, uygulama alanı bulduğu durumlarda da farklı

3. Amaç ve İşlev

Ayrılma hakkının amacının ne olduğu konusunda ne Türk hukukunda ne de yabancı hukuk sistemlerinde bir görüş birliği vardır. Doktrinde farklı ülke düzenlemelerinin getiriliş amacı için farklı görüşler ileri sürülmüştür. Bu kısımda sırasıyla ayrılma hakkının tarihsel amacı, doktrinde bu yönde ileri sürülen görüşler ve son olarak Türk kanun koyucusunun ayrılma hakkını getiriş amacı incelenecektir.

Ayrılma hakkının tarihsel amacına ilişkin olarak temelde iki farklı görüş mevcuttur. İlk olarak, ayrılma hakkının getiriliş amacının bazı önemli nitelikte işlemlere ilişkin genel kurul kararlarının alınmasında oybirliğinden oy çokluğuna geçiş¹⁷ sonucunda pay sahiplerinin kaybettiği veto haklarının tazmin edilmesi olduğu ileri sürülmüştür¹⁸. Modern hukuk sistemlerinde genel kabul gören karar alma mekanizmasının oybirliği değil oy çokluğu olması ve pay sahiplerinin genel geçer bir veto hakkının bulunmaması gibi sebeplerle bu görüş etkisini kaybetmiştir¹⁹. Hemen belirtelim ki ayrılma hakkı, önemli nitelikteki işlemler sonucu oluşabilecek zararın tazmini olarak da değerlendirilemez. Çünkü bu işlemler sonucunda her zaman zarar söz konusu olmayacaktır²⁰.

mekanizmalarla ayrılma hakkının uygulanmasından kurtulmanın mümkün olduğu yönünde bkz. R.B. Thompson, 'Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law', **Georgetown Law Journal**, 1995, Vol. 84:1, s. 10.

¹⁷ Mahkeme kararları ile bu noktaya gelen tarihsel süreç analizi için bkz. Siegel, 1995, s. 91 vd.

¹⁸ Bkz. Siegel, 1995, s. 93; Geis, 2011, s. 1637 vd.

¹⁹ Mahkemelerin ve kanun koyucuların modern hukuk sistemlerinde azınlığın veto hakkını şirket demokrasisine aykırı bulduğu ve ayrılma hakkının getiriliş amacı bu olsaydı ayrılma hakkının uzun süre önce terk edilmiş olması gerektiği yönünde Bkz. Siegel, 1995, s. 94.

²⁰ Ç. Manavgat, **Hukuki Bakımdan Halka Açık Ortaklıklar ve Halka Arz**, Ankara, 2016, s. 323.

İkinci olarak ise, ayrılma hakkının tarihsel amacının sözü geçen önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul kararlarının alınmasında oybirliğinden oy çokluğuna geçiş sonucunda karara katılmak istemeyen pay sahiplerine bu işlemlerin gerçekleştirilmesi ile paylarının adil değerini²¹ alarak şirketten ayrılma hakkı tanımak olduğu ileri sürülmüştür²². Bu sayede hem çoğunluk bu önemli nitelikte işleme ilişkin kararı alarak şirketin faaliyetlerine devam edecek hem karara dahil olmak istemeyen pay sahipleri şirkette devam etmeye mecbur bırakılmamış olacaktır. Bu görüş ise modern hukuk sistemlerinde de geçerliliğini korumakta ve bizim de kısmen katıldığımız, ayrılma hakkının azınlık pay sahiplerini koruma amacıyla getirildiğini ileri süren görüşün temelini oluşturmaktadır²³.

²¹ Başta bu adil değerın nakit bedel olarak ortaya çıktığı ama zamanla değişerek nakit dışı yöntemlerle de bu değerin ödenebileceği ve modern düzenlemelerdeki yaygın uygulamanın bu şekilde olduğu yönünde bkz. Siegel, 1995, s. 95.

²² Geis, ‘An Appraisal Puzzle’, **Northwestern University Law Review**, 2011, Vol.105, No:4, s. 1636. Ayrılma hakkının pay sahibine şirketten çıkış sağlama fonksiyonunda azalma olduğu ve payların likiditesini sağlamanın ötesinde ayrılma hakkının payların bedelini sorgulamak için kullanılmaya başlandığı yönünde bkz. R. B. Thompson, ‘The Case for Iterative Statutory Reform: Appraisal and the Model Act’, **Georgetown Public Law and Legal Theory Research Paper**, 2010, No. 10-65, s. 5.

²³ Ayrılma hakkının amacının azınlık pay sahiplerini korumak olduğu yönünde bkz. Kanda/Levmore, 1985, s. 429; Siegel, 1995, s. 79; Manavgat, 2016, s. 318; B. Adıgüzel, ‘Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı’, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2014, C.XVIII, S. 2, s. 5; Y. Z. Sönmez, **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı**, İstanbul 2009, s. 23; Özdoğan, 2004, s. 707; Wertheimer, 1998, s. 614. Azınlığa sağlanan korumaya farklı bir bakış açısı için bkz. Y. Akbulak, ‘Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Halka Açık Anonim Ortaklıklara Getirilen Yeni Esaslar’, **İstanbul Barosu Dergisi**, 2012, C.: 86, S.: 6, s. 294. Yazar ayrılma hakkının işlevinin ilgili genel kurul kararının alınması sonrasında pay sahibinin payını uygun bir fiyatla devredememe riskine karşı bir teminat fonksiyonu gördüğünü ileri sürmektedir.

Belirtmek gerekir ki ayrılma hakkının düzenlenme amacı genelde azınlığı korumak olarak ifade edilse de bu hakkın korunmak istenen azınlık tarafından şirket aleyhine tehdit aracı olarak kullanılabilmesi de mümkündür. Özellikle şirket ayrılma hakkı ödemeleri için gerekli nakde sahip değilse, şirket malvarlığı nakde çevrilmesi kolay ve zarara uğramaksızın mümkün olmayan varlıklardan oluşuyorsa azınlık pay sahipleri ayrılma hakkını, şirketi, işlemi engellemekle tehdit etmek ve bu yolla işleme karşılık kendileri lehine karar aldirmek için kullanabilirler²⁴.

Doktrinde ayrılma hakkının sadece azınlığı değil, çoğunluğu ya da genel olarak yatırımcıyı²⁵ korumayı amaçladığı da ifade edilmiştir.

Ayrılma hakkının çoğunluğu koruma amacının bulunduğunu ileri süren görüşler, iki farklı gerekçe üzerinden hareket etmektedirler. Buna göre; ayrılma hakkının bahsi geçen önemli nitelikte işlemlere ilişkin kararların çoğunluk tarafından

²⁴ **Corporate Governance of Non-Listed Companies in Emerging Markets**, OECD Publishing, 2007, s. 107.

²⁵ N. Çetin/H. E. Töremiş/Z. Cantimur, **Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistemik Analizi**, Ankara, 2014, s. 170-171.

alınmasını kolaylaştırdığı²⁶ ve bu kararlara dair uyuşmazlıkları azalttığı²⁷ ileri sürülmektedir.

Hemen belirtelim ki ayrılma hakkının varlığının ayrılma hakkının kullanılmasından sonra gerçekleştirecek işlemlere ilişkin kararların alınmasını kolaylaştırdığını kabul etmekle birlikte, ayrılma hakkının kullanılmasına imkan veren işlemlere ilişkin kararların alınmasını her zaman kolaylaştırdığını düşünmüyoruz. Kolaylaştırmanın tam aksine ayrılma hakkının kullanılması sebebiyle oluşacak ödeme yükü işlemin yapılmasına engel dahi olabilecektir²⁸. Kanımızca ayrılma hakkının karar mekanizmasına daha belirgin etkisi, kolaylaştırma ya da zorlaştırma şeklinde değil, kararın alınmasını isteyen çoğunluk ile karara muhalefet eden azınlığın menfaatleri arasındaki dengeyi sağlama şeklindedir²⁹.

²⁶ B. Manning, ‘The Shareholder’s Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker’, **The Yale Law Journal**, 1962, Vol.72, No:2, s. 229; Wertheimer, 1998, s. 615; İ. Bektaş, ‘Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı ve Pay Alım Teklifi Zorunluluğu’, **Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü 60.Yıl Armağanı**, Ankara 2015, s. 757. Son anılan yazar ayrılma hakkının olası kararın geçersizlik yaptırımına uğramadan alınmasını sağladığını belirtmektedir ancak bu savı gerekçelendirirken yeter sayıların sağlanmasına gitmektedir. Yeter sayıların sağlanmaması bir kararın geçerliliğine değil varlığına ilişkin olduğundan bu ifadenin kararın alınabilmesi olarak anlaşılması gerekir.

²⁷ Manning, 1962, s. 229; A. Özdoğan, ‘Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı’, **Cumhuriyet’in 80.Yılına Armağan**, Ankara 2004, C. 2, s. 717.

²⁸ Manavgat, 2016, s. 324; Siegel, 1995, s. 97-98. Kanımızca kararın alınmasının engellenecek olması şirket için olumsuz bir durumdur. Ancak belirtmek gerekir ki TTK m. 141.1’in gerekçesinde ayrılma hakkının bu yönüne benzer bir sonuç doğurabilecek ayrılma akçesinin çok fazla pay sahibi tarafından istenmesi durumunda birleşmenin gerçekleşmemesinin sakınca değil pay sahipliği demokrasisinin bir gereği olduğu ifade edilmiştir.

²⁹ A. Cahn/D.C. Donald, **Comparative Company Law: Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA**, Cambridge University Press, 2010, s. 242; J. G. MacIntosh, ‘The Shareholders’ Appraisal Right in Canada: A Critical Reappraisal’, **Osgoode**

Öte yandan ayrılma hakkının varlığının karara muhalefet eden pay sahiplerinin uyuşmazlık için mahkeme başvurma ihtimalini azalttığına ilişkin görüşe katılıyoruz. Mahkeme süreci hem pay sahipleri hem de şirket için uzun ve pahalı bir süreç olabileceğinden azınlık pay sahipleri çoğu kez ayrılma hakkını kullanarak payı karşılığında ödenen bedeli alıp ortaklık ile ilişkisini sonlandırmayı tercih edecektir.

Ayrılma hakkının genel olarak yatırımcıyı koruduğuna ilişkin görüş ise yatırımcıların, çoğunluğun önemli nitelikte işlemler aracılığıyla kendilerini ezmeye çalışması durumunda ayrılma hakkı sayesinde şirketten ayrılma imkanı olduğunu bilmesi ve buna güvenerek daha kolay yatırım yapması fikrine dayanmaktadır. Ancak kanımızca bu görüş bağımsız bir görüş olmayıp ayrılma hakkının azınlığın korunması amacıyla getirildiğine dair görüşün farklı bir cephesidir³⁰.

Görüşlere dair açıklamalarımızda da görüldüğü üzere ayrılma hakkının hem azınlığı hem de çoğunluğu koruma amacıyla getirildiğine ilişkin görüşlere kısmen katılıyoruz. Kanımızca ayrılma hakkı ile korunmak istenen denge basit iki taraflı bir denge değildir. Buna göre, şirket yönetiminde azınlık pay sahiplerinin, çoğunluk pay sahiplerinin ve şirket tüzel kişinin farklı beklenti ve menfaatleri söz konusudur. Ayrılma hakkı bu menfaat çatışmalarını dengelemeye çalışan bir müessese konumundadır. Bu denge sadece hakkın kullanılmasıyla değil sınırlarının çizilmesiyle de korunmaktadır.

Hall Law Journal, 1986, Vol.24.2, s. 297; Bektaş, 2015, s. 758; Sönmez, 2009, s. 20. Son anılan yazar ayrıca ayrılma hakkının pay sahibinin korunması menfaati ile ortaklık mal varlığının korunması menfaatleri arasında bir denge unsuru olduğunu ileri sürmüştür.

³⁰ Nitekim ayrılma hakkının yatırımcıyı koruma amacı olduğunu ileri süren bazı yazarlar hakkın aynı zamanda azınlığı koruma amacı olduğuna da vurgu yapmışlardır. N. Çetin/H. E. Töremiş/Z. Cantimur, 2014, s. 170-171.

Bu noktada menfaatler dengesini korumaya amaçlayan bir hakkın kullanılmasında karara muhalefet eden çıkma imkanı sağlanırken bedelin şirkete ödettilmesinin menfaat dengesini bozduğu düşünölebilir. Ancak tam aksine bu sistem çok taraflı dengenin sağlanmasına yardımcı olmaktadır. Kural olarak azınlığın menfaatleri karşısına karara olumlu oy kullanan çoğunluk ve şirket tüzel kişisinin menfaatleri konulmuştur. Dolayısıyla azınlık çıkmakta, bunun bedeli şirkete ve dolayısıyla çoğunluğa da ödettilmekte ancak buna karşılık şirket çoğunluğun istediği işlemi gerçekleştirerek faaliyetine devam etmektedir. Diğer yandan Kurul bazı işlem türlerinde karara olumlu oy kullanan çoğunluğun menfaatinin şirket menfaatinin önüne geçebileceğini öngörmüş ve menfaat dengesini bu durumlarda da korumak adına SerPK’da öngörölmediği halde bazı önemli nitelikte işlem türlerinin varlığında bedelin şirkete ödettilileceği ayrılma hakkının değil bedelin çoğunluğa ödettilileceği pay alım teklifi zorunluluğunun doğmasına ilişkin düzenleme getirmiştir.

Şirket tarafından alınacak tüm kararlarda ayrılma hakkının tanınması gibi bir ihtimal şirket için ciddi bir maddi külfet getireceğinden, kararın alınmasını isteyen çoğunluğu da engelleyici bir etki gösterecektir. Ayrılma hakkının tanınacağı işlem türlerinin çok azaltılması da azınlık pay sahiplerini çoğunluğun insafına bırakmak anlamına gelecektir. Bu sebeple ayrılma hakkı düzenlemeleri özel bir özenle kaleme alınmalıdır. Karara muhalefet eden azınlığın şirketle ortaklık ilişkisini devam ettirmek karşılığındaki beklentilerinin, şirkete ve dolayısıyla kararın alınmasını isteyen çoğunluğa ayrılma hakkının kullandırılmasının getireceği maddi yükün yüklenmesini meşru kılacak derecede etkilenmesi gerekir. Başka bir deyişle, ayrılma hakkının tanınacağı işlemlerin şirket üzerindeki etkisi, o işleme muhalefet eden pay sahiplerinin şirketle olan ortaklıklarını devam ettirme kararını etkileyecek derecede olmalıdır. Yine

bu hassas dengenin bozulmaması için ayrılma hakkı bedeli de dikkatle belirlenmelidir³¹.

Ayrılma hakkının sayılanlar haricinde şirketin değerinin hesaplanmasını sağlamak ve şirket yönetiminin denetlenmesini kolaylaştırmak³² gibi fonksiyonları olduğu da ileri sürülmüştür. Ancak bu noktalar daha çok Amerikan hukukunda ve birleşme işlemleri üzerinden tartışıldığı için bu çalışmada detaya inilmeyecektir³³.

Son olarak Türk kanun koyucusunun ayrılma hakkını düzenlerken neler amaçladığı incelenmelidir. Bu inceleme için çıkış noktamız ayrılma hakkını

³¹ Sönmez, 2009, s. 26.

³² Ayrılma hakkının yöneticilerin denetlenmesi fonksiyonu gördüğü yönündeki en temel görüş Fischel'e aittir. Bkz. D. R. Fischel, 'The Appraisal Remedy in Corporate Law', **Law and Social Inquiry**, 1983, Vol.8(4), s. 876. Bu görüşe göre yöneticiler çok fazla pay sahibinin ayrılma hakkı kullanması ihtimalini düşünerek bazı kararları almaktan vazgeçecektir ve bu sayede yönetim denetlenmiş olacak, ortaklık menfaati aleyhine olan bazı kararların alınması engellenecektir. Ancak kanımızca bu varsayımlar çoğu durumda işlemeyecektir. Öncelikle şirket yöneticileri çok yüksek oranda pay sahibinin ayrılma hakkı kullanmasına sebep olacak kararları sırf bu ihtimali düşünerek almaktan vazgeçmeyecektir, çoğu zaman kimlerin hangi sebeplerle bu hakkı kullanacağı kestirilemeyeceğinden kararı ortaya koyup durumu görmek isteyeceklerdir. İkinci olarak bu karar her zaman ortaklık aleyhine olmayabilir. Tam olarak hakimiyetin sağlanması veya en azından çıkarma hakkı için gerekli oranın elde edilmesi için böyle bir karar alınabilir ve bu durum zaman ortaklığın menfaatine olabilir. Ortaklığın aleyhine olsa bile çoğunluk talebiyle bu karar alınabilir, yöneticiler bu karardan vazgeçmek yerine işlerini korumak adına kez bu kararı destekleyebilir. Fischel'in görüşünün detaylı analizi ve eleştirisi için bkz. Siegel, 1995, s. 105-111.

³³ Ayrılma hakkının Amerikan hukukundaki amaçlarına ilişkin detaylı bir analiz için bkz. Kanda/Levmore, 1985. Bu çalışmada belirtilen amaçların eleştirisi için ise bkz. P. V. Letsou, 'The Role of Appraisal in Corporate Law', **Boston College Law Review**, 1998, Vol.39, Issue:5, No:5, s.1130-1137. Ayrılma hakkının Amerikan hukukundaki usule ilişkin analizi ve pay sahiplerinin başvuracağı diğer mekanizmalarla karşılaştırılması için bkz. P.G.Mahoney/M. Weinstein, 'The Appraisal Remedy and Merger Premiums', **American Law and Economics Review**, 1999, Vol.1.(1), s. 245.

düzenleyen SerPK m. 24'ün gerekçesidir. Gerekçede ayrılma hakkının düzenlenmesine ilişkin şu ifadeler yer almaktadır:

“Madde ile pay sahiplerinin ortaklıktan ayrılma hakkı düzenlenmektedir. AB mevzuatına uyum sağlanması amacıyla halka açık ortaklıklar bakımından ilk kez düzenlenen ‘ayrılma hakkı’ kavramı, önemli kararların alındığı genel kurullara katılamayan veya katılıp da olumsuz yönde oy veren pay sahiplerine belirli şartlar dahilinde ve adil bir fiyat üzerinden paylarını şirkete satma hakkı vermekte olup, özellikle hakim ortak tarafından yönetilen şirketlerde azınlık pay sahiplerinin korunması ve paylarını borsada satma imkanı olmayan küçük ortakların sahip olduğu paylar için likidite sağlanması bakımından önemli bir işleve sahiptir.

Diğer yandan uygulamanın başlamasıyla birlikte yaşanacak olası çıkar çatışmaları ve benzeri sorunların hızla çözüme kavuşturulması ve değişen piyasa koşullarına uyum sağlanarak uygulamanın sağlıklı bir şekilde yönlendirilmesi için Kurul’a adil bedelin belirlenmesi, ödenmesi, ayrılma hakkının kullanılmasıyla ilgili esaslar ve ayrılma hakkının doğmadığı hallere ilişkin olarak düzenleme yapma yetkisi tanınmıştır.”

SerPK m. 24'ün gerekçesine baktığımızda kanun koyucunun üç temel amacı vurguladığını görüyoruz. Azınlık pay sahiplerinin korunması ve halka açık anonim şirket pay sahibi olmalarına rağmen paylar borsada işlem görmediği için paylarını borsada satma imkanı olmayan küçük ortakların sahip olduğu paylar için likidite imkanı sağlanması³⁴ amaçlarına yapılan vurgu dikkate alındığında Türk kanun koyucusunun ayrılma hakkına azınlık pay sahiplerini koruma amacı yüklediğini görmekteyiz.

³⁴ Bu amacın tarihsel bağlamda önemli bir amaç olduğu ancak modern hukuk sistemlerinde ana bir amaç olmaktan çıkıp azınlığı koruma amacının bir görünümü olduğu yönünde B. M. Wertheimer, ‘The Shareholders’ Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value’, **Duke Law Journal**, 1998, Vol.47 No:4, s. 614. Yazar tarihsel süreçte payların likiditesinin sağlanmasının günümüze göre çok daha zor olduğu, bu sebeple likiditenin bağımsız bir unsur olarak öne çıktığını ileri sürmektedir. Günümüzde ise payların likiditesi genel bir sorun olmayıp, şirkette azınlık durumunda kalan pay sahipleri için likidite bir sorun teşkil etmektedir. Başka bir deyişle likidite sorunu günümüzde azınlık durumda kalmakla yakından ilişkilidir.

Gerekçede bahsi geçen AB mevzuatıyla uyum amacı ise incelenmeye muhtaçtır. Zira Avrupa Birliği üye devletlerinden İtalya³⁵ ve Almanya'da³⁶ ayrılma hakkına benzer bazı mekanizmalar sağlanmış olmasına rağmen ayrılma hakkı AB mevzuatında genel kabul görmüş bir müessese değildir, tüzük veya yönergeler³⁷ gibi AB düzeyi mevzuatlarda düzenlenmemiştir³⁸.

³⁵ İtalyan hukukunda ayrılma hakkı İtalyan Medeni Kanunu'nun (*Italian Civil Code*, ICC) 2437. maddesinde düzenlenmiştir. Belirtmek isteriz ki Amerikan hukukunda düzenlenen ayrılma hakkı İngiliz literatüründe '*appraisal right*' terimi ile ifade edilirken İtalyan hukukunda ayrılma hakkı için İngiliz literatüründe '*withdrawal right*' terimi kullanılmaktadır. Modern anlamda ayrılma hakkının özellikle İtalyan şirketler hukukunda 2003'de gerçekleştirilen şirket faaliyetlerinde sözleşmesel özgürlüğü destekleyen reformu dengelemek için önem kazanmıştır. Bu düzenleme hakkında detaylı bilgi için bkz. M. Ventoruzzo, 'Cross-border Mergers, Change of Applicable Corporate Laws and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Rights under Italian Law', **European Company and Financial Law Review**, 2007, Vol. 4(1), s. 51.

³⁶ Alman hukukunda ayrılma hakkına ilişkin iki farklı kanunda düzenlemeler yer almaktadır. Birleşme işlemleri için Alman Nevi Değiştirme Kanunu'nun (*Umwandlungsgesetz*, UmwG) 29., tür değiştirmeler için ise aynı kanunun 207. paragrafında birleşme ve tür değiştirme kararlarına karşı muhalefetini kaydettiren pay sahiplerinin payları için şirketin teklifte bulunması gerektiği düzenlenmiştir. Bununla birlikte Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'nun (*Aktiengesetz*, AktG) 71.maddesinde, UmwG'nin anılan maddelerinin de içinde bulunduğu bazı maddelere atıf yapılarak şirketin bu maddeler uyarınca pay sahiplerini tazmin etmek amacıyla kendi paylarını satın alabilecekleri düzenlenmiştir.

³⁷ Bu noktada sınırlı sorumlu şirketlerin sınıraşan birleşme işlemlerini düzenleyen 2005/56/EC sayılı AB yönergesinin (25 Kasım 2005 tarih ve L 310 sayılı AB Resmi Gazetesi'nde yayımlanmıştır) 4.2. maddesine değinilmelidir. Bu madde uyarınca üye devletler sınıraşan birleşmeye karşı çıkan azınlık pay sahipleri için gerekli korumayı sağlamalıdır. Bu kapsamdaki olası korumalardan biri de ayrılma hakkı tanınmasıdır. Nitekim İtalyan hukukunda yer alan düzenlemenin sınıraşan birleşmeler ile ilgisi de vardır. Bu ilişkinin incelenmesi için bkz. Ventoruzzo, 2007, s. 67-73.

³⁸ R. Kraakman *et al.*, **The Anatomy of Corporate Law**, 2009, s. 209. Yazarlar AB üye devlet hukuk sistemlerinde ayrılma hakkının yaygın olarak kullanılmamasının sebepleri olarak pay sahiplerinin sıkı şekil şartlarıyla karşı karşıya olmalarını ve çoğu şirket için payların yaygın kabul

AB mevzuatında pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması özellikle birleşme işlemleri ekseninde tartışılmış ve düzenleme konusu yapılmıştır. Birleşme sonucunda pay sahiplerinin birleşme öncesindeki paylarının değerine eşit ya da daha değerli pay elde etmeleri korunması gereken bir menfaat olarak belirlenmiştir. Bu arada, pay değerinin bağımsız uzmanlarca belirlenmesi zorunlu tutularak bu değerlendirmenin doğruluğu temin edilmeye çalışılmıştır. Ayrıca birleşmeyle beraber diğer önemli nitelikte işlem türlerinde de kararın alınacağı genel kurulda oy hakkı, inceleme hakkı gibi pay sahipliği haklarının kullanılması veya ilgili kararın iptalinin talep edilmesi gibi genel anonim şirketler hukuku müesseseleri aracılığıyla menfaatlerinin korunabileceği kabul edilmektedir³⁹.

Bu noktada ayrılma hakkı tanınması ile birleşme sonrasında birleşme öncesiyle eşit veya öncekine göre daha yüksek değerde pay verilmesinin sağlanması arasındaki tercihin ilgili ülkenin şirketler hukuku politikalarıyla alakalı bir tercih olduğu görüşündeyiz. Zira ikisi de normalde mahkemelerin dâhil olmadığı bir usul iken, özellikle bedel uyuşmazlıkları sebebiyle mahkemelerin sürece dâhil olması daha olasıdır. Aynı şekilde ikisi de pay sahibini eski durumundan daha kötü bir duruma düşürmemek için geçerli tercihlerdir. Hemen belirtelim ki payların tedavülünün kolay olduğu bir sermaye piyasası sisteminde, birleşme sonucu alınan paylar da kolayca nakde çevrilebileceğinden, ayrılma hakkına ilişkin usule gerek kalmaksızın aynı sonuca ulaşmak mümkün olacaktır.

gören marketlerde belirlenmiş fiyatlarının olması sebebiyle market istisnasının söz konusu olmasını ileri sürmüşlerdir.

³⁹ R. Kraakman *et al*, 2009, s. 209.

Bu bilgiler ışığında görülmektedir ki, gerekçede yer alan AB mevzuatıyla uyum amacı yanlıştır. Ancak bu amaç doğrudan ayrılma hakkının tanınmasıyla ilgili olarak değil azınlık pay sahiplerinin korunması ve paylarına likidite sağlanmasıyla ilgili olarak yorumlanabilir. Zira AB mevzuatı da benzer amaçlarla hareket etmekte fakat bu amaca ulaşmak için farklı araçlar kullanmaktadır.

Sonuç olarak belirtmek isteriz ki bizim görüşümüze göre ayrılma hakkının korumayı amaçladığı denge; azınlık, çoğunluk ve şirket tüzel kişisi arasındaki çok taraflı bir denge olsa da, Türk kanun koyucusu ve Kurul, ayrılma hakkını çok taraflı menfaatler dengesi koruma aracı olarak değil azınlığı koruyan bir çıkış mekanizması olarak düzenlemiştir. Türk kanun koyucusu ve Kurulun bu yaklaşımıyla paralel olarak çalışmanın ilerleyen kısımlarında önemli nitelikte işlem türleri ve ayrılma hakkının doğmadığı istisnai durumlar anlatılırken karara muhalefet eden azınlık pay sahiplerinin korunması amacı üzerinden değerlendirme yapılacaktır.

4. Benzer Kavramlarla İlişkisi

4.1. Çıkarma ve Satma Hakkı

SerPK m. 27 uyarınca çıkarma hakkı “[...] *bir şekilde sahip olunan payların halka açık ortaklığın oy haklarının Kurulca belirlenen orana veya daha fazlasına ulaşması durumunda, paya sahip olan bu kişiler açısından azınlıkta kalan pay sahiplerini ortaklıktan çıkarma*” hakkını ifade eder. Maddede belirtilen oran SPK tarafından II-27.2 sayılı ‘Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği’nin⁴⁰ (‘Çıkarma Tebliği’) 4. maddesinde %98 olarak belirlenmiştir.

Satma hakkı ise yine aynı maddede çıkarma hakkının karşılığı olarak⁴¹ düzenlenmiştir. Çıkarma hakkının doğduğu durumlarda azınlıkta kalan pay sahiplerinin de paylarını hâkim pay sahibine satma hakkı doğar.

Bir pay sahibinin herhangi bir şekilde şirket paylarının %98’ine sahip olması durumunda fiilen şirkette istediği kararı alabileceği açıktır. Satma ve çıkarma haklarının tanınmasındaki amaç, böyle bir durumda hakim pay sahibine azınlığın süreci geciktirmekten başka bir etkisi olmayacak olası muhalefetlerinden kurtulup şirkette tam kontrol sağlamak ve azınlıkta kalan pay sahiplerine ise hakim pay sahibinin insafına kalan şirketten çıkış imkanı tanımaktır⁴². Satma hakkı, hakim pay

⁴⁰ II-27.2 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği (RG, 12 Kasım 2014, S. 29173).

⁴¹ Çetin/Töremiş/Cantimur, 2014, s. 185.

⁴² SerPK m. 27’nin gerekçesinde çıkarma hakkının amacı “*belirli bir pay oranına ulaşan kişi ya da grubun, şirketin yapısını değiştirmek, halka açıklık statüsünden çıkma gibi niyetlerini küçük yatırımcının haklarını da koruyacak şekilde hayata geçirmesi*”, satma hakkının amacı ise “*teklif sonrasında azınlık haline gelen pay sahiplerine, ortaklıkta kalma tercihlerini bir kez daha gözden geçirme imkanı verilerek azınlık pay sahiplerini korumak*” olarak belirtilmiştir.

sahibinin yönetimine tabi olmak istemeyen azınlığa şirketten çıkış imkanı sağlaması açısından ayrılma hakkıyla amaç bakımından benzerlik göstermektedir.

Hemen belirtelim ki çıkarma ve satma hakkının düzenlenmesinde çoğunluğa kontrolü sağlamak ya da azınlığa çıkma imkanı vermek gibi amaçlardan daha fazlası vardır. Oy haklarının en az %98inin bir hakim ortak veya birlikte hareket ettiği kişilerin elinde bulunduğu ihtimalde şirket, kalan %2 veya daha az oy oranına sahip azınlık yüzünden borsa şirketi olmaya devam etmekte ve bu da şirket yönetiminde maliyetleri artırmaktadır. Bu sebeple özellikle çıkarma hakkı, hakim ortak için, şirketin borsadan çıkmasına neden olması ve şirket yönetimini maliyetleri de kısarak kolaylaştırması açısından önemli bir araçtır⁴³.

Payların toplanması usulüyle şirket devralmalarında bir pay alım teklifi yapılır. Bu pay alım teklifi sonucunda çoğu zaman payların tamamı alınamaz. Eğer teklifte bulunan alıcı için şirkette tam hakimiyet sağlamak önemli ise paylarını ilk başta satmayan pay sahipleri teklife olumlu karşılık verip paylarını satanlara göre pazarlık açısından daha avantajlı konuma gelirler. Daha da ötesinde bütün pay sahipleri bu şekilde düşünüp avantajlı konumda kalmayı hedeflerse bu durumda alım çoğu zaman başarıya ulaşamaz. Çıkarma hakkının varlığında pay sahipleri pay alım teklifini kabul etmeyerek sona kalsalar dahi sözü edilen avantajlı durumda kalmayıp alıcı tarafından teklif esnasında sunulan fiyata yakın bir fiyatla, pazarlık yapmadan çıkarılacaklarının farkında olacağından teklifi kabul edip paylarını satmayı düşünüyorlarsa bunu teklifin durumunu ve kabul eden diğer ortakların oranını değerlendirerek bir erteleme

⁴³ A. İ. Karacan, **Ortaklıktan Çıkarma-Sermaye Piyasası Hukuku Açısından Bir İnceleme**, İstanbul, 2015, s. 193.

olmaksızın yapacaklardır. Dolayısıyla çıkarma hakkı belirli bir eşğin üzerinde alımın hali hazırda yapılmış olduğu pay alım tekliflerinin ve kontrol değişikliğine neden olacak pay devirlerinin gerçekleşmesini kolaylaştırıcı bir etkiye sahiptir⁴⁴.

Satma hakkı ise, çıkarma hakkında olduğu gibi özel bir sorunu çözmeye yönelik olmayıp sadece çıkarma hakkının karşılığı olarak öngörülmüştür. Kanımızca satma hakkı çok işlevsel bir hak değildir. Teoride çıkarma hakkının şartlarının sağlanması ancak bu hakkın kullanılmaması mümkün olduğundan satma hakkı azınlığın çoğunluğun insafına kalmasını engellemektedir. Ancak payların çok yüksek bir oranının, güncel mevzuata göre %98'inin, toplandığı bir senaryoda çoğunluk pay

⁴⁴ Çıkarma hakkının pay alım tekliflerinde ve şirket devirlerinde sona kalıp avantajlı duruma geçmeyi düşünen 'free-rider'ları engelleme etkisi olduğu ancak bu etkinin de zorunlu pay alım teklifi tarafından zayıflatıldığı yönünde bkz. P. Davies/E. P. Schuster/E. Van de Walle de Ghelcke, 'The Takeover Directive as a Protectionist Tool?', 2010, **European Corporate Governance Institute**, Law Working Paper No: 141/2010, s. 16. Bu görüşe biz de katılıyoruz. Her ne kadar pay alım teklifi zorunluluğu azınlığın çoğunluğun insafına bırakılmasının önüne geçse de zorunlu pay alım teklifine muhatap olacak pay sahiplerine paylarının karşılığı olarak kontrolün sağlandığı teklifte ödenen miktarla aynı bedelin ödenmesini öngörmesi açısından sıkıntılıdır. İlk bakışta bu bedel azınlığın haklarını koruyan bir düzenlemenin ürünü olarak görülse de aynı düzenleme kontrolün teker teker azınlık pay sahiplerinden paylar alarak değil de önceki kontrol sahibinden devralınarak ele geçirildiği durumlarda kontrolü sağlayan paylar için ödenen miktarın kalan azınlık payları için de ödenmesini zorunlu tutmaktadır. Başka bir deyişle, kontrolü sağlayan paylar, kontrol sonucu gelen özel menfaatler de içerdiğinden şirketi devralmak isteyen alıcı açısından azınlık paylarından daha değerlidirler ve daha yüksek bir bedel karşılığı alınabilirler. Ancak zorunlu pay alım teklifi düzenlemeleri azınlık payları bu özel menfaatleri içermediği halde onlar için de aynı bedelin ödenmesini öngörmektedir. Dolayısıyla Avrupa genelindeki uygulamada ve özellikle İngiltere'de pay alım teklifinde bulunan kişiler bu sınırı geçmeye yanaşmazlar. Doğal olarak fırsat kollayan ve sona kalıp avantajlı duruma geçmek isteyen kişileri engelleyen çıkarma hakkının bu etkisi, şirketlerin daha düşük bir oran olan pay alım teklifi zorunluluğu oranını geçmelerini yüksek maliyet sebebiyle engelleyen zorunlu pay alım teklifi fiyat düzenlemesi sebebiyle önemli ölçüde zayıflatılmıştır.

sahibi bu yüksek oranda payları toplarken neredeyse her zaman payların tamamı için bir teklifte bulunmuş olacaktır. Satma hakkını kullanacağı düşünülen bir pay sahibi payını satmak istiyorsa bu aşamaya kadar çoktan satmış olacak, satmadıysa da çıkarma hakkının kullanılması ile şirket tarafından iradesi olmaksızın çıkarılacaktır. Dolayısıyla pratikte satma hakkının kullanılması ancak çok özel durumlarda görülebilecektir.

Ayrılma hakkıyla benzer bir nokta olarak çıkarma ve satma haklarının her ikisinin de hakkın tanındığı pay sahibinin tek taraflı iradesiyle kullanılması söz konusudur.

Hakkın ileri sürüleceği kişi bakımından ise çıkarma ve satma hakları ile ayrılma hakkı arasında çok önemli bir fark bulunmaktadır. Ayrılma hakkını düzenleyen SerPK m. 24 uyarınca “[h]alka açık ortaklık [...] payları pay sahibinin talebi üzerine, [...] almakla yükümlüdür.” Dolayısıyla ayrılma hakkı şirkete karşı ileri sürülecek ve hakka konu paylar şirket tarafından alınacaktır. Çıkarma ve satma haklarında ise hakkın muhatabı şirket değil hakim pay sahibidir. Çıkarma hakkı hâkim pay sahibi tarafından azınlıkta kalan pay sahiplerine karşı, satma hakkı ise azınlıkta kalan pay sahipleri tarafından hâkim pay sahibine karşı ileri sürülecektir.

Paylar için ödenecek bedel açısından da bu kurumlar arasında farklılıklar vardır. Ayrılma hakkının kullanılmasında şirket tarafından paylar için ödenecek bedel, hakkın kullanılmasına yol açan “önemli nitelikte işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması”dır⁴⁵

⁴⁵ Ayrılma hakkına konu olan paylar için ödenecek bedelin hesaplanmasına ilişkin düzenlemelerin incelemesi için bkz. s. 107 vd.

(SerPK m. 24, Ayrılma Hakkı Tebliği m. 10.1.). Çıkarma hakkında belirlenecek bedel için SerPK m. 27.1’de açıkça ayrılma hakkını düzenleyen maddeye atıf yapılmış iken satma hakkına ilişkin olarak sadece hakkı kullanan pay sahiplerinin “*paylarının adil bir bedel karşılığında satın alınmasını*” talep edebilecekleri belirtilmiştir. Çıkarma ve satma hakları için ödenecek olan bedellerin nasıl hesaplanacağı Çıkarma Tebliği’nin 6. maddesinin 2 ve 3. fıkralarında detaylı olarak düzenlenmiştir.

4.2. TTK m. 208’de Düzenlenen Satın Alma Hakkı

TTK m. 208 uyarınca “*[h]akim şirket, doğrudan veya dolaylı olarak bir sermaye şirketinin paylarının ve oy haklarının en az yüzde doksanına sahipse, azlık şirketin çalışmasını engelliyor, dürüstlük kuralına aykırı davranıyor, fark edilir sıkıntı yaratıyor veya pervasızca hareket ediyorsa, hakim şirket azlığın paylarını ... satın alabilir.*”

TTK m. 208’de düzenlenen satın alma hakkı temelde çıkarma hakkının halka açık olmayan şirketlerdeki görünümüdür. Ancak hakkı kullanacak kişi ve hakkın kullanılması için pay sahipliği oranına ek olarak aranan şartlar bakımından SerPK m. 27’de düzenlenen çıkarma hakkından farklıdır. Maddede yer alan hakim ortak ifadesi yine şirketler topluluğuna ilişkin bir düzenleme olan TTK m. 195’de tanımını bulan teknik bir ifadedir. Hakkı sadece bu madde kapsamındaki şartları sağlayan ve şirket olan ortak kullanabilir.

TTK m. 208’deki düzenlenen satın alma hakkı ile ayrılma hakkı ilk bakışta ilgili gibi gözükse de aralarında önemli farklılıklar bulunan haklardır. İki hak da temelde azınlık ile hakim ortak arasındaki menfaat dengesini korumaya çalışsa da ayrılma hakkı azınlık pay sahiplerini, satın alma hakkı ise hakim ortak olan şirketi

koruma odağına alan bir haktır. Ayrıca, ayrılma hakkında azınlık pay sahiplerinin payları şirket tarafından alınırken satın alma hakkında azınlık payları hakim şirket tarafından alınmaktadır. En önemlisi ise SerPK m. 27’de açıkça belirtildiği üzere TTK m. 208 halka açık anonim şirketlerde uygulama alanı bulmaz.

4.3. Şirket Birleşmelerinde Ayrılma Akçesi

TTK m. 141.1 uyarınca şirket birleşmelerinde, birleşme sözleşmesinde, devrolunan şirket pay sahiplerine *“pay ve ortaklık haklarının iktisabı ile iktisap olunacak şirket paylarının gerçek değerine denk gelen bir ayrılma akçesi arasında seçim yapma hakkı”* tanınabilir. Hatta TTK m. 141.2 uyarınca *“[b]irleşmeye katılan şirketler birleşme sözleşmesinde, sadece ayrılma akçesinin verilmesini öngörebilirler”*.

Şu ana kadar bahsedilen kurumlar arasında ayrılma hakkı ile en fazla benzerliğe sahip olan kurum ayrılma akçesidir. *“[B]irleşmeye katılmak istemeyen, birleşmeyi kendi menfaatine aykırı gören devredilen şirketin ortaklarını zorla devralan şirkette tutmak doğru”* görülmemiş⁴⁶, bu sebeple bu pay sahiplerine birleşme sözleşmesi ile şirketten ayrılma hakkı tanınabileceği düzenlenmiştir. Dolayısıyla ayrılma hakkı, ayrılma akçesi ile amaç bakımından paralellik göstermektedir. Aynı maddenin ikinci fıkrasında düzenlenen zorunlu ayrılma akçesi ise sorun çıkaracak azınlığın birleşme suretiyle şirketten çıkarılmasına hizmet etmektedir.

Birleşme, SerPK m. 23’de sayılan önemli nitelikte işlemlerden biridir. Bu sebeple halka açık şirketlerin birleşmeye katılması durumunda hem ayrılma akçesi öngörülmesi, hem de ayrılma hakkının kullanılmasının gündeme gelmesi mümkündür.

⁴⁶ TTK m. 141.1’in gerekçesi.

Başka bir deyişle ayrılma hakkının düzenlenmiş olması başlı başına TTK kapsamında ayrılma akçesi tanınmasına engel teşkil etmez⁴⁷. Bu durumda hakların nasıl kullanılacağı hususu önem taşımaktadır. Hal böyle olunca belirtmek gerekir ki ayrılma akçesi sadece devrolunan şirket ortaklarına tanınan bir imkan iken, şirketin birleşme işlemine taraf olması sürecinde birleşme kararına olumsuz oy kullanıp muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleterek paylarını şirkete satmak birleşmenin tarafı olan tüm şirketlerin pay sahiplerine tanınmış bir haktır.

Ayrıca ayrılma hakkı halka açık şirketlerde önemli nitelikte işlemlere ilişkin kararların kural olarak tamamında kullanılabilecek bir hak iken ayrılma hakkının birleşme sözleşmesinde öngörülmelidir. Dolayısıyla ayrılma akçesi ile ayrılma hakkının aynı pay sahibi tarafından kullanılabilecek şekilde ortaya çıkması ancak birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesi öngörülmüş olan bir birleşmede, devrolunan şirketin bir halka açık şirket olması ve devrolunan şirketin pay sahiplerinden bazılarının birleşme kararına olumsuz oy kullanarak muhalefet şerhini toplantı tutanağına işletmesi durumunda mümkün olacaktır.

Ayrılma hakkı kullanım bedeli ile ayrılma akçesinin fiyat tespit yöntemleri de farklıdır. Ayrılma hakkının kullanım bedeli Ayrılma Hakkı Tebliği m.10'da payları borsada işlem gören ortaklıkların payları için önemli nitelikte işlemin ilk defa kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içerisinde borsada oluşan düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması olarak belirlenmiş iken payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda bedelin, yine bu bedelin adil ve makul olduğunun tespiti amacıyla Kurulun ilgili düzenlemelerine göre hazırlanacak değerlendirme raporu ile

⁴⁷ Manavgat, 2016, s. 299; Çetin/Türemiş/Cantimur, 2014, s. 177.

birlikte işlemin genel kurulu toplantısı gündemi ile birlikte açıklanacağı düzenlenmiştir⁴⁸. Ayrılma akçesinde ise ödenecek miktarın ‘şirket paylarının gerçek değerine denk gelen’ bir miktar olması aranmıştır. Kanımızca bu kriter hem seçimlik hem zorunlu ayrılma akçesi için geçerlidir⁴⁹. Gerçek değerden ne anlaşılması gerektiği açık değildir. TTK m. 141’in gerekçesinde gerçek değer düzenlemesine ilişkin şu ifadeler yer verilmiştir:

“Hükümde, kaynakta (İsviçre Hukuku) bilinerek açık bırakılmış ve şirkete geniş hareket alanı bırakılmış bulunan ayrılma akçesinin kapsamı (miktarı) konusunda kesin tavır alınmış, ayrılma akçesinin gerçek değere denk gelmesi net bir şekilde öngörülmüştür. Çünkü kaynak kanundaki belirsiz “bir karşılık” ibaresi, hukuk güvenliği yönünden tehlikeli bulunmuştur. “Gerçek değer” ise, tanımlanmayıp uygulamaya bırakılmıştır. Ancak gerçek değer hesaplanmasında “yaşayan bir şirket”in esas alınması ratio legis gereğidir”

Görüldüğü üzere kanun koyucu sadece yol göstermiş ancak gerçek değer nasıl hesaplanacağına ilişkin kesin bir metot öngörmemiştir. Bu değer belirlenmesinde değişim oranının belirlenmesinde kullanılan ilkelere veya ‘gerçek değer’in zikredildiği başka bir madde olan TTK m. 493’e dair doktrin tarafından geliştirilen ölçütlere başvurulabileceği ileri sürülmüştür⁵⁰. TTK m. 493.5 uyarınca şirket payı devralan kişi payların gerçek değerinin belirlenmesini, şirketin merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinden isteyebilecektir.

Bu noktada geriye dönük otuz günlük borsa fiyatı ortalaması fiyat belirleme yöntemi, gerçek değer ise fiyatın niteliğine ilişkin bir tanımlama olduğu için geriye dönük otuz günlük borsa fiyatı ortalamasının aynı zamanda gerçek değeri yansıtır yansıtmadığı sorusu gündeme gelmektedir. Geriye dönük borsa fiyatı üzerinden

⁴⁸ ‘Adil ve makul’ olarak nitelendirilen fiyatın TTK m. 141’de yer verilen gerçek değeri karşılamasının bekleneyeği yönünde bkz. Manavgat, 2016, s. 299. Ayrıca fiyatın belirlenmesi ile ilgili yorumlarımızı için bkz. s. 107 vd.

⁴⁹ İpek Kayalı, 2014, s. 267.

⁵⁰ İpek Kayalı, 2014, s. 268.

belirlenen değerin kısa süreli değişikliklerden dahi etkilenmesi, kısa sürede değişebilmesi ve manipülasyona açık olması gibi sebeplerle gerçek değeri yansıtmadığı birçok yazar tarafından ifade edilmiştir⁵¹. Gerçekten de manipülasyonlara ve kısa süreli değişikliklere karşı daha dayanıklı olan ayrılma akçesi fiyat düzenlemesi pay sahiplerini daha koruyucu niteliktedir⁵². Biz de borsa değerinin her zaman gerçek değeri yansıtmadığı, gerçek değer somut olay özelinde başta yaşayan şirket değeri olmak üzere ilişkili diğer etkenler de dikkate alınarak belirlenmesi gerektiği kanaatindeyiz.

4.4. Zorunlu Pay Alım Teklifi

Zorunlu pay alım teklifi SerPK m. 26 ile II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği'nde⁵³ düzenlenmiştir. Buna göre halka açık şirketlerde “*yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesi halinde diğer ortakların paylarını satmak üzere teklif yapılması zorunludur*”. Burada amaç şirkette bir kontrol değişikliği meydana gelmesi durumunda diğer pay sahiplerinin bu yeni kontrole tabi olmak zorunda bırakılmalarının önüne geçmektir⁵⁴. Zira pay sahiplerinin şirketten beklentileri tamamen kontrolü ele geçiren pay sahibinin insafına kalacaktır.

⁵¹ Karababa, 2016, s. 251; Sönmez, 2009, s. 126; İmregün, 1962, s. 166; Özdoğan, 2004, s. 2; Karacan, 2015, s. 6; Aslan, 2005, s. 23; Ataman/Kibar, 1999, s. 73.

⁵² Manavgat, 2016, s. 298.

⁵³ II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği (RG, 23 Ocak 2014, S. 28891).

⁵⁴ Papadopoulos, 2007, s. 526; Uzunhasanoğlu, 2007, s. 11; Paslı, 2009, s. 433; Kolcuoğlu, 2009, s. 28. Alman hukukunda da benzer bir şekilde zorunlu pay alım teklifinin amacı şirketten çıkma imkanı sağlamak olarak kabul edilirken İngiltere’de amacın kontrol değişikliğinden elde edilen primin diğer tüm pay sahipleri arasında da paylaşılmasını sağlamak olduğu yönünde açıklamalar için bkz. S. Ö. Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, İstanbul 2011, s. 59 vd.

Yönetim kontrolünden ne anlaşılması gerektiği SerPK m. 26.2’de açıklanmaktadır⁵⁵. Buna göre “[o]rtaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkı veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilir”⁵⁶.

Ayrılma hakkı ve zorunlu pay alım teklifi ciddi değişikliklerle yüzleşmek üzere olan şirketlerde azınlıkta kalan pay sahiplerine çıkış imkanı sağlamaları⁵⁷ açısından benzer olmakla birlikte aralarında bazı temel farklılıklar da vardır. Buna göre, zorunlu

⁵⁵ Yönetim kontrolü kavramının ve SerPK m. 26’de yer alan kontrol unsurlarının incelemesi için bkz. Kolcuoğlu, 2009, s. 28; Uzunhasanoğlu, 2007, s. 11; Paslı, 2009, s. 433; O. G. Güçlütürk, ‘Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrolü Değişikliği ve Zorunlu Pay Alım Teklifi’, **Legal Mali Hukuk Dergisi**, 2015, C. 11 S. 122, s.65 vd.

⁵⁶ Bu noktada belirtmek gerekir ki yönetim kontrolü için oy hakkının yüzde ellisinin aranmış olması Avrupa ülkeleriyle karşılaştırıldığında yüksek bir orana işaret eder. 2004/25/EC sayılı AB Yönergesi’nin (30 Nisan 2004 tarih ve L 142 sayılı AB Resmi Gazetesi’nde yayımlanmıştır) 5.3 maddesi zorunlu pay alım teklifi için gereken oy oranını belirleme yetkisini üye devletlere bırakmıştır. Örneğin İngiltere’de şirket devralmalarını düzenleyen “The City Code on Takeovers and Mergers”ın 9.bölümünde düzenlenen pay alım teklifi zorunluluğu için öngörülen sahip olunması gereken oy oranı %30 veya fazlasıdır. Bu düzenlemeler arasındaki farkın temel nedeni ise halka açık şirketlerdeki genel pay sahipliği profilidir. Payların atomize olduğu ve çok sayıda pay sahibine dağıldığı bir yapıda pay sahipleri çoğunlukla genel kurul toplantılarına dahi gelmeyeceği için %30’luk oy oranı ile fiili bir kontrol sağlamak mümkün olabilecek iken payların çoğunluğunun tek bir ya da birkaç pay sahibinde toplandığı ve halka açıklık oranının düşük olduğu bir yapıda %50 ve üzerinde bir oy oranına ihtiyaç duyulacaktır. İngiltere’deki zorunlu pay alım teklifi düzenlemesine ilişkin detaylı bilgi için bkz. D. Van Gerven, **Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe**, Cambridge 2008, s. 414-434.

⁵⁷ Bu durumda pay sahibinin şirkete yabancılaşacağı ve yatırımın ekonomik değerini kaybedebileceği yönünde bkz. Aslan, 2005, s. 9; Kolcuoğlu, 2009, s. 8; Sönmez, 2009, s. 41 vd.; Paslı, 2009, s. 410.

pay alım teklifinin söz konusu olabilmesi için ayrılma hakkından farklı olarak şirkette bir kontrol değişikliği meydana gelmelidir. Zorunlu pay alım teklifi, kontrolü ele geçiren ortak tarafından yapılacak ve ayrılmak isteyen pay sahiplerinin payları kontrol sahibi ortak tarafından alınacaktır. Ancak burada azınlık lehine bir hak söz konusudur ve pay alım teklifi zorunluluğu doğduğu andan itibaren azınlık paylarını hakim ortağa satma hakkını kullanabilecektir⁵⁸.

Zorunlu pay alım teklifi fiyatı ile ayrılma hakkı kullanım bedeli de farklı yöntemlerle belirlenmektedir. Daha önce belirtildiği üzere ayrılma hakkında temel kriter geçmişe dönük otuz günlük borsa fiyatının ortalamasıdır. Zorunlu pay alım teklifinde ise kriter değil iki adet alt sınır öngörülmektedir. Buna göre zorunlu pay alım teklifi fiyatı ‘... *payların satışına ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde oluşan günlük ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalaması ile teklifte bulunan veya birlikte hareket ettiği kişilerce pay alım teklifini doğuran pay alımları da dahil olmak üzere tekliften önceki altı ay içinde hedef ortaklığın aynı grup paylarına ödediği en yüksek fiyattan düşük pşamaz*’ (Pay Alım Teklifi Tebliği m. 15).

Zorunlu pay alım teklifindeki fiyat düzenlemesi incelemeye açıktır. Bu düzenleme ile daha önce yapılan tekliflere cevap vermeyen ve azınlık durumuna düşen pay sahiplerinin yönetim kontrolü kurulması veya el değiştirmesi sonucunda daha düşük fiyata payını satma zorunda bırakılmasının önüne geçilmeye çalışılmıştır⁵⁹. Bununla birlikte azınlık paylarına, hâkimiyetin ele geçirilmesini sağlayan paylara

⁵⁸ Manavgat, 1997, s. 224; Kolcuoğlu, 2009, s. 114.

⁵⁹ Manavgat, 1997, s. 232; Kolcuoğlu, 2009, s. 24; Kendigelen, 2006, s. 279 vd.; Sönmez, 2009, s. 47; Yeşiltepe, 2011, s. 47; Dinç, 2006, s. 228.

ödenen aynı bedelin ödenme zorunluluğunun getirilmesi kontrolü ele geçirme karşılığı ödenen kontrol priminin sadece kontrolü ele geçirmeyi sağlayan payları devreden ortaklar değil azınlık tarafından da paylaşılması sonucunu doğurmaktadır⁶⁰. Genel olarak bu durum pay sahiplerinin eşitliği ilkesine uygunluk olarak değerlendirilse de karşıt görüş olarak bu durumun aslında eşitlik ilkesine aykırı olduğu da ileri sürülmüştür⁶¹. Biz de azınlık görüş olan bu görüşe katılıyoruz⁶². Şirket kontrolünü elinde bulunduran ortağın payını devretmesi sonucunda vazgeçtikleri ile azınlığın pay devri ile vazgeçtikleri eşit değildir. Dolayısıyla menfaatlerin eşit olmadığı bu iki farklı pay devrinde paylara eşit değer biçmek aslında fiilen eşitlik değil eşitsizlik doğurmaktadır.

Diğer yandan, bu farklılıklara rağmen zorunlu pay alım teklifi ile ayrılma hakkı arasında SPK tarafından bir ilgi kurulmuştur. Gerçekten de Ayrılma Hakkı Tebliği ile SerPK’da öngörülmemiş olmasına rağmen önemli nitelikte bazı işlemler için bu işlemlerden yararlanan kişilerin pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu getirilmiş ve bu işlemlerin hangileri olduğu Ayrılma Hakkı Tebliği m. 11.1’de sayılmıştır. Ayrıca yine anılan tebliğin 12.1.d maddesi uyarınca da zorunlu pay alım teklifi yapılması Kurulca öngörülen durumlarda ayrıca ayrılma hakkının doğmayacağı belirtilerek bu iki müessese arasında alternatiflik değil ikame ilişkisi kurulmuştur.

Bu ilişkinin kurulmasındaki temel sebep önemli nitelikte işlemlerin bazılarında karara oy veren çoğunluk menfaatinin daha ön plana çıkmasıdır. Zorunlu pay alım

⁶⁰ Manavgat, 1997, s. 113; Hannigan, 2003, s. 876; Karayalçın, 1990, s. 363; Hacımahmutoğlu, 2001, s. 113.

⁶¹ Paslı, 2009, s. 411.

⁶² Ayrıca bkz. s. 20 dn. 44.

teklifi, anıldığı üzere kontrol sahibinin diğer pay sahipleri ile arasındaki menfaat çatışması üzerine kuruludur. Aynı şekilde bazı önemli nitelikteki işlemlerde işlemin etkileri bir karara olumlu-olumsuz oy veren pay sahipleri arasındaki ilişkiden çok kontrol sahibi-azınlık arasındaki ilişkiye benzemektedir. Bu sebeple bu önemli nitelikte işlem türlerinde ayrılma hakkının değil pay alım teklifi zorunluluğunun doğacağı düzenlenmiştir.



5. Ayrılma Hakkının Özellikleri

Ayrılma hakkı her şeyden önce⁶³ bir pay sahipliği hakkıdır⁶⁴. Kanunda açıkça pay sahiplerinin bu hakkı kullanacağı düzenlenmiştir. Başka bir deyişle pay harici bir menkul kıymet sahibi olan veya rehin gibi pay üzerinde farklı nitelikte bir hakkı bulunan kişilerin ayrılma hakkını kullanması söz konusu değildir.

Ayrılma hakkının bir pay sahipliği hakkı olarak oy hakkı ile de yakından ilişkisi vardır. İleride ayrıntılı biçimde inceleneceği üzere⁶⁵ SerPK m. 24’de ayrılma hakkının kullanılması, ilgili önemli nitelikte işleme olumsuz oy kullanılmasına ve bu muhalefetin toplantı tutanağına işletilmesine bağlanmıştır. Dolayısıyla ayrılma hakkının kullanılmasının oy hakkının mevcut olmasına bağlı olup olmadığı sorusu gündeme gelmektedir⁶⁶.

Bu sorunun cevabına ilişkin olarak doktrinde görüş ayrılığı mevcuttur. Bir görüş, önemli nitelikte işlemler sonucunda oydan yoksun pay sahiplerinin menfaatlerinin de oy hakkı bulunan pay sahiplerinin menfaatleri kadar etkilendiği ve

⁶³ Doktrinde ayrılma hakkı çok farklı kriterlere göre yapılan farklı sınıflandırmalara tabi tutulmuştur. Ancak biz hakkın kullanılmasını etkilemeyen veya açıklamayan sınıflandırmaların bir önemi olmadığı görüşündeyiz. Bu sebeple doktrinde ileri sürülen sınıflandırmalardan sadece bazılarına yer verilecektir.

⁶⁴ Manavgat, 2016, s. 323.

⁶⁵ Ayrılma hakkının kullanılması için gereken usule ilişkin şartların ayrıntılı incelemesi için bkz. s. 87 vd.

⁶⁶ Mevcut düzenlemeler ışığında bu sorunun cevabı sadece teorik önem taşımaktadır. Zira oydan yoksun pay senetlerini düzenleyen Seri: I No: 36 sayılı “Oydan Yoksun Paylara İlişkin Tebliği”, VII-128.I sayılı Pay Tebliği ile yürürlükten kaldırılmıştır. Mevzuatımızda halen doğrudan oydan yoksun payları düzenleyen bir hüküm yoktur. Hemen ekleyelim ki kanımızca Pay Tebliği’nin 47.maddesi uyarınca oydan yoksun payların çıkarılması mümkündür ancak bu yönde henüz bir uygulama söz konusu değildir. Aynı yönde bkz. Bektaş, 2015, s. 808.

ayrılma hakkı tanınmadığı durumda oydan yoksun pay sahiplerinin menfaatlerinin korumasız kalacağı gerekçesiyle⁶⁷ tüm pay sahiplerine ayrılma hakkının tanınması gerektiğini ileri sürmektedir⁶⁸. Kanaatimizce bu görüş isabetli değildir. Çünkü oydan yoksun pay sahiplerinin sadece önemli nitelikte işlemlere ilişkin kararlarda değil diğer kararlarında da söz hakkı yoktur ve oydan yoksun payları bunun bilincinde olarak, diğer pay sahiplerinin aldığı kararlara etki edemeden onlara tabi olacaklarını kabul ederek edinirler. Bu sebeplerle ayrılma hakkının korumayı hedeflediği menfaatler dengesinde kanımızca oydan yoksun pay sahiplerinin yeri yoktur.

Bizim de katıldığımız diğer görüşe göre ise oydan yoksun pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanmaları mümkün değildir⁶⁹. Yukarıda belirttiğimiz sebebe ek olarak düzenlemenin lafzına ilişkin bir gerekçe daha ileri sürülmektedir. SerPK m. 24 düzenlemesi ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin olarak bazı şekil şartları öngörmüştür ve bunlardan bir tanesi açıkça önemli nitelikte işleme ilişkin karara olumsuz oy kullanılmasıdır. Oydan yoksun pay sahipleri, menfaatlerinin farklılaşmasına ek olarak oy hakları da bulunmadığından bu şartı yerine getirmeleri mümkün değildir.

Bu noktada belirtmek gerekir ki yukarıdaki açıklamalarımız oy hakkına sahip olmaksızın çıkarılan payların sahipleri için geçerli olup, normalde oy hakkı olduğu halde farklı gerekçelerle bu hakkı kullanamayan veya geçici olarak bu hakkı kaybetmiş

⁶⁷ Sönmez, 2009, s. 68.

⁶⁸ Adıgüzel, 2014, s. 34. Ayrıca genel kurul kararlarının iptali davasına ilişkin olarak oydan yoksun pay sahiplerinin de iptal davası açabileceği yönünde bkz. E. Moroğlu, **Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, İstanbul 2014, s. 240.

⁶⁹ Bektaş, 2015, s. 807; Özdoğan, 2004, s. 751-752.

payların sahiplerini kapsamamaktadır. Bu ihtimalde anılan kişiler oy hakkını kısıtlayan ya da kaldıran etkenin ortadan kalkmasıyla tekrar oylarını kullanabileceklerinden ayrılma hakkının korumayı hedeflediği menfaatler dengesinde yer alırlar⁷⁰.

Ayrılma hakkının oydan yoksun pay sahipleri tarafından da kullanılabilmesi gerektiğini savunan yazarlar karara muhalefet etmenin olumsuz oy kullanmaktan daha geniş bir anlam taşıdığını ileri sürmektedir⁷¹. Ancak SerPK m. 24’de ayrılma hakkı için aranan şart genel bir muhalefet etme olarak değerlendirilemez, tam aksine özel şekil şartları öngörülmüş olan bir muhalefet etme şeklidir.

Başka bir özellik olarak ayrılma hakkının vazgeçilmez bir hak olduğu ileri sürülmektedir⁷². Vazgeçilmez hakların kanuni bir tanımı olmamakla birlikte vazgeçilmez haklar “[s]ınırlanması veya tamamen kaldırılması pay sahibinin rızasına bağlı olmayan haklar” olarak tanımlanabilir⁷³. Vazgeçilmez haklar mutlak eşitlik ilkesine tabidir, oransallık ilkesi uygulanmaz⁷⁴.

⁷⁰ Bu durumun en temel örneği pay üzerinde intifa hakkı kurulmasıdır. Üzerinde intifa hakkı bulunan paylara ilişkin açıklamalarımız için bkz. s. 94 vd.

⁷¹ Sönmez, 2009, s. 66-67. Yazar ayrılma hakkının kullanılması için genel kurula katılma hakkının bulunmasını yeterli görmektedir ve bu görüşünü desteklerken Amerikan hukukuna atıf yapmaktadır. Gerçekten de Amerikan hukukunda genel kabul edilen görüşe göre ayrılma hakkının kullanılması için oy hakkının varlığı gerekli değildir. Ancak Amerika’daki düzenleme SerPK m. 24’ün aksine ilgili işleme olumsuz oy kullanılmasını değil olumlu oy kullanılmamasını aradığından anılan düzenleme altında Amerikan hukukundaki baskın görüşün doğru olduğu ve Türk hukukundaki aynı yönde görüşleri desteklemediği kanısındayız.

⁷² Sönmez, 2009, s. 75; Adıgüzel, 2014, s. 6.

⁷³ Tekinalp, 2015, s. 78. H. Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi Cilt II**, Ankara 2011, s. 1416.

⁷⁴ Tekinalp, 2015, s. 348; Sönmez, 2009, s. 76; Adıgüzel, 2014, s. 6.

Bir hakkın vazgeçilmez bir hak olup olmadığına belirlenmesine ilişkin kesin kriterler mevcut değildir. Hakkın anonim şirket temel yapısına ilişkin olması, mutlak emredici kanun hükmünden doğmuş olması gibi bazı kriterler yazarlar tarafından ileri sürülmüştür⁷⁵. Bu noktada Sönmez tarafından kullanılan ‘*mutlak emredici hükümden kaynaklanma*’ kriterinin bir hakkın vazgeçilmez olup olmadığı konusunda değerlendirilmesi gereken önemli bir kriter olduğu görüşündeyiz.

Bir hükmün emredici olup olmadığı çoğu zaman düzenlemeden anlaşılmaz, bunun için hükmün dayandığı esasın ve amacının incelenmesi gerekir⁷⁶. Ayrılma hakkına ilişkin hükümlerin koruduğu menfaatler dengesi, düzenlenme amaçları ve işlevleri dikkate alındığında bu hükümler emredici niteliktedir⁷⁷. Ayrıca TTK m. 340 ile TTK’da yer alan anonim şirketlere ilişkin Bu düzenlemeler emredici hükümler olarak sınıflandırılmıştır. TTK m. 340, SerPK m. 24’ü doğrudan kapsamasa da diğer kanunlara yapılan atıf ile doktrinde ifade edilen anonim şirketlere ilişkin tüm düzenlemelerin emredici olduğuna dair görüş de⁷⁸ dikkate alındığında ayrılma hakkına ilişkin düzenlemelerin emredici hüküm niteliği daha da belirginleşmektedir.

Diğer yandan, emredici hükümler arasında nispi ve mutlak emredici hükümler ayrımı yapılmaktadır. Buna göre kamu düzenini veya bireylerin kişisel haklarını korumayı amaçlayan düzenlemeler mutlak emredici iken bir ilişkide zayıf olan tarafı korumayı amaçlayan düzenlemeler nispi emredici hükümler olarak kabul edilir⁷⁹.

⁷⁵ Tekinalp, 2015, s. 348; Sönmez, 2009, s. 76; Adıgüzel, 2014, s. 6.

⁷⁶ K. Oğuzman/T. Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler Cilt 1**, İstanbul, 2013, s. 84.

⁷⁷ Sönmez, 2009, s. 136-137.

⁷⁸ Moroğlu, 2014, s. 60.

⁷⁹ Oğuzman/Öz, 2013, s. 84.

Ayrılma hakkının amaçlarını anlatırken değindiğimiz üzere, her ne kadar ayrılma hakkında ilgili karara olumsuz oy veren azınlığı koruma amacı ön plana çıkıyor gibi gözükse de aslında ayrılma hakkı azınlık-çoğunluk pay sahipleri, şirket tüzel kişiliği ve potansiyel yatırımcılar başta olmak üzere çok geniş bir kesimin menfaatler dengesini etkilemektedir. Bu sebeple ayrılma hakkına ilişkin düzenlemelerin mutlak emredici hükümler olduğu ve dolayısıyla ayrılma hakkının vazgeçilmez bir hak olduğu görüşündeyiz⁸⁰.

Ayrılma hakkının vazgeçilmez bir hak olarak nitelendirilmesi başka bir soruyu beraberinde getirebilir. Vazgeçilmez haklar ancak kanunla gösterilen şekillerde sınırlandırılabilir⁸¹. Ancak ileride anlatılacağı üzere⁸² SerPK’da bir sınırlama düzenlemesi bulunmadığı halde Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9.5’de bazı şartların sağlanmasıyla genel kurul kararı alınmasına rağmen işlemin gerçekleştirilmeyeceği özel bir durum düzenlenmiş ve ilgili maddede buna ilişkin olarak vazgeçme ifadesi kullanılmıştır. Bu düzenlemenin bir vazgeçme olup olmadığı, eğer vazgeçme ise bunu kanun hükmü ile değil tebliğ vasıtasıyla düzenlemenin yerindeliği incelenmeye muhtaçtır.

⁸⁰ Karşı yönde bkz. Manavgat, 2016, s. 324. Yazar ayrılma hakkının kullanılmasının önemli nitelikte işlemin varlığına bağlı olduğu, pay sahibinin isteği ile bu payı kullanmaktan feragat edebileceği ve genel kurulun işlemin yapılmasından vazgeçmek suretiyle hakkın kullanılmasını engelleyebileceği gerekçeleriyle ayrılma hakkının vazgeçilmez bir hak olarak nitelendirilemeyeceğini ifade etmektedir. Kanımızca hak doğduktan sonra pay sahibinin isteyerek bu hakkı kullanmamayı seçmesi hakkın vazgeçilmez niteliğini etkilemez. Genel kurulun işlemin yapılmasını engelleyerek hakkın kullanılmasını engellemesi ise işlemin hiç yapılmaması dolayısıyla hakkın doğmamış olması sonucunu doğuracağından vazgeçme niteliğinde değildir.

⁸¹ Tekinalp, 2015, s. 348.

⁸² Vazgeçme prosedürüne ilişkin açıklamalarımız için bkz. s. 100 vd.

Teknik anlamda vazgeçme, pay sahibinin henüz hak doğmadan önce, hakkın doğması durumunda hakkı kullanmayacağını bildirmesi; başka bir deyişle baştan vazgeçmesidir⁸³. Dolayısıyla Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9.5 düzenlemesinin teknik anlamda bir vazgeçme olup olmadığını değerlendirebilmek için öncelikle ayrılma hakkının doğum anı tespit edilmelidir.

Kanımızca ayrılma hakkının doğum anı önemli nitelikte bir işleme ilişkin gündem maddesinin ilgili yeter sayılara uygun olarak kabul edilmesidir. Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9.4'ün lafzı da bu görüşü destekler niteliktedir. Dolayısıyla Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9.5 kapsamında önemli nitelikte işlemin gerçekleştirilmesinden 'vazgeçme', hakkın doğum anı olan genel kurul kararının alınmasından sonra gerçekleştiği için teknik anlamda bir vazgeçme niteliğindedir. Başka bir deyişle, vazgeçilmez bir hakkın sınırlandırılmasıdır.

Vazgeçilmez haklar ancak kanunda öngörülen şekilde sınırlandırılabilirler. Ayrılma hakkında ise sınırlandırma kanun ile değil tebliğ ile yapılmıştır. Hukuk tekniği açısından böyle bir sınırlandırmanın kanun ile getirilmesinin daha doğru olacağını kabul etmekle birlikte iki sebeple mevcut düzenlemenin işleyiş açısından yerinde olduğu görüşündeyiz. İlk olarak sermaye piyasalarının niteliği gereği genel düzenleme şekli tebliğlerdir ve bu sayede düzenlemeler yeni gelişmelere çok daha hızlı ayak uydurabilirler. İkinci olarak ise ayrılma hakkının korumaya çalıştığı menfaat dengesinde değişikliğe sebep olan önemli nitelikte işlemin gerçekleştirilmesinden vazgeçildikten sonra dahi bu işlemin yer aldığı gündem maddesi oylanırken olumsuz oy kullanmış kişilere şirketten ayrılma hakkının verilmesi menfaatler dengesini

⁸³ Pulaşlı, 2015, s. 562. Ayrıca bkz. s. 105 vd.

kurmanın tam aksine bu dengenin bozulmasına sebebiyet vereceğinden hakkın amacıyla bağdaşmaz.

Bir diğer önemli mesele ayrılma hakkının kullanılmasıyla bir sözleşme doğup doğmadığıdır. Doktrinde ayrılma hakkının kullanılmasıyla pay sahibi ile ortaklık arasında bir sözleşme kurulduğu ileri sürülmüştür⁸⁴. Bizce de burada bir sözleşme kurma zorunluluğu ve satım sözleşmesi mevcuttur. Sözleşme kurma zorunluluğu belirli şartlar sağlandığında bir tarafın rızasına bakılmaksızın çoğu zaman içeriğini dahi kendi düzenleyemediği bir sözleşmeyi kurmaya mecbur tutulmasıdır⁸⁵.

Bir sözleşmenin kurulma zamanı, icap ve kabulün ne zaman gerçekleştiği gibi sorunların tespitinin sözleşmenin kuruluş zamanına hukuki bir sonuç bağlandığı takdirde ciddi bir önem taşıdığı tartışmasızdır. Ayrılma hakkı özelinde ise burada bir sözleşme kurulup kurulmadığı, sözleşmenin mevcut olması durumunda bu sözleşmenin ne zaman kurulduğu sorusu ayrılma hakkına ilişkin taleplerin dayanağını belirlemek açısından önemlidir.

TBK m. 1 uyarınca “[s]özleşme, tarafların iradelerini karşılıklı ve birbirine uygun olarak açıklamalarıyla kurulur”. Ayrılma hakkının kullanılmasında pay sahibinin iradesini ortaya koyma şeklinin ayrılma hakkını kullanmayı talep etmek olduğu açıktır. Ancak ortaklığın iradesinin ne zaman ve ne şekilde açıklandığı, bu iradelerden hangisinin öneri hangisinin kabul olduğu incelenmelidir.

⁸⁴ Sönmez, 2009, s. 141; Adıgüzel, 2014, s. 38; Bektaş, 2015, s. 762.

⁸⁵ Sözleşme kurma zorunluluğunun tanımı, unsurları ve bu husustaki farklı görüşlere ilişkin detaylı bir analiz için bkz. H. Ayrancı, ‘Sözleşme Kurma Zorunluluğu’, **Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2003, C. 53, S. 3, s. 231 vd.

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9.4’de önemli nitelikte işlemin görüşüleceği genel kurul toplantısı gündeminde önemli nitelikte işleme ilişkin gündem maddesine olumsuz oy veren pay sahiplerinin ayrılma haklarının bulunduğu ve bu hakkın kullanılması durumunda paylarının şirket tarafından alınacağını bildirileceği düzenlenmiştir. Bu sebeple ortaklık tarafından bir öneride bulunulduğu, pay sahibinin ayrılma hakkını kullanma talebinin ise kabul anlamına geldiği ifade edilmiştir⁸⁶. Biz de bu görüşe katılıyoruz. Kanımızca ortaklığın iradesi açıkça ortaya konulan bir irade değil, kanun tarafından varsayılan bir iradedir⁸⁷.

Bundan başka, ayrılma hakkı bireysel bir hak olup kullanılması için tek bir paya sahip olmak yeterlidir⁸⁸.

⁸⁶ Sönmez, 2009, s. 141; Adıgüzel, 2014, s. 38; Bektaş, 2015, s. 762.

⁸⁷ Bektaş, 2015, s. 762 vd.; Manavgat, 2016, s. 328.

⁸⁸ Sönmez, 2009, s. 76; Adıgüzel, 2014, s. 6.

İKİNCİ BÖLÜM: ÖNEMLİ NİTELİKTE İŞLEMLER

Genel Olarak

Ayrılma hakkının doğması ve kullanılabilmesi için ilk şart ortada önemli nitelikte bir işlemin bulunmasıdır. SerPK kapsamında ayrılma hakkının kullanılması açıkça önemli nitelikte işlemlere ilişkin genel kurul gündem maddesine olumsuz oy kullanılmasına ve muhalefetin toplantı tutanağına işletilmesine bağlanmıştır. Bu sebeple konunun daha iyi anlaşılması için hakkın kullanılma sürecine geçmeden önce önemli nitelikteki işlemler incelenecektir.

Hemen belirtelim ki önemli nitelikte işlemlerin bazılarında ayrılma hakkından farklılaşan daha özel sonuçlar bağlanmıştır. Ancak bu farklılıklar işlemin önemli nitelikte işlem olma vasfına değil ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkindir. Bu yüzden konu, bu bölüm altında değil bir sonraki bölümde ayrılma hakkının kullanılması anlatılırken değinilecektir.

1. Kavram

Önemli nitelikte işlem kavramı belirsiz bir kavramdır ve ne tür işlemlerin önemli olarak nitelendirileceği incelenmeye muhtaçtır. Nitekim özellikle yabancı hukuk sistemlerinde hangi işlemlerin önemli olarak nitelendirileceği tartışma konusu olmuş ve bu türden işlemlerin tespiti için farklı kriterler ileri sürülmüştür⁸⁹.

⁸⁹ Bu konuda farklı tür kriterler için bkz. Sönmez, 2009, s. 84-91. Ortaklık sözleşmesinde değişikliklerin ve ortaklık yeniden yapılandırılmalarının önemli işlemler olduğu ve bunlar hakkındaki kararların pay sahiplerine bırakıldığı; diğer işlemlerin ise bazılarının etkileri çok geniş olabilmesine rağmen yönetim kurulu yetkisinde olduğu yönünde bkz. K. Hopt, 'Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron', **ECGI Law Working Paper No: 05/2002**, 2002, <http://ssrn.com/abstract=356102>, (Son Erişim Tarihi: 09 Eylül 2016) s. 452.

Türk hukukunda ise bu tartışmalar, yabancı hukuk sistemleriyle kıyaslandığında daha önemsizdir. Çünkü ayrılma hakkının aksine önemli nitelikte işlem kavramı hukukumuzda ilk defa SerPK ile girmiş değildir. 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu⁹⁰ ('eSerPK') döneminde de Seri: IV No: 56 sayılı 'Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ'de⁹¹ yer alan 1.3.10 sayılı ilkede bazı işlemlerin kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması bakımından önemli nitelikte işlem sayılacağı düzenlenmiştir. Biraz ileride anlatılacağı üzere bu ilkede sayılan işlemler ile Ayrılma Hakkı Tebliği'nde yer alan işlemler paraleldir. SerPK ve Ayrılma Hakkı Tebliği ışığında ise önemli nitelikte işlemler kanuni dayanak kazanmış, bu işlemler büyük ölçüde SerPK tarafından belirlenirken yeni işlemler belirleme yetkisi de Kurula bırakılmıştır (SerPK m. 23).

Halka açık şirketlerde önemli nitelikte işlemler esas olarak SerPK m. 23'de sayılmıştır. Ancak kanundaki "*gibi hususlar*" ifadesinden açıkça anlaşıldığı üzere bu sayma sınırlı değildir. Sayılanlar dışındaki işlemlerin önemli nitelikte işlem olarak belirlenmesi hususunda ise Kurula yetki verilmiştir⁹². Kurul bu yetkisini kullanarak Ayrılma Hakkı Tebliği'nde SerPK m. 23'de sayılan beş işleme ek olarak üç işlemi daha önemli nitelikte işlem olarak nitelendirmiştir. Anılan tebliğde daha sonra yapılan değişikliklerle bu işlemlerden bir tanesi önemli nitelikte işlem olmaktan çıkarılmıştır.

⁹⁰ 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (RG, 30 Temmuz 1981, S. 17416).

⁹¹ Seri: IV No: 56 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ (RG, 30 Aralık 2011, S. 28158), II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği'nin (RG, 3 Ocak 2014, S. 28871) 15.1 maddesi ile yürürlükten kaldırılmıştır.

⁹² Düzenleme yapma yetkilerinin idareye verilmesinin mutlak olmadığı ancak bu durumda uygulamayı kolaylaştırıcı ve ayrıntıya inen kurallar koymak için yetki verildiği yönünde bkz. Ü. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, İstanbul 2015, s. 388.

Daha önce ifade edildiği üzere, önemli nitelikte işlemlere ilişkin kararlara olumsuz oy kullanan pay sahiplerine şirketten ayrılma imkanı tanınmasındaki amaç, bu kararların şirket yapısında, malvarlığında, pay sahiplerinin hak ve sorumluluklarında önemli değişikliklere yol açmasıdır⁹³.

Kanun koyucu tarafından SerPK’da ve Kurul tarafından Ayrılma Hakkı Tebliği’nde önemli nitelikte işlem olarak düzenlenen işlemlerin genel bir çerçeve olarak ortaklığı ve pay sahiplerinin menfaatlerini önemli derecede etkilemeleri dışında daha özel bir ortak özelliği bulunmamaktadır⁹⁴. Ancak ayrılma hakkının amacını incelerken belirttiğimiz üzere kanun koyucu ve Kurul, bir işlemin önemli nitelikte işlem olarak sınıflandırılmasında o işleme olumlu oy veren çoğunluk ile olumsuz oy veren azınlığın menfaat çatışmasını dikkate almıştır. Buna göre, işleme olumsuz oy veren azınlıktan, sözü edilen işlemin yapılmasına dair karar alındığı takdirde, bu kararın yaratacağı etki sebebiyle şirkette bir ortak olarak devam etmelerinin beklenemiyorsa ilgili işlem önemli nitelikte işlem olarak nitendirilmiştir.

Belirtmek gerekir ki aynı kararların halka açık olmayan şirketlerde alınması durumunda da pay sahipleri için benzer olumsuz sonuçların görülmesi mümkündür. Kanımızca halka açık şirketlerde, halka açık olmayan şirketlerden farklı olarak böyle bir hakkın getirilmesinin sebebi, halka açık şirket ortaklık yapısının ve pay sahiplerinin

⁹³ Manavgat, 2016, s. 292. Ayrılma hakkının amacına ilişkin detaylı açıklamalarımız için bkz. s. 7 vd.

⁹⁴ Önemli nitelikte işlemlerin ortak özelliğinin pay sahiplerini yatırım kararı verme konumuna sokmak olduğu yönünde bkz. Manavgat, 2016, s. 295. Bu görüşe kısmen katılmakla birlikte her zaman yeni bir yatırım kararı vermenin söz konusu olmadığını, bazı önemli nitelikte işlem türlerinde mevcut yatırımın kaderini önemli ölçüde etkileyecek değişikliklerin söz konusu olduğunu düşünüyoruz.

şirketten beklentilerinin halka açık olmayan şirketlerden önemli ölçüde farklılaşmasıdır. Diğer şirket türlerinin aksine halka açık şirketlerde, payların atomize olması ihtimali mevcuttur. Bununla bağlantılı olarak şirket yönetimiyle alakadar olma amacı gütmeksizin salt kar beklentisiyle şirkete yatırım yapan bir pay sahibi grubu oluşmaktadır. Dolayısıyla halka açık şirketlerin ortaklık yapısı, şirket yönetimine daha uzak ve yönetimin kararlarının kötü etkisine karşı korunmaya daha fazla muhtaçtır.

Ayrıca ayrılma hakkının öngörölmesi sadece şirketin mevcut pay sahiplerine değil o şirkete yatırım yapmayı düşünen potansiyel pay sahiplerine da koruma sağlamaktadır. Zira önemli nitelikteki işlemlere ilişkin kararlara katılmama durumunda şirketten ayrılma imkânının olduğunu bilmek yatırımcı için güvence teşkil etmektedir. Ayrılma hakkının kullanım fiyatının belirlenmesine ilişkin yöntemle göre bu güvencenin etkililiğı değişecek olmakla birlikte sabit kriterlere göre belirlenmiş bir fiyat üzerinden sağlanan çıkış hakkının %98'lik oy oranına sahip çoğunluğun insafına kalmaktan daha güvenli bir yol olduğu görüşündeyiz.

Önemli nitelikte işlem türlerinin incelenmesine geçmeden önce belirtelim ki bu işlemlerin şirketin geleceğı ve pay sahiplerinin beklentileri üzerindeki bu etkileri sebebiyle Kurul'a bu işlemlerin varlığında, işlemin tarafı olan ortaklıklardan SerPK m. 14 uyarınca hazırlanmış bağımsız denetim raporu isteme yetkisi verilmiştir (SerPK m. 14.5).

2. Önemli Nitelikte İşlem Türleri

2.1. Birleşme, Bölünme, Tür Değiştirme ve Sona Erme Kararı

2.1.1. Birleşme

Birleşme kavramı TTK’da açıkça tanımlanmış değildir. Ancak TTK m. 136.1’de şirketlerin “devralma” ve “yeni kuruluş” şeklinde birleşebileceklerinden bahsedilmiş, TTK m. 136.2’de ise “[b]irleşme, devrolunan şirketin malvarlığı karşılığında, bir değişim oranına göre devralan şirketin paylarının, devrolunan şirketin ortaklarınca kendiliğinden iktisap edilmesiyle gerçekleşir” demek suretiyle birleşmenin nasıl gerçekleşeceği, birleşmeyi tanımlarken kullanılan en temel özellikleri ile birlikte ifade edilmiştir.

Doktrinde ise temel hatlarıyla birbirine benzeyen bazı tanımlar verilmekle birlikte⁹⁵ genel olarak birleşmeyi “bir veya daha çok ticaret ortaklığının malvarlıklarının tasfiye edilmeksizin bir ticaret ortaklığı tarafından devralınması, devralınan malvarlıkları karşılığında, devralan ortaklığın paylarının devrolunan ortaklık veya ortaklıkların ortakları tarafından belirlenmiş değişim oranına göre kendiliğinden iktisap edilmesi ve bunların devralan ortaklığın ortakları olmaları”⁹⁶ şeklinde tanımlayabiliriz.

TTK m. 137’de kanunen izin verilen birleşme türleri sayılmıştır. Bunun dışında kalan birleşme türleri geçersizdir⁹⁷. Halka açık anonim şirketlerin katılabileceği

⁹⁵ Tüm tanımlar temel olarak birleşmenin kanunda yer verilmiş unsurlarından yola çıkarak yapılmaktadır. Bazı yazarlar ise tanım vermek yerine doğrudan birleşme unsurlarını incelemektedir. Bu yönde bir örnek için bkz. H. Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Genel Esaslar**, Ankara 2015, s. 69-70.

⁹⁶ Tekinalp, 2015, s. 681.

⁹⁷ TTK m.137’nin gerekçesi.

birleşmeler için özel düzenleme bulunmadığından bunların da TTK m. 137 uyarınca diğer sermaye şirketleriyle, kooperatiflerle ve devralan şirket olmaları şartıyla kollektif ve komandit şirketlerle birleşebilecekleri kabul edilmelidir. Nitekim SPK tarafından taraflardan en az birinin halka açık şirket olduğu birleşme ve bölünme işlemlerine ilişkin usul ve esasları düzenlemek için çıkarılan II-23.2 sayılı ‘Birleşme ve Bölünme Tebliği’nin⁹⁸ 2. maddesinde tebliğ kapsamı “*halka açık ortaklıkların sermaye şirketleri, devralan şirket olmaları şartıyla şahıs şirketleri ve kooperatifler ile olan birleşme işlemleri*” olarak düzenlenmiştir.

Bir şirketin birleşmeye katılması sonucunda yapısında ve malvarlığında önemli değişiklikler meydana geleceğinden⁹⁹ ve hatta devrolunan şirket olması durumunda tüzel kişiliği dahi sona erebileceğinden birleşmenin önemli nitelikte işlem olarak değerlendirilmesi ve pay sahiplerine onaylamadıkları bir birleşme kararının kabul edilmesi sonucunda ayrılma hakkı tanınması kanımızca mantıklı bir tercihtir¹⁰⁰. Birleşmeyi destekleyen çoğunluk açısından bakıldığında ise ayrılma hakkı, birleşme kararı alınırken muhalefet eden pay sahiplerinin şirketle olan ilişkisinin kesilmesini sağlamaktadır. Bu da birleşme gibi önemli bir yapısal değişiklikten sonra birleşmeden beklenen verimin sağlanması için gereken kararların daha kolay bir şekilde alınmasının önünü açmaktadır.

⁹⁸ II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği (RG, 28 Aralık 2013, S. 28865). Birleşme işlemi temel olarak TTK düzenlemeleri uyarınca gerçekleştirilecektir ancak halka açık şirketler söz konusu olduğu için farklılık durumunda Birleşme ve Bölünme Tebliği hükümleri uygulanacaktır.

⁹⁹ Manavgat, 2016, s. 297.

¹⁰⁰ Türk kanun koyucusunun AB mevzuatı ile uyum amacını incelerken belirttiğimiz üzere AB hukukunda ve üye devlet hukuk sistemlerinde genel olarak birleşmenin pay sahiplerinin menfaatleri üzerindeki etkisini dengelemek amacıyla ayrılma hakkı gibi bir yönteme başvurulmamaktadır.

Birleşme halinde ayrılma hakkı birleşmeye katılan şirketlerden sadece halka açık şirket olanların ortakları tarafından kullanılabilir¹⁰¹. Benzer bir sonuca ulaştırması açısından hatırlatalım ki, birleşmede devrolunan şirket halka açık olmayan bir şirket ise, bu şirketin ortakları, birleşme sözleşmesinde TTK m. 141 uyarınca ayrılma akçesi öngörülmüş olması şartıyla şirketten ayrılabilirler.

Mevzuatımızda, genel kurulda alınacak birleşme kararı için yeter sayıları düzenleyen birden fazla hüküm bulunmaktadır. Öncelikle, SerPK’da tüm önemli nitelikte işlemler için özel bir yeter sayı öngörülmüştür. SerPK m. 29.6’da “*önemli nitelikte işlemlere ilişkin kararların genel kurulca kabul edilebilmesi için, esas sözleşmelerinde açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, toplantı nisabı aranmaksızın, ortaklık genel kuruluna katılan oy hakkını haiz payların üçte ikisinin olumlu oy vermesi şartı aranır*” ifadesi yer almaktadır. Aynı fıkra göre, “*toplantıda sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların en az yarısının hazır bulunması halinde, esas sözleşmede açıkça daha ağır nisaplar öngörülmedikçe, toplantıya katılan oy hakkını haiz payların çoğunluğu*”¹⁰² ile karar alınabilecektir. Bu nisaplar, açık kanun hükmü sebebiyle hafifletilemez, bu yöndeki esas sözleşme hükümleri geçersizdir.

¹⁰¹ Manavgat, 2016, s. 296. Ayrılma hakkının sadece TTK m. 136’ya dayanılarak yapılan birleşme işlemleri için gündeme geleceği, özel kanunlarda yer alan özel sebeplerle gerçekleştirilen birleşmelerde uygulanmayacağı yönünde bkz. Tekinalp, 2015, s. 388.

¹⁰² Aynı yeter sayılar Ayrılma Hakkı Tebliği m. 7.1’de de ifade edilmiştir.

Hemen belirtelim ki SerPK m. 29’da yer alan yeter sayılarda pay sayısı yerine TTK m. 418 ve m. 421 ile paralel olarak oy sayısının dikkate alınmasının daha yerinde olacağı ileri sürülmüştür¹⁰³. Biz de bu görüşe katılıyoruz.

Birleşme kararına ilişkin yeter sayıların yer aldığı başka bir düzenleme ise TTK m. 151’dir. Maddenin 1.a bendinde TTK m. 421.5.b’nin saklı olduğu ifade edilmiştir. TTK m. 421.5.b’de pay senetleri menkul kıymet borsalarında işlem gören şirketlerde birleşme, bölünme ve tür değiştirmeye ilişkin kararlarda esas sözleşmede aksine hüküm yoksa TTK m. 418’deki toplantı nisabı uygulanacağı belirtilmiştir. TTK m. 418’deki nisaba göre ilk toplantıda sermayenin en az dörtte biri toplantı yeter sayısı, toplantıda hazır bulunan oyların çoğunluğu karar yeter sayısıdır. İkinci toplantıda ise toplantı yeter sayısı aranmaz ve karar toplantıda hazır bulunan oyların çoğunluğu ile verilir.

Anılan farklı düzenlemelerin varlığında özel hüküm niteliğinde olan SerPK m. 29.6’nın mı yoksa TTK m. 151.1.a’nın mı uygulanacağı sorusu gündeme gelecektir. Kanımızca halka açık şirketlere ilişkin hem daha sonraki tarihli, hem özel hüküm olarak SerPK.29.6 uygulanacaktır.

SerPK m. 29.6’nın uygulanmasında ise esas sözleşmede açıkça SerPK m. 29.6’da yer alan nisaplardan ağır bir nisap öngörülmüşse o zaman o nisap uygulanacaktır. Eğer daha hafif bir nisap öngörülmüşse o zaman bu düzenleme geçersiz olacak ve SerPK m. 29.6’daki yeter sayılarla karar alınacaktır.

¹⁰³ Manavgat, 2016, s. 313.

Son olarak belirtmek isteriz ki Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12.1 uyarınca kolaylaştırılmış birleşme işleminde ayrılma hakkı doğmayacaktır¹⁰⁴.

2.1.2. Bölünme

Birleşmede olduğu gibi bölünmede de kanunda açık bir tanım yapılmamış, bölünme türleri ve özellikleri açıklanmıştır. Hukuki olarak bölünme, bir şirketin malvarlığının tamamının ya da bir kısmının şirketten ayrılarak mevcut ya da yeni kurulacak bir şirket veya şirketlere devredildiği, karşılığında da devralan şirket paylarını bölünen şirket pay sahiplerinin ya da şirketin iktisap ettiği bir süreçtir¹⁰⁵.

Eğer bölünme sonrasında bölünen şirket sona eriyor ve malvarlığı iki farklı şirkete devrediliyorsa tam bölünme, bölünen şirket varlığını sürdürüyor ancak malvarlığının bir kısmı başka bir şirkete devrediliyorsa kısmi bölünme söz konusu olur¹⁰⁶.

Bölünmede pay sahiplerinin bölünme sonrasında yeni oluşan veya malvarlığını devralan şirketteki pay oranı bölünme öncesindeki ile aynı ise simetrik ya da oranların korunduğu bölünme (TTK m. 161.2.a), farklı ise asimetrik ya da diğer adıyla oranların korunmadığı bölünme (TTK m. 161.2.b) söz konusu olur. Bu ayrımın bu çalışmanın konusu açısından önemi bazı hukuk sistemlerinde ayrılma hakkının sadece asimetrik bölünmeler için öngörülmüş olmasıdır. Ancak SerPK.23’de böyle bir ayrıma

¹⁰⁴ Bu konuya ilişkin açıklamalarımız için bkz. s. 127.

¹⁰⁵ Bölünmenin türleri ve unsurlarını da kapsayan detaylı bir tanım Tekinalp tarafından verilmiştir. Buna göre bölünme ‘[b]ir ortaklığın malvarlığının tümünün veya bir kısmının ya da bazı kısımlarının o ortaklıktan ayrılarak bir bütün halinde mevcut veya kurulacak bir ortaklığa yahut ortaklıklara devredilip, karşılığında devralan mevcut veya yeni ortaklıkların paylarını, bölünen ortaklığın ortaklarının veya bizzat ortaklığın kendisinin iktisap etmesi’dir. Tekinalp, 2015, s. 724.

¹⁰⁶ M. Helvacı, **Anonim Ortaklıkların Bölünmesi**, İstanbul, 2004, s. 22.

gidilmeyip genel olarak ‘bölünme’ ifadesi kullanıldığından tüm bölünme türlerinde ayrılma hakkı gündeme gelebilecektir.

Birleşmede olduğu gibi bölünmede de bölünme süreci genel olarak TTK bölünme düzenlemeleri üzerinden yürütülecek ancak Birleşme ve Bölünme Tebliği’nde hüküm bulunan hallerde tebliğ hükümleri öncelikle uygulama alanı bulacaktır.

Bölünmenin önemli nitelikte işlem olarak kabul edilmesinin sebebi bölünme sonucunda şirket yapısında ve malvarlığında ciddi değişikliklerin meydana gelecek olmasıdır¹⁰⁷. Malvarlığındaki azalma ve pay oranlarındaki ya da değerlerindeki değişikliğin pay sahiplerinin durumunu önemli derecede etkileyeceği açıktır. Bu sebeple olumsuz oy kullanmalarına rağmen bu değişikliğe engel olamayan pay sahiplerine paylarını şirkete satarak ortaklıktan ayrılma imkanı tanınmıştır. Diğer yandan bölünme çoğu zaman stratejik bir karar olduğundan şirketin yeni yapıya uyum sağlanması için bölünme kararının şirket içi organizasyona dair başka kararlarla desteklenmesi gerekecektir. Bölünmeyi destekleyen pay sahipleri açısından bakıldığında görülecektir ki, ayrılma hakkı muhalif kesimin şirketten ayrılmasına imkan vererek bu yapısal değişikliğe ilişkin sonraki kararların daha kolay bir şekilde alınmasının önünü açmaktadır.

¹⁰⁷ Adıgüzel, 2014, s. 12-13. Özellikle asimetrik bölünmede pay sahiplerinin haklarının ihlal tehlikesi olduğu yönünde bkz. H. Çoştan, **Anonim Ortaklıklarda Bölünme**, Ankara 2004, s. 79. Bölünmenin pay sahipliği haklarını önemli ölçüde etkilediği ve küçük yatırımcıların zarar görmesine de yol açabileceği yönünde bkz. F. Akgün, **Şirket Bölünmeleri**, SPK Yeterlilik Etüdü, 2001, s. 34.

TTK'da bölünme kararı için gereken yeter sayılar TTK m. 173'de düzenlenmiştir. Ancak birleşmede söz konusu olan yeter sayılara ilişkin farklı düzenlemelerin varlığı burada da mevcuttur. Birleşme bahsinde de belirtildiği üzere, halka açık şirketlerin bölünme kararlarında TTK m. 173'deki sayılar değil daha sonraki tarihli ve SerPK'ya tabi şirketlere özel düzenleme olduğu için SerPK m. 29.6'daki yeter sayılar uygulanacaktır¹⁰⁸.

Hemen belirtelim ki TTK m. 173.3'de asimetrik bölünme için devreden şirkette oy hakkını haiz pay sahiplerinin yüzde doksanın olumlu oyu aranmıştır. Ancak devreden şirketin halka açık şirket olduğu durumlarda SerPK m. 29.6 öncelikle uygulanacağı için ve SerPK m. 29.6'de ilgili diğer düzenlemelerde değil esas sözleşmede açıkça oran belirtilerek ağır bir nisap öngörülmemiş olması halinde uygulanacak nisaplar düzenlendiği için devreden şirketin halka açık şirket olduğu durumda asimetrik bölünme kararı halka açık olmayan şirketlere göre çok daha kolay alınabilecektir.

2.1.3. Tür Değiştirme

Tür değiştirme bir şirketin başka bir şirkete dönüşmesini ifade eder. Birleşme ve bölünmeden farklı olarak tür değiştirmede şirket malvarlığında bir değişiklik meydana gelmez. Ancak tür değiştirme sonucunda şirketin hukuki yapısı ve şirket pay sahiplerinin kanuni hak ve sorumlulukları değişecektir¹⁰⁹. Dolayısıyla birleşme ve bölünmedeki kadar açık olmasa da tür değiştirme de pay sahiplerinin şirketteki

¹⁰⁸ Adıgüzel, 2014, s. 13.

¹⁰⁹ H.S. Türk, 'Ticaret Ortaklıklarının Nev'i Değiştirmesine İlişkin Yargıtay Kararları', **Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu II**, Ankara 1985, s. 145.

pozisyonlarını önemli derecede etkilemektedir¹¹⁰. Ayrılma hakkı, tür değiştirme kararına olumsuz oy kullanan ortakları bu değişikliklere katlanmaya mecbur bırakmamak için getirilmiştir.

Birleşme ve bölünmede olduğu gibi tür değiştirmede de kanun sadece belirli şirket türleri arasındaki tür geçişlerine izin vermiştir. Bir sermaye şirketi olan anonim şirket ancak başka bir sermaye şirketine ya da kooperatife dönüşebilir (TTK m. 181.1.a). Ancak bu noktada halka açık bir anonim şirketin gerçekten tür değiştirip değiştiremeyeceği sorusu gündeme gelmektedir. Anıldığı üzere bir anonim şirket ancak bir diğer sermaye şirketi türü olan limited şirkete veya kooperatife dönüşebilecektir. Ancak hukukumuzda halka açık limited şirket veya kooperatif düzenlenmiş değildir. Başka bir deyişle bir halka açık anonim şirketin tür değiştirebilmesi için öncelikle halka açıklık statüsünden çıkması gerekecektir. Bu yönde bir karar alındıktan sonra da şirket artık halka açık bir şirket olmayacaktır¹¹¹. Ayrılma hakkı halka açık şirket pay sahipleri için öngörülmüş bir hak olduğundan tür değiştirme kararı alındığı noktada ayrılma hakkının doğması söz konusu olmayacaktır. Açıklanan sebeplerle teknik olarak bir halka açık anonim şirketin tür değiştirmesinin mümkün olmadığını ve dolayısıyla önemli nitelikte işlem türleri arasında tür değiştirmenin sayılmasının doğru olmadığını düşünüyoruz.

2.1.4. Sona Erme

Sona erme halka açık şirketin günlük faaliyetlerinin durması ve tasfiye amacıyla sınırlandırılması ile şirketin tasfiye aşamasına geçmesini ifade eder¹¹². Sona

¹¹⁰ Adıgüzel, 2014, s. 14.

¹¹¹ Manavgat, 2016, s. 299.

¹¹² Tekinalp, 2015, s. 163-164.

erme kararı alındığı an şirket tüzel kişiliği sona ermez, tüzel kişilik ancak tasfiye aşaması tamamlanınca sona erer. Ayrılma hakkının devreye girdiği sona erme şekli ise, şirket genel kurulunun sona erme kararı alması durumudur¹¹³.

SerPK’da halka açık şirketlerin sona ermesine ilişkin özel hükümler düzenlenmiş değildir. Bu sebeple halka açık şirketlerin sona ermesine de TTK’da yer alan hükümler uygulanacaktır¹¹⁴.

Şirket genel kurulunda sona erme kararı alınmış ise bunun anlamı şirketin tasfiye sürecine gireceğidir. Dolayısıyla şirket zaten son bulacak ve mevcut pay sahiplerine tasfiye süreci sonunda tasfiye payı ödenecektir. Bu sebeple zaten bir süre sonra sona erecek olan şirketten ayrılma hakkının ne amaçla getirildiği ve tasfiye sonucunda pay sahibi ile şirket arasındaki ilişkinin sona ermesinden farklarının ne olduğu incelenmelidir.

Sona erme kararına dayanarak ayrılma hakkını sadece sona erme kararına muhalif olan pay sahipleri, yani sona ermenin sonuçlarına karşı olanlar kullanabilir. Bu durumda pay sahibi, şirketin sona ermesi ve tasfiyesi sonucunda değil ayrılma hakkını kullanarak payını satmak suretiyle şirket ile olan ilişkisini bitirmeyi bizzat tercih etmektedir.

Bu tercihin belirli sebepleri olabilir. İlk olarak pay sahibi şirketin tasfiye aşamasına girmesini, tasfiye sürecinin yürütülmesini ve şirket alacaklılarının alacaklarının ödenmesini beklemeden paylarını satıp bedeli pay bedelini almak istiyor olabilir. İkinci olarak, şirketin sona ermesi kararı alınırken zaten muhalif kalmış olan

¹¹³ Adıgüzel, 2015, s. 15.

¹¹⁴ Adıgüzel, 2015, s. 15.

pay sahibi şirketin tasfiyesinin çoğunluk hâkimiyetinde ve kendisi için avantajlı olmayacak şekilde yürütüleceğini düşünüyor olabilir. Üçüncü olarak payları iskontolu fiyattan işlem gören şirketlerde ayrılma hakkı kullanım fiyatı gelecekteki kar payı iskontosunu da içeren geçmişe dönük borsa değeri üzerinden hesaplanacağından ve payların gerçek değerinden daha fazla olacağından pay sahipleri açısından sona erme kararına bağlı olarak ayrılma hakkını kullanmak daha avantajlı olabilecektir¹¹⁵.

Pay sahipleri iki durumdan birini tercih etmeden önce şirketten ayrılırken elde edecekleri bedele de dikkat edecektir. Ayrılma hakkında pay sahibinin payları kanunda öngörüldüğü şekilde hesaplanacakken, tasfiye sonrası ödenecek miktar şirketin mali durumuna göre değişiklik gösterecektir¹¹⁶. Bu noktada şirketin mali durumunun pay bedeline yansıtacağı ve aslında ödenecek miktarların çok farklı olmayacağı ileri sürülebilir. Ancak şirket paylarının değerlerindeki değişiklik çoğu zaman bu kadar doğrudan etkenlerle açıklanamaz.

Piyasada şirket paylarının fiyatlarının oluştuğunu açıklamaya çalışan çeşitli teoriler bulunmaktadır. Örneğin tam verimli piyasa hipotezine göre¹¹⁷ şirkete ilişkin bilgiler pay bedelinin belirlenmesinde gerçekten etkili olacaktır. Ancak piyasada verim azaldıkça bu etkileşim gecikecektir. Pratikte ise pay piyasaları tam verimli piyasalar değildir¹¹⁸. Şirkete ilişkin bilgiler değerlendirilip alım-satımlar aracılığıyla - yatırımcılar tarafından pay değerine yansıtılamaz. Hatta davranışsal finans teorisine göre yatırımcıların karar alma mekanizması tamamen sübjektif ölçütler olan

¹¹⁵ Manavgat, 2016, s. 300.

¹¹⁶ Adıgüzel, 2014, s. 16.

¹¹⁷ B. G. Malkiel, 'Efficient Market Hypothesis', **The World of Economics**, 1991, s. 211.

¹¹⁸ Manavgat, 2016, s. 332.

duygulardan veya sosyal olgulardan etkilenir ve bu kararlar da fiyatın oluşumunu etkiler¹¹⁹. Bu sebeple ayrılma hakkının kullanılması esnasında elde edilecek bedel ile şirketin tasfiyesi sonucunda pay sahiplerine kalacak tasfiye payları arasında ciddi farklar oluşabilecektir.

Halka açık şirketlerde sona erme kararı önemli nitelikte bir işlem olarak sayıldığı için SerPK m. 29.6'daki nisaplara uyularak alınacaktır. Diğer yapısal değişiklik türlerinde olduğu gibi sona ermede de SerPK m. 29.6'da yer alan nisaplar TTK'ya göre daha düşük olduğundan¹²⁰ halka açık şirketlerde sona erme kararı halka açık olmayan şirketlere göre daha kolay alınacaktır.

2.2. Malvarlığının Önemli Bölümünü İlgilendiren Kararlar

2.2.1. Kavramlar

SerPK m. 23.1.b uyarınca şirketin “[m]al varlığının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya üzerinde bir ayrı hak tesis etmesi veya kiralaması¹²¹” önemli nitelikte işlem sayılır.

¹¹⁹ J. Motier, **Behavioural Finance Insights into Irrational Minds and Markets**, West Sussex, 2002, s. 1.

¹²⁰ TTK m. 529.1.d'ye göre anonim şirketlerde genel kurulda sona erme kararı TTK m. 421.3-4'deki yeter sayılarla alınır. Buna göre sona erme kararı ‘*sermayenin en az yüzde yetmiş beşini oluşturan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin olumlu oylarıyla alınır*’.

¹²¹ Doktrinde kiralama süresinin önemlilik seviyesine etki edeceğini ileri süren bir görüş vardır. Bu görüş için bkz. L. Biçer/E. Hamamcıoğlu, ‘Anonim Ortaklıklarda Genel Kurulun Devredilemez Yetkileri Kapsamında Önemli Miktarda Şirket Varlığının Toptan Satışı ve Uygulama Alanı’, **Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Haziran 2013 S. 1, s. 44. Ancak burada önemlilik ölçütü açıkça işleme konu malvarlığının miktarı üzerinden ölçülmektedir ve kira süresinin önemine ilişkin hiçbir ifadeye yer verilmemiştir. İşleme konu malvarlığı miktarı önemlilik ölçütünü sağlıyorsa pay sahiplerinin ayrılma hakkı önünde bir de kira süresine ilişkin

Kural olarak anonim şirketlerde malvarlığına ilişkin işlemlerde esas sözleşmede aksine bir düzenleme olmadıkça yönetim kurulu yetkilidir (TTK.374). Ancak TTK m. 408.2.f’de “[ö]nemli miktarda şirket varlığının toptan satışı” anonim şirketlerde genel kurulun devredilmez görev ve yetkileri arasında sayılmıştır. Dolayısıyla malvarlığındaki hangi işlemler için yönetim kurulunu, hangi işlemler için genel kurulun yetkili olduğunu ve genel kurulun yetkili olduğu işlemlerin hangilerinde ayrılma hakkının gündeme geleceğini anlayabilmek için öncelikle şirket malvarlığından ve onun önemli miktarından ne anlaşılması gerektiği incelenmelidir.

Şirket malvarlığından ne anlaşılması gerektiği Ayrılma Hakkı Tebliği öncesinde tartışmalı olmakla birlikte Ayrılma Hakkı Tebliği’nin 4.h maddesinde malvarlığı, *“Türkiye Muhasebe Standartlarında tanımlanan finansal yatırımlar, özkaynak yöntemi ile değerlendirilen yatırımlar, yatırım amaçlı gayrimenkuller, maddi duran varlık, maddi olmayan duran varlık ile canlı varlıklar”* olarak tanımlanmıştır.

TTK m. 408’de ve SerPK m. 23’de önemli miktarda şirket malvarlığından ne anlaşılması gerektiğine ilişkin bir düzenleme yer almamaktadır. Ancak SerPK m. 23.1.b’deki ifadeyi aynen tekrarlayan Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5.1.b’deki önemlilik ölçütünün ne olduğu yine Ayrılma Hakkı Tebliği m. 6.1’de belirtilmiştir.

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 6’da önemlilik kriteri olarak birbirine alternatif üç farklı durum gösterilmiş ve bunlardan birini sağlayan malvarlığına ilişkin devir, aynı hak tesisi veya kiralama işlemlerinin önemli olduğu kabul edilmiştir. Buna göre, *“[i]şleme konu malvarlığının kamuya açıklanan son finansal tablodaki kayıtlı*

keyfi bir şart konulamaz. Dolayısıyla kiralama süresinin bir önem taşıdığına ilişkin bu görüşe katılmıyoruz. Aynı yönde bkz. Bektaş, 2015, s. 791.

değerinin kamuya açıklanan son finansal tablolara göre varlık(aktif) toplamına oranı veya [i]şlem tutarının yönetim kurulu karar tarihinden önceki altı aylık günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatlarının aritmetik ortalaması baz alınarak hesaplanan ortaklık değerine oranı veya [d]evredilecek veya kiraya verilecek veya üzerinde aynı hak tesis edilecek malvarlığı unsurunun son yıllık finansal tablolara göre elde edilen gelire katkısının, son yıllık finansal tablolardaki gelirlere oranının” %50’den fazla olması durumunda bu işlem önemli nitelikte işlem sayılacaktır.

TTK m. 408.2.f’de yer alan önemli miktarda varlık ifadesindeki varlık ve önemli miktar kavramlarından ne anlaşılması gerektiği ise açık değildir. Zira Ayrılma Hakkı Tebliği’nde yer alan önemlilik kriteri halka açık olmayan şirketlere de uygulanacak bir hükme doğrudan uygulanamaz, sadece yorumlamaya yardımcı bir araç olarak kullanılabilir. Kanımızca, burada amaç işlemin şirket için önemli olduğuna yönelik bir eşik oluşturmak olduğundan ve halka açık şirketler ile halka açık olmayan şirketlerin genel malvarlığı profili doğaları ve tabi oldukları düzenlemeler gereği farklı olduğundan halka açık şirketler söz konusu olduğunda TTK m. 408.2.f’deki varlık ve önemli miktar kavramlarının Ayrılma Tebliği’nde yer alan karşılıkları ile anlaşılması yerinde olacaktır.

Kurul aynı zamanda malvarlığına ilişkin işlemlerin bu sınırlar altında kalan birkaç işlem şeklinde yapılmasının ve bu şekilde işlemin önemli nitelikte işlem olmasına bağlanan sonuçların dolanılmasının önüne geçmek istemiştir. Bunun için Ayrılma Hakkı Tebliği m. 13.2’de “[b]u Tebliğde belirtilen oranlara ilişkin sınırların altında kalmak amacıyla, işlemlerin birkaç seferde yapılması veya muhasebe politikalarının değiştirilmesi gibi işlemler gerçekleştirilemez” düzenlemesine yer verilmiştir.

Son olarak, yönetim kurulunun önemlilik kriteri üzerindeki etkisi incelenmelidir. Belirtilen kriterler tek seferde veya ayrı ayrı yapılan işlemlerle aşılmış olmasa da yönetim kurulunun işleme konu mal varlığının şirket faaliyetleri açısından önemini dikkate alarak değerlendirme yapması gerekmektedir (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 6.3)¹²². Burada yönetim kurulunun yapacağı bir değerlendirmeden söz edilmektedir. Ayrılma Hakkı Tebliği m. 6.5’de de kamuya yapılacak açıklamada önemlilik kriterlerinin sağlanıp sağlanmadığına ve işlemin yönetim kurulu tarafından önemli nitelikte işlem olarak değerlendirilip değerlendirilmediğine ilişkin bir yönetim kurulu kararından bahsedilmektedir. Tebliğin 14.maddesinde ise yönetim kurulunun *“önemlilik ölçüsü de dahil olmak üzere önemli nitelikte işlemlerde bulunulabilmesi veya kararların alınabilmesi ile ayrılma hakkının kullanımı ve ayrılma hakkının doğmadığı hallere ilişkin”* usul ve esaslara uyum konusunda sorumlu olduğu düzenlenmiştir. Anılan düzenlemeler ışığında yönetim kurulunun bir işlemin önemli nitelikte işlem olarak değerlendirilmesinde söz sahibi olduğu yönünde bir çıkarım yapılabilir.

Ancak SerPK m. 23.1 uyarınca önemli nitelikteki işlemleri ve önemlilik kriterini belirleme yetkisi Kurul’a aittir. Düzenlemenin metnindeki belirsizliğe rağmen özellikle yönetim kuruluna sorumluluk yükleyen 14.madde de dikkate alındığında burada önemlilik kriterine ilişkin olarak yönetim kuruluna takdir yetkisi tanındığı

¹²² Bu değerlendirme önemli nitelikte işleme ilişkin özel durum açıklamasında yer almalıdır. Nitekim Kurulun 2015/6 sayılı Bülteninde yer aldığı üzere Kurul tarafından özel durum açıklamasında ilgili satışın önemlilik kriterini sağlayıp sağlamadığına ve önemli nitelikte işlem olarak değerlendirilip değerlendirilmediğine ilişkin yönetim kurulu kararı ve oran hesaplarına yer verilmediği gerekçesiyle idari para cezası uygulanmıştır.

savunulabilir¹²³. Ancak kanımızca, yönetim kurulunun yapacağı değerlendirme önemli nitelikte işlem sınıflandırmasını etkilemeye veya önemlilik kriterini belirlemeye yönelik değil somut olayda bu şartların sağlanıp sağlanmadığını tespit etmeye ve özellikle önemlilik kriteri altında kalan işlemlerin etkileri itibariyle önemli nitelikte işlem olarak değerlendirilmesine gerek olup olmadığına yöneliktir¹²⁴. Görüşümüzün temeli Kanunun Kurul’a verdiği yetkinin yönetim kuruluna bu kadar serbest bir şekilde devredilemeyeceği düşüncesine dayanmaktadır. Nitekim Ayrılma Hakkı Tebliği’nin 6.3 ve 6.5 maddelerinin Kurulca belirlenen önemlilik kriterini sağlamasa dahi işleme konu malvarlığının ortaklığın faaliyetleri açısından taşıdığı öneme yönetim kurulu tarafından yapılacak değerlendirmede yer verileceğini düzenlemesi görüşümüzü destekler niteliktedir.

2.2.2. Kararın Alınması

SerPK m. 23.1.b ile TTK m. 408.2.f kavramlar açısından benzerlik göstermesine rağmen işlem türü açısından TTK m. 408.2.f SerPK m. 23.1.b’den daha dar kapsamlı olarak düzenlenmiş ve önemli miktarda malvarlığının satışı genel kurulun devredilemez görev ve yetkileri kapsamına alınmıştır. Başka bir deyişle TTK kapsamında önemli miktarda malvarlığının üzerinde aynı hak tesis edilmesi veya kiralanması, esas sözleşmede özel bir düzenleme yapılmamışsa, yönetim kurulunun yetkisine giren bir işlemdir.

¹²³ Bu yönde bir görüş için bkz. Bektaş, 2015, s. 790.

¹²⁴ Bu noktada yönetim kurulu tarafından yapılan değerlendirmenin somut olayın özelliklerine uygun olmaması durumunda yönetim kurulunun sorumluluğunun gündeme geleceği yönünde bkz. Manavgat, 2016, s. 302.

Öte yandan ayrılma hakkının kullanılabilmesi için pay sahibinin ilgili karara muhalif olması ve bunu tutanağa geçirmesi aranmıştır. Bu noktada yönetim kurulu yetkisine giren bir karara bir pay sahibinin nasıl olumsuz oy kullanabileceği sorusu gündeme gelebilir. SerPK m. 23’de bu konuda bir açıklama bulunmamakla birlikte SerPK m. 29.6’de önemli nitelikte işlemlere ilişkin kararların genel kurulda kabul edileceği dolaylı yoldan belirtilmiş, Ayrılma Hakkı Tebliği’nin 7.1 maddesinde ise açıkça “[o]rtaklıkların önemli nitelikte işlemleri genel kurul onayına sunulur” demek suretiyle yönetim kurulu tarafından yapılan bir işlem önemli nitelikte işlem olarak sınıflandırılmış ise genel kurul onayından geçmesi gerektiği ifade edilmiştir¹²⁵.

Bu düzenlemelerin tamamı göz önünde bulundurulduğunda bir önceki önemli nitelikte işlem grubu olan yapısal değişikliklere göre farklı olan bir nokta göze çarpmaktadır. Malvarlığına ilişkin işlemlerde, esas sözleşmede özel bir düzenleme yapılmamış ise, sadece TTK m. 408.2.f kapsamında önemli miktarda şirket varlığının toptan satışına ilişkin olması durumunda karar genel kurulda alınır. Diğer ihtimallerde ise karar yönetim kurulu tarafından alınacak ancak genel kurul onayına sunulacaktır.

İster karar genel kurul tarafından alınıyor olsun isterse yönetim kurulu kararı genel kurul onayına sunulmuş olsun genel kuruldaki oylamada SerPK m. 29.6’da yer alan nisaplara uyulması gerekir. Buna göre şirket esas sözleşmesinde “*açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, toplantı nisabı aranmaksızın, ortaklık genel kuruluna katılan oy hakkını haiz payların üçte ikisinin olumlu oy vermesi şartı aranır. Ancak, toplantıda sermayeyi temsil eden oy hakkını*

¹²⁵ Kurul uygulamasında da önemli nitelikte işlemlere ilişkin böyle bir kararın varlığı durumunda bu kararın sonraki ilk genel kurul toplantısında pay sahiplerinin onayına sunulması aranmaktadır. Bkz. SPK 2015/2 sayılı Bülteni.

haiz payların en az yarısının hazır bulunması halinde, esas sözleşmede açıkça daha ağır nisaplar öngörülmedikçe, toplantıya katılan oy hakkını haiz payların çoğunluğu ile karar alınır.”

2.2.3. Düzenlemenin Kapsamı ve İşlemin Etkileri

Malvarlığının önemli bölümündeki devir, kira ve ayni hak tesisi işlemlerinin önemli nitelikte işlem sayılarak bunlara muhalif kalan pay sahibine ayrılma hakkı tanınmasındaki amaç karara muhalif kalan pay sahibine bu işlemlerin sonuçlarına maruz kalmaksızın şirketle ilişkisini sona erdirme imkânı tanımaktır¹²⁶.

Bu düzenleme, içerdiği işlemlerin kapsamı açısından eleştirilmiştir. Bu eleştiriye göre şirket malvarlığında değişikliğe yol açabilecek olan kefalet, garanti veya bağış gibi diğer işlemler de maddede sayılmalıdır¹²⁷. Öncelikle belirtmek gerekir ki bağış malvarlığının devri anlamına geldiğinden kanımızca zaten madde kapsamı içerisindedir. Kefalet ve garanti gibi işlemler için amaç malvarlığında meydana gelecek önemli ölçüde değişikliklere karşı pay sahiplerini korumak ise ilk bakışta bu eleştiri yerindedir. Ancak dikkate alınması gereken iki önemli nokta bulunmaktadır. İlk olarak II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği m. 12 uyarınca ortaklıkların üçüncü kişiler lehine teminat vermeleri yasaklanmıştır. İkinci olarak ayrılma hakkının amacının şirket malvarlığındaki herhangi bir etkiye değil belirli bir önemlilik ölçütünü sağlayan etkilere karşı pay sahiplerini korumak olduğu unutulmamalıdır. Kefalet, garanti gibi işlemler malvarlığı üzerinde malvarlığının devri, kiraya verilmesi veya

¹²⁶ Malvarlığının önemli bölümünün devrinin şirketin yeniden yapılanmasına ve fiilen birleşme/bölünme benzeri bir duruma yol açacağı gerekçesiyle önemli nitelikte işlem olarak sınıflandırılmasının tabi olduğu yönünde bkz. Adıgüzel, 2014, s. 17.

¹²⁷ Biçer/Hamamcıoğlu, 2013, s. 44.

üzerinde aynı hak tesis edilmesi kadar ciddi bir sınırlama yaratmamaktadır. Burada işlemlerin niteliğine ilişkin olarak kesin bir kriter çizmek zordur¹²⁸. Kanun koyucu da bu sebeple işlem türünü belirlemek için de kriter vermek yerine bazı işlemleri saymayı tercih etmiştir. Her teminat işleminin genel kurul onayına sunulması şirket mekanizmasını işlemez hale getireceğinden bu yöntemin yerinde olduğunu düşünüyoruz.

Bu noktada ayrılma hakkının doğmasına yol açan malvarlığı işlemlerinin diğer kapsam dışı bırakılan işlemlerden farklı olarak karara muhalif kalan pay sahiplerinin korunmasını gerektiren etkilerinin neler olduğu sorusu önem taşımaktadır. Bu etkileri tespit edebilmek için yine Ayrılma Hakkı Tebliği m. 6.1’de yer alan üç alternatif önemlilik kriteri incelenmelidir.

İlk kriter, işleme konu mal varlığının kamuya açıklanan son finansal tablodaki kayıtlı değerinin kamuya açıklanan son finansal tablolara göre aktif varlık toplamına oranının %50’den fazla olmasıdır. Bu ihtimalde şirketin aktif malvarlığının çok ciddi bir oranı üzerindeki kullanım yetkisi kısıtlanmaktadır. Başka bir deyişle bu malvarlığının mülkiyeti başkasına devredildiği veya üzerinde başkası lehine hak tesis edildiği için işleme konu malvarlığının şirkete ekonomik getirisi azalacaktır. Ancak burada pay sahipleri için bir zarar varsayımı söz konusu değildir. Şirket bu işlemleri bir bedel karşılığı yapacaktır. İşte pay sahipleri, bu işlem bedeli ile uzun vadede

¹²⁸ Bu eleştiriye bir cevap olarak düzenlemede sayılan işlemleri diğer işlemlerden ayıran niteliğin diğer işlemlerin malvarlığı üzerinde doğrudan talep edilebilir bir hak doğurmaması olduğu yönünde bkz. Adıgüzel, 2014, s. 21. Ancak kefalet ve garanti gibi işlemlerin de aslında şirketi borç altına soktuğu ve şartlar gerçekleştiğinde işlemin diğer tarafının şirket malvarlığı üzerinde hak iddia edebileceği düşünüldüğünde yazarın görüşüne katılamıyoruz.

malvarlığının ekonomik getirisindeki azalmayı karşılaştırarak ayrılma hakkını kullanıp kullanmayacağına karar vermelidir.

Düzenlemede aktifler bir bütün olarak dikkate alınmış ve bu aktif malvarlığı üzerindeki yükler hesaba katılmamıştır¹²⁹. Bu durum özellikle aktif malvarlığı üzerinde, aktif malvarlığının değerine oranla yüksek miktarda yük varsa önem taşımaktadır. Çünkü normalde şirketin aktif-pasif net toplamının yüksek bir oranına tekabül edecek olan işlemler, aktifler yüklerden bağımsız hesaba katıldığında bu sınıra takılmayacak ve *de facto* önemli etki doğurabilecek bu işlemlerde ayrılma hakkı devreye giremeyecektir. Bu ihtimalde Ayrılma Hakkı Tebliği m. 6.3 uyarınca yönetim kurulunun şeklen önemlilik kriteri altında kalan bu işlemin gerçek önemlilik ölçütünü değerlendirmesi gerektiği görüşündeyiz¹³⁰.

İkinci kriter, işlem tutarının yönetim kurulu karar tarihinden önceki altı aylık günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması baz alınarak hesaplanan şirket değerine oranının %50'den fazla olmasıdır. Bu durumda malvarlığı işleminin değeri şirket değerinin çok yüksek bir oranını oluşturmaktadır. Bu işlemin olumsuz bir şekilde sonuçlanması durumunda hem şirketin hem de dolaylı biçimde pay sahiplerinin ekonomik menfaatlerinin zedelenebileceği açıktır. Bu sebeple işleme muhalif kalan pay sahiplerine, anılan işlemin olumlu ya da olumsuz sonuçlarına maruz kalmadan çıkış imkânı tanınmıştır. Günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyat borsada işlem gören paylar için belirlenebilecek bir fiyat olduğundan sözü edilen ikinci kriterin

¹²⁹ Adıgüzel, 2014, s. 18.

¹³⁰ Yönetim kurulunun önemli nitelikte işlem türleri ve önemlilik ölçütünün belirlenmesindeki rolüne ilişkin açıklamalarımız için bkz. s. 56 vd.

payları borsada işlem gören halka açık şirketler söz konusu olduğunda uygulanamayacağı anlaşılmaktadır¹³¹.

Üçüncü ve son önemlilik kriteri ise, devredilecek veya kiraya verilecek veya üzerinde aynı hak tesis edilecek malvarlığı unsurunun son yıllık finansal tablolara göre elde edilen gelire¹³² katkısının, son yıllık finansal tablolardaki gelirlere oranının %50'den fazla olmasıdır.

Bu ihtimalde ilk iki kriter gere göre çok daha doğrudan bir etki söz konusudur. Bilindiği üzere, pay sahiplerinin şirketten en temel beklentisi şirketin kar etmesi ve bu karın dağıtılmasıdır. Sözü edilen işlemde ise işleme konu olan malvarlığı, şirketin son yıllık finansal tablolardaki gelirlerinin yarısından fazlasının kaynağını oluşturmaktadır. Başka bir deyişle, söz konusu işlemle şirketin en büyük gelir kaynağı üzerinde tasarruf edilmekte ve şirketin ilgili malvarlığına erişimi kısıtlanmakta veya tamamen ortadan kaldırılmaktadır. Uzun vadede bu işlemde elde edilen gelir ve beklentilerin ilgili malvarlığı gelirindeki azalmayı dengeleyip dengeleyemeyeceği belli olmadığından bu işleme muhalif olan pay sahiplerine şirketten ayrılma hakkı tanınmıştır.

Bu üç kriter sayıldıktan sonra aynı maddede hesaplanan oranların anlamlı olmayacak şekilde yüksek çıkması gibi sebeplerle uygulanabilirliğinin bulunmaması durumunda sadece bu orana bağlı olarak değerlendirme yapılmayacağı düzenlenmiştir.

¹³¹ Adıgüzel, 2014, s. 19.

¹³² Buradaki oranın tüm gelirlerden değil şirket konusuna bağlı olarak gelir getiren kalemler üzerinden hesaplanmasının daha doğru olacağı yönünde bkz. Adıgüzel, 2014, s. 19.

Bu işlemlere olumlu oy veren ortaklar açısından bakıldığında ise ayrılma hakkının varlığı sebebiyle karara muhalif kalan pay sahiplerinin şirketten ayrılmayı tercih etmesi sebebiyle stratejik malvarlığı değişikliği sonrasında atılacak adımların daha kolay şekilde atılmasının önü açıldığı söylenebilir. Ancak buradaki olumlu etki kanımızca iki sebeple yapısal değişikliklerdekinden daha az olacaktır.

İlk olarak yapısal değişiklikler, doğaları gereği şirketin yeni duruma ayak uydurması için önemli başka kararlarla desteklenmelidir. Ancak malvarlığına ilişkin işlemlerde işlem değeri önemli ölçüde olsa bile bu tarz kararlar gerekmebilir. Tam aksine şirketin hareket kabiliyeti çoğu zaman bu tip bir işlemten sonra daha da azalacaktır. İkinci olarak ise, şirket malvarlığında şirket aleyhine önemli büyüklükte bir işlem gerçekleştirildikten sonra bir de şirketin nakit rezervinden ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahiplerine ayrılma hakkı bedellerinin ödenmesi sonucunda şirket hesaplanandan ve beklenenden daha zor duruma düşebilecektir.

2.2.4. Ticari İşletmenin Devri ile İlişkisi

Malvarlığının önemli bölümünü ilgilendiren önemli nitelikte işlemler hakkında değinmek istediğimiz son nokta, bu işlemlerin ticari işletme devrine ilişkin hükümlerle olan ilişkisidir.

Ticari işletme TTK m. 11.1’de “*esnaf işletmesi için öngörülen sınırı aşan düzeyde gelir sağlamayı hedef tutan faaliyetlerin devamlı ve bağımsız şekilde yürütüldüğü işletme*” olarak tanımlanmıştır. Bu tanım ticari işletmenin içerdiği unsurlar açısından çok açıklayıcı değildir.

Ticari işletmenin malvarlığı cephesine ilişkin daha detaylı bir açıklama ticari işletmenin devrini düzenleyen TTK m. 11.3’de yer almaktadır. Bu hükme göre ticari

işletmenin devrine ilişkin sözleşme aksi öngörülmemişse ‘*duran malvarlığını, işletme değerini, kiracılık hakkını, ticaret unvanı ile diğer fikri mülkiyet haklarını ve sürekli olarak işletmeye özgülenen malvarlığı unsurlarını*’ kapsayacaktır. Dolayısıyla ticari işletme devrinin malvarlığı devri işlemi olduğu açıktır.

Ticari işletmenin devrine uygulanabilecek bir başka hüküm de 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu’nda (‘TBK’) yer almaktadır. TBK m. 202.1’de yer alan düzenlemeye göre “[b]ir malvarlığını veya bir işletmeyi aktif ve pasifleri ile birlikte devralan, bunu alacaklılara bildirdiği veya ticari işletmeler için Ticaret Sicili Gazetesinde [...] yayımlanacak ilanla duyurduğu tarihten başlayarak, onlara karşı malvarlığındaki veya işletmedeki borçlardan sorumlu olur.”

Bu maddeler aynı türde bir işlemin farklı yönlerini düzenlemektedir. TTK m. 11.3 ticari işletmenin devri işleminin şeklini ve kapsamını, TBK m. 202.1 ise devir işlemi sonrasında devreden ve devralanın alacaklılara karşı sorumluluğu düzenlemektedir. Ancak iki düzenleme de malvarlığı devirlerine ilişkindir. Bu malvarlığı düzenlemelerinde işlem değeri bakımından bir sınır değil, devredilen malvarlığının işletme teşkil edip etmemesi bakımından bir bütünlük aranmaktadır. Bu düzenlemeler anlamında malvarlığı devri aktif ve pasiflerin tamamını kapsamaktadır.

Düzenleme kapsamaları değerlendirildiğinde TTK m. 11.3’ün uygulandığı her durumda, yani bütün ticari işletme devirlerinde TBK m. 202.1’de uygulama alanı bulacaktır. Ancak bu iki düzenlemenin ayrılma hakkı ile ilişkisi incelendiğinde bir ticari işletme devrinin aynı zamanda ayrılma hakkına konu olması için işletme devir kararının bir halka açık anonim şirket tarafından alınması ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 6’da yer alan önemlilik kriterini sağlaması gerekecektir.

Aynı şekilde ayrılma hakkını tetikleyen malvarlığı devri işlemlerinde devredilen malvarlığı her zaman işletme bütünlüğü ve organizasyonunda olmadığından¹³³ TTK m. 11.3 ve TBK m. 202.1 her zaman uygulama alanı bulmayacaktır.

2.3. Faaliyet Konusunun Tamamen veya Önemli Ölçüde Değiştirilmesi

Anonim şirketlerin faaliyet konusu (ya da TTK'nın ifadesiyle işletme konusu)¹³⁴ şirket esas sözleşmesinde yer alır. Anonim şirketlerin faaliyet konusu şirketin amacına ulaşmak için seçilmiş olan iş alanını ifade eder¹³⁵. Ancak belirtmek gerekir ki TTK ile birlikte *ultra vires* ilkesinin kaldırılması sonucunda anonim şirketler faaliyet konuları dışında kalan işlemlerle de bağlı olacaklarından faaliyet konusu değişikliklerinin esas sözleşmeye bakarak anlaşılması her zaman mümkün değildir¹³⁶.

SerPK m. 23.1.c'de “[f]aaliyet konusunun tümüyle ya da önemli ölçüde değiştirilmesi” önemli nitelikte işlem olarak sayılmıştır. Düzenleme ilk bakışta açık gözükmeyle birlikte faaliyet konusundaki değişikliklerin hangi durumlarda tümüyle hangi durumlarda önemli ölçüde değişiklik olarak kabul edileceği çok belirgin değildir.

Önemlilik kriterine ilişkin olarak Ayrılma Hakkı Tebliği m. 6.4'de iki değişiklik örneğine yer verilmiştir. Tebliğde yer alan ilk örnek “[o]rtaklığın esas sözleşmesinde yer alan fiili ana faaliyet konusunun yan faaliyet haline gelmesine

¹³³ Biçer/Hamamcıoğlu, 2013, s. 40.

¹³⁴ SerPK m. 23'de yer alan ‘faaliyet konusu’ ifadesinin ‘işletme konusu’ ile aynı anlamda anlaşılması gerektiği yönünde bkz. Manavgat, 2016, s. 302.

¹³⁵ H. Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt I*, Ankara 2011, s. 601.

¹³⁶ Manavgat, 2016, s. 302.

sebebiyet verecek esas sözleşme değişikliği”dir. Bu durumda açıkça esas sözleşmedeki faaliyet konusunda bir değişikliğe ek olarak değişikliğin mevcut ana faaliyeti ikincil duruma düşürmesi de aranmaktadır. Başka bir deyişle, şirketin faaliyet konusunda iş hayatının dinamikliğinden kaynaklanan ve ilgili diğer sektörlerle yönelik gerçekleşen genişlemeler bu madde kapsamına girmeyecektir¹³⁷. Bununla birlikte faaliyet konusunda yapılan daraltma ve genişlemeler şirket yapısının değişmesi veya şirket faaliyet konusunun önemli ölçüde farklılaşması sonucunu doğuruyorsa bu durumda anılan düzenleme uygulanacaktır¹³⁸.

Tebliğde yer alan ikinci örnek ise “[o]rtaklığın fiili ana faaliyet konusunu oluşturan mal ve hizmet türlerinin işleyiş sürecini değiştirecek nitelikteki [karar ve işlemler], örneğin üretim faaliyetlerinin tümüyle terkedilerek üretim konusu malın dışarıdan tedarik edilmesi”dir. Bu örnek incelenmeye muhtaçtır. Öncelikle burada bir esas sözleşme değişikliği aranmamaktadır. Dahası bu durumda ortada bir genel kurul kararı dahi mevcut olmayabilir. Belirtilen işlemler şirketin faaliyet konusunun gerçekleştirilmesi için gerekli olan işlemler kapsamına girer ve TTK m. 374 uyarınca bu işlemlere ilişkin kararlar yönetim kurulu tarafından alınacaktır. Bu noktada iki farklı sorun ortaya çıkmaktadır.

İlk olarak yönetim kurulunun böyle bir karar alması durumunda Ayrılma Hakkı Tebliğ.7.1 uyarınca bu kararın genel kurul onayına sunulması gerekecektir. Ayrılma hakkı da bu onay aşamasındaki oyların durumuna göre kullanılabilecektir. Şüphesiz

¹³⁷ Ekonomik risk taşıyan faaliyet konusu değişikliklerinin faaliyet konusunun tamamen değiştirilmesi olarak kabul edilmesi gerektiği yönünde bkz. S. Uzunallı, **Anonim Şirketlerin İşletme Konusu**, Ankara 2013, s. 166.

¹³⁸ Uzunallı, 2013, s. 164.

böyle bir kararın alınması durumunda bunun genel kurul onayına sunulmasını sağlamak TTK m. 369.1’de düzenlenen yönetim kurulu üyelerinin özen ve bağlılık yükümlülüğünün bir gereğidir. Ancak örnekte yer alan işlem türü yoruma açık olarak kaleme alındığından pratikte çok geniş bir işlem yelpazesini kapsayabileceği için yönetim kurulu hangi işlemleri bu kapsamda genel kurul onayına sunması gerektiğinden emin olamayabilir. Nitekim örneklerin sınırlayıcı olarak sayılmaması, ölçüt belirleme amacına uygun olmadığı gerekçesiyle de eleştirilmiştir¹³⁹.

İkinci olarak ise şirketin ana faaliyetinin türünü değil de işleyişini değiştiren karar ve işlemler temelde şirketin faaliyetine ilişkin işlemler olup bir ölçüt konulmaksızın bunların genel kurul onayına sunulmasının zorunlu tutulması yönetim kurulunun günlük faaliyetlerini dahi genel kurul onayına sunmak zorunda kalmasına ve dolayısıyla şirketin işletmesine ilişkin karar mekanizmasının yavaşlamasına neden olabilecektir. Bu sebeplerle düzenlemenin yerinde olmadığı görüşündeyiz.

Tebliğde sayılan örnekler sınırlı sayıda değildir. Bu durum, örnekler belirtildikten sonra “*gibi karar ve işlemler*” ifadesi kullanılarak ortaya konulmuştur. Ancak ikinci örneği incelerken açıkladığımız nedenlerle yönetim kurulu kararının genel kurul onayına sunulmasını gerektirecek ve önemli nitelikte işlem olması itibarıyla ayrılma hakkının kullanılmasına yol açabilecek karar ve işlemlerin ucunun bu şekilde açık bırakılması kanımızca doğru değildir. Bu ifadeyi SerPK m. 23.1 ile beraber yorumlayıp başka işlem ve karar türlerini belirleme yetkisinin Kurul’a ait olduğunu kabul etmek doğru olacaktır.

¹³⁹ Manavgat, 2016, s. 303.

Diğer tüm önemli nitelikte işlemlerde olduğu gibi faaliyet konusunun tamamen ya da önemli ölçüde değiştirilmesine ilişkin karar da SerPK m. 29.6 uyarınca esas sözleşmede açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, toplantı nisabı aranmaksızın, ortaklık genel kuruluna katılan oy hakkını haiz payların üçte ikisinin olumlu oyu ile alınacaktır. Ancak toplantıda sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların en az yarısının hazır bulunması halinde, esas sözleşmede açıkça daha ağır nisaplar öngörülmedikçe toplantıya katılan oy hakkını haiz payların çoğunluğunun olumlu oyu ile karar alınabilecektir.

Eğer önemli nitelikte işleme ilişkin karar genel kuru tarafından değil de yönetim kurulu tarafından alınıyorsa bu nisaplar ilgili kararın genel kurul onayına sunulması esnasında aranacaktır.

TTK m. 421.3.a’da “[ş]irketin işletme konusunun tamamen değiştirilmesi”ne ilişkin kararın sermayenin en az yüzde yetmiş beşini oluşturan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin olumlu oyu ile alınacağı belirtilmiştir. TTK m. 421’in faaliyet konusunu değil işletme konusunu dikkate aldığı, önemli ölçüde değişikliklere uygulanmayacağı ve sadece faaliyet konusunun tamamen değiştirilmesini düzenlediği unutulmamalıdır¹⁴⁰. Ancak şirket faaliyet konusunda tamamen değişiklik yapılması

¹⁴⁰ TTK m. 421’in gerekçesinde işletme konusunun tamamen değiştirilmesinin bir konudan başka bir işletme konusuna geçilmesi veya bu sonucu doğuracak değişiklikler olduğu ifade edilmiştir. Örnek olarak da mobilya üretiminden vazgeçilip turizm yapılmak istenmesi veya mobilyacılık muhafaza edilmekle birlikte pasif konu olarak bırakılması gösterilmiştir. İşletme konusunun daraltılması veya genişletilmesi ve hatta önemli değişikliklerin hükmün kapsamı dışında olduğu açıkça belirtilmiştir. Mevcut işletme konusunun terk edilip ona çok yakın yeni bir konuya geçilmesi durumunda hükmün uygulanıp uygulanmayacağının mahkeme kararları ile doktrine bırakıldığı belirtilmiştir. Belirtmek gerekir ki mevcut işletme konusunun terk edilip ona çok yakın yeni bir konuya geçilmesinin hükmün uygulanması sonucunu doğurmayacağı kanaatindeyiz.

halinde işletme konusu da çoğu zaman değişeceği halde halka açık anonim şirketler için özel kanun niteliğinde olan SerPK'nın hükmü karşısında TTK m. 421 uygulama alanı bulamayacaktır.

2.4. İmtiyaz Öngörülmesi veya Mevcut İmtiyazların Kapsam ve Konusunun Değiştirilmesi

İmtiyaz öngörülmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunun değiştirilmesi SerPK m. 23'de önemli nitelikte işlem olarak sayılmıştır. Hemen belirtmek gerekir ki bu düzenleme ile payların halka arzından sonra imtiyaz yaratılamaması kuralı terk edilmiştir¹⁴¹.

İmtiyaz, TTK m. 478.2'de *“kar payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda, paya tanınan üstün¹⁴² bir hak veya kanunda öngörülmemiş yeni bir pay sahipliği hakkı”* olarak tanımlanmıştır. Kural olarak imtiyaz paya tanınmakla birlikte

¹⁴¹ Manavgat, 2016, s. 304. Bu uygulama Kurul'un 1 Temmuz 1998 tarih ve 49/721 sayılı ilke kararına dayanmaktadır.

¹⁴² TTK m. 478'in gerekçesinde üstünlüğün adi paya nazaran olduğu belirtilmiştir. Doktrindeki baskın görüş bu ifadeyi eleştirmekte ve tüm paylara tanınan bir hakkın imtiyaz teşkil etmeyeceğini, imtiyazın şirketteki diğer paylara nazaran olması gerektiğini ileri sürmektedir. S. Arkan, 'Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na İlişkin Değerlendirmeler', **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Konferansı**, 2015, s. 56; A. Kendigelen, 'Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylara İlişkin Değişiklik Önerileri', **Prof. Dr. Fahiman Tekil'in Anısına Armağan**, İstanbul 2003, s. 322; M. Oruç, 'Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Anonim Ortaklıkta İmtiyazların Korunması', **BATİDER**, 2010, C. XXVI, S. 4, s. 172 vd. Ancak TTK sistematğinde imtiyaz teknik bir terim olarak tanımlandığı ve buna sonuçlar bağlandığı için pratik kaygılarla ileri sürülen bu eleştiriye katılamıyoruz. Bütün paylara imtiyaz tanınması durumunda bütün paylar için imtiyazlı paylara ilişkin düzenlemeler uygulama alanı bulacaktır ve sırf diğer paylara göre üstünlük söz konusu olmadığı gerekçesiyle kanımızca bu kurallar devredışı bırakılamaz. Bu sebeple kanundaki haklardan farklılaşan ve ek imkanlar veren her payın imtiyazlı olduğunu ileri süren görüşe katılıyoruz, bkz. Tekinalp, 2015, s. 83.

TTK m. 360'da “*belirli pay gruplarına, özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine ve azlığa yönetim kurulunda temsil edilme hakkı*” tanınması durumunda bu kişilere ait payların da imtiyazlı pay sayılacağı kabul edilmiştir¹⁴³.

SerPK m. 23'de önemli nitelikte işlem olarak düzenlenen işlem yeni imtiyazların öngörülmesi veya mevcut imtiyazların konu ve kapsamının değiştirilmesidir. Diğer bir deyişle, esas sözleşmede imtiyazlar mevcut iken bu imtiyazları barındıran yeni pay çıkarılması önemli nitelikte işlem değildir. Yönetim kurulunun kayıtlı sermaye sisteminde SerPK m. 18.5 uyarınca yetkilendirilerek imtiyazlı pay çıkarması veya imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını kısıtlayıcı nitelikte karar alması durumları da imtiyaz öngörülmesi ya da mevcut imtiyazların konu ve kapsamının değiştirilmesi anlamı taşımadığından önemli nitelikte işlem olarak kabul edilmez.

İmtiyazların konu ve kapsamının değiştirilmesinin ne anlama geldiği konusunda öğretide farklı bir görüş ileri sürülmüştür. Manavgat, imtiyazların kaldırılmasının ve kapsamının daraltılmasının SerPK m. 23.1.ç kapsamında olmadığını ifade etmektedir¹⁴⁴. Yazar, imtiyazların değiştirilmesinin mevcut imtiyazın kaldırılması ya da imtiyazın konusunun değiştirilmesi şeklinde olabileceğini ifade ettikten sonra imtiyazların kaldırılması ve kapsamının daraltılmasının diğer pay sahiplerinin lehine olduğu gerekçesiyle yatırım kararı verme imkanı tanınmasını gerektirmediğini ifade etmektedir. Bu görüşünü de mevcut imtiyazların tüm ortaklar

¹⁴³ Belirtmek gerekir ki TTK m. 360 istisnai bir düzenlemedir ve birçok açıdan tartışmaya açıktır. İmtiyazın kural olarak paya tanınabileceği prensibi geçerliliğini yitirmiş değildir. Nitekim TTK m. 478'in gerekçesinde açıkça ‘*imtiyaz kişiye değil, paya tanınabilir*’ ifadesine yer verilmiştir.

¹⁴⁴ Manavgat, 2016, s. 304.

için bedelsiz olarak tamamen kaldırılması ile konu ve kapsam bakımından daraltılmasını ayrılma hakkının doğmadı haller arasında sayan Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12.1.c ile desteklemektedir. Ancak biz bu görüşe katılmıyoruz. İlk olarak SerPK m. 23.1.ç’de imtiyaz kapsamlarının değiştirilmesi bakımından kaldırma, daraltma veya genişleme ayrımı yapılmamıştır. İkinci olarak Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12.1.c’de yer alan istisnai durum genel olarak imtiyazların kaldırılması veya konu ve kapsam bakımından daraltılması değil bu değişikliğin tüm ortaklar için bedelsiz olarak yapılmasına yöneliktir¹⁴⁵.

TTK.478 uyarınca imtiyazların esas sözleşmeyle tanımlanması gerekir. Yeni imtiyaz öngörülmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunun değiştirilmesi esas sözleşmenin değiştirilmesi ile mümkün olacaktır. Dolayısıyla SerPK m. 29.6’da yer alan nisaplar bu esas sözleşme değişikliği kararında dikkate alınacaktır.

Genel kurulun esas sözleşme değişikliğine ilişkin kararı imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal edecek nitelikte ise TTK m. 454.1 uyarınca bu karar hakları ihlal edilen imtiyazlı pay sahiplerinin¹⁴⁶ yapacakları özel bir toplantıda onanmadıkça uygulanmaz. Yönetim kurulu en geç genel kurul kararının ilanından itibaren bir ay içerisinde imtiyazlı pay sahipleri özel kurulunu toplantıya çağırır (TTK m. 454.2). İmtiyazlı pay sahipleri özel kurulunda dikkate alınacak yeter sayılar TTK m. 454.3’de düzenlenmiştir. Buna göre imtiyazlı payları temsil eden sermayenin yüzde atması

¹⁴⁵ Bu duruma ilişkin açıklamalarımız için bkz. s. 122 vd.

¹⁴⁶ İmtiyazlı pay sahipleri özel kuruluna tüm imtiyazlı pay sahiplerinin mi yoksa olay özelinde hakları ihlal edilen imtiyazlı pay sahiplerinin mi katılacağı kanunda açıkça belirtilmemekle birlikte bizim de katıldığımız baskın görüşe göre somut olayda hakları ihlal edilen imtiyazlı pay sahiplerinin katılacağı kabul edilmektedir (Tekinalp, 2015, s. 97).

toplantı yeter sayısı, toplantıda temsil edilen payların çoğunluğu ise karar yeter sayısı olarak düzenlenmiştir. Genel kuruldaki oylamada imtiyazlı payların sahipleri veya temsilcileri, esas sözleşme değişikliğine yine bu nisapları sağlayacak oranda olumlu oy vermişler ise imtiyazlı pay sahipleri özel kurul toplanmaz (TTK m. 454.4). Çağrıya rağmen süresi içinde özel kurul toplanamazsa genel kurul kararı imtiyazlı pay sahipleri özel kurul tarafından onaylanmış sayılır (TTK m. 454.5).

İmtiyaz öngörülmesi veya mevcut imtiyazların kapsam ve konusunun değiştirilmesi, ayrılma hakkının kullanılmasına değil pay alım teklifi zorunluluğuna yol açan önemli nitelikte işlemlerden biridir. Bunun sebebi de daha önce bahsedildiği üzere bu işlem sonucunda asıl menfaat elde eden karara olumlu oy kullanan çoğunluk olduğundan masraflara şirketin değil bu çoğunluğun katlanması gerektiği düşüncesidir¹⁴⁷.

2.5. Borsa Kotundan Çıkma

Kotasyon, bir menkul kıymetin borsa listesine kaydedilmesidir¹⁴⁸. Dolayısıyla borsaya kote edilen aslında şirketin kendisi değil menkul kıymetleridir. Borsa kotundan çıkma ise listeye alınmış olan bu menkul kıymetlerin listeden çıkarılması anlamına gelir.

SerPK m. 69 uyarınca borsa veya piyasa işleticisi ya da Kurul belirli şartların oluşması halinde ilgili sermaye piyasası aracının işlem görmesini durdurabilir ya da

¹⁴⁷ Manavgat, 2016, s. 305.

¹⁴⁸ S. Ü. Şakar, **Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası**, Eskişehir 1998, s. 195.

araçları kottan çıkarabilir. Kottan çıkma ve çıkarılmaya ilişkin detaylı düzenlemeler ise “Borsa İstanbul Kotasyon Yönetmeliği”nde¹⁴⁹ yer almaktadır.

Yönetmeliğin 24.maddesinde ortaklığın iradesine bakılmaksızın kottan çıkarılmanın söz konusu olabileceği durumlar düzenlenmiş, 25.maddesinde ise ortaklığın kendi isteği ile de kottan çıkabileceği belirtilmiştir. Her iki durumda da borsa kotundan çıkma veya çıkarılma Borsa İstanbul A.Ş. yönetim kurulu kararı ile gerçekleşir.

Borsa kotundan çıkma kararı alınmasının önemli nitelikte işlem olarak düzenlenmesinin en önemli nedeni, borsa kotundan çıkarılan menkul kıymetlerin tedavül yeteneğinin önemli ölçüde azalacak olmasıdır. Şirket paylarının borsa kotundan çıkarılmasının pay sahiplerinin menfaatlerini doğrudan etkileyeceği açıktır. Ancak diğer menkul kıymetler için durum her zaman böyle olmayıp sadece işletme faaliyetlerine yönelik bir karar söz konusu olabilir. Örneğin şirket bir proje finansmanı için bono veya poliçe ihraç edebilir. Bu menkul kıymetlerin ihracının pay sahiplerine etkisi çoğu zaman şirketin sıradan faaliyetleri sebebiyle borç altına sokulmasından farksızdır. Bu sebeple önemli nitelikte işlem olarak öngörülen borsa kotundan çıkma kararının sadece payların borsa kotundan çıkarılması kararıyla sınırlı tutulmasının doğru olacağı kanaatindeyiz. Tedavül yeteneğinin etkilenmesi haricinde borsa kotundan çıkmanın şirket şeffaflığına ve denetimine ilişkin düzenlemeleri ve

¹⁴⁹ Bu yönetmeliğin ilk adı “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği”dir (RG, 24 Haziran 2004, S. 25502). Yönetmeliğin adı “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik” (RG, 29 Mart 2014, S. 28956) ile ‘Borsa İstanbul Kotasyon Yönetmeliği’ olarak değiştirilmiştir.

dolayısıyla pay sahiplerine tanınan yasal korumaları hafifletecek olması da diğer etkenler olarak sayılabilir.

SerPK m. 23’de sadece halka açık ortaklığın borsa kotundan çıkmasından bahsedilirken Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5.1.d’de açıkça ortaklığın “*borsa kotundan çıkma kararı alması*” ifadesi kullanılmıştır. Dolayısıyla şirketin kendi iradesi olmaksızın Borsa İstanbul A.Ş. yönetim kurulu kararıyla borsa kotundan çıkarılması durumunda ortada bir önemli nitelikte işlem yoktur. Dolayısıyla bu halde ayrılma hakkının kullanılması söz konusu olmaz.

Kotasyon Yönetmeliği’nin 25.maddesinde ortaklığın iradesi ile borsa kotundan çıkma kararı alması için bir şart öngörülmemiş olmakla beraber Ayrılma Hakkı Tebliği m. 8’de payların kottan çıkarılması amacıyla borsaya başvuruda bulunabilmesi için “*herhangi bir şekilde ortaklığın doğrudan veya dolaylı olarak oy haklarının %95 veya daha fazlasına tek başına ya da birlikte hareket ettiği kişilerle birlikte sahip olunması*” şartı getirilmiştir. Dikkat edilmesi gereken nokta, bu şartın oy haklarına, yani bütün menkul kıymetlerin değil sadece payların kottan çıkarılması başvurusuna bağlanmış olmasıdır. Bu düzenleme sadece payların borsa kotundan çıkarılması işleminin önemli nitelikte işlem olduğu yönündeki görüşümüzü destekler niteliktedir.

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 8’de sadece şart değil aynı zamanda borsa kotundan çıkma kararına ilişkin detaylı bir usul düzenlemesi yer almaktadır. Bu usulden bahsetmeden önce Ayrılma Hakkı Tebliği m. 11’e değinmek faydalı olacaktır. Daha önce de bahsedildiği üzere SerPK m. 24 uyarınca ayrılma hakkı önemli nitelikte işlemlerin tamamı için öngörülmüş olsa da Ayrılma Hakkı Tebliği m. 11 ile bazı önemli nitelikte işlem tipleri sonucunda ayrılma hakkı değil pay alım teklifi

zorunluluğu doğacağı öngörülmüştür. Borsa kotundan çıkma kararı alınması da bu işlemlerden biridir¹⁵⁰. Dolayısıyla Ayrılma Hakkı Tebliğ. m. 8’de öngörülen usul ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin değil %95 oy hakkı şartını sağlayan pay sahibinin zorunlu pay alım teklifinde bulunmasına ilişkindir.

Tebliğde öngörülen usule göre şirket genel kurulunda borsa kotundan çıkma kararı alınması durumunda hakim pay sahibi tarafından genel kurul kararı tarihinden itibaren en geç beş iş günü içerisinde pay alım teklifi zorunluluğunun yerine getirilmesi amacıyla Kurul’a başvuru yapılması gerekmektedir. Pay alım teklifine ilişkin usulün tamamlanmasından sonra borsa tarafından şirketin talebine ilişkin karar verilir ve

¹⁵⁰ Borsa kotundan çıkma sadece ayrılma hakkı veya pay alım teklifi ile değil benzer diğer haklarla da ilişki içerisinde. II-27.2 sayılı ‘Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği’nin 5.7 maddesi uyarınca payları borsada işlem gören şirketlerde çıkarma veya satma haklarının kullanılması durumunda şirketin aynı zamanda borsa kotundan çıkma için ilgili borsaya başvuru yapması gerekecektir.

Aynı maddenin 14. fıkrasında ise ‘[b]u madde kapsamında yapılacak borsa kotundan çıkarılma işlemleri, ayrılma hakkının doğmadığı haller arasında kabul edilir’ düzenlemesine yer verilmiştir. Bu düzenlemenin sebebi çıkarma ve satma haklarının kullanılması ile pay sahiplerinin şirketle ilişkisinin zaten SerPK m. 27.1 uyarınca paylarının hakim pay sahibi tarafından ayrılma hakkı bedeli üzerinden satın alınmasıyla sona ermesidir. Ancak bahsedildiği üzere borsa kotundan çıkma önemli nitelikte işlem olmasına rağmen Ayrılma Hakkı Tebliği düzenlemeleri karşısında zaten ayrılma hakkı değil pay alım teklifi zorunluluğu doğurduğundan düzenlemenin kaleme alınış şekli kanımızca yanlıştır. Bu düzenlemenin pay alım teklifi zorunluluğunun doğmayacağı şeklinde yorumlanması doğru olacaktır. Kaldı ki düzenleme bu şekilde anlaşılabilirse bile çıkarma ve satma haklarının kullanılması sonucunda çoğu zaman hakim pay sahibi haricinde pay sahibi kalmayacaktır. Şirket çoğu zaman çıkarma hakkını kullanacaktır. Çıkarma değil sadece satma hakkının kullanıldığı durumlarda ise bu hakkı kullanmayan azınlığın sonradan zorunlu pay alım teklifine olumlu yanıt vermesi ise çok istisnai haller dışında olası değildir.

KAP’da¹⁵¹ duyurulur¹⁵². Borsa kotundan çıkma başvurusunun kabul edilmesi durumunda karar KAP’da yapılan duyuruyu izleyen beşinci iş günü yürürlüğe girer.

Görüldüğü üzere borsa kotundan çıkma Ayrılma Hakkı Tebliği’nde diğer işlemlere nazaran daha ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Bu eğilim borsa kotundan çıkmaya ilişkin yapılacak özel durum açıklamalarında da kendini göstermektedir. Ayrılma Hakkı Tebliği m. 8’de iki fıkra halinde borsa kotundan çıkmaya ilişkin olarak özel durum açıklaması yapılmasını gerektiren haller ve bu açıklamada yer alması gereken bilgiler düzenlenmiştir.

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 8.5 uyarınca “[o]rtaklık yönetim kurulunca borsa kotundan çıkma konusunda karar alınması ve bu kararın genel kurulda karara bağlanması”, “[b]orsa ve Kurula başvurulması” ve “[k]ottan çıkmaya ilişkin pay alım teklifi işlemlerinin her aşamasında” Kurulun özel durumlara ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde açıklamada bulunması zorunludur. Ayrılma Hakkı Tebliği m. 8.6’da ise bu açıklamalarda bilgi verilmesi gereken minimum içerik düzenlenmiştir.

Son olarak belirtelim ki Ayrılma Hakkı Tebliği’nin borsa kotundan çıkmaya ilişkin 8.maddesi payları borsada kot dışı pazarlarda ve Gelişen İşletmeler Piyasasında işlem gören ortaklıkların borsa pazarlarından sürekli çıkmak için yapacakları

¹⁵¹ VII-128.6 sayılı Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği’nin (RG, 27 Aralık 2013, S. 28864) 3.h maddesinde Kamuyu Aydınlatma Platformu ‘[m]evzuat uyarınca kamuya açıklanması gerekli olan bilgilerin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik sistem’ olarak tanımlanmıştır.

¹⁵² Ayrılma Hakkı Tebliği m. 8’in devam eden fıkralarında ise borsa kotundan çıkmaya durumunda kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin usul ve içeriğine ilişkin düzenlemeler yer almaktadır. Ancak bu çalışmanın konusu dışında kaldığından bahsi geçen düzenlemeler ayrıntılı olarak incelenmeyecektir.

başvurularda da uygulanır (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 8.7), yatırım ortaklıkları için hiçbir durumda uygulanmaz (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 8.8).

2.6. İlişkili Taraflardan Önemli Ölçüde Malvarlığı Edinme veya Kiralama

Daha önce de belirtildiği üzere, SerPK m. 23’de yer alan önemli nitelikte işlemlere ilişkin sayım tüketici değildir. Bu durum “*gibi hususlar bu Kanunun uygulanmasında önemli nitelikte işlem sayılır*” ifadesinden açıkça anlaşılmaktadır. Yeni önemli nitelikte işlemler belirleme veya önemlilik kriteri tespit etme konusunda yetki Kurul’dadır. Kurul bu yetkisini kullanarak çıkardığı Ayrılma Hakkı Tebliği’nde kanunda yer almayan iki farklı işlemi önemli nitelikte işlem olarak sınıflandırmıştır. Bunlardan ilki şirketin ilişkili taraflardan önemli ölçüde malvarlığı edinmesi veya kiralamasıdır.

Öncelikle Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5.1.e’de düzenlenen ilişkili taraflarla yapılan önemli ölçüde malvarlığı işleminin SerPK m. 23.1.b’de ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5.1.b’de ayrı bir önemli nitelikte işlem türü olarak düzenlenen malvarlığı işlemlerinden farkının ne olduğunun incelenmesi gerekmektedir. Tebliğin 5.1.b maddesindeki işlemin önemlilik kriteri işlemin karşı tarafının kim olduğuna bakılmaksızın aynı Tebliğin 6.1 maddesinde üç alternatifli olarak düzenlenmiştir. İlişkili taraflarla yapılacak işlemlerde ise önemlilik kriteri tebliğin 6.2 maddesinde iki alternatifli olarak düzenlenmiştir ve bu iki ihtimal 6.1’de yer alan üç ihtimalin ikisi ile tamamen aynı şekilde kaleme alınmıştır.

Malvarlığına ilişkin sözü edilen iki önemli nitelikte işlem türü arasında üç temel fark bulunmaktadır. Öncelikle şirket, Tebliğin 5.1.b maddesinde yer alan işlem türünde malvarlığını devreden veya kiraya veren konumunda iken 5.1.e ihtimalinde malvarlığını devralan veya kiralayan durumundadır. İkinci olarak, 5.1.b durumunda

karşı tarafın kimliği önemli değil iken, 5.1.e’de işlemin ilişkili taraflarla yapılması işlemin önemli nitelikte sayılmasının asıl sebebidir. Üçüncü ve son olarak da, 5.1.b için öngörülen alternatif önemlilik kriterlerinden sonuncusu 5.1.e için geçerli değildir.

İlişkili taraflardan malvarlığı edinme veya kiralamaya ilişkin önemli nitelikte işlem düzenlemesinin uygulama alanının doğru tespit edilebilmesi için ilişkili tarafların kimler olduğu incelenmelidir. SerPK’da ilişkili taraf tanımlanmış değildir. Ancak Ayrılma Hakkı Tebliği m. 4.1.e’de ilişkili taraf “*Türkiye Muhasebe Standartlarında tanımlanan ilişkili taraf*” olarak ifade edilmiştir. “İlişkili Taraf Açıklamaları” başlıklı TMS 24’ün¹⁵³ 9.maddesinde ilişkili taraf “[f]inansal tablolarını hazırlayan işletmeyle ilişkili olan kişi veya işletmedir” şeklinde tanımlanmış ve iki bent halinde ilişkili tarafların kimleri kapsadığı ayrıntılı olarak düzenlenmiştir.

İlişkili taraflarla yapılan ve önemlilik kriterini sağlayan, başka bir deyişle maddi açıdan değeri yüksek olan bu işlemlerin önemli nitelikte işlem sayılmasındaki sebep, şirketin ilişkili taraflarla yaptığı işlemlerde şirket kaynaklarını ilişkili kişiler menfaatine kullanılması ihtimalidir. Bu işlemler birçok hukuk sisteminde özel düzenlemelere tabidir¹⁵⁴. Önemli nitelikte işlem olarak sınıflandırılarak bu işlemlerin onay için genel kurula gelmesi sağlanmış ve bu menfaat çatışması önlenmek

¹⁵³ TMS 24 ilk defa 31 Aralık 2005 tarih ve 26040 sayılı RG’de yayımlanmıştır. Türk Muhasebe Standartları Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu tarafından toplanıp her sene yayınlanmaktadır. Çalışmanın hazırlandığı tarihte 2016 seti henüz yayımlanmış değildir. TMS/TFRS 2015 setine http://www.kgk.gov.tr/content_detail-345-1055-tms-tfrs-2015-seti.html adresinden ulaşılabilir.

¹⁵⁴ İlişkili taraflarla olan işlemlere ilişkin OECD ülkelerini kapsayan bir analiz ve beş farklı ülkenin ilişkili taraf işlemlerine ilişkin düzenlemelerinin karşılaştırması için bkz. OECD, **Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights**, OECD Publishing, 2012, s. 49 vd.

istenmiştir. Hemen belirtelim ki karşılıksız edinmelerde anılan menfaat çatışması doğmayacağından bunların düzenleme kapsamına girmediği kabul edilmelidir¹⁵⁵.

İlişkili taraflarla yapılacak işlemlerde de önemlilik kriterini geçmemek amacıyla değerleri toplamı kriterde belirlenen oranları geçecek birkaç işlemin ayrı ayrı yapılması suretiyle düzenlemelerin dolanılması mümkün olmayacaktır. Zira Ayrılma Hakkı Tebliği m. 13.2 burada da uygulama alanı bulacaktır.

Halka açık anonim ortaklıklarda ilişkili taraflarla yapılan işlemler söz konusu olduğunda ilişkili taraflarla yapılacak işlemlere ilişkin usulü düzenleyen II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği'nin 9.maddesine değinilmelidir. Anılan maddede, ilişkili taraflarla yapılan işleme dair belirli eşikler öngörülmüş ve bu eşikler aşıldığında özel bir karar alma sürecinin yürütülmesi gerektiği düzenlenmiştir.

Düzenlemede iki adet eşik mevcuttur. Buna göre ilişkili taraflarla yapılan varlık alımı benzeri işlemler ile yükümlülük transferi işlemlerinde '*işlem tutarının, kamuya açıklanan son finansal tablolara göre varlık toplamına veya kamuya açıklanan son yıllık finansal tablolara göre oluşan hasılat tutarına ya da yönetim kurulu tarihinden önceki altı aylık günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatın aritmetik ortalaması baz alınarak hesaplanacak şirket değerine olan oranının*' %5'den fazla olması durumunda işlem öncesinde Kurulca belirlenen bir kuruluşa değerlendirme yaptırılması zorunludur (Kurumsal Yönetim Tebliği m. 9.2.a). Oranın %10'dan fazla olması durumunda ise değerlemeye ek olarak işleme ilişkin alınacak yönetim kurulunda bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun onayı

¹⁵⁵ Manavgat, 2016, s. 306.

aranmıştır. Eğer bu onay alınamazsa işlem genel kurul onayına sunulacaktır (Kurumsal Yönetim Tebliği m. 9.3).

Açıklanan usulün önemli nitelikte işlemlerle kesişme noktası anılan oranların %50’den fazla olması durumudur. Bu durumda değerlendirme zorunluluğu devreye girecektir. Ayrıca ortada bir önemli nitelikte işlem olduğu için bağımsız yönetim kurulu üyelerinin onayına bakılmaksızın Ayrılma Hakkı Tebliği m. 7.1 uyarınca işlem genel kurul onayına sunulacaktır¹⁵⁶. Bu işlemin onaylanma sürecinde ise ayrılma hakkı usulü devreye girecektir.

2.7. Bedelli Sermaye Artırımına İlişkin Bazı Kararlar

SerPK m. 23’de yer almayan ancak Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5’de önemli nitelikte işlem olarak sınıflandırılan işlemlerden bir diğeri de bedelli sermaye artırımına ilişkindir.

Ayrılma Hakkı Tebliği’nin ilk halinde bedelli sermaye artırımlarına ilişkin iki farklı karar önemli nitelikte işlem olarak sayılmışken şirketlerin “[y]apmayı planladıkları bedelli sermaye artırımlarında ortaya çıkan nakit sermaye koyma borcunun, ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlara mahsup edilmek suretiyle yerine getirilmesi” 27 Şubat 2015 tarih ve 29280 sayılı RG’de yayımlanan ‘Önemli Nitelikte İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği’nde Değişiklik Yapılmasına Daire Tebliğ’in 1.maddesi ile önemli nitelikte işlem olmaktan çıkarılmıştır. Bu değişikliğin sebebi VII-128.1 sayılı Pay Tebliği’nin 12.maddesinde 27 Şubat 2015 tarih ve 29280 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren tebliğ ile yapılan değişikliktir. Bu değişiklik ile halka açık ortaklıkların

¹⁵⁶ Manavgat, 2016, s. 308.

yapacakları bedelli sermaye artırımlarında ortaya çıkan sermaye koyma borcunun nakit olarak yerine getirilmesi zorunlu tutulmuştur.

Ayrılma Hakkı Tebliğ.5.1.g uyarınca şirketlerin “[y]apmayı planladıkları bedelli sermaye artırımlarında, sermaye artırımından elde edilecek fonun ortaklığın mevcut sermayesini aşması ve Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili taraflara olan ve ortaklığa nakit dışındaki devirlerinden kaynaklanan borçların kısmen veya tamamen ödenmesinde kullanılacak olması” önemli nitelikte işlem olarak kabul edilmiştir¹⁵⁷.

Bu işlemin önemli nitelikte işlem olarak sayılması ilk defa Ayrılma Hakkı Tebliği’nin yürürlüğe girmesinden önce, Kurulun 12 Şubat 2013 tarih ve 5/145 sayılı Kararı¹⁵⁸ ile söz konusu olmuştur. Bu kararın C.1 bölümünde aşağıdaki ifadelere yer verilmiştir:

“Payları Borsa’da işlem gören ortaklıklar tarafından yapılacak nakit sermaye artırımlarında, sermaye artırımından elde edilecek fonun ortaklığın mevcut sermayesini aşması ve Kurul’un Seri:IV, No:41 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ’inde tanımlanan ilişkili taraflara olan ve ortaklığa nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan borçların ödenmesinde kullanılacak olması durumunda sermaye artırımı, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun (SPKn) 23’üncü maddesi çerçevesinde önemli nitelikteki işlemler arasında sayılır. Bu durumda söz konusu sermaye artırımı sebebiyle Kurul’a yapılacak başvuru öncesinde, SPKn’nun 24’üncü maddesi gereğince ortaklara ayrılma hakkı verilmesi gerekir. Ayrılma hakkı verilmesine ilişkin işlemler tamamlanmadan yapılacak sermaye artırım başvuruları Kurulca değerlendirmeye alınmaz.”

Bu düzenlemenin getiriliş amacı SerPK yürürlüğe girdikten sonra henüz Ayrılma Hakkı Tebliği’nin yürürlüğe girmediği dönemde uygulamada ilişkili

¹⁵⁷ İlişkili taraflarla yapılacak malvarlığı edinme ve kiralama işlemlerinde yarar sağlayan tarafın ortaklık değil alacaklı ilişkili taraf olduğu ve ayrılma hakkının doğması yerine alacaklı ilişkili tarafa çağrıda bulunma yükümlülüğü getirilmesinin daha yerinde olacağı yönünde bkz. Manavgat, 2016, s. 309.

¹⁵⁸ 5/145 sayılı kurul kararı Ayrılma Hakkı Tebliği yürürlüğe girdikten sonra başka bir kurul kararı ile yürürlükten kaldırılmıştır.

kişilerden nakit dışı varlık devralmalarında meydana gelen sorunların ve özellikle nakit dışı varlık devrinden kaynaklanan alacağın sermaye alacağına mahsup edilme yasağının aşılmasıdır¹⁵⁹.

Düzenlemede nakit devrinden kaynaklanan borçların açıkça hariç bırakılması da iki şekilde açıklanabilir. Öncelikle nakit borçlarda benzer bir yasak bulunmadığı için doğrudan böyle bir düzenlemeye ihtiyaç duyulmamıştır. İkinci olarak ise nakit borçlarda değerlendirme sorunu da söz konusu olmayacaktır. Nakit devirlerinden kaynaklanan borçların değerleri açık iken nakit dışı devirlerde yapılacak olan değer biçme sübjektif olduğundan, bu işlemin alacaklı durumundaki ilişkili taraf lehine ve dolayısıyla diğer pay sahipleri aleyhine sonuçlar yaratmasının önüne geçilmiştir.

Bedelli sermaye artırımına ilişkin bir kararın önemli nitelikte işlem sayılması için iki şartı yerine getirmesi aranmıştır. İlk olarak sermaye artırımından elde edilecek fonun ortaklığın mevcut sermayesini aşması, başka bir deyişle şirket sermayesinin en az ikiye katlanması söz konusu olmalıdır. Şirket sermayesindeki bu orandaki bir artışın şirketin finansal durumunu ve pay sahiplerinin şirketten olan beklentilerini önemli ölçüde etkileyeceği açıktır. Ancak Kurul bunu yeterli bulmamış, bedelli sermaye artırımından elde edilen fonun şirketin ilişkili taraflara olan nakit dışındaki devirlerden kaynaklanan borçlarının ödenmesinde kullanılmasını da aramıştır.

Kanun koyucunun ve Kurul'un ilişkili taraflarla yapılan işlemlere ilişkin şüphesi burada da kendini göstermektedir. Anılan işlem önemli nitelikte işlem olarak sınıflandırılmış ve bu sayede işlemin genel kurul onayına sunulmasının, sonucunda ise

¹⁵⁹ D. Altan, 'Sermaye Piyasasında Pay Sahiplerinin Ayrılma Hakkı ve Önemli Nitelikte İşlemler', **Legal Banka ve Finans Hukuku Dergisi**, 2014, C. 3, S. 11, s. 139.

işleme karşı olumsuz oy kullanan pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanmasının yolu açılmıştır.

Artırılan sermayenin ne kadarının bu borçlar için kullanılması gerektiği konusunda düzenleme sessizdir. Düzenlemede yer alan “kısmen veya tamamen” ifadesinin, artırılan sermayenin bir kısmının borç ödenmesinde kullanılacağı bir ihtimali mi yoksa sermayenin tamamının borcun bir kısmının ödenmesinde kullanılacağı ihtimali mi işaret ettiği açık değildir. Kanımızca iki durum da düzenlemenin uygulama alanına girmelidir. Tebliğde bu düzenlemeye ilişkin bir önemlilik kriteri de verilmediğinden, her somut olayda ilgili işlemin, yönetim kurulunun da görüşüne dayanılarak, sermaye artırımında elde edilen fonun ilişkili kişilere olan nakit dışındaki devirlerden kaynaklanan borçların ödenmesinde kullanılacak olmasının, işleme olumsuz oy veren pay sahipleri açısından şirketten olan beklentilerini ayrılma hakkının kullanılmasını gerektirecek derecede etkileyip etkilemediği incelenmelidir.

Başka bir sorun da sermaye artırımından elde edilen fonun ile ilişkili taraflara yapılan ödeme arasındaki ilişkinin ve zaman bağlantısının nasıl kurulacağı sorusudur. Elde edilen fonun doğrudan ilişkili tarafa ödenmesi durumunda ortada bir önemli nitelikte işlem olduğu açıktır. Fonun bir süre bankada bekletilmek veya başka işlemlerde kullanılmak suretiyle nemalandırılması sonrasında elde edilen fonla ilişkili taraflara ödeme yapılması ihtimalinin düzenleme kapsamına girip girmediği incelenmeye muhtaçtır.

Pratik açıdan önemli sonuçları olabilecek bu mesele doktrinde şu ana kadar çok tartışılmamış, sadece Manavgat tarafından soruna dikkat çekilmiştir. Manavgat,

olması gerekenin tebliğ aracılığıyla fonun elde edilmesi ile ilişkili tarafa ödeme yapılması arasında bir süre sınırı getirilmesi olduğunu ifade etmektedir¹⁶⁰. Sermaye artırımını ile ödeme işlemi arasında bağlantının kurulabilmesi açısından bir süre sınırı getirilmesinin gerekli olduğu görüşüne katılıyoruz. Ancak bu noktada da bedelli sermaye artırımından elde edilen fonun olası süre sınırı boyunca bekletilmesi suretiyle işlemin bir önemli nitelikte işlem olarak değerlendirilmesinin engellenebileceği unutulmamalı, süre sınırı özenle belirlenmelidir.

Bedelli sermaye artırımından elde edilen fonun değerlendirilmesi ve daha sonra ilişkili tarafa ödemede kullanılması durumunda düzenleme kapsamına girip girmeyeceği de belirsizdir. Manavgat'a göre elde edilen fonun hiçbir faaliyette kullanılmadan elde edilen nemasının ilişkili taraf ödemesinde kullanılması düzenleme kapsamına girmeli ancak fonun şirketin faaliyet konusu kapsamında kullanılması ve bu yolla elde edilen yeni fon ile ilişkili tarafa ödeme yapılması durumunda sermaye artırımını ile ilişkili tarafa yapılan ödeme arasındaki zaman bağlantısı kesilmelidir¹⁶¹. Biz de yazara katılıyoruz. Kanımızca elde edilen fonun ortaklık faaliyetlerinde kullanılması sonucunda elde edilen gelir ile ilişkili taraflara ödeme yapılması durumunda Ayrılma Hakkı Tebliği 5.1.g'nin düzenlenme sebebi olan menfaat çatışması ile sermaye artırımını arasındaki nedensellik bağı ortadan kalkmış olacaktır.

2.8. Diğer Önemli Nitelikte İşlemler

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5'de sayılan işlemlere ek olarak Tebliğde Kurul'un ek bir düzenlemeye gerek kalmaksızın bir işlemi önemli nitelikte işlem olarak

¹⁶⁰ Manavgat, 2016, s. 310. Yazar burada benzer bir düzenleme örneği olarak TTK m. 356'da kanuna karşı hile için getirilen iki yıllık süreyi örnek göstermektedir.

¹⁶¹ Manavgat, 2016, s. 310.

sınıflandırma konusunda takdir yetkisine sahip olduğu bir durum düzenlenmiştir. Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5.2’de “[o]rtakların halka açılma öncesindeki vaat, taahhüt veya esaslı durumlarından önemli ölçüde farklılaşan veya somut bir konuda daha önceden bir vaat veya taahhütte bulunulmamış olsa dahi bütüncül olarak ele alındığında ortaklığın faaliyetleri ve/veya ticari hayatında önemli ölçüde değişiklik meydana getirebilecek iş ve işlemler¹⁶², Kurul tarafından önemli nitelikte işlem olarak değerlendirilebilir” düzenlemesine yer verilmiştir.

Fıkarda iki farklı durumda Kurula takdir yetkisi tanınmıştır. İlk durum şirketin halka açılma öncesindeki vaat, taahhüt veya esaslı durumlarında önemli ölçüde farklılıklar olmasıdır. Bu durumda önemlilik ölçütünün belirsizliği bir yana, halka açılmakta olan şirketin mevcut durumunun kamuya duyurulmasındaki kamu yararı üzerinden Kurula tanınan takdir yetkisi meşrulaştırılabilir. Vaat ve taahhüdün halka arz sırasında varlığı ve bu sebeple yatırımcı kararlarının etkilenmiş olması aranmalıdır¹⁶³.

İkinci durum ise önceden verilmiş bir vaat ya da taahhüt bulunmasa da bir bütün halinde düşünüldüğünde ortaklığın faaliyetlerinde veya ticaret hayatında önemli ölçüde değişiklik meydana getirebilecek işlemlere ilişkin Kurul’a tanınan takdir yetkisidir. Ortaklığın ticari hayatı teknik bir ifade değildir ve ortaklığın günlük faaliyetlerini de kapsamaktadır. Ayrılma Hakkı Tebliği 5.1.c’den farklı olarak burada

¹⁶² Bu tür işlemlere örnek olarak halka açılma öncesinde şirketin halka arz ile elde edeceği fonun kullanım şekline ilişkin olarak verilen taahhütlere uymamanın verilebileceği yönünde bkz. Altan, 2014, s. 139.

¹⁶³ Manavgat, 2016, s. 311.

esas sözleşme değişikliği olmaksızın ortaklığın faaliyetlerinde ve ticari hayatında değişiklikler meydana gelmesi mümkündür¹⁶⁴.

Bu düzenleme önemli nitelikte işlemlere ilişkin olarak torba hüküm niteliğindedir. Daha önce de belirtildiği üzere Kurul'un önemli nitelikte işlemleri düzenleme yetkisi SerPK m. 23'den kaynaklanmaktadır ve Kurul bu yetkisini Ayrılma Hakkı Tebliği'nde kullanmıştır. Ancak Kurul'un ayrılma hakkının kullanılmasını gerektirecek her durumu önceden tahmin ederek tebliğde yer vermesi düşünülemez. İşte SerPK ya da Ayrılma Hakkı Tebliği'nde düzenlenmemiş ancak niteliği gereği ayrılma hakkının kullanılmasını gerektirecek işlemlerin varlığında Kurul bu düzenlemeye dayanarak söz konusu işlemi önemli nitelikte işlem olarak sınıflandırabilecek ve ayrılma hakkının kullanılmasını sağlayabilecektir. Önemlilik kriteri bu durumda Tebliğde düzenlenmiş değildir, takdir yetkisi Kurula bırakılmıştır¹⁶⁵.

Görüldüğü üzere SerPK m. 5.2'nin ifadesi yoruma açık ve belirsizdir. Önemli nitelikte işlemler ortaklığın malvarlığında, şirket yapısında ve en önemlisi pay sahiplerinin ortaklıktan beklentilerinde önemli değişikliklere yol açmaktadırlar. Bu

¹⁶⁴ Manavgat, 2016, s. 312.

¹⁶⁵ SerPK'ya tanınan bu takdir yetkisinin hukuk güvenliğini zedelediği yönünde bkz. B. Adıgüzel, 2014, s. 31. Ancak belirtmek gerekir ki özellikle sermaye piyasaları gibi hızlı karar alma kabiliyetine sahip olması gereken yapılarda ilgili kuruma takdir yetkisi tanınması işin niteliğinin gereğidir. Nitekim yazar da bu görüşüne rağmen kimi zaman bu takdir yetkisinin tanınmasının zorunluluk taşıyabileceğini ifade etmiştir. Kanımızca burada hukuk güvenliği ile piyasa gerekleri arasındaki dengede takdir yetkisinin varlığı zorunludur.

sebeple bilinebilir veya en azından belirlenebilir olmaları gereklidir. SerPK m. 5.2 düzenlemesi ise bu çerçeveyi çizme açısından uygun bir düzenleme değildir¹⁶⁶.



¹⁶⁶ Manavgat, 2016, s. 311.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: AYRILMA HAKKININ KULLANILMASI

1. Ayrılma Hakkının Kullanılmasının Şartları

SerPK’da önemli nitelikte işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılıp da olumsuz oy kullanan ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahiplerinin ayrılma hakkına sahip olduğu düzenlenmiştir (SerPK m. 24.1).

1.1. Önemli Nitelikte İşlemin Varlığı

Daha önce belirttiğimiz üzere, ayrılma hakkının kullanılabilmesi için öncelikle ortada bir önemli nitelikte işlemin var olması gerekir. Ancak bu şarta bazı istisnalar getirilmiştir. Önemli nitelikte işlemler bu çalışmanın ikinci bölümünde ayrıntılı biçimde açıklandığından aşağıda sadece istisnaların açıklanmasıyla yetinilecektir.

1.1.1 Ayrılma Hakkının Doğmasına Sebep Olmayan Önemli Nitelikte İşlemler

SerPK’da bir ayırım yapılmamış olmasına rağmen Ayrılma Hakkı Tebliği ile bazı önemli nitelikte işlemlerin varlığında ayrılma hakkının değil pay alım teklifi zorunluluğunun¹⁶⁷ doğacağı belirtilmiştir.

Tebliğin 9.1. maddesinde önemli nitelikte işlemlere ilişkin genel kurul toplantılarına katılan ve olumsuz oy kullanarak muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahipleri veya temsilcilerinin ayrılma hakkına sahip olduğu tekrar

¹⁶⁷ Pay alım teklifi zorunluluğu SerPK m. 26’da ve II-26.1 sayılı ‘Pay Alım Teklifi Tebliği’nde düzenlenmiştir. Ancak burada anılan pay alım teklifi zorunluluğu tamamen bu düzenlemeler kapsamında gerçekleşmemektedir. Başta pay alım teklifi fiyatı ve pay alım teklifinde bulunacak kişiler olmak üzere usule ilişkin birçok konuda Ayrılma Hakkı Tebliği ile özel düzenlemeler getirilmiştir. Dolayısıyla önemli nitelikte işlemler sonucunda doğacak pay alım teklifi zorunluluğu değerlendirilirken bu özel durum göz önünde bulundurulmalıdır. Bu durumlarda pay alım teklifinin SerPK m. 26 kapsamındaki zorunlu pay alım teklifinden farklı olarak sadece önemli nitelikte işleme ilişkin gündem maddesine olumsuz oy kullanan pay sahiplerine yapılacağı yönünde bkz. Bektaş, 2015, s. 774.

edildikten sonra üç farklı önemli nitelikte işlemin varlığında, işlemlerden yararlanacak olanların, pay alım teklifinde bulunmak zorunda olduğu belirtilmiştir (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 11.1). Bu önemli nitelikteki işlemler (1) imtiyaz öngörülmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunun değiştirilmesi, (2) borsa kotundan çıkma kararı alınması ve (3) payları borsada işlem gören bir ortaklığın payları borsada işlem görmeyen ve birleşmeye esas olan finansal tabloları itibariyle aktif toplamı daha büyük olan bir ortaklık ile birleşmesidir

Bu işlem türlerinde pay alım teklifi getirilmesindeki sebebin bu durumlarda ayrılma hakkının kullanılmasından doğacak maliyetin ortaklığa yüklenmesinin hakkaniyete uygun olmayacağı düşüncesi olduğu ileri sürülmüştür¹⁶⁸. Bu işlemlerin sonuçlarından asıl yararlanacak olan kişi ortaklık değil çoğunluk pay sahipleridir.

Bu noktada pay alım teklifi zorunluluğunun ayrılma hakkına alternatif olarak mı yoksa ayrılma hakkının kullanılmasını engelleyecek şekilde mi düzenlendiği sorusu gündeme gelmektedir. Bu soru Tebliğ tarafından olumsuz cevaplanmıştır. Tebliğ uyarınca önemli nitelikte işlemler nedeniyle pay alım teklifi zorunluluğu getirilen durumlarda ayrılma hakkının alternatifi olarak değil ayrılma hakkının yerine pay alım teklifinde bulunulması söz konusu olacaktır (m. 12.1.d ve 11.3).

Pay alım teklifi zorunluluğu ayrılma hakkı yerine getirilen bir imkan olduğundan ayrılma hakkının kullanılabilmesi için herhangi bir önemli nitelikte işlemin değil, pay alım teklifi doğuran üç önemli nitelikte işlem dışındaki bir işlemin veya somut olay özelinde Kurul'un önemli nitelikte işlem olarak sınıflandırdığı bir işlemin varlığı gereklidir.

¹⁶⁸ Bektaş, 2015, s. 773.

Hemen belirtelim ki uygulamada Kurul, onay başvurularına ilişkin değerlendirmelerinde normalde ayrılma hakkının doğumuna yol açacak işlemlerin dahi özel durumlar sebebiyle ayrılma hakkı doğurmayacağı sonucuna varabilmektedir¹⁶⁹.

1.1.2. Önemli Nitelikte İşlemler Haricinde Ayrılma Hakkının Doğması

Genel olarak ayrılma hakkını düzenleyen SerPK m. 24’de ayrılma hakkının önemli nitelikte işlemler sonucunda söz konusu olacağından bahsedilmişse de SerPK ve Kurul düzenlemeleri ile bazı durumlarda önemli nitelikte bir işlem mevcut olmasa da ayrılma hakkının kullanılabileceğın düzenlenmiştir. Bu düzenlemelerden ilki SerPK m. 33.4’de yer almaktadır. Buna göre pay sahibi sayısı sebebiyle halka açık sayılan ortaklıklardan¹⁷⁰ paylarının borsada işlem görmesini istemeyenler kanun kapsamından çıkabilir ve buna ilişkin karara olumlu oy kullanmayan pay sahiplerine SerPK m. 24 uyarınca ayrılma hakkı tanınır¹⁷¹. Bu durumda ayrılma hakkının

¹⁶⁹ Örneğın Kurulun 2014/1 sayılı bülteninde yer alan bir açıklama şu şekildedir: “Şirket’in ticaret unvanı ve faaliyet konusu değışikliğının bütüncül bir planın parçası olduğu, birleşme stratejisi ile bağlantılı olduğu ve önceden kamuya açıklandığı, 29.05.2013 tarihinde KAP’ta ilan edilen Kurulumuzca onaylı Birleşme Duyurusunda da konu hakkında yatırımcılara bilgi verildiğı ve birleşme hususunun görüldüğü 28.06.2013 tarihli olağanüstü genel kurul toplantısında ortaklara ayrılma hakkı tanınmış olduğu ancak hiçbir ortağın ayrılma hakkını kullanmadığı dikkate alınarak, Şirket’in ticaret unvanı ve faaliyet konusu değışikliğini de içeren esas sözleşme değışikliklerinin ayrılma hakkı doğuracak nitelikte bir işlem olmadığına, karar verilmiştir”.

¹⁷⁰ SerPK m. 16.1 uyarınca “...pay sahibi beş yüzü aşan ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır”.

¹⁷¹ Bu düzenlemenin uygulamasına ilişkin bir örnek Kurulun 2014/35 sayılı bülteninde yer almaktadır: “Ankara Birikim Gayrimenkul Enerji İnşaat Emlak Gıda Turizm ve Yönetim Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin (Şirket) ortak sayısı nedeniyle Sermaye Piyasası Kanunu (Kanun) kapsamına alınma ve eş zamanlı olarak Kurulumuzun II-16.1 sayılı Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliğı (II-16.1 sayılı Tebliğ) uyarınca Kanun kapsamından çıkma talebinin, Kanun’un 33’üncü

kullanımına ilişkin detaylı düzenleme II-16.1 sayılı Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği'nin¹⁷² 5.maddesinde yer almaktadır.

Bu düzenleme genel ayrılma hakkından birçok noktada ayrılmaktadır. Öncelikle düzenlemede olumsuz oy kullanmaktan değil “olumlu oy kullanmayan pay sahipleri”nden bahsetmektedir¹⁷³. Bu sebeple önemli nitelikte işlemlerdeki ayrılma hakkının aksine burada çekimser oy kullanan pay sahiplerinin ve hatta toplantıya katılmayan pay sahiplerinin dahi ayrılma hakkı kullanabileceğini kabul etmek gerekir¹⁷⁴. İkinci bir fark ise kanun kapsamından çıkmaya ilişkin kararın kabul

maddesinin dördüncü fıkrası ve Kurulumuzun II-16.1 sayılı Tebliği'nin 5'inci maddesinin beşinci fıkrasında belirtilen nisaplar ile; Kanun kapsamından çıkma ve genel kurul toplantısına katılmayanlar dahil Kanun kapsamından çıkma kararına olumlu oy kullananlar dışındaki pay sahiplerine, Kanun kapsamından çıkma hususunun görüşüleceği genel kurul tarihi itibarıyla Şirket sermayesinde ödenmemiş paylar için söz konusu genel kurul tarihinden önce yapılan sermaye taksit ödemeleri ile orantılı olarak hesaplanan değer üzerinden, Şirket sermayesinde ödenmiş paylar için ise 10.000 TL nominal değerli bir pay için Güncel Bağımsız Denetim Danışmanlık ve YMM A.Ş. tarafından hazırlanan değerleme raporunda belirlenen ayrılma hakkı kullanım fiyatı 13.721 TL üzerinden ayrılma hakkı tanınmasına ilişkin genel kurul kararının alınması şartıyla olumlu karşılanmasına ve Şirketin genel kurul toplantı tutanağının ve hazır bulunanlar listesinin tescili takip eden altı iş günü içerisinde Kurula iletilmesi ve genel kurul toplantısında gerekli kararların alınması halinde Kanun kapsamından çıkmaya ilişkin yazının alınması gerektiği konusunda bilgilendirilmesine karar verilmiştir.”

¹⁷² II-16.1 sayılı ‘Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği (RG, 30 Aralık 2013, S. 28867).

¹⁷³ Anılan tebliğ düzenlemesinin SerPK m. 24.1'e aykırı olduğu yönünde bkz. Manavgat, 2016, s. 327.

¹⁷⁴ Nitekim Kurul uygulamasına göre de olumlu oy kullananlar dışındaki pay sahipleri toplantıya katılmayanları da kapsamaktadır: “İyış Isparta Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin (Şirket) Sermaye Piyasası Kanunu (Kanun) kapsamından çıkma talebinin, Kanun'un 33'üncü maddesi ile II-16.1 sayılı Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği'nin 5/5 maddesinde belirtilen nisaplar ile Kanun

edilmesi durumunda bu karara olumlu oy kullananlar dışındaki pay sahiplerine herhangi bir şart aranmaksızın ayrılma hakkının kullanılacak olmasıdır. Diğer bir ifadeyle, bu ihtimalde usule ilişkin diğer şart olan muhalefet şerhi de gerekli değildir. Üçüncü fark ise hakkın kullanılma süresine ilişkindir. Ayrılma hakkının başlangıç süresi Ayrılma Hakkı Tebliği ile paralel olarak genel kurul toplantısı tarihinden itibaren en çok altı iş günü olarak belirlenmiş ancak bu sürenin uzunluğu iki yıldan az olmayacak denmiştir.

Kanun kapsamından çıkmaya ilişkin Tebliğde ayrılma hakkına ilişkin düzenleme bulunmayan hallerde ise Ayrılma Hakkı Tebliği'nin kıyasen uygulanacağı anılan Tebliğin 5.maddesinin son fıkrasında açıkça düzenlenmiştir.

1.2. Genel Kurula Katılıp Olumsuz Oy Kullanmak ve Muhalefet Şerhini Toplantı Tutanağına İşletmek

Ayrılma hakkının kullanılmasının ikinci şartı, birbirini izleyen üç farklı işlemin gerçekleştirilmesi şeklinde düzenlenmiştir. Bu işlemler genel kurula katılmak, ilgili önemli nitelikte işleme dair gündem maddesinin oylanmasında olumsuz oy kullanmak

kapsamından çıkma ve genel kurul toplantısına katılmayanlar da dahil olmak üzere Kanun kapsamından çıkma kararına olumlu oy kullananlar dışındaki pay sahiplerine Yorum Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanan 10.11.2014 tarihli değerlendirme raporunda 1 TL nominal değerli bir pay için 47,80 TL üzerinden ayrılma hakkı tanınmasına ilişkin genel kurul kararı alınması şartıyla olumlu karşılanmasına ve Şirketin genel kurul toplantı tutanağının ve hazır bulunanlar listesinin tescili takip eden altı iş günü içerisinde Kurula iletilmesi ve genel kurul toplantısında gerekli kararların alınması halinde Kanun kapsamından çıkmaya ilişkin yazının alınması gerektiği konusunda bilgilendirilmesine karar verilmiştir” (SPK 2014/24 sayılı bülteni).

ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işletmektir. Ancak bu şartın gerçekleşip gerçekleşmediğinin tespiti her durumda kolay değildir.

Olumsuz oy kullanma şartının çekimser oy kullanma durumunda sağlanıp sağlanmadığı kanunda ya da tebliğde açıkça düzenlenmiş değildir. Metinde açıkça olumsuz oy kullanma aranmıştır. Nitekim ayrılma hakkı için olumsuz oy kullanılması yeterli görülmemiş bir de muhalefet şerhinin toplantı tutanağına işlenmesi, başka bir deyişle ilgili karara muhalefet edilmesi aranmıştır. Muhalefetin toplantı tutanağına işletilmesinin tek amacı muhalefeti açıkça ifade etme değildir. Bu şerhin olumsuz oy kullanıldığının ispatını kolaylaştırmak gibi çok önemli bir fonksiyonu daha vardır ¹⁷⁵. Dolayısıyla, her ne kadar çekimser oy, oylama sonucuna olumsuz oyla aynı şekilde etki etse de, ayrılma hakkının amacıyla da doğrudan bağlantılı olan muhalefet etme şartını sağlamadığından kanımızca çekimser oy veren pay sahipleri ayrılma hakkını kullanamazlar¹⁷⁶.

¹⁷⁵ Sönmez, 2009, s. 152.

¹⁷⁶ Adıgüzel, 2014, s. 33. Ancak yazar çekimser oy kullanıp daha sonra toplantı tutanağına muhalefet şerhi yazdırılması halinde ayrılma hakkının kullanılabileceğini ileri sürmektedir. Diğer yandan iptal davası bağlamında Moroğlu'na göre tutanağa işletilmiş bir muhalefet şerhi ancak olumsuz oy kullanılmış olması ihtimalinde muhalefet olarak kabul edilebilir (Moroğlu, 2014, s. 264). Yine genel kurul kararlarının iptali davası için gereken şartın sağlanmasına ilişkin olarak çekimser oyun olumsuz oy şartını sağlamadığı yönünde bkz. İ. Kırca/F. H. Şehirali Çelik/Ç. Manavat, **Anonim Şirketler Hukuku Cilt 2/2 Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, Ankara, 2016, s. 182. Ayrıca farklı bir yaklaşım örneği olarak Delaware General Corporation Act.262.1.a gösterilebilir. Bu düzenleme birleşme durumunda ayrılma hakkına ilişkindir. Delaware sisteminde ayrılma hakkının kullanılması için gereken şart olumsuz oy kullanmak değil birleşmeye olumlu oy vermemek olarak düzenlenmiştir. Dolayısıyla Delaware sisteminde çekimser oy kullanan pay sahipleri diğer şartları sağlıyorlarsa olumsuz oy kullanabileceklerdir.

Oyun pay sahibi tarafından değil intifa hakkı sahibi tarafından kullanıldığı durumlarda ayrılma hakkının kullanılabilmesi için pay sahibinin olumsuz oy kullanma şartı aranmamalı, karara muhalefedinin toplantı tutanağına geçirilmesi yeterli olmalıdır¹⁷⁷.

Muhalefet şerhinin ilgili gündem maddesi görüşüldükten ve olumsuz oy kullanıldıktan sonra toplantı tutanağına işletilmesi gerekecektir. Henüz konu görüşülmeden sadece gündemdeki maddelere bakılarak muhalefet edilmesi ve bunun kaydedilmesi şartın gerçekleştiği anlamına gelmeyecektir¹⁷⁸. Muhalefet şerhinde olumsuz oy kullanma sebebinin açıklanmasına gerek yoktur, muhalefetin açıkça tutanağına işletilmesi yeterlidir¹⁷⁹.

¹⁷⁷ Genel kurul kararlarına karşı iptal davası açma hakkında da aynı yaklaşımın benimsenmesi gerektiği yönünde bkz. Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, 2016, s. 184; Moroğlu, 2014, s. 260; A. Kendigelen, **Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı**, İstanbul, 1994, s. 317.

¹⁷⁸ O. H. Şener, **Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku**, Ankara 2015, s. 533. Aksi yönde kabul edilebilecek bir görüş için bkz. Moroğlu, 2014, s. 236. Son anılan yazar konuyu ayrılma hakkı özelinde değil genel kurul kararlarının iptali üzerinden tartışmaktadır. Genel kurul kararlarının iptali için dava açabilecek pay sahiplerini düzenleyen TTK m. 446.1.a'da yer alan '[t]oplantıda hazır bulunup da karara olumsuz oy veren ve bu muhalefeti tutanağına geçirme' şartının toplantıya katılmak ve bazı eleştirilerde bulunmak suretiyle özellikle muhalefetin toplantı tutanağına işletilip imzalanmasına gerek kalmaksızın sağlanabileceğini ileri sürmüştür. Biz bu noktada oylamanın yapılmasından sonra muhalefetin açıkça toplantı tutanağına işletilmesinin gerekli olduğunu düşünüyoruz. Genel kurul pay sahiplerinin gündemdeki maddeler üzerinde tartıştığı bir platformdur ve toplantının farklı aşamalarında yaşanan tartışmalar ile pay sahiplerinin fikirleri değişebilecektir. Dolayısıyla nihai oy kullanılmadan önce pay sahibi tarafından söylenmiş şeyler herhangi bir sebeple toplantı tutanağına geçirilmiş dahi olsa geçerli bir muhalefet şerhi olarak kabul edilmemelidir. Nitekim Yargıtay da pay sahiplerinin karara ilişkin eleştirilerde bulunduktan sonra dahi fikir değiştirerek karara olumlu oy kullanabilecekleri ihtimalini göz önünde bulundurmuştur (Yargıtay 11. HD, Tarih: 08.12.1988, Esas: 88/3761, Karar: 88/7548).

¹⁷⁹ Genel kurul kararlarının iptaline ilişkin muhalefet şartına yönelik benzer yönde bir yorum için bkz. Moroğlu, 2014, s. 242.

Düzenleme metni, önemli nitelikte işleme ilişkin kararın genel kurulda alındığı ihtimal göz önünde bulundurularak kaleme alınmıştır. Bu durumda ilgili toplantıya katılıp olumsuz oy kullanarak muhalefetini toplantı tutanağına işleyen pay sahibi ayrılma hakkını kullanabilecektir. Bu ihtimalde dahi dikkat edilmesi gereken nokta genel kurula katılan ve oy hakkına sahip olan herkesin değil sadece pay sahiplerinin veya temsilcilerinin ayrılma hakkını kullanabilecek olmasıdır. Genel kurula sadece pay sahipleri katılmaz¹⁸⁰. Ayrıca, kural olarak oy hakkı pay sahiplerinin olsa da, toplantıya katılacak başka kişilerin de oy kullandığı durumlar söz konusu olabilir. Böyle durumlarda kişi toplantıya katılsa ve oy kullansa bile pay sahibi olmadığı sürece ayrılma hakkını kullanamaz.

Anılan durumların en temel örneği pay üzerinde intifa hakkı kurulmasıdır. TTK m. 432.2 uyarınca pay üzerinde intifa hakkı kurulması durumunda aksi açıkça kararlaştırılmamışsa oy intifa hakkı sahibi tarafından kullanılır. Ancak intifa hakkı sahibi pay sahibi olmadığı için oy hakkına sahip olsa da ayrılma hakkını kullanamayacaktır. Nitekim bu durum Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9.3’de açıkça düzenlenmiştir. Oy hakkının intifa hakkı sahibince kullanıldığı durumlarda dahi pay sahibi veya temsilcisi ayrılma hakkını kullanmak için genel kurul toplantısına katılıp

¹⁸⁰ Genel kurul toplantısına kimlerin katılacağı TTK m. 407.2’de düzenlenmiştir. Buna göre pay sahipleri genel kurula katılabilir ama katılmaları zorunu değildir. Murahhas üyelerin, en az bir yönetim kurulu üyesinin ve denetçinin genel kurulda hazır bulunması şarttır. Diğer yönetim kurulu üyeleri de genel kurula katılabilir. Yönetim kurulu üyeleri ve denetçi görüş bildirebilir. Ayrıca TTK m. 407.2 uyarınca 333.madde ile 28 Kasım 2012 tarih ve 28481 sayılı RG’de yayımlanan “Gümrük ve Ticaret Bakanlığı Temsilcileri Hakkında Yönetmelik”de belirtilen durumlarda Gümrük ve Ticaret Bakanlığı temsilcisi de (eski ifadesiyle komiser) genel kurul toplantısında bulunmak zorundadır. SerPK m. 95 uyarınca Kurul da gerekli gördüğü hallerde genel kurul toplantılarına gözlemci gönderebilir

ilgili işleme karşı olumsuz oy kullanıp muhalefet şerhini toplantı tutanağına işletecektir¹⁸¹.

Bir diğer ihtimalde ise, önemli nitelikte işleme ilişkin karar genel kurulda değil de yönetim kurulunda alınacak olabilir. Bu durumda karar yönetim kurulu tarafından alınsa da Ayrılma Hakkı Tebliği m. 7 uyarınca genel kurul onayına sunulacaktır. Genel kurulda yapılan onaya ilişkin oylamada karara olumsuz oy vererek muhalefetini toplantı tutanağına işleyen pay sahipleri, kararın SerPK m. 29.6'da öngörülen yeter sayılarla kabul edilmesi durumunda ayrılma hakkını kullanabileceklerdir.

1.2.1. İstisnalar

Ayrılma hakkının ikinci şartı olan usule ilişkin bazı işlemlerin yapılması şartı da mutlak değildir ve kanuni bir istisnasına yer verilmiştir. SerPK m. 24.2 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9.2 uyarınca pay sahibi veya temsilcisinin önemli nitelikte işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılmasına haksız bir biçimde engel olunması, genel kurul toplantısına uygun davet yapılmaması veya gündemin usulüne uygun biçimde ilan edilmemesi hallerinde olumsuz oy kullanma ve muhalefetini toplantı tutanağına işletme şartı aranmadan ayrılma hakkı kullanılabilir.

Görüldüğü üzere düzenlemede üç istisnai duruma yer verilmiştir. Bu durumlardan birinin varlığını ispat yükü ayrılma hakkını kullanmak isteyen ancak

¹⁸¹ Ayrılma hakkının şartlarıyla lafzen benzer düzenlenmiş olan TTK m. 446.1.a'ya dayanarak genel kurul kararının iptalini isteme hakkının intifa hakkı sahiplerine tanınması gerektiği yönünde bkz. Z. Aytaç, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri**, Ankara 1998, s. 124. Nitekim Yargıtay uygulamasında da bu yönde kararlar vardır. Kararlar için bkz. R. Poroy/Ü. Tekinalp/E. Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, İstanbul 2014, s. 540.

usule ilişkin şartları gerçekleştirememiş olan pay sahibi veya temsilcisine aittir (TMK.6, HMK.190).

İlk durum pay sahibinin genel kurula katılmasına haksız biçimde engel olunmasıdır. Bu ihtimalde haksız biçimde engel olunmadan ne anlaşılması gerektiği açık değildir. Şüphesiz genel kurul toplantısının yapıldığı salon kapısında güvenlik görevlendirerek pay sahibi veya temsilcisini haksız biçimde salona almamak, hazır bulunanlar listesinde oynamalar yapmak gibi durumlar açıkça madde kapsamına girecektir. Ancak bir pay sahibinin katılmasının engellenmesi durumunda haksızlığın somut olay özelinde tespit edilmesi gerekir.

Diğer iki ihtimal ise toplantıya davetin usulüne uygun şekilde yapılmaması veya gündemin usulüne uygun ilan edilmemesidir¹⁸². Bu noktada anılan usulsüzlüklerden birinin varlığına rağmen toplantıya katılan bir pay sahibi veya temsilcisinin olumlu oy kullanma ve muhalefetini toplantı tutanağına işletme şartlarına bağlı kalmaksızın ayrılma hakkını kullanıp kullanamayacağı sorusu gündeme gelmektedir.

Ayrılma hakkının amacının bir önemli nitelikte işleme ilişkin karar almak isteyen çoğunluk ile bu kararların alınması durumunda iradesi dışında bu kararlara maruz kalmak istemeyen azınlık arasındaki menfaat dengesinin kurulması olduğu düşünüldüğünde kanımızca davet veya gündem ilanına ilişkin usulsüzlüklere rağmen toplantıya katılmış olan bir pay sahibinin ya da temsilcisinin ayrılma hakkından yararlanabilmesi için olumsuz oy kullanması ve muhalefetini toplantı tutanağına

¹⁸² Davetin yapılması ve gündemin ilan edilmesi hakkında bkz. s. 103 vd.

işletmesi gereklidir¹⁸³. Aksi yönde bir kabul ayrılma hakkının doğasıyla bağdaşmayacaktır¹⁸⁴. Aynı şekilde anılan usulsüzlüklerden birinin varlığına rağmen bir pay sahibinin herhangi bir şekilde toplantıdan ve gündemden zamanında haberdar olduğu ispatlanırsa bu durumda da istisnadan yararlanamamalıdır¹⁸⁵. Ancak bir pay sahibi toplantıya katılmış olmasına rağmen karar alınmadan veya karar alındıktan sonra muhalefet toplantı tutanağına işletilmeden haksız bir biçimde toplantıdan çıkarılmışsa bu durumlar da kanımızca istisna kapsamında değerlendirilmelidir¹⁸⁶.

¹⁸³ Manavgat, 2016, s. 326. Benzer ifadelerle düzenlenen genel kurul kararlarının iptaline ilişkin TTK m. 446'nın uygulanmasında da usulsüzlüklere rağmen pay sahibi toplantıya katılmışsa olumsuz oy verme ve muhalefet şerhini tutanağa işletme şartlarının aranacağı yönünde Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, 2016, s. 193 ve dn. 442'de anılan yazarlar; Pulaşlı, Cilt I, s. 842. Ayrıca, toplantıya katılan ancak olumsuz oy kullanmayan ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işletmeyen pay sahibinin genel kurul kararına karşı iptal davası açmasının çelişkili davranış yasağı oluşturduğu ve TMK m. 2'de yer alan dürüstlük kuralını ihlal ettiği yönünde bkz. Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, 2016, s. 181 ve dn. 404'de yer alan yazarlar.

¹⁸⁴ Fikrimizce oylamaya bir şekilde katılmış ancak olumsuz oy vermemiş olan bir pay sahibinin o karar alındığı takdirde ilgili kararın yarattığı etki altında şirketle bağlantısını sürdürmek istemeyen pay sahipleri için tanınmış bir hak olan ayrılma hakkını kullanması hakkın amacıyla ve uyandırılan güvene aykırı davranış yasağıyla bağdaşmamaktadır. Ancak karşı argüman olarak ileri sürülebilecek benzer bir durumun, birleşmede devrolunan şirket pay sahipleri için tanınan ve sonuç açısından ayrılma hakkıyla benzer olan ayrılma akçesi için kabul edildiğinin farkındayız. Ayrılma akçesi, birleşme için olumlu oy kullanan pay sahipleri tarafından da alınabilmektedir. Kanımızca burada istisnai düzenleme ayrılma akçesine ilişkin olmalıdır. Nitekim ayrılma akçesi ayrılma hakkıyla olan ilişkisinden bağımsız olarak sadece devrolunan şirket pay sahiplerine tanınmış olması itibarıyla bile nevi şahsına münhasır bir müessesedir. Dolayısıyla ayrılma akçesinde açık kanuni düzenleme sonucu oluşan durumun ayrılma hakkına ilişkin yukarıda belirttiğimiz görüşün meşruiyetini, özellikle de ayrılma hakkı konusunda açık kanuni düzenleme eksikliği göz önüne alındığında, zedelediğini düşünmüyoruz.

¹⁸⁵ TTK m. 446'nın uygulamasında da bu durumda TTK m. 446 1.a'daki şartların aranması gerektiği yönünde bkz. Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, 2016, s. 194.

¹⁸⁶ TTK m. 446'nın uygulamasında da bu durumlarda TTK m. 446 1.a'daki şartların aranmaması gerektiği yönünde bkz. Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, 2016, s. 194, dn. 443.

İstisnai durumlar arasında pay sahibinin olumsuz oy kullanmasına rağmen muhalefetini tutanağa geçirmesinin engellenmesine de yer verilmemiştir. Genel kurul toplantılarında çoğu zaman birden fazla gündem maddesi söz konusudur ve farklı konular üzerinde tartışmaların yaşanması, oylamanın uzaması teorik olarak mümkündür. Pay sahibinin farklı gündem maddelerine ilişkin olarak kullandığı oyu belgelemesinde en önemli araç toplantı tutanağı olacaktır. Nitekim ayrılma hakkının kullanılması için açıkça toplantı tutanağına muhalefet şerhi işletilmesi aranmıştır. Kanımızca pay sahibi toplantıya gelmiş, olumsuz oy kullanmış ancak muhalefet şerhini toplantı tutanağına geçirmesi engellenmiş ise bu ihtimalde de pay sahibi muhalefetini belgeleyebilmesi için temel araç durumunda olan toplantı tutanağına muhalefetini şerh ettirmesinin engellendiğini ispatlayabildiği takdirde SerPK m. 24.2 devreye girmeli ve ayrılma hakkının kullanılması mümkün olmalıdır.

Yine toplantıya katılan pay sahibinin oy kullanmasının haksız biçimde engellenmesi, benzer ifadelerle kaleme alınan TTK m. 446'da yer almasına rağmen SerPK m. 24.2'de sayılmamıştır. Açıklanan sebeplerle amaçsal yorum yapılarak bu durumun da düzenleme kapsamına girdiği kabul edilmelidir¹⁸⁷.

Farklı durumları yorum aracılığıyla istisna kapsamına dahil ettiğimiz için burada bir açıklama yapma ihtiyacı hissediyoruz. Kanun maddelerinin kapsamlarının kişisel kaygılarımıza cevap vermemesi sebebiyle geniş yorumlanmasını talep etmenin hukuk güvenliğini zedeleyici bir yaklaşım olabileceğinin bilincindeyiz. Ancak pay sahibi veya temsilcisinin toplantıya haksız olarak katılmasının engellenmesi istisnai bir durum olarak sayılmış iken hukuki haklar üzerinde aynı olumsuz sonucu doğuracak

¹⁸⁷ Manavgat, 2016, s. 327.

olan oy kullanmanın veya muhalefetin toplantı tutanağına geçirilmesinin haksız olarak engellenmesi gibi ihtimallerinin sayılmamasını kanun koyucunun ihmalinden başka bir sebeple açıklamak mümkün değildir. Bu sebeple genel kurula katılma ifadesinin oy kullanmak ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işletmek eylemlerini de kapsayacak şekilde geniş yorumlanması gerektiğini düşünüyoruz¹⁸⁸.

1.2.2. TTK m. 446 ile İlişki

Hakkın kullanılma usulünü incelemeye geçmeden önce son olarak kanun koyucunun benzer ifadelerle düzenlemiş olmasından ötürü anonim şirketlerde genel kurul kararlarının iptaline ilişkin TTK.446 ile SerPK.24.1 arasındaki ilişkinin incelenmesinde fayda görüyoruz.

TTK m. 446.1.a’da “[t]oplantıda hazır bulunup da karara olumsuz oy veren ve bu muhalefetini tutanağa geçirten”, TTK m. 446.1.b’de ise “[t]oplantıda hazır bulunsun veya bulunmasın, olumsuz oy kullanmış olsun ya da olmasın; çağrının usulüne göre yapılmadığını, gündemin gereği gibi ilan edilmediğini, genel kurula katılma yetkisi bulunmayan kişilerin veya temsilcilerinin toplantıya katılıp oy kullandıklarını, genel kurula katılmasına ve oy kullanılmasına haksız olarak izin verilmediğini ve yukarıda sayılan aykırılıkların genel kurul kararının alınmasında etkili olduğunu ileri süren pay sahipleri” iptal davası açabilecek kişiler arasında sayılmıştır.

¹⁸⁸ Bu ihtimallerin de SerPK m. 24.2 içinde olduğu yönünde başka bir görüş için bkz. Adıgüzel, 2014, s. 35.

TTK m. 445’de ise bir genel kurul kararına karşı iptal davası açılabilmesi için genel kurul kararının kanuna, esas sözleşme hükümlerine veya dürüstlük kuralına aykırı olması aranmıştır.

Aradaki ilişkiyi inceleme sebebimiz kanun koyucunun ayrılma hakkının usule ilişkin şartların ve iptal davasını açabilecek kişileri düzenleyen maddelerini benzer ifadelerle kaleme almasıdır. İfadelerdeki benzerliğin iki sonucu olabilir. İlk olarak, genel kurul kararlarının iptaline ilişkin yorumlar ve içtihat, daha yeni bir müessese olan ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin düzenlemenin uygulanmasında yol gösterici olabilecektir.

Bu noktada belirtmek gerekir ki ayrılma hakkı geçerli ancak önemli etkileri olan bir genel kurul kararı sonucunda o kararın etkisi altında şirketle bağıını devam ettirmemek için kullanılan bir hak iken iptal davası açma hakkı kararın belirli aykırılıklar sebebiyle geçerliliğine son verme sonucunu doğurabilecek bir haktır. Üstelik pay sahiplerinin veya diğer ilgililerin ayrılma hakkının kullanılmasındaki veya genel kurul kararının iptal edilmesindeki menfaatleri birbirinden farklıdır. Dolayısıyla şartları benzer olarak düzenlenmiş olmakla birlikte işlevleri ve maddi etkileri açısından aslında ayrılma hakkı ile iptal davası açma hakkı arasında çok önemli farklılıklar vardır. Bu sebeple genel kurul kararlarının iptaline ilişkin görüşlerden veya içtihattan yararlanırken dikkatli olunması gerekmektedir. Doktrinde bir görüş SerPK’daki ayrılma hakkı düzenlemelerinin yetersiz kaldığı noktalarda sadece lafzi benzerliklerden yola çıkarak TTK m. 446’nın kıyasen uygulanmasını önermektedir¹⁸⁹. Yukarıda belirtildiği üzere müesseselerin ilgili genel kurul kararı üzerindeki etkileri

¹⁸⁹ Adıgüzel, 2014, s. 35.

çok farklı olduğu için bu görüşe katılmıyoruz. Anılan farklılıklar sebebiyle kanımızca TTK m. 446'nin şartlarına ilişkin doktrindeki görüşler ve içtihat SerPK.24'de yer alan şartların yorumlanmasında sadece yol gösterici olarak kullanılabilecektir¹⁹⁰. Nitekim ayrılma hakkı kullanım usulü anlatılırken doktrinde TTK m. 446'ya dair ileri sürülen görüşlerden yararlanılmıştır.

İkinci olarak ise, iki hakkın şartlarının benzer ifadelerle düzenlenmesi sebebiyle çok istisnai durumlarda da olsa hakların aynı anda ortaya çıkabilme ihtimali vardır. Maddi şartları dikkate alındığında iki hakkın aynı anda ortaya çıkması için ortada önemli nitelikte işlemlere ilişkin bir karar olması ve bu kararın aynı zamanda iptal edilebilirlik kriterini sağlaması için 'kanuna, esas sözleşmeye ya da dürüstlük kuralına aykırı' olması gerekir. Önemli nitelikteki işlemler çok ciddi sonuçlar doğurabileceğinden bunlara ilişkin kararın alınması zaten belirli bir süreç sonucunda gerçekleşmektedir. Uzun bir hazırlık sürecinden geçerek yapılmasına karar verilen işlemin kanuna, esas sözleşmeye veya dürüstlük kuralına aykırı olması pratikte çok sık karşımıza çıkabilecek bir durum değildir. Diğer yandan önemli nitelikte işlemler etkilerinin genişliği sebebiyle özel düzenlenmiş esas sözleşme hükümlerine veya somut olayda dürüstlük kuralına aykırı olabileceklerinden teorik olarak bu iki hakkın maddi şartlarının aynı anda sağlanması mümkündür.

Hakları kullanabilecek kişilere ilişkin şartlara baktığımızda ise toplantıda hazır bulunup da karara olumsuz oy veren ve muhalefetini toplantı tutanağına işleyen pay sahiplerinin iki hakkı da kullanabileceği düzenlenmiştir. Bu düzenlemeler birlikte

¹⁹⁰ Kıyasen uygulamanın tamamen mümkün olmadığı ve müesseselerin farklılığı sebebiyle dikkatli olunması yönünde başka bir görüş için bkz. Bektaş, 2015, s. 810.

incelendiğinde çağrı veya gündemin ilanı usulüne uygun yapılmamışsa veya pay sahibinin genel kurula katılmasına veya oy kullanmasına haksız olarak izin verilmemişse ilgili pay sahipleri ayrılma hakkına sahip olacaklar; bu usulsüzlüklerden birinin kurul kararının alınmasında etkili olduğunu ileri sürerek iptal davası da açabileceklerdir¹⁹¹.

Bu şartların tamamının sağlandığı bir ihtimalde ise sonuçları çok farklı olduğu için seçme şansının pay sahibinde olduğunu kabul etmek gerekir. Ancak pay sahibinin bu seçme hakkı, ilgili hakların kullanım zamanları sebebiyle bazı kısıtlamalara tabi olacaktır. Biraz ileride detaylı olarak inceleneceği üzere ayrılma hakkının kullandırılması ilgili genel kurul tarihinden itibaren en çok altı iş günü içerisinde başlamalıdır. Ayrıca ayrılma hakkının kullanım süresi için yirmi iş günü üst sınır olarak getirilmiştir (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9.6). Genel kurul kararının iptali TTK.445’de öngörülen süre ise karar tarihinden itibaren üç aydır. Üstelik bu ihtimalde bir dava söz konusu olacağından süreç de daha uzun olacaktır. Genel kurul kararının iptalini istemek şirketle olan bağlantının devamını tercih etmek anlamına gelecek iken şirketle olan bağların koparılmasına ilişkin olan ayrılma hakkının kullanılmasının bu kadar kısa süreye bağlanması pay sahibini muhtemelen ayrılma hakkını kullanmaya itecektir. Zira genel kurul kararının iptali yolunu tercih eden pay sahibi çok yüksek ihtimalle ayrılma hakkı sürelerini kaçırarak bir de üstüne ayrılma hakkına ilişkin

¹⁹¹ Ayrılma hakkının şekli şartlarından muafiyet sağlayan özel durumlarda da TTK.446.2’de düzenlenen etki kuralının uygulanacağı yönünde bkz. Tekinalp, 2015, s. 89. Kanımızca açıkça bu yönde bir düzenleme yapılmadığından bir koruma düzenlemesi olan ayrılma hakkının kullanılmasını zorlaştıracak şekilde etki kuralının sağlanmış olması şartı aranmamalıdır.

şartlardan daha ağır olan, TTK m. 445 ve TTK m. 446'da yer alan şartların gerçekleştiğini ispatlama yükünü üstlenmek zorunda kalacaktır.

2. Ayrılma Hakkı Prosedürü

Ayrılma hakkının kullanılması için anılan şartların sağlanması yeterli değildir. Ayrılma hakkının kullanılması sürecinde bir genel kurul toplantısı söz konusudur. Öncelikle bu toplantı için bazı açıklamaların ve ilanların yapılması gerekecektir. Toplantı esnasında daha önce bahsettiğimiz gibi özel bir usul izlenmelidir. Nihayet toplantı sonrasında ayrılma hakkının kullanılması durumunda ilgili pay sahiplerinin paylarının şirket tarafından alınması söz konusu olacak ve bunun için de yine özel bir usul devreye girecektir.

2.1. Genel Kurul Toplantısı Öncesinde

2.1.1. Davet

Genel kurul toplantısına çağrının esas sözleşmede gösterilen şekilde, ortaklığın internet sitesi ve KAP ile Kurulca belirlenen diğer yerlerde yayımlanan ilanla yapılması gerekir. Çağrı, ilan ve toplantı günleri hariç olmak üzere toplantı tarihinden en az üç hafta önce yapılır (SerPK m. 29.1).

Pay defterinde yazılı pay sahipleri ile şirkete önceden pay sahipliğini ispatlayıcı belge vererek adres bildiren pay sahiplerine toplantı günü ile gündem ve ilanın çıktığı gazeteler iadeli taahhütlü mektupla bildirilir (TTK m. 414.1). Ancak

nama yazılı ihraç edilmiş olup borsada işlem gören paylar hakkında¹⁹² bu usul uygulanmaz (SerPK m. 29.2).

Bu iki madde beraber değerlendirildiğinde kural olarak halka açık ortaklıklarda önemli nitelikte işlemlerin görüşüleceği genel kurula çağrı SerPK m. 29.1’de yer alan kamuyu aydınlatma fonksiyonu bulunan açıklamalar dışında TTK m. 414.1 uyarınca ilgili pay sahiplerine¹⁹³ gönderilecek iadeli taahhütlü bir mektupla yapılır. Ancak nama yazılı ihraç edilmiş olup borsada işlem gören paylar hakkında iadeli taahhütlü mektup gönderilmeyecek, sadece SerPK m. 29.1 uyarınca ilgili ilanların yapılması yeterli olacaktır.

2.1.2. Gündem¹⁹⁴

Önemli nitelikte işlemin görüşüleceği genel kurul toplantısı gündeminde ilgili karara muhalefet oyu kullanacak pay sahiplerinin ortaklıktan ayrılma hakkının¹⁹⁵ bulunduğu, bu hakkın kullanılması durumunda payların ortaklık tarafından satın

¹⁹² SerPK m. 16.1 uyarınca payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıkların, halka açık ortaklık statüsünü kazandıktan sonra en geç iki yıl içinde paylarının işlem görmesi için borsaya başvurması zorunludur.

¹⁹³ Halka açık anonim ortaklıklarda pay sahipliği sıfatının kazanılmasına, pay sahiplerinin tespitine ilişkin detaylı inceleme için bkz. M. H. Çonkar, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliği Sıfatının İspatlanması**, İstanbul 2009, s. 9 vd.

¹⁹⁴ İşlemlerin kronolojik sırasına ilişkin olarak bir karışıklık oluşmaması için bu noktada belirtmek isteriz ki gündemin son şeklini alması yönetim kurulu kararının ilanından ve ayrılma hakkı fiyatının belirlenmesinden sonra gerçekleşecektir. Ancak fiyatın belirlenmesi ve yönetim kurulu kararının ilanında gündem devreye girdiği için konunun anlaşılmasını kolaylaştırmak açısından bu çalışmada kronolojik sıra gözetilmemiş, öncelikle gündeme değinilmiştir.

¹⁹⁵ Ayrılma hakkı değil pay alım teklifi zorunluluğu doğmasına yol açan önemli nitelikte işlemlerin görüşüleceği toplantıların gündeminde de benzer şekilde zorunlu pay alım teklifine ilişkin bilgilerin yer alması aranmıştır (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 11.3).

alınacağı birim pay fiyatı ve ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin işleyiş süreci yer alır (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9.4).

Aynı genel kurul toplantısında birden fazla önemli nitelikte işlem görüşülecekse bu işlemlerin her biri ayrı gündem maddesi olarak düzenlenir ve her bir işlem için ayrıca ayrılma hakkı kullanım fiyatı gündemde gösterilir (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 10.6).

Gündemin ilanına ilişkin SerPK ya da Ayrılma Hakkı Tebliği'nde özel bir düzenleme öngörülmediğinden TTK'da anonim şirket genel kurul toplantısı gündem ilanı için öngörülen usul izlenecektir. Gündemin usulüne uygun yapılmaması, daha önce de bahsedildiği üzere, SerPK m. 24.2 uyarınca usule ilişkin şartlar aranmaksızın ayrılma hakkının kullanılabilmesinin önünü açar.

Ayrılma Hakkı Tebliği'nde gündeme ilişkin özel bir düzenlemeye daha yer verilmiştir. Ortaklık yönetim kurulu, toplantı gündeminin ilanından önce genel kurulda karar alınsa dahi, ayrılma hakkı kullanımları sonucunda ortaklığın katlanmak zorunda kalacağı toplam maliyetin belirlenen bir tutarı aşması veya belirlenen orandan fazla paya sahip ya da belirlenen nitelikteki pay sahiplerinin olumsuz oy kullanması halinde işlemin gerçekleştirilmeyeceğini kararlaştırabilir¹⁹⁶. Bunun için ilgili önemli nitelikte işleme ilişkin gündem maddesinde, aşılması durumunda işlemin gerçekleştirilmeyeceği eşiklerin yer alması ve ayrı bir gündem maddesiyle bu

¹⁹⁶ Önemli nitelikte işlem sonucunda ayrılma hakkının değil pay alım teklifi zorunluluğunun olduğu durumlarda da benzer bir imkan tanınmıştır. Bu imkan Ayrılma Hakkı Tebliği m. 11.4'de düzenlenmiştir.

işlemden vazgeçilebileceğinin belirtilmesi zorunludur¹⁹⁷ (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5). Vazgeçme eşiği olarak nesnel koşullar belirlenmelidir, aksi takdirde işlemin kamuya açıklanması sebebiyle pay değerlerinde oluşan oynamalar sonucunda zarara uğrayan pay sahiplerinin zararının tazmini gündeme gelecektir¹⁹⁸.

Vazgeçme imkanına ilişkin gündem maddesi ayrı olarak görüşüleceğinden genel kurulda önemli nitelikte işleme onay verilmesine rağmen vazgeçme imkanına ilişkin gündem maddesinin kabul edilmemesi mümkündür. Bu durum, genel kurulun, yönetim kurulunu ileride ilgili işlemde vazgeçme konusunda yetkilendirmediği anlamına gelir.

Vazgeçme imkanının verildiği zaman ile kullanılacağı zaman birbirine karıştırılmamalıdır. Yönetim kurulu önemli nitelikte bir işleme ilişkin ileride vazgeçme konusunda yetkilendirildiği takdirde bu yetkiyi kullanmak için ayrılma hakkının kullanılma süresinin sonunu beklemesi gerekecektir. Çünkü bir pay sahibi ayrılma hakkına ilişkin şartları yerine getirdiği halde bu hakkı kullanmayacak olabilir veya sonradan hakkını kullanmaktan vazgeçebilir. İlgili gündem maddesine olumsuz oy kullanıp bunu tutanağa işletmek hakkın doğması için gerekli olup kullanılmasına ilişkin bir zorunluk getirmemektedir Bu sebeple vazgeçmeyi mümkün kılacak şartların sağlanıp sağlanmadığı ancak ayrılma hakkını kullanacak pay sahibi sayısının ve ödenecek toplam miktarın belirlenmesi ile mümkün olacaktır. Bu noktada belirtelim

¹⁹⁷ KAP'da yayınlanmış, ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin ve ayrılma hakkının kullanılmasının getireceği maliyetin belirli bir limitin üzerinde olması durumunda bu işlemde vazgeçilebileceğine ilişkin maddeler içeren bir toplantı gündemi örneği için bkz. <http://www.kap.gov.tr/api/download.aspx?tip=bildirimek&id=164470&bildirimid=442336>.

¹⁹⁸ Manavgat, 2016, s. 340.

ki, ayrılma hakkına ilişkin diğer işlemlerin tamamının yönetim kurulunun vazgeçme imkanını kullanıp kullanmayacağını belirleneceği tarihe kadar ertelenmesinin doğru olacağını düşünüyoruz. Aksi takdirde yapılmış işlemler yönetim kurulunun vazgeçme hakkını kullanması üzerine konusuz kalacak ve sorunlara neden olabilecektir.

2.1.3. Fiyatın Belirlenmesi

Ayrılma hakkında fiyat, ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahibinin paylarına karşılık şirketin ödeyeceği miktarı ifade eder. Fiyatın belirlenmesinde payları borsada işlem gören ve görmeyen ortaklıklar için farklı yöntemler benimsenmiştir.

Borsada işlem gören paylara ilişkin ayrılma hakkının kullanım fiyatı işlemin ilk defa kamuya açıklandığı tarihten önceki, açıklanan tarih hariç olmak üzere, otuz gün¹⁹⁹ içinde borsada oluşan düzeltilmiş ve ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalamasıdır (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 10.1). Bu fiyat tespit yönteminde ana amaç önemli nitelikteki işlemin etkilerinden arındırılmış, güncel bir fiyat bulabilmektir²⁰⁰.

Borsada işlem görmeyen paylar için ise ayrılma hakkı kullanım fiyatı ile bu fiyatın adil ve makul olduğunun tespiti amacıyla Kurulun ilgili düzenlemelerine göre hazırlanacak değerlendirme raporu, önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kurul toplantısı gündemi ile birlikte açıklanır (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 10.2).

İşlemin kamuya açıklandığı tarihin belirlenmesi her durumda kolay olmayabilir. Açıklamalarda aksama meydana gelmesi de mümkündür. Kamuya

¹⁹⁹ Kanunda açık bir düzenleme olmamakla birlikte amaç önemli nitelikte işlem etkisinden arındırılmış borsa fiyatının tespiti olduğundan borsada fiyatın oluştuğu günlerin yani iş günlerinin dikkate alınmasının doğru olacağı yönünde bkz. Manavgat, 2016, s. 334.

²⁰⁰ Manavgat, 2016, s. 332.

açıklama yapılmamış, açıklama zamanında yapılmamış veya açıklama payları borsada işlem gören şirketler için KAP, payları borsada işlem görmeyen şirketler için ortaklık ve Kurul internet sitesi dışında bir yerden yapılmış ise işleme ilişkin yönetim kurulunun²⁰¹ Kurul düzenlemeleri uyarınca kamuya açıklanması gereken tarih, yönetim kurulu kararından daha önce açıklama yapılmış ise bu açıklamanın yapıldığı tarih işlemin ilk kamuya açıklandığı tarih olarak kabul edilir (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 10.3). Bununla birlikte ciddi olmayan veya belirsizlik içeren, yatırımcıların kararını etkilemeyen açıklamaların dikkate alınmaması daha yerinde olacaktır²⁰².

Bir işleme ilişkin birden fazla özel durum açıklaması yapılmış olması da mümkündür. Bu durumda fiyat, tutar, oran ya da değerlendirme sonucu ve benzeri bilgilere yer verilmesi veya işlemin o aşamada kesin olup olmadığı hususları aranmaksızın kamuya yapılan ilk açıklama tarihi dikkate alınır (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 10.4)²⁰³.

Ayrılma hakkının temel işlevinin önemli nitelikte işlemlerin yaratacağı etki altında şirketle ilişkisini devam ettirmek istemeyen pay sahibine çıkış tanınması olduğu düşünüldüğünde bu fiyatın belirlenme yöntemi de uygun olmalıdır²⁰⁴. Borsada işlem gören paylar için işlemin kamuya açıklanmasından önceki belirli bir sürenin aritmetik

²⁰¹ Önemli nitelikte işlemlerin bazıları doğrudan genel kurulun yetkisi kapsamında olsa da genel kurulun ilgili işleme ilişkin karar vermek üzere toplanabilmesi için yönetim kurulunun bu yönde bir karar alması gerekecektir. Bu durumlarda bu karar dikkate alınmalıdır.

²⁰² Manavgat, 2016, s. 335.

²⁰³ Ayrıntılı bilgi içermeyen ilk açıklama sonucunda yatırım kararı veren pay sahiplerinin korunması açısından ilk açıklama ile daha sonraki açıklama için SerPK m. 24’de belirtilen yöntemle ayrı ayrı fiyat hesabı yapılmasının ve yüksek olanın ayrılma hakkı kullanım fiyatı olarak belirlenmesinin daha doğru olacağı yönünde bkz. Manavgat, 2016, s. 335.

²⁰⁴ Fiyat makul şekilde belirlenmezse pay sahiplerinin ayrılma hakkını değil kararın geçerliliğine muhalefet etmek gibi diğer yolları tercih edeceği ve bunların ayrılma hakkı kadar efektif olmadığı yönünde bkz. Wertheimer, 1998, s. 626.

ortalamasının dikkate alınması ilgili pay sahibinin işlemin pay değeri üzerindeki etkisinden korunması bakımından anlamlıdır²⁰⁵.

Payları borsada işlem görmeyen şirketler için böyle objektif bir değer hesaplama yöntemi gösterilmemiş olsa da ilgili işlemin pay değeri üzerindeki etkisi de dikkate alınarak bir fiyat belirlemesi yapılması kanımızca doğru olacaktır. Doktrinde genel olarak kabul edilen görüşe göre burada söz konusu paylar için ‘adil değer’in belirlenmesi gündeme gelecektir²⁰⁶. Adil değer belirlenmesi için tek bir yöntem yoktur. Bu değer kullanılan yöntemle birlikte ilgili şirketin özelliklerine ve dikkate alınan değişkenlere göre de değişiklik gösterecektir²⁰⁷. Adil değer tespiti Kurul

²⁰⁵ Ayrılma hakkı kullanım fiyatının belirlenmesinde sadece borsa fiyatının neden yeterli olmadığı yönünde bkz. Wertheimer, 1998, s. 636 vd. Yazar gerekçe olarak borsa fiyatının kısa zamanda ciddi miktarda değişme ihtimalini göstermektedir. Bu haklı bir itirazdır ancak bu sorunu çözmek için başka bir kriteri baz almak değil aritmetik ortalama hesabında dikkate alınan süreyi kısaltmak kanımızca daha doğru olacaktır. Ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahiplerini sadece ilgili işlemin etkilerinden değil borsada diğer sebeplerle oluşacak fiyat değişikliklerinden korumak kurumun amacıyla bağdaşmayacak ve ayrıca bu pay sahiplerinin şirketle devam etmek isteyen çoğunluktan daha fazla korunması gibi adil olmayan bir duruma yol açacaktır. Diğer yandan özellikle birleşme işlemlerinde birleşme işleminin ilanı ile birlikte şirket pay fiyatlarında hızlı ve ciddi değişiklikler yaşandığı yaygın bilinen bir gerçektir. Bu sebeple süreyi kısaltma yönündeki çözümümüzün birleşme işlemlerindeki adil fiyat sorununu çözmeyeceğinin farkındayız. Bu noktada belirtmek gerekir ki öğretide bu sürenin kısa olduğu da ileri sürülmektedir. Karacan, 2015, s. 195; Ç. Manavgat, ‘Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakkı – Sermaye Piyasası Hukukunda Yeni Yaklaşımlar’, **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi**, 2015, C. 1 S.2, s. 99. Son anılan yazar otuz günlük kısa bir sürenin tercih edilmesinin hakim pay sahibine borsa endeksinin düşük olduğu zamanlarda ayrılma hakkını kullandırma ve payları gerçek değerlerinden daha düşük bedelle alma imkanı sağladığını ifade etmektedir.

²⁰⁶ Sönmez, 2009, s. 123; Bektaş, 2015, s. 816; Adıgüzel, 2014, s. 42; Çetin/Türemiş/Cantimur, 2014, s. 175.

²⁰⁷ Siegel, 1995, s. 135. Adil değer işletme değeri ile orantılı olduğu ve tespitinde net piyasa değeri, net aktif değer ile işleyen teşebbüs değeri gibi ölçütlerden yararlanılabileceği yönünde bkz. Çetin/Türemiş/Cantimur, 2014, s. 175.

düzenlemeleri uyarınca hazırlanacak bir değerleme raporu ile yapılacaktır. SerPK’da veya tebliğde bununla ilgili bir düzenleme yoktur ancak eSerPK zamanında çıkarılmış olan Seri: VIII, No:45 sayılı Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ’in²⁰⁸ 2.1 maddesinde sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerleme işlemlerinde tebliğin 1 numaralı ekinde yer alan standartlara aynen uyulması gerektiği düzenlenmiştir. Tebliğde yer alan standartlar özellikle payların değerlemesine ilişkin detaylı açıklamalar içermektedir..

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda ayrılma hakkı kullanım fiyatı objektif olmayan bir değerleme sonucu oluşmaktadır. Bu sebeple ilgili pay sahiplerine bu fiyata muhalefet etme ve doğru fiyatın tespitini mahkemeden talep etme imkanı tanınmalıdır²⁰⁹. SerPK’da ya da Ayrılma Hakkı Tebliği’nde böyle bir dava düzenlenmiş değildir²¹⁰. Üstelik ayrılma hakkının kullandırılmasına ilişkin sürelerin

²⁰⁸ Seri:VIII No:45 sayılı Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (RG, 6 Mart 2006, S. 26100).

²⁰⁹ Özdoğan, 2004, s. 739. Adıgüzel, s. 43. Son anılan yazar ayrıca Amerikan hukukunda yer alan pay sahiplerinin şirketten ek ödeme talep etme imkanının getirilmesinin, bu talepten sonuç alınamazsa dava açılmasının daha uygun olacağını ileri sürmektedir.

²¹⁰ SPK tarafından hazırlanan ‘Önemli Nitelikte İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ’ taslağının 1.maddesi ile Ayrılma Hakkı Tebliği m. 8’e 3.fıkra olarak şu ifadenin ekleneceği düzenlenmiştir:

“ Genel kurula katılarak olumsuz oy kullanan ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahipleri genel kurul toplantısını izleyen otuz gün içerisinde pay alım teklifi fiyatının adil olmadığı iddiasıyla iadeli taahhütlü mektupla veya noter aracılığı ile Kurula başvurabilirler. Kurul bu durumda hakim ortaktan pay bedelinin adil olduğunun tespiti amacıyla Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca bir değerleme raporu hazırlatılmasını talep eder. Kurul bedelin kesinleştirilmesinde Tebliğ’in 10 ve 11 inci maddeleri çerçevesinde borsa kotundan çıkma kararının kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün, yüz seksen gün ve bir yıl içinde, borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatlarının ortalaması ile hazırlatılan değerleme raporu ve borsa kotundan çıkma

dava açmak açısından sınırlayıcı derecede kısa olduğu dikkate alındığında pay sahibinin²¹¹ ayrılma hakkını kullanma imkanını kaçırmaması için süresi içerisinde ayrılma hakkını belirlenen değer üzerinden kullanmayı ihtirazı kayıt ile kabul edip daha sonra adil bedelin tespiti dava açması uygun olacaktır²¹². Niteliği gereği bu davanın sonucunun geçmişe etkili olduğu ve dava açmadan ayrılma hakkını kullanmış pay sahiplerinin de yeni tespit edilen fiyattan ayrılma hakkını kullanacağı kabul edilmelidir²¹³.

Yine bu dava ile bağlantılı olarak dava sonucunda ayrılma hakkını daha önce kullanmamış olan pay sahiplerinin bu haklarını yeni oluşan fiyat üzerinden kullanmayı talep etmesi veya yeni oluşan fiyatı beğenmeyip daha önce hakkını kullanmış olanların vazgeçmesinin mümkün olup olmadığı sorusu gündeme gelmektedir. Kanımızca fiyat değişikliği sebebiyle böyle bir karar değişikliği mümkün olmamalıdır. Ayrılma hakkının işlevi pay sahiplerine kazanç sağlamak değil önemli nitelikte işlemlerin etkisi

kararının kamuya açıklandığı tarihten önceki son bir yıl içinde pay bedelinin tespitine yönelik yapılan işlemlere esas pay değerini (pay alım teklifi, birleşme vb) karşılaştırarak en yüksek bedeli pay alım teklifi fiyatı olarak belirler”

Görüldüğü üzere Kurul da bu yönde bir ihtiyacın olduğunun bilincindedir. Ancak belirtmek gerekir ki bu taslak henüz son halini alıp bir tebliğ olarak yürürlüğe girmiş değildir. (Taslak metni: .

<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=1128&ext=pdf>, Son Erişim: 11 Şubat 2016).

²¹¹ Adil fiyatın tespiti için açılacak bu davanın sadece ayrılma hakkını kullanacak pay sahipleri değil bu hakkı kullanmayacak ve şirket pay sahibi olarak kalmaya devam edecek olan pay sahipleri tarafından da açılabilmesi gerekir. Zira şirketten ayrılacak pay sahiplerinin paylarını almak için ödenecek bedel ayrılma hakkını kullanmayan pay sahiplerinin menfaatlerini de ilgilendirmektedir. Bedelin sadece eksik değil fazla belirlenmiş olması da söz konusu olabilir. Bu durumda da adil bedelin tespiti arayışına girilmelidir. Aynı yönde bkz. Bektaş, 2015, s. 819.

²¹² Adıgüzel, 2014, s. 43.

²¹³ Özdoğan, 2004, s. 740; Sönmez, 2009, s. 158.

altında şirketle olan ilişkilerini zorla devam ettirmelerine neden olmadan adil bir bedelle çıkış imkânı sağlamaktır²¹⁴. Dolayısıyla pay sahibi şirketten ayrılma konusunda kararlıysa ayrılma hakkını süresi içerisinde kullanmalı, bedel ile ilgili bir şikâyeti varsa bunu da daha önce açıkladığımız şekilde dava konusu yapmalıdır. Hatta bedel şirket tarafından hileli olarak düşük gösterilmiş olsa dahi daha sonradan karar değişikliğine izin verilmemelidir²¹⁵.

Diğer yandan uygulamada ayrılma hakkının kullanım fiyatı üzerinden uyuşmazlık çıkma ihtimali çok yüksek değildir. Çünkü ayrılma hakkıyla ilgili esas sözleşme değişiklikleri için SerPK m. 33.2 uyarınca Kurul'a görüş başvurusunda bulunulduğunda Kurul ayrılma hakkı kullanım bedeline ilişkin de tespitte bulunmaktadır²¹⁶.

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 10.6'da bir genel kurul toplantısında birden fazla önemli nitelikte işleme ilişkin karar alınıyorsa her bir önemli nitelikte işlemin ayrı gündem maddesi olarak görüşülmesi ve fiyatının ayrıca belirlenmesi gerektiği düzenlenmiştir. Bir pay sahibinin birden fazla işleme ilişkin olumsuz oy kullanması durumunda ise olumsuz oy kullandığı önemli nitelikte işlemler için belirlenen ayrılma

²¹⁴ Manavgat, 2016, s. 320.

²¹⁵ Aynı yönde bkz. Bektaş, 2015, s. 820.

²¹⁶ '6362 sayılı SPKn'nun 24 üncü maddesinin ilk fıkrası hükmü ile Ayrılma Hakkı Tebliği'nin 10 uncu maddesi uyarınca, önemli nitelikteki işlem olan tasfiye kararı sonucunda paylarını ayrılma hakkı kapsamında Şirket'e satacak ortaklara tanınacak ayrılma hakkı kullanım fiyatının 21.05.2014 tarihi dahil olmak üzere sözkonusu kararın açıklanmasından önceki otuz günlük dönem içinde Şirket paylarının Borsa'da oluşan ağırlıklı ortalama fiyatlarının aritmetik ortalaması alınmak suretiyle hesaplanan 1,0137 TL olarak belirlenmesine karar verilmiştir.' (SPK 2014/23 sayılı bülteni).

hakkı fiyatlarından en yüksek olanı dikkate alınacaktır. Bu düzenleme incelenmeye muhtaçtır.

Ayrılma hakkı pay sahibinin bütün payları için kullanılır. Başka bir deyişle bir pay sahibi farklı gruplara ait veya imtiyazlı paylara sahipse bunlar arasında ayrılma hakkına ilişkin ayırım yapamaz (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9.9). Ayrılma hakkı bütün işlemler için ve payların tamamına yönelik olarak kullanılacaksa farklı işlemlerde farklı fiyatların oluşmasının nasıl mümkün olacağı sorusu gündeme gelmektedir. Borsada işlem görmeyen paylar durumunda ayrılma hakkı fiyatı değerlendirme raporuna göre belirleneceğinden kanımızca farklı fiyat oluşması ihtimali yoktur²¹⁷. Ancak borsada işlem gören paylar için aritmetik ortalamanın hesaplanmasında dikkate alınacak süre işlemin ilk defa kamuya açıklandığı tarihe göre hesaplandığından teorik olarak farklı önemli nitelikte işlemlerin ilk defa kamuya açıklandığı tarihler farklı olabilir ve her işlem için farklı bir fiyat oluşabilir²¹⁸. Bu sebeple, ilgili düzenleme kanımızca sadece payları borsada işlem gören şirketlerin kamuya açıklanma tarihleri

²¹⁷ Teorik olarak farklı işlemlere dair ayrılma hakkında farklı bedeller belirlenmesi tabi ki mümkündür ancak bunun pratikte bir anlamı olacağını düşünmüyoruz. Zira ayrılma hakkını kullanmaya karar veren pay sahipleri neredeyse her zaman bu düzenlemeye ihtiyaç duymaksızın en yüksek bedelin belirlendiği işleme olumsuz oy kullanarak ayrılma hakkını devreye sokacaktır. Pek tabi ki pratiğe ilişkin bu durum payları borsada işlem gören şirketler için de söz konusu olacaktır ancak bu durumda fiyat belirleme takdire ve bazı standartlara dayalı değil de objektif değerler üzerinden yapıldığından düzenleme gereği farklı fiyatların gösterilmesi zorunludur.

²¹⁸ Teoride bu ihtimalin varlığını kabul etmekle birlikte pratikte bu durumla çok nadiren karşılaşabileceğini düşünüyoruz. Nitekim uygulamada aynı genel kurulda görüşülecek iki farklı önemli nitelikte işleme dair gündem maddesinde ayrılma hakkının kullanım fiyatları da eşit olarak gösterilmektedir. KAP’da yayınlanmış ve aynı kurulda görüşülecek olan iki önemli nitelikte işleme ilişkin duyuru örneği için bkz. <http://www.kap.gov.tr/api/download.aspx?tip=bildirimek&id=137547&bildirimid=375573> ve <http://www.kap.gov.tr/api/download.aspx?tip=bildirimek&id=137546&bildirimid=375573>.

farklı iki önemli nitelikte işlem için aynı genel kurulda oylama yapması durumunda uygulanabilir olacaktır.

2.1.4. Yönetim Kurulu Kararının İlanı

Kural olarak önemli nitelikte işlemlere ilişkin gerekçeli yönetim kurulu kararının, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oyları da belirtilerek, Kurulun özel durumlara ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde ayrılma hakkı kullanım fiyatı ile birlikte kamuya açıklanması gerekir. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için ise fiyatın bu aşamada açıklanması zorunlu değildir. (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5.3)

2.2. Genel Kurul Toplantısı Esnasında

Ayrılma hakkının şartlarını açıklarken de değinildiği üzere kural olarak ayrılma hakkının kullanılabilmesi için toplantı gündeminde ayrılma hakkının doğmasına sebep olan önemli nitelikte bir işlemin yapılmasına veya bu nitelikte bir yönetim kurulu kararının onaylanmasına ilişkin bir madde olması gerekir.

Ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahibi önemli nitelikte işleme ilişkin gündem maddesinin oylamasında olumsuz oy kullanıp bu muhalefetini toplantı tutanağına işletmelidir. Pay sahibinin önemli nitelikte işleme ilişkin gündem maddesine olumsuz oy vermiş ve muhalefetini tutanağa işletmiş olması diğer gündem maddelerinin görüşülmesindeki pay sahipliği haklarını etkilemez (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9.8).

Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için önemli nitelikteki işleme ya da onaylanmasına ilişkin kararın, ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahiplerinin muhalefetlerine rağmen, genel kurulda SerPK m. 29.6 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 7.1’de belirtilen nisaplarla kabul edilmiş olması gerekir. Buna göre gereken nisap şirketlerin “*esas sözleşmelerinde açıkça oran belirtmek suretiyle daha ağır nisaplar*

*öngörülmediği takdirde, toplantı nisabı aranmaksızın, ortaklık genel kuruluna katılan oy hakkını haiz payların üçte ikisinin olumlu oy vermesi”*dir. Bu nisapları ağırlaştıran düzenlemeler yapılması mümkün iken hafifleten esas sözleşme hükümleri geçersizdir (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 7.4).

Önemli nitelikte işlemlere ilişkin gündem maddelerinin oylanmasında bazı durumlarda belirli kişilerin oy kullanamayacağı düzenlenmiştir. Ayrılma Hakkı Tebliği m. 7.2 uyarınca TTK m. 436.1’e²¹⁹ göre taraf olan nihai kontrol eden pay sahibi statüsündeki gerçek kişiler veya bunların yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıklar, bu işlemlerin gerçek kişilerin kendileri için doğrudan kişisel nitelikte sonuç doğurması halinde ilgili oylamada oy kullanamazlar²²⁰.

Bu noktada Ayrılma Hakkı Tebliği m. 7.2 ile TTK m. 436 arasındaki ilişkiyi incelemekte yarar görüyoruz. Tebliğ maddesinde TTK m. 436’ya yapılan atıf oydan yoksunluğun kapsamına dair değildir, sadece menfaat çatışmasını tespit etmek amacıyla bir kriter belirleme anlamı taşımaktadır. Başka bir deyişle TTK m. 436, SerPK’da aksine açık hüküm bulunmadıkça halka açık ortaklıklara da uygulanacaktır²²¹.

²¹⁹ TTK m. 436.1 uyarınca “[p]ay sahibi kendisi, eşi, alt ve üstsoyu veya bunların ortağı oldukları şahıs şirketleri ya da hakimiyetleri altındaki sermaye şirketleri ile şirket arasındaki kişisel nitelikte bir işe veya işleme veya herhangi bir yargı kurumu ya da hakemdeki davaya ilişkin olan müzakerelerde oy kullanamaz”.

²²⁰ Tebliğ maddesinde “söz konusu işlemlerin onaylanacağı genel kurul toplantılarında oy kullanamazlar” ifadesi yer almaktadır ancak düzenleme amacının ilgili pay sahibini söz konusu toplantıdaki bütün oylamaların değil doğrudan kişisel nitelikte sonuç doğuracak önemli nitelikte işlemlere ilişkin oylamaların dışında bırakmak olduğu açıktır.

²²¹ Manavgat, 2016, s. 314.

“Kişisel nitelikte sonuç doğurma” ifadesinden ne anlaşılması gerektiği ne SerPK ne de TTK düzenlemesinde açıktır. Doktrinde kişinin ilgili işlemde doğrudan veya dolaylı olarak menfaat elde etmesinin bu niteliği sağladığına dair bir görüş mevcuttur²²². Düzenlemenin getiriliş amacının işlemin karşı tarafı olan kişi ile şirketin pay sahibi arasındaki menfaatin şirketi olumsuz etkilemesini engellemek olduğundan doğrudan veya dolaylı olarak menfaat temini teorik olarak yerinde bir kriterdir. Ancak “menfaat” de başlı başına belirsiz bir kavramdır. Ne tür işlemlerin kişisel nitelikte sonuç doğurduğu Kurul uygulaması ışığında kesinlik kazanacaktır.

Tebliğde ayrıca bazı işlemlerin niteliklerine bakılmaksızın kişisel nitelikte sonuç doğurmadığı varsayılmıştır. Bu işlemler birleşme, bölünme işlemlerine taraf olma, tür değiştirme veya sona erme kararı alınması; faaliyet konusunun tümüyle veya önemli ölçüde değiştirilmesi ve borsa kotundan çıkma kararı alınmasıdır (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 7.3). Oy hakkından yoksunluğun başka bir istisnası ise Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9.5 uyarınca ilgili işlemde vazgeçmeye dair gündeme eklenen maddedir. Bu gündem maddesinin oylanmasında toplantıya katılan tüm pay sahipleri veya vekiller oy kullanabilir (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9.5).

2.3. Genel Kurul Toplantısı Sonrasında

Usulüne uygun olarak toplanmış ve gündemi usulüne uygun olarak ilan edilmiş bir genel kurul esnasında önemli nitelikte işleme ilişkin olumsuz oy kullanan ve bunu tutanağa işleyen veya bu usule ilişkin şartların aranmayacağı özel bir durumda bulunduğunu ispatlayan pay sahipleri için ayrılma hakkının kullanılması mümkün hale

²²² Adıgüzel, 2014, s. 40.

gelir. Ancak ayrılma hakkı genel kurul toplantısında değil sonrasında şirkete yöneltilecek tek taraflı bir taleple kullanılır (SerPK m. 24.1).

Genel kurul toplantısında ilgili önemli nitelikte işleme olumsuz oy vererek bunu toplantı tutanağına işleyen veya bu şartları yerine getirmesine gerek olmadığını ispat eden pay sahibinin şirkete yönelteceği talebi şirket kabul etmek zorundadır. Bu zorunluluk SerPK m. 24'ün açık lafzından kaynaklanmaktadır²²³.

Ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahibi bu talebini şirkete uygulamada iki şekilde iletmektedir. Şirket tarafından hazırlanmış ayrılma hakkı kullanma formları kullanılabileceği gibi²²⁴, ikinci bir yöntem olarak şirket, ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahiplerinden paylarını, şirket adına alım sürecini yönetecek olan aracı kuruma teslim etmelerini talep edebilmektedir²²⁵ ki bu durumda pay sahipleri taleplerini paylarını ilgili aracı kuruma devrederek iletmış olurlar. Kaydi sistemde ise payın fiziksel teslimi söz konusu olamayacağından MKK'da payın eski pay sahibinin kaydından çıkarılması yeterli olacaktır²²⁶.

Ayrılma hakkının kullanılması bir sürece yayılır. Bu işleyiş sürecinin nasıl olacağı ilgili toplantı gündeminde belirtilir. Hakkın kullandırılma süresine ilişkin bazı

²²³ Ayrılma hakkının doğduğu an ve sözleşme kurma zorunluluğuna ilişkin açıklamalarımız için bkz. s. 37 vd.

²²⁴ Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmış örnek ayrılma hakkı kullandırma formları için bkz. <http://www.kap.gov.tr/api/download.aspx?tip=bildirimek&id=140163&bildirimid=38171>, <http://www.kap.gov.tr/api/download.aspx?tip=bildirimek&id=132477&bildirimid=362063>, <http://www.kap.gov.tr/api/download.aspx?tip=bildirimek&id=166272&bildirimid=446916>.

²²⁵ Kamuyu Aydınlat Platformu'nda yayınlanmış bu yönde açıklama örnekleri için bkz. <https://www.kap.gov.tr/api/download.aspx?tip=bildirimek&id=176751&bildirimid=476041>, <http://www.kap.gov.tr/api/download.aspx?tip=bildirimek&id=137546&bildirimid=375573>.

²²⁶ Manavgat, 2016, s. 341.

sınırlar konulmuştur. Ayrılma hakkının kullandırılması genel kurul tarihinden itibaren en çok altı iş günü içinde başlar ve hakkın kullanım süresi on iş gününden az yirmi iş gününden fazla olamaz. Ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahibi talebini bu süre içerisinde şirkete karşı ileri sürmeli, şirket de bu süre içerisinde payları satın almalıdır. Pratikte ayrılma hakkı kullandırma sürecinin başlangıç ve bitiş tarihleri genel kurul toplantısı öncesinde gündemde ve/veya KAP’da ayrılma hakkının kullandırılmasına ilişkin olarak yapılacak açıklamada açıkça belirtilmektedir.

Ayrılma hakkın kullanan pay sahiplerinin paylarını satın alacak kişi çoğunluk ya da önemli nitelikte işleme olumlu oy veren pay sahipleri değil şirketin kendisidir. Ancak bu özel bir düzenleme sonucu ortaya çıkan bir alım olduğundan Kurul düzenlemeleri uyarınca şirketin paylarını geri almasına ilişkin oran ayrılma hakkının kullanılması halinde uygulanmaz. Geri kalan durumlar için bu paylar da ortaklıkların kendi paylarını geri almasına ilişkin Kurul düzenlemelerine tabidir (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 10.8).

Ayrılma hakkının aracı kurum vasıtasıyla kullandırılması zorunludur²²⁷. Ancak payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için aracı kurum zorunluluğu talep üzerine Kurul tarafından kaldırılabilir. Ayrılma hakkını kullanacak pay sahipleri, paylarını bu aracı kuruma teslim ederek satışı gerçekleştirirler.

Ayrılma hakkının kullanılmasında pay bedellerinin, pay sahiplerine, en geç satışı takip eden işgünü ödenmesi gerekir (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9.7). Ayrılma

²²⁷ Bu düzenlemenin sebebinin ortaklık tarafından alınacak payların bedelinin borsada işlem gören fiyat üzerinden ağırlıklı ortalama esas alınarak ödenmesi olduğu yönünde bkz. Adıgüzel, 2014, s. 39.

hakkına ilişkin bedelin tam ve nakden ödenmesi zorunludur (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 10.7).



3. Ayrılma Hakkının Doğmadığı Haller

Kurul Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12’de ilk bakışta ayrılma hakkının doğmasına sebep olabilecek bir önemli nitelikte işlem söz konusu olduğu halde özel durumları sebebiyle ayrılma hakkının doğmayacağı ihtimaller düzenlenmiştir²²⁸.

Ayrılma hakkının doğmadığı hallerde, başka bir düzenleme sebebiyle zorunluluk söz konusu değilse genel kurul toplantısı yapılması gerekmez, yönetim kurulu kararı alınması yeterlidir. Başka bir düzenleme sebebiyle genel kurul toplantısının yapılmasının gerekli olduğu durumlarda ise toplantı gündemine yönetim kurulunun ayrılma hakkının doğmadığına ilişkin beyanı eklenecektir.

Ayrıca ayrılma hakkının doğmadığı tüm durumlarda bu işlemlere ilişkin gerekçeli yönetim kurulu kararı²²⁹ ilgili diğer bilgilerle birlikte Kurulun özel durumlara ilişkin düzenlemeleri uyarınca kamuya açıklanacaktır (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12.2).

²²⁸ ABD’de şirketler hukuku konusunda en yetkin düzenlemelere sahip olan Delaware’de ayrılma hukukunun en temel istisnası market istisnasıdır. Bu istisnanın altında yatan sebep ise payların borsada belirlenmiş bir fiyatı olduğunda pay sahiplerinin kolaylıkla bu fiyat üzerinden paylarını satabilecekleri düşüncesidir. M. Ventrizzo, ‘Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals’, **Virginia Journal of International Law**, 2010, Vol. 50 Issue: 4, s. 856. Diğer yandan piyasada oluşmuş bir fiyat bulunmasının pay sahiplerini ayrılma hakkından bırakmak için yeterli bir sebep olmadığı, ayrılma hakkının doğmasına sebep olacak işlemin açıklanmasıyla piyasada oluşan bu fiyatın olumsuz etkilenerek pay sahibini zarara uğratabileceği yönünde bkz. Manavgat, 2016, s. 321.

²²⁹ Pratikte ayrılma hakkının doğmadığına ilişkin değerlendirme gerekçeli yönetim kararıyla açıklanabileceği gibi karardan bağımsız ayrı bir beyanla da açıklanabilmektedir. Bu yönde bir yönetim kurulu beyanı örneği için bkz. <http://www.kap.gov.tr/api/download.aspx?tip=bildirimek&id=164589&bildirimid=442662>.

3.1. Ortaklıkların Tabi Olduğu Diğer İlgili Mevzuat Uyarınca Yapılması Zorunlu İşlemler

Ayrılma hakkının doğmayacağı ilk durum ortaklıkların tabi olduğu diğer ilgili mevzuat uyarınca yapılması zorunlu olan işlemlerin varlığıdır (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12.1.a). Bu ihtimalde işlemin yapılması mevzuat tarafından zorunlu tutulmuştur ve bundan kaçınmak mümkün değildir²³⁰.

Ayrılma hakkı şirketin iradesiyle karar verdiği önemli nitelikte bir işlem sonucunda bu işlemin etkisi altında şirket ile ortaklık ilişkisini devam ettirmek istemeyen pay sahiplerine bir çıkış imkanı tanımaktadır. İlgili karara karşı çıkan azınlığın şirketteki durumu, karar verme gücünü elinde bulunduran çoğunluğun aldığı bir karar ile önemli derecede etkilenmektedir ve menfaatlerin dengelenmesi için ayrılma hakkı devreye girmektedir.

Öte yandan ilgili işlemin yapılması iradi bir kararın sonucu değilse ve mevzuatta yer alan bir zorunluluktan kaynaklanıyorsa artık bu durumda menfaat dengesinde taraflardan birinin etkisiyle diğeri aleyhine bir değişiklik gerçekleşmiş olmaz. Pay sahiplerinin menfaatleri bu işlemler sebebiyle de etkilenecektir ancak bu etki kanuni bir zorunluluktan doğduğundan ve tüm pay sahipleri bu karara katlanmak mecburiyetinde olduğundan, karara muhalefet eden pay sahiplerinin menfaatlerini dengelemek için ayrılma hakkı tanınmayacaktır.

²³⁰ Manavgat, 2016, s. 329. Yazar örnek olarak rekabet mevzuatı uyarınca hakim durum yaratmaktan kaçınmak için yapılan bölünme işlemini vermektedir.

3.2. Yönetim Kontrolüne Bir Kamu Kurumunun Sahip Olduğu Ortaklıklarca Yapılan İşlemler

Yönetim kontrolüne²³¹ bir kamu kurumunun sahip olduğu ortaklıklarca yapılan işlemler durumunda da ayrılma hakkı doğmayacaktır (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12.1.b). Burada işlemin türünden ziyade ortaklığın statüsü sebebiyle tanınan bir istisna söz konusudur.

Kanımızca düzenlemenin amacı şirket kontrolünde hakim konumda olan kamu kurumunun olası ayrılma hakkı maliyetlerine katlanmak zorunda kalmaksızın önemli nitelikte işlemlere ilişkin karar alabilmesini kolaylaştırmaktır²³².

3.3. Ortaklıkların Mevcut Paylarına Tanınmış İmtiyazlarının Tüm Ortaklar İçin Bedelsiz Olarak Tamamen Kaldırılması, Konu ve Kapsam Bakımından Daraltılması İşlemleri

Ortaklığın mevcut paylarına tanınmış imtiyazların tüm pay sahipleri için bedelsiz olarak tamamen kaldırılması, konu veya kapsam bakımından daraltılması durumunda da ayrılma hakkı doğmayacaktır (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12.1.c). Bu istisna da incelenmeye muhtaçtır.

Öncelikle belirtmek gerekir ki Ayrılma Hakkı Tebliği m. 11.1 uyarınca imtiyazların kaldırılması veya değiştirilmesi durumunda zaten ayrılma hakkı değil pay alım teklifi zorunluluğu doğacaktır. Bu istisna uyarınca mevcut imtiyazların tüm pay

²³¹ Ayrılma Hakkı Tebliği m. 4.1.k uyarınca yönetim kontrolü SerPK m. 26’da tanımlanan kontrolü ifade eder. SerPK m. 26’ya göre ise “[o]rtaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilir.”

²³² Manavgat, 2016, s. 330

sahipleri için bedelsiz olarak tamamen kaldırılması durumunda pay alım teklifi zorunluluğu da doğmayacaktır.

Düzenlemenin uygulama alanı da açık değildir. İmtiyazların tüm pay sahipleri için bedelsiz olarak tamamen kaldırılması ifadesinden tüm payların imtiyazlı olduğu bir durumun varlığının aranıp aranmadığı sorusu gündeme gelmektedir. Kanımızca düzenleme açıkça böyle bir şart aramadığı için bu soruya olumsuz yanıt verilmelidir. Yani düzenlemenin uygulama alanı mevcut tüm imtiyazların hiçbir pay sahibine ödeme yapılmaksızın kaldırılması durumudur. Buradan yola çıkarak tek bir imtiyazın varlığında dahi bu imtiyazın bedelsiz olarak kaldırılması durumunda istisna devreye girecektir.

İstisnanın getiriliş amacının ne olduğu konusunda da belirsizlik mevcuttur. İstisna sayesinde imtiyazların bedelsiz olarak kaldırılmasına ilişkin kararın zorunlu pay alım teklifi ödemeleri olmaksızın alınabileceği ve dolayısıyla düzenleme amacının bu kararların alınmasını kolaylaştırmak olduğu düşünülebilir. Ancak bu düşünce çok da pratik değildir.

İlk olarak aksi açıkça öngörülmediğinden burada da imtiyazların kaldırılması veya daraltılması için alınacak karar TTK m. 454 uyarınca imtiyazlı pay sahipleri özel kurulunca onaylanmadan uygulanamayacaktır. İmtiyazların bedelsiz kaldırılması sebebiyle zorunlu pay alım teklifini kabul ederek şirketten çıkma hakkını kullanmak isteyen kişiler arasında çok yüksek ihtimalle imtiyazlı pay sahipleri de bulunacaktır. Bu kişiler zorunlu bir teklife muhatap olamayacaklarını bildikleri bir senaryoda ilgili imtiyazları kaldıran veya daraltan kararı imtiyazlı pay sahipleri özel kurulunda

onaylamayacaklardır. İmtiyazlı pay sahiplerinin imtiyazlarının bedelsiz olarak kaldırılmasını kabul etmeleri için özel durumların varlığı söz konusu olmalıdır.

Bu istisnanın kapsamına girecek kararların tüm payların imtiyazlı olduğu şirket yapılarında alınması daha olasıdır²³³. Zira imtiyazlı olmayan payların varlığı durumunda bu tip bir karar imtiyazlı olan pay sahiplerinin durumunu diğer pay sahipleri karşısında kötüleştirdiği için imtiyazlı pay sahipleri özel kurulunda bu kararın onaylanmama ihtimali daha yüksektir.

İstisnanın imtiyazlı olmayan payların da olduğu bir şirket yapısında pratik olarak uygulanabilmesi için kanımızca bu durumda imtiyazların bedelsiz kaldırılması kararının imtiyazlı pay sahipleri özel kurulu kararına ihtiyaç duyulmaksızın alınabilmesi uygun bir çözüm olabilir. Ancak bu yönde bir düzenleme yapılacak olursa da, imtiyazlı pay sahiplerinin haklarına doğrudan müdahale edeceği için özenle kaleme alınmalıdır.

Düzenleme, Kurulun, imtiyazların var olduğu bir şirketten imtiyazsız bir şirket modeline geçişe daha sıcak baktığı ve bu durumda şirketten yana taraf olduğu yönünde bir izlenim uyandırmaktadır. Burada diğer istisnai durumlarda izlediğimiz ilgili pay sahiplerinin menfaatlerinin ayrılmayı gerektirecek derecede etkilenmediği gerekçesinden hareket etmek mümkün değildir. Zira imtiyazların kaldırılması ya da kapsamlarının değiştirilmesi bir bedel karşılığında olsa dahi Ayrılma Hakkı Tebliği'nin 5.1.ç ve 11.1 maddelerinin uygulanması sonucunda pay alım teklifi zorunluluğunu tetikleyecekken tüm imtiyazların bedelsiz olarak kaldırılması, işlemin

²³³ Uygulamadan bu yönde bir yönetim kurulu kararı için bkz. <http://www.kap.gov.tr/api/download.aspx?tip=bildirimek&id=166864&bildirimid=448454>.

yarattığı etki göze alınarak değil stratejik bir tercih olarak öngörülmüş bir istisnai durum olmalıdır.

3.4. Yatırım Ortaklıklarının Yatırım Ortaklığı Niteliklerinin Değiştirilmesi, Yitirilmesi Ve Bu Kapsamda Yapılan İmtiyaz Değişiklikleri İşlemleri

Yatırım ortaklıklarının yatırım ortaklığı niteliklerinin değiştirilmesi, yitirilmesi ve bu kapsamda yapılan imtiyaz değişiklikleri işlemleri durumunda ayrılma hakkı doğmayacaktır (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12.1.ç).

Hemen belirtelim ki bu istisna sadece sabit sermayeli yatırım ortaklıkları için geçerlidir. Zira III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin²³⁴ 91.maddesinde değişken sermayeli yatırım ortaklıkları için Ayrılma Hakkı Tebliği hükümlerinin uygulanmayacağı ve bunlar tarafından yapılan hiçbir işlemde ayrılma hakkı doğmayacağı açıkça düzenlenmiştir.

SerPK m. 26.5'de “Kurul, yatırım ortaklıklarının yatırım ortaklığı niteliklerinin değiştirilmesine veya yitirilmesine neden olacak esas sözleşme değişikliklerine izin verilebilmesi için pay alım teklifi zorunluluğu getirebilir” düzenlemesine yer verilmiştir. Nitekim III-48.5 sayılı tebliğin 38.2. maddesinde sabit sermayeli ortaklık statüsünden çıkmaya ilişkin işlemlerde genel kurulda bu konuda olumlu oy kullanan pay sahipleri dışındaki tüm pay sahiplerine pay alım teklifi yapılmasının zorunlu olduğu düzenlenmiş, 38.6. maddesinde ise bu durumda ayrılma hakkının doğmayacağı tekrar ifade edilmiştir.

²³⁴ III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (RG, 27 Mayıs 2015, S. 29368).

Anılan kanun ve tebliğ hükümleri beraber değerlendirildiğinde bu durumun Kurulca zorunlu pay alım teklifi görülmesini uygun bulduğu durumlardan olduğu ve bu sebeple ayrılma hakkının doğmayacağına düzenlendiği söylenebilir²³⁵.

3.5. Önemli Nitelikte İşlem Sonucunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu Getirilen Veya Gönüllü Olarak Pay Alım Teklifi Yapılması Kurulca Uygun Görülen İşlemler

Daha önce de bahsedildiği üzere önemli nitelikte işlem sonucunda pay alım teklifi zorunluluğu getirilen veya Kurulca gönüllü pay alım teklifi yapılması uygun görülen işlemler durumunda da ayrılma hakkı doğmayacaktır (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12.1.d). Ayrılma hakkının doğmadığı haller ilk bakışta sınırlı sayıda gibi görölse de Kurul durumun gereklerine göre pay alım teklifi yapılmasına karar vererek ayrılma hakkını devre dışı bırakabilecektir.

Zorunlu pay alım teklifi fiyatı Ayrılma Hakkı Tebliği m. 11 uyarınca ayrılma hakkı kullanım bedelini düzenleyen Ayrılma Hakkı Tebliği m. 10'daki esaslara göre belirlenecektir.

²³⁵ III-48.5 sayılı tebliğin 38.maddesi sadece sabit sermayeli ortaklık statüsünden çıkma başlığı altında sabit sermayeli ortaklığın değişken sermayeli ortaklığa dönüşmesini düzenlemektedir. Bu sebeple istisnada yer alan ihtimallerin tamamına ilişkin olarak yapılacak çıkarımlarda kaynak olarak kullanılmasının doğru olmayacağı savunulabilir. Ancak SerPK m. 26.5'de yer alan ifade istisnada yer alan durumları tamamen aynı ifadelerle düzenlemektedir. Bu durum, istisnanın düzenlenme gerekçesine ilişkin görüşümüzü desteklemektedir.

3.6. Bölünen Ortaklığın Ortaklık Yapısının Korunduğu Yeni Ortaklık Kurulması Suretiyle Bölünme İşlemleri, Kolaylaştırılmış Usulde Birleşme Ve Bölünme İşlemleri

Bölünen ortaklığın ortaklık yapısının korunduğu, yeni ortaklık kurulması suretiyle bölünme işlemleri, kolaylaştırılmış usulde birleşme ve bölünme işlemleri durumunda ayrılma hakkı doğmayacaktır (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12.1.e).

Ortaklık yapısının korunduğu bölünmelerde yeni kurulan şirket payları bölünme öncesindeki pay sahipliği oranları dikkate alınarak dağıtılmaktadır²³⁶. Dolayısıyla bölünen şirket pay sahipleri yeni kurulan şirkette de aynı oranda pay ve söz sahibi olmaya devam edeceklerdir.

Kolaylaştırılmış usulde birleşme ve bölünme işlemleri ise sadece bir şirketin, diğerinin %95 veya üzeri oy haklarına sahip olması durumunda ve devralan şirket hisselerinin nakit karşılığının da devrolunan şirketlerin ortaklarına seçimlik hak önerilmesi kaydıyla mümkün olur²³⁷. Yani kolaylaştırılmış usulde birleşen veya bölünen şirketlerin kontrolünde fiili bir değişiklik meydana gelmemektedir.

Bu ihtimallerde pay sahiplerinin menfaatlerini ayrılma hakkı tanınmasını gerektirecek ölçüde değişiklik meydana gelmemektedir. Bu sebeplerle ayrılma hakkının doğmayacağı düzenlenmiştir²³⁸.

²³⁶ Tekinalp, 2015, s. 727.

²³⁷ Kolaylaştırılmış usulde birleşme II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin (RG, 28 Aralık 2013, S. 28865) 13.maddesinde kolaylaştırılmış usulde bölünme ise aynı tebliğin 17.maddesinde düzenlenmiştir.

²³⁸ Kolaylaştırılmış birleşmelerde ayrılma hakkı sağlanmamasının destekleyici gerekçelerinden birinin bu usulde ayrılma akçesinin tanınmasının zorunlu olduğu, dolayısıyla pay sahiplerine zaten bu yolla ortaklıktan çıkma hakkı tanındığı yönünde bkz. Bektaş, 2015, s. 781. Daha önce de

3.7. İşlemin Adli Makamlarca İcra Ve İflas Kanunu Çerçevesinde Verilen Bir Karar Uyarınca Veya Kamu Alacağının Tahsili Amacıyla Yapılması, İşleme Konu Varlığın Finansal Kiralama Yoluyla Hemen Geri Alınması Durumları İle Kira Sertifikası, Varlığa Veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet Veya Teminatlı Menkul Kıymet İhracı Amacıyla Yapılan Mal Varlığı Devir İşlemleri

İşlemin adli makamlarca İcra ve İflas Kanunu²³⁹ çerçevesinde verilen bir karar uyarınca veya kamu alacağının tahsili amacıyla yapılması, işleme konu varlığın finansal kiralama yoluyla hemen geri alınması durumları ile kira sertifikası, varlığa veya ipoteğe dayalı menkul kıymet veya teminatlı menkul kıymet ihracı amacıyla yapılan mal varlığı devir işlemleri durumunda da ayrılma hakkı doğmayacaktır (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12.1.f).

Bu bentte iki farklı grup işleme yer verilmiştir. Kanımızca ilk grubun düzenlenme amacı özel durumda bulunan şirket alacaklılarının korunmasıdır. Ayrılma hakkının kullanılması şirkete kendi paylarını alma zorunluluğu getirerek mali bir yük yüklemektedir. Bu da şirketin finansal durumunu alacaklılar aleyhine etkilemektedir. İşte sayılan durumlarda Kurul ayrılma hakkının doğmayacağını düzenleyerek ilgili alacakların tahsilini kolaylaştırma ya da en azından zorlaştırmama yoluna gitmiştir. Ayrıca bu ihtimalde ortada bir iradi ortaklık kararı da bulunmadığından ayrılma hakkının doğmaması yerinde bir tercihtir²⁴⁰.

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12.1.f'de yer alan ikinci grup işlemler ise bazı malvarlığı devir işlemleridir. Malvarlığı devirlerinde işleme olumsuz oy veren pay

belirttiğimiz üzere ayrılma akçesiyle ayrılma hakkının farklı durumları düzenlediğini ve aynı anda doğabileceğini düşündüğümüzden bu görüşe katılmıyoruz.

²³⁹ 2004 sayılı İcra ve İflas Kanunu (RG, 19 Haziran 1932, S. 2128).

²⁴⁰ Manavgat, 2016, s. 331.

sahiplerine ayrılma hakkının tanınmasındaki amaç o ilgili malvarlığının şirket bünyesinden çıkması durumunda şirketin yapısında veya malvarlığında pay sahiplerinin menfaatlerini önemli ölçüde etkileyecek değişikliklerin meydana geleceği düşüncesidir. Bu bentte sayılan malvarlığı devir işlemlerinde ise işlem sonrasında ilgili malvarlığı şirket bünyesine dolaylı şekilde bağlı kalmakta, tamamen çıkarılmamakta veya ortaklık tarafından ilgili işlem için bir kaynak sağlanmaktadır. Başka bir deyişle bu durumlarda şirketin önemli ölçüde malvarlığının nakde çevrilerek şirketten çıkarılması değil sadece devir işlemiyle yapısı değiştirilerek tekrar şirkete dahil edilmesi söz konusudur. Bu sebeple bu işlemlerin varlığında ayrılma hakkının doğmayacağı düzenlenmiş, işlem maliyetlerinin artırılmasının da önüne geçilmiştir²⁴¹.

3.8. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Portföylerinde Yer Alan Varlıkları Kiraya Vermesi

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerinde yer alan varlıkların kiraya verilmesi veya üzerlerinde aynı hak kurulması durumlarında da ayrılma hakkı doğmayacaktır (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12.1.g-ğ). Bu istisnalar ise gayrimenkul yatırım ortaklıklarının niteliği gereği getirilmiştir.

Gayrimenkul yatırım ortaklığının olağan faaliyet konusu kapsamında portföyde yer alan varlıkların kiraya verilmesi bulunduğu²⁴² bu ortaklıklarda değeri önemli miktarda da olsa varlıkların kiraya verilmesi özel bir önem taşımaz. Bu sebeple ayrılma hakkının doğmayacağı düzenlenmiştir.

²⁴¹ Manavgat, 2016, s. 331.

²⁴² Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının tanımı, amacı ve faaliyet konusuna ilişkin detaylı düzenlemeler III-48.1 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin (RG, 28 Mayıs 2013, S. 28660) 4 ve 5.maddelerinde yer almaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföyünde yer alan varlıklar üzerinde aynı hak tesisi de yine bu tebliğ hükümlerine göre yapılır.

3.9. Ortaklıkların Kendi Tüzel Kişilikleri Adına ve Finansal Tablolarında Tam Konsolidasyona Dahil Ettikleri Ortaklıklar Lehine Mal Varlığı Üzerinde Aynı Hak Tesis Etmesi

Ayrılma hakkının doğmadığı bir diğer işlem türü ortaklıkların kendi tüzel kişilikleri adına ve finansal tablolarında tam konsolidasyona dahil ettikleri ortaklıklar lehine mal varlığı üzerinde aynı hak tesis etmeleridir.

Tam konsolidasyonda ana ortaklık ve bağlı ortaklıkların finansal tablolarında yer alan değerlerin tek bir şirketin finansal tablosu gibi gösterilmesi durumu söz konusudur²⁴³. Yani hukuki anlamda ortada farklı şirketler söz konusu olsa da ekonomik ve yönetsel anlamda ilgili aynı hakkın lehtar ve yükümlüsü aynı şirkettir. Bu durumda şirketin malvarlığında ve mali durumunda pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınmasını gerektirecek bir değişiklik söz konusu olmadığından ayrılma hakkının doğmayacağı düzenlenmiştir.

3.10. Kurulca Uygun Görülmesi Koşuluyla, Kurul Düzenlemelerine Göre Hazırlanmış Finansal Tablolarına Göre Sermayesinin En Az Yarıları Karşılıksız Kalan Ortaklıkların Mal Varlığı İçinde Yer Alan Ancak Ekonomik Bir Değeri Bulunmayan Mal Varlıklarının Devrinin Ortaklıkların Söz Konusu Sermaye Kaybını Sona Erdireceği Özel Amaçlı Bağımsız Denetim Raporu İle Tespit Edilen İşlemler

Ayrılma hakkının doğmadığı bir başka durum Kurul düzenlemelerine göre hazırlanmış finansal tablolarına göre sermayesinin en az yarısı karşılıksız kalan ortaklıklara ilişkindir. Bu ortaklıkların malvarlığında bulunan ancak ekonomik bir değeri bulunmayan varlıkların devrinin ortaklıkların sermaye kaybını sona erdireceği

²⁴³ Ü. Ataman, **Şirketler Muhasebesi**, İstanbul 1996, s. 157.

bu hususa özel bir bağımsız denetim raporu ile tespit edilmiş olan işlemlerdir (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12.1.1).

Bu ihtimalde zaten sermaye kaybı sebebiyle mali sıkıntı içinde bulunan bir şirket söz konusudur ve ilgili işlem şirketin sermaye kaybını gidermek üzere yapılacaktır. Kurul bir de ayrılma hakkının devreye girerek şirkete ek mali yük getirmesinin önüne geçmek istemiş ve bu sebeple ayrılma hakkının doğmayacağı düzenlenmiştir.

3.11. Birleşme Amaçlı Ortaklığın Taraf Olduğu Birleşme ve Sona Erme İşlemleri

Ayrılma hakkının doğmayacağı son durum ise birleşme amaçlı ortaklığın taraf olduğu birleşme ve sona erme işlemleridir (Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12.1.1).

Birleşme amaçlı ortaklık Ayrılma Hakkı Tebliği m. 4.1.a'da “[ö]nceden belirlenmiş bir süre ve yatırım stratejisi doğrultusunda, halka arz sonrası oluşacak sermayesini temsil eden payların en az yarısını halka arz etmek ve sonrasında halka açık olmayan bir ortaklık ile birleşme amacı ile kurulan, bu amacı gerçekleştirmek haricinde herhangi bir faaliyeti olmayan [...] ticaret unvanında birleşme amaçlı ortaklık ibaresi bulunan” ortaklık olarak tanımlanmıştır.

Birleşme amacı ortaklığın halka arzından elde edilen fon, birleşmenin gerçekleştirilmesi için kullanılır²⁴⁴. II-22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği'nin²⁴⁵ 2.4 ve 4.1.g maddeleri uyarınca birleşme amaçlı ortaklığın taraf olduğu birleşme işleminin onaylandığı genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanan pay sahiplerine veya

²⁴⁴ D. Altan/N. Acar, ‘Yeni Bir Alternatif Yatırım Amacı: Birleşme Amaçlı Ortaklıklar’, **Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2014, C. 16, S. 1, s. 263.

²⁴⁵ II-22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği (RG, 3 Ocak 2014, S. 28871).

birleşme amaçlı ortaklığın sona ermesi durumunda kurucular dışındaki tüm pay sahiplerine ait paylar, halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede belirtilen esas ve usuller çerçevesinde belirlenen fiyatla satın alınacaktır²⁴⁶.

Hemen belirtelim ki payların geri alımı ayrılma hakkının kullandırılması demek değildir. Fiyatın belirlenme usulü, hakkı kullanabilecek kişiler açısından haklar arasında farklılıklar bulunmakla birlikte en önemlisi Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12’de ayrılma hakkının doğmadığı haller arasında birleşme amaçlı ortaklığın katıldığı birleşmeler sayılarak burada ayrılma hakkının söz konusu olmadığı ortaya konulmuştur.

Ayrıca birleşme amaçlı ortaklığın birleşmesine ilişkin kararın alınması sürecinde pay sahiplerine ayrılma hakkının tanınması, hakkın amacıyla da bağdaşmaz. Birleşme amaçlı ortaklığın var olma amacı zaten birleşme işlemidir ve pay sahipleri bunun bilincindedirler. Dolayısıyla bu tip bir ortaklıkta birleşme sebebiyle pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınması ortaklığın niteliği ile de ters düşer, pay sahiplerinin korunması gereken bir menfaat söz konusu değildir. Bu sebeple ayrılma hakkının doğmayacağı öngörülmüştür.

²⁴⁶ II-22.1 sayılı tebliğde bu süreç “*gönüllü geri alım programı*” olarak ifade edilmiştir.

4. Ayrılma Hakkına İlişkin Düzenlemelere Aykırılığın Yaptırımı

Ayrılma hakkına ilişkin düzenlemelerin ihlali durumunda uygulanacak yaptırım Kanunda veya Tebliğde açıkça düzenlenmiş değildir. Ancak önemli nitelikte işlemleri düzenleyen SerPK m. 23’de ilk fıkrada önemli nitelikte işlemler sayıldıktan sonra ikinci fıkrada “*Kurul, birinci fıkra çerçevesinde düzenlenen zorunluluklara uyulmaksızın gerçekleştirilen işlemlerin ortadan kaldırılmasına yönelik Kurul kararının tebliği tarihinden itibaren otuz gün içinde işlem öncesi durumun aynen sağlanmaması halinde idari para cezası verebilir ve bu işlemlerin iptali için 6102 sayılı Kanunun genel kurul kararlarının iptaline ilişkin hükümleri çerçevesinde dava açabilir*” düzenlemesine yer verilmiştir.

Bu düzenleme ışığında önemli nitelikte işlemlerin öngörülen zorunluluklara uyularak yapılmaması durumunda, ki ayrılma hakkının doğduğu durumlarda bu hakkın kullandırılması bir zorunluluk olduğundan ayrılma hakkının kullandırılmaması ya da başka şekillerde ihlali de bu kapsama girecektir, öncelikle Kurul tarafından söz konusu işlemin ortadan kaldırılması için bir karar alınacak ve ilgili ortaklığa tebliğ edilecektir. Kanımızca Kurul böyle bir işlemin varlığını öğrendiğinde resen harekete geçebileceği gibi bu işlemlerden etkilenen kişilerin talebiyle de bu yönde bir karar verebilecektir. Bu imkanlar birbirinin ikamesi değildir, ikisi de aynı anda kullanılabilecektir. Bu konuda takdir yetkisi maddenin açık lafzı gereğince Kurul’dadır.

Anılan Kurul kararının tebliğinden itibaren otuz gün içerisinde işlem öncesi durum aynen sağlanamaz ise iki alternatif yol söz mevcuttur. Kurul ilk olarak işlemin

yapıldığı ortaklığa idari para cezası verebilir²⁴⁷. İkinci olarak ise ilgili işlemlerin iptali için TTK'nın genel kurul kararlarının iptaline ilişkin hükümleri, yani 445 ve 446.maddeleri doğrultusunda dava açılabilir. Belirtmek gerekir ki söz konusu aykırılık her zaman genel kurul kararı aşamasında olmayıp yönetim kurulu kararı veya işlemin kamuya açıklanması aşamalarında olabilir. Bu durumlarda TTK m. 446'da yer alan iptal davası düzenlemeleri kıyasen uygulanacaktır²⁴⁸.

TTK m. 446'da genel kurul kararına karşı iptal davası açabilecek kişiler, TTK m. 445'de ise iptal sebepleri düzenlenmiştir. SerPK m. 29.2'de açıkça Kurul'un bu hükümler çerçevesinde dava açabileceği belirtildiğinden burada kanımızca TTK m. 446 dikkate alınmamalıdır. Diğer yandan önemli nitelikte işlemlerin SerPK m. 23.1'de görülen zorunluluklara uygun olarak yapılmaması kanuna aykırılık teşkil edeceğinden TTK m. 445'de yer alan kanuna aykırı genel kurul kararının varlığı şartı, zorunluluklara uygun yapılmamış önemli nitelikli işlemlerin varlığında her zaman sağlanmış olacaktır.

TTK m. 445'de iptal sebeplerinden başka genel kurul kararlarının iptaline ilişkin iki unsura daha yer verilmiştir. Bunlardan biri iptal davasına ilişkin üç aylık hak düşürücü süre, diğeri de bu davada görevli ve yetkili mahkemedir. SerPK m. 23.2'de bu madde uyarınca Kurul tarafından açılacak iptal davası için daha kısa bir hak

²⁴⁷ Kurul tarafından verilecek idari para cezalarına ilişkin genel esaslar SerPK m. 103'de düzenlenmiştir. Bu maddede yer alan özel düzenlemeler arasında 23 veya 24.maddelere atıf olmamakla birlikte SerPK m. 23.2'de Kurulun anılan durumda idari para cezası verebileceği açıkça düzenlendiğinden SerPK m. 103 burada da uygulanacaktır.

²⁴⁸ Manavgat, 2016, s. 316.

düşürücü süre öngör÷lmüştür. SerPK'nın TTK karşısında özel hüküm niteliğı dikkate alındığında TTK m. 445'de yer alan süre de burada uygulama alanı bulamayacaktır.

Diğ er yandan, SerPK'da özel bir görevli ve yetkili mahkeme öngör÷lmediğ inden Kurul tarafından SerPK m. 23.2 uyarınca açılacak iptal davasında görevli ve yetkili mahkeme TTK m. 445.1'de belirtildiğı üzere şirket merkezinin bulunduğı yer asliye ticaret mahkemesi olacaktır.

Halka açık anonim şirketler hakkında SerPK'da özel hüküm bulunmayan hallerde TTK hükümleri uygulanacağından TTK m. 445 ve TTK m. 446'da yer alan şartları sağlayan kişiler de yine TTK uyarınca ilgili önemli nitelikte işlem kararına karşı iptal davası açabilirler. Ancak bu ayrılma hakkına özel bir yaptırım şekli değil, anonim şirketler hukukunda tanınmış bir hakkın sermaye piyasası mevzuatına tabi olan bir halka açık şirkette uygulanmasıdır.

Son olarak belirtmek gerekir ki Kurul genel bir dava açma yetkisi düzenleyen SerPK m. 92 uyarınca *'kanuna, sermaye piyasası mevzuatına, esas sözleşme [...] hükümlerine veya işletme maksat ve mevzuuna aykırı gör÷len durum ve işlemler'*in ortaklık sermayesi veya mal varlığının azalmasına veya kaybına yol açtığı takdirde dava açabilecektir.

SONUÇ

Ayrılma hakkı hukukumuzda ilk defa 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile yasal dayanağa kavuşmuş bir haktır. SerPK m. 24’de yer alan düzenleme detaylı olmaktan uzak ve sadece çerçeveyi çizen bir düzenlemedir. Bununla birlikte II-23.1 ve II-23.2 sayılı Tebliğlerle birlikte ayrılma hakkı detaylı düzenlemelerine kavuşmuş ve ayrılma hakkını doğuracak işlemlerin çok yaygın kullanılan işlemler olması sebebiyle kısa zamanda ciddi oranda uygulama alanı bulmuştur.

Ayrılma hakkının en çok kullanıldığı ülke olan Amerika’daki işlevi birleşme işlemleri üzerinden değerlendirilse de Türk hukukundaki şekliyle ayrılma hakkının en temel işlevi şirkette önemli değişikliklere sebep olacak işlemlerin yapılmasına muhalefet eden pay sahiplerinin bu işlemlere katlanmak zorunda bırakılmaması ve paylarını adil değerleri üzerinden şirkete satarak şirketten çıkma imkanı tanınmasıdır. Özellikle Türk anonim şirketlerinin genel yapısında blok pay sahiplerinin varlığı dikkate alındığında bu hakkın üstlendiği işlev daha da iyi anlaşılmaktadır.

Avrupa şirketler hukukunda ise genelde ayrılma hakkı verilmemiş önemli etkiler doğurabilecek bu işlemlere ilişkin genel kurul kararlarına itiraz prosedürü ile pay sahiplerine koruma sağlanmaya çalışılmıştır. Aynı imkan Türk hukukunda da mevcuttur. Ancak ayrılma hakkının şekli şartlarının basitliği, pay sahipleri üzerinde bir ispat yükü olmaksızın şirketten çıkma hakkı sağlanması ve hem zaman hem de masraf açısından özellikle Türk hukukunda mahkeme sürecinden çok daha verimli olması sebepleriyle ayrılma hakkının genel kurul kararlarının iptalinin istenmesinden daha kullanışlı bir yol olduğu görüşündeyiz.

Diğer yandan yoğun uygulamasına ve önemine rağmen Türk hukukundaki ayrılma hakkı düzenlemeleri yeterli ve açıklayıcı olmaktan uzaktır. Düzenlemeler çoğu zaman belirsizliğe yol açacak şekilde kaleme alınmıştır. Bu belirsizliklerin büyük kısmı yine Kurul uygulaması ile çözüme kavuşmuştur ancak henüz uygulaması görülmeyen bazı düzenlemelerde bu belirsizlik mevcudiyetini sürdürmektedir.

Ayrılma hakkı kullanım fiyatı düzenlemeleri de menfaatler dengesini koruma açısından yeterli değildir. Payları borsada işlem gören ve görmeyen ortaklıklar için farklı fiyat kriterleri belirlenmiş ve payları borsada işlem gören ortaklıklar için geriye dönük otuz günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatın aritmetik ortalaması dikkate alınmıştır. Ancak bu yolla şirketten ayrılmak isteyen azınlık borsa fiyatının oluşmasını etkileyen bir çok dış etkene ve manipölasyonlara karşı savunmasız bırakılmıştır.

Sonuç olarak, ayrılma hakkı, kısa kurumsal geçmişine rağmen, Türk hukukunda azınlık pay sahiplerinin çoğunluk pay sahipleri tarafından suiistimal edilmesini engelleyen etkili, ucuz ve işlevsel bir müessese halini almış olmakla birlikte yeni düzenlemeler getirilmesi ve mevcut düzenlemelerin iyileştirilmesi gerekmektedir.

ÖZET

TÜRK SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA AYRILMA HAKKI

OSMAN GAZİ GÜÇLÜTÜRK

Ayrılma hakkı, ortaklığın yapısını ve pay sahiplerinin menfaatlerini önemli derecede etkileyen bazı işlemlerin yapılması durumunda bu işlemlere muhalif kalan pay sahiplerine oylarını şirkete satarak ortaklıktan ayrılma imkânı tanımaktadır. Ayrılma hakkı ilk defa Amerika’da birleşme işlemlerine ilişkin olarak 19.yüzyılda ortaya çıkmış ancak zamanla farklı hukuk sistemlerinde farklı işlem türleri için ayrılma hakkının kullanılabileceği kabul edilmiştir.

Türk hukukunda ayrılma hakkı ilk kez 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile yasal dayanağa kavuşmuştur. Ayrılma hakkının doğmasına sebep olan işlemler ise “önemli nitelikte işlemler” olarak adlandırılmıştır. Önemli nitelikte işlem türlerinin ortak noktası şirket yapısında ve/veya malvarlığında önemli değişikliklere yol açmalarıdır.

Önemli nitelikte işlemler Sermaye Piyasası Kanunu’nda sayılmış olmakla birlikte Sermaye Piyasası Kurulu’na önemli nitelikte işlemlere ilişkin esasları düzenleme ve yeni önemli nitelikte işlem türleri belirleme yetkisi verilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu bu yetkisini kullanarak II-23.1 sayılı Önemli Nitelikte İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği’ni çıkarmıştır.

Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca ayrılma hakkının kullanılması için kural olarak pay sahibinin genel kurul toplantısına katılması, önemli nitelikte işleme ilişkin gündem maddesi oylanırken olumsuz oy kullanması ve muhalefetini toplantı tutanağına işletmesi gerekmektedir. Ancak çağrıya veya toplantının yürütülmesine ilişkin bazı usulsüzlüklerin varlığında bu şartlara bağlı kalınsızın da ayrılma hakkının kullanılabileceği düzenlenmiştir.

Ayrılma hakkına ilişkin Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili tebliğde yer alan düzenlemeler değişikliklerle uygulamanın ihtiyaçlarını karşılayabilecek seviyeye getirilmiştir. Bu düzenlemeler sayesinde kısa geçmişine rağmen ayrılma hakkı azınlık pay sahiplerinin çoğunluğun insafına kalmasını engelleyen etkili bir mekanizma haline gelmiştir.

ABSTRACT

APPRAISAL RIGHTS UNDER THE TURKISH CAPITAL MARKET

LAW

OSMAN GAZİ GÜÇLÜTÜRK

Appraisal rights allow, in cases where we have decisions that significantly affects the structure of the corporation and/or the interests of shareholders, the dissenting shareholders to sell their shares to the corporation. Appraisal rights arose in the US in the 19th century in relation to mergers. However, in time, they have been adopted by different countries for different type of transactions.

Under the Turkish Capital Market Law, appraisal rights gained a statutory basis for the first time with the Turkish Capital Market Law No: 6362. Transactions that give rise to the appraisal rights are labelled as ‘the significant transactions’. The common ground of these transactions is that they cause significant changes in the corporation’s structure and/or its assets.

Significant transactions are set forth under the Turkish Capital Market Law. Additionally, The Turkish Capital Market Board is authorised to regulate the significant transactions and classify transactions as significant. The Board had executed this authority and issued the Communiqué On Common Principles Regarding Significant Transactions and The Appraisal Right, No: II-23.1.

According to the Turkish Capital Market Law, in order to be able to use the appraisal right, a shareholder must attend the general meeting, cast a dissenting vote to the significant transaction and have his objection registered in the minutes of the meeting. However, in the case of some procedural regularities regarding the call or conduct of the general meeting, it is stated that the shareholder might use the appraisal right without satisfying the formal requirements.

The provisions in the Law and the Communiqué, after some amendments, are rendered suitable to answer the needs of the practitioners. Thanks to these provisions, the appraisal right, despite its short historical background in Turkey, became an efficient mechanism to prevent the minority from being subjected to the majority’s mercy.