

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

**TÜRK VE KARŞILAŞTIRMALI
SERMAYE PİYASASI MEVZUATINDA
AYRILMA VE ORTAKLIKTAN ÇIKARMA HAKKI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Damla DOĞANCALI

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Tolga AYOĞLU

MAYIS 2019

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

**TÜRK VE KARŞILAŞTIRMALI
SERMAYE PİYASASI MEVZUATINDA
AYRILMA VE ORTAKLIKTAN ÇIKARMA HAKKI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Damla DOĞANCALI

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Tolga AYOĞLU

MAYIS 2019

ÖNSÖZ

Karşılaştırmalı hukukta 19. yüzyıldan beri var olan ayrılma hakkı ve çıkarma hakkı ilk defa 2012 yılında 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile düzenlenerek Türk Hukuku'nda yerini bulmuştur. Bu sebeple, Türk mevzuatı açısından yeni olan bu konular üzerinde çalışma yapılmıştır. Çalışmamızda, her iki hakkın düzenlenme amacı, karşılaştırmalı hukuk açısından Amerikan Hukuku ve Avrupa Birliği Hukuku ve ilgili düzenlemelerdeki görünümleri ve gelişim süreçleri, Türk hukukunda benzer diğer hukuki kurumlarla ortak yönleri ve farklılıkları, özellikleri, amaç ve fonksiyonları, Türk sermaye piyasası mevzuat ve uygulamalarında hakların uygulama esasları ve her iki hakkın kullanım bedellerinin hesaplanması ile ilgili konuların açıklanması amaçlanmıştır.

Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Tezli Yüksek Lisans Programı kapsamında “Türk ve Karşılaştırmalı Sermaye Piyasası Mevzuatında Ayrılma ve Ortaklıktan Çıkarma Hakkı” başlığı altında hazırladığım yüksek lisans tezime ilişkin konunun tespiti, çalışmayı hazırlarken bana verdiği cesaret nedeniyle çok değerli tez danışmanım, Prof. Dr. Tolga Ayoğlu'na teşekkürlerimi bir borç bilirim.

23 Mayıs 2019 tarihinde gerçekleştirilen tez savunmasında tez jürimde yer almayı kabul eden saygıdeğer hocalarım Doç. Dr. S. Anlam Altay ve Dr. Öğr. Üyesi Fatih Aydoğan'a tez savunması sırasında verdikleri destek ve çok değerli eleştirileri için bir kez daha teşekkür ediyorum.

Buradan sermaye piyasası hukukuna gönül vermemin sebebi, üstün zekasıyla bulduğu çözümlere şapka çıkarılan, hayat boyu mentörüm Av. Tolga İşmen'e teşekkürlerimi sunuyorum.

Hayatıma girip beni ışığıyla aydınlatan, her konuda bana yardım eden, yoğun iş tempom ve tez çalışmalarım sırasında en karamsar anlarımda bana güç veren, destek olan, tezimi satır satır okuyup beni yönlendiren, yaşamımı her açıdan kolaylaştıran canım eşim Av. Orçun Doğancalı'ya,

Hayata bağlanma sebebim, onunla ilgilenmem gereken birçok zamanda bu tez çalışmasını yürüttüğüm, hayatımın her şeyi canım oğlum Batu Doğancalı'ya,

Doğduğum günden beri örnek aldığım, tüm üniversite hayatımda varlığıyla hep yanımda olan, disiplinli, prensipli, iyi ve çalışkan bir insan olmanın muhteşem örneği canım kardeşim Şebnem Öğünç'e,

Hayata gelme sebebim, beni attığım her adımda destekleyen, hiçbir zaman yarı yolda bırakmayan, yaklaşık 20 yıldır hem annem hem babam olan canım anneme sonsuz teşekkürlerimi sunuyorum.

İyi ki varsınız. Tüm minnet ve sevgimle...

Damla Doğancalı
Mayıs 2019

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	ii
İÇİNDEKİLER.....	iv
KISALTMALAR	ix
RÉSUMÉ.....	x
ABSTRACT	xvi
ÖZET.....	xxii
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	5
ORTAKLIKTAN AYRILMA HAKKI.....	5
I. AYRILMA HAKKININ TEMELLERİ	5
A. GENEL OLARAK AYRILMA HAKKI	5
B. AYRILMA HAKKININ TARİHÇESİ.....	8
C. AYRILMA HAKKINA İLİŞKİN TEORİLER VE HAKKIN İŞLEVLERİ	11
1. Pay Sahibinin Veto Hakkının Tazmini Teorisi (Klasik Teori – <i>Conventional Theory</i>)	11
2. Ortaklık Malvarlıklarının Ele Geçirilmesi Teorisi (<i>Wealth Appropriation Theory</i>).....	12
3. Payın Piyasa Değerinin Marjinal Değerinin Altına Düşmesi, Hesaplama ve Keşif Teorileri (<i>Inframarginality, Reckoning and Discovery Theories</i>)	14
4. Yönetimsel Teşvik Teorisi (<i>Managerial Incentives Theory</i>)	15
5. Tercihlerin Uzlaştırılması Teorisi (<i>Preference Reconciliation Theory</i>)	16
6. Teorilere İlişkin Görüşlerimiz	17
II. AYRILMA HAKKININ BENZER KAVRAMLARLA İLİŞKİSİ VE KARŞILAŞTIRILMASI.....	18
A. ORTAKLIKTAN ÇIKARMA VE SATIN ALMA HAKLARI	18
B. SATMA HAKKI	20
C. ZORUNLU PAY ALIM TEKLİFİ.....	22
D. ORTAKLIK BİRLEŞMELERİNDE AYRILMA HAKKI VE ORTAKLIKTAN ÇIKARMA HAKKI	25
E. ŞİRKETLER TOPLULUĞUNDA AYRILMA HAKKI.....	28
1. Genel Olarak.....	28

2. Bağlı Ortaklık Pay Sahipleri Tarafından Açılan Denkleştirme Davasında Pay Sahibinin Ayrılmasına Karar Verilmesi.....	30
3. Payların Satın Alınmasını İstem Davası	31
F. HAKLI NEDENLE FESİH DAVASINDA AZINLIğIN MAHKEME TARAFINDAN ORTAKLIKTAN ÇIKARILMASI.....	33
G. ISKAT.....	35
III. AYRILMA HAKKININ ÖZELLİKLERİ.....	37
IV. TÜRK SERMAYE PİYASASI MEVZUATINDA AYRILMA HAKKI	41
A. AYRILMA HAKKINI DOğURAN ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMLER...41	
B. ÖNEMLİ KARAR TÜRLERİ.....	47
1. Doğrudan Önemli Nitelikte İşlemler	47
a. Birleşme.....	47
b. Bölünme	52
d. Sona Erme	56
e. Sermaye Artırımından Gelen Fonla İlişkili Taraflara Olan Nakit Dışı Borçların Ödenmesi	58
f. Halka Açıklık Statüsünden Çıkma	59
2. Doğrudan Önemli Nitelikte Kabul Edildiği Halde Ayrılma Hakkı Tebliği İle Pay Alım Teklifi Doğuran İşlemler.....	61
a. İmtiyaz Öngörme veya Mevcut İmtiyazların Kapsam ve Konusunu Değiştirme	61
b. Borsa Kotundan Çıkma	63
3. Önemlilik Kriterine Bağlanan İşlemler	65
a. Malvarlığı Üzerinde Önemli Nitelikte Tasarruf ve Malvarlığının Kiralanması	65
b. İlişkili Taraflardan Malvarlığı Edinilmesi ve Kiralanması	69
c. Faaliyet Konusunun Değiştirilmesi.....	73
4. Diğer Önemli Nitelikte İşlemler.....	74
C. AYRILMA HAKKININ DOğMADIğI HALLER	75
V. AYRILMA HAKKININ KULLANILMASI VE AYRILMANIN SONUÇLARI	83
A. AYRILMA HAKKININ KULLANILMA ŞARTLARI	83
B. MADDİ ŞARTLAR	83
1. Pay Sahibi Olunması	83
2. Önemli Nitelikteki İşleme İlişkin Karar Alınması	84
C. ŞEKLİ ŞARTLAR	84
1. Pay Sahibinin Genel Kurula Katılması Hâlinde.....	84

2. Pay Sahibinin Genel Kurula Katılmaması Hâlinde	86
D. AYRILMA HAKKININ KULLANIMINDA İŞLEYİŞ SÜRECİ	87
1. Genel Kurul Öncesi Yapılması Gerekenler	87
2. Genel Kurul Sonrası Yapılması Gerekenler	89
E. AYRILMA HAKKI KULLANIM FİYATI VE FİYATA İTİRAZ.....	91
1. Fiyatın Belirlenmesi	91
2. Payların Satın Alınmasının Sonuçları	95
İKİNCİ BÖLÜM.....	98
ORTAKLIKTAN ÇIKARMA HAKKI.....	98
I. HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA PAY SAHİBİNİN ORTAKLIKTAN ÇIKARILMASINA İLİŞKİN HUSUSLAR.....	98
A. GENEL OLARAK ÇIKARMA HAKKI.....	98
1. Kavram.....	98
2. Çıkarma Hakkının Mukayeseli Hukuktaki Düzenlenişi	99
a. ABD Hukuku'nda Çıkarma Hakkı	99
b. Avrupa Birliği Hukuku'nda Çıkarma Hakkı.....	102
B. ÇIKARMA HAKKININ ÖNGÖRÜLME NEDENLERİ.....	104
1. Menfaat Çekişmelerinin Çoğunluk Pay Sahibi Lehine Çözümlemesi.....	104
2. Halka Açık Anonim Ortaklık Yükümlülüklerinden Kurtulma.....	105
3. Şirketler Topluluğunda Tam Hâkimiyetin Sağlanmasına Hizmet Etmesi	107
4. Pay Sahiplerinin Ortaklıktan Çıkarılmasının Ekonomik Açıdan Değerlendirilmesi	107
C. ÇIKARMA HAKKININ MÜLKİYET HAKKINI İHLAL EDİP ETMEDİĞİ KONUSU	109
II. ÇIKARMA VE SATMA HAKKININ BENZER KAVRAMLARLA İLİŞKİSİ VE KARŞILAŞTIRILMASI.....	112
A. AYRILMA HAKKI.....	112
B. ZORUNLU PAY ALIM TEKLİFİ.....	113
C. SATMA HAKKI	113
D. BİRLEŞMELERDE ORTAKLIKTAN AYRILMA AKÇESİ	114
E. ŞİRKETLER TOPLULUĞUNDA HÂKİM ORTAKLIĞIN SATIN ALMA HAKKI	116
F. HÂKİM ORTAKLIĞIN HÂKİMİYETİNİ HUKUKA AYKIRI KULLANDIĞI HALLERDE PAY SAHİBİNİN PAYINI SATMA HAKKI	118
G. HÂKİM TEŞEBBÜSÜN HAKSIZ ÖNEMLİ İŞLEMLERİNDE PAY SAHİBİNİN PAYINI SATMA HAKKI	119

H. HAKKI SEBEPLERLE FESİH DAVASINDA AZINLIĞIN MAHKEMECE ORTAKLIKTAN ÇIKARILMASI	120
I. ISKAT	120
III. HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA ÇIKARMA VE SATMA HAKKININ UYGULAMA ALANI, HUKUKİ NİTELİĞİ VE TABİ OLDUĞU KOŞULLAR.....	121
A. Halka Açık Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakkının Uygulama Alanı.....	121
B. Halka Açık Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakkının Hukuki Niteliği	122
1. Türk Hukuku'nda Çıkarma Hakkının Hukuki Niteliği.....	122
2. Türk Hukuku'nda Satma Hakkının Hukuki Niteliği.....	124
IV. ORTAKLIKTAN ÇIKARMA VE SATMA HAKLARININ DOĞMASI..	125
A. Genel Olarak	125
B. Hâkim Ortak Konumu ve Kazanılması.....	126
1. Hâkim Ortak Kavramı.....	126
2. Hâkim Ortaklığın Kazanılması.....	127
a. Hakim Ortak Konumunun Birlikte Hareket Ederek Kazanılması.....	127
b. Hâkim Ortak Konumunun Pay Alım Teklifi Sonucunda Kazanılması	130
c. Hâkimiyetin Farklı Yollarla Pay Edinilerek Kazanılması	131
3. Hâkim Ortağın Ek Pay Alımı	132
4. Oy Haklarının Hesaplanması.....	132
a. Dolaylı Pay Sahipliğinin Hesaplanması.....	135
b. Paylar Üzerinde İntifa ve Alım Hakkı Bulunması Hali.....	136
c. Hakim Ortak Lehine İntifa Hakkına Bağlı Oy Haklarının Durumu	137
5. Hakların Kullanımına İlişkin Sınırlama	138
V. KULLANIM BEDELİNİN BELİRLENMESİ VE ÇIKARMA VE SATMA HAKLARININ KULLANIM PROSEDÜRÜ	138
A. Türk Hukuku Açısından Bedelin Belirlenmesi	138
B. Karşılaştırmalı Hukuktaki Düzenleme ve Yaklaşımlar	146
C. Hakların Kullanılmasına İlişkin Prosedür.....	147
1. Kamunun Aydınlatılması	148
2. Satma Hakkı Prosedürü.....	150
3. Hâkim Ortağın Ortaklığa Başvurusu	152
4. Ortaklık Tarafından Yerine Getirilecek İşlemler.....	152
a. Sermayenin Eş Zamanlı Artırılması ve Azaltılması.....	153
b. SPK'ya Başvuru	155
c. Çıkarma Bedelinin Çıkarılan Pay Sahiplerine Ödenmesi.....	157

5. Hakkın Kullanılmasından Vazgeçilme	159
6. Çıkarma Hakkı Kullanılmasının Sonuçları	159
a. Borsa Kotundan Çıkma	159
b. Ortaklığın SerPK Kapsamından Çıkması	159
SONUÇ	161
KAYNAKÇA	167
ÖZGEÇMİŞ	179



KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
a.g.e.	: Adı Geçen Eser
AIHM	: Avrupa İnsan Hakları Mahkemesi
AIHS	: Avrupa İnsan Hakları Sözleşmesi
BATİDER	: Bankacılık ve Ticaret Hukuku Dergisi
bkz.	: Bakınız
Borsa İstanbul:	Borsa İstanbul A.Ş.
C	: Cilt
DGCL	: Delaware Genel Şirketler Kanunu (Delaware General Corporation Law)
dn	: Dipnot
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İYUK	: 2577 sayılı İdari Yargılama Usulü Kanunu
İÜHF	: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu (Ayrıca bkz. SPK)
m.	: Madde
MBCA	: Model Şirketler Kanunu (Model Business Corporation Act)
p.	: Paragraf
RG	: Resmi Gazete
s.	: Sayfa
S.	: Sayı
SEC	: Securities Exchange Commission
SerPK	: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu (Ayrıca bkz. Kurul)
TMS	: Türkiye Muhasebe Standardı
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TTK	: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG	: Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
vd.	: ve devamı
§	: bölüm

RÉSUMÉ

Dans notre thèse sur «Le droit d'évaluation et de retrait du partenariat selon la législation Turque et comparée des marchés des capitaux», Afin de se conformer à la législation de l'Union Européenne, la loi n ° 6362 sur le marché des capitaux et le droit d'évaluation et le droit de retrait des partenariats prévus pour la première fois dans la législation Turque ont été examinés. Le fait que ces droits, qui prévus en droit comparé depuis le XIXe siècle, ont été réglementés pour la première fois dans la législation Turque sur les marchés des capitaux en 2012, nous a amené à travailler sur ces nouveaux sujets. Notre étude comprend deux sections principales expliquant le droit d'évaluation et le droit de retrait et les sous-sections où les détails de ces sections sont expliqués. Dans notre étude, l'objectif de la réglementation des deux droits, en termes de droit comparé, et leurs processus d'apparence et de développement dans les réglementations concernée et le droit Américain et le droit de l'Union Européenne, les points communes et différentes entre d'autres institutions juridiques et similaires dans le droit Turc, leur caractéristiques, objectifs et fonctions, les principes d'application dans les législation et pratique du marché Turc des capitaux et les problèmes liés au calcul des frais d'exercice des deux droits sont essayés de être expliqués.

Dans la première section de notre étude, le droit d'évaluation dans les sociétés anonymes par actions publiques est examiné. Le droit d'évaluation est généralement examiné. Dans le section I.A. avec le concept de «Le droit d'évaluation» qui a été réglementé pour la première fois dans l'article 24 de la loi sur le marché des capitaux afin de se conformer à la législation de l'Union Européenne, dans une société par actions, peu importe le ratio de action selon le capital de base et capital émis chaque actionnaire en cas de réalisation des transactions importantes prévues par le article 23 de la loi sur le marché des capitaux, à condition de assister à l'assemblée générale, voter contre, enregistrer le dissidence, peut quitter la société en vendant leurs actions à la société à un prix équitable en cas du fait de empêcher injustement l'actionnaire d'assister à l'assemblée générale, ne pas dûment invité à l'assemblée générale ou

l'ordre du jour n'est pas dûment annoncé, le droit d'évaluation est règlementé sans conditions de voter contre et enregistrer le dissidence. En plus de réglementation à l'article 24 de la loi sur le marché des capitaux et aussi dépendant a l'autorité reconnu pour le conseil, par le conseil des marchés capitaux, principes communs concernant les opérations importantes No II-23.1 et un communiqué sur le droit d'évaluation sont été publié.

Transactions importantes prévus à l'Article 23 de la loi sur le marché des capitaux affectant de manière significative la structure du partenariat et les intérêts des actionnaires sont de être partie aux procédures de fusion et de scission de la société anonyme, changement de type et décision de expiration, prévision de concession ou modification de l'étendue ou de l'objet des concessions existants, la décision de sortir de la bourse, changer le champ de l'activité dans son intégralité ou de manière substantielle, acquérir ou louer des actifs importants à ses parties liées, paiement en déduisant la dette en capital résultant dans l'augmentation de capital qu'ils envisagent de faire actifs de les dettes résultant du transfert d'actifs non monétaires a la société, les augmentations de capital qu'ils envisagent de faire, le dépassement les fonds obtenu des augmentations de capital le capital existant du partenariat de être utilisé au paiement partiel ou entière des dettes a des parties liées et de dettes résultant du transfert d'actifs non monétaires a la société, défini dans les règlements pertinents du Conseil des Marchés Capitaux.

Pour la raison que en Turquie en particulier, d'actionnariat intensifié est généralisée du système, avec le droit d'évaluation, il vise à protéger les actionnaires d'une société par actions qui contrôlée par l'actionnaire majeur, pour fournir des liquidités pour les actions des actionnaires autre que l'actionnaire majeur, qui ne peut arriver à vendre leurs actions en bourse, ne contrôle pas la société et ne souhaitent pas être subi aux des décisions de la société. Le droit d'évaluation, a une fonction protectrice a deux côtés, d'un part, tout en protégeant les droits de la minorité permettant aux actions d'être vendues à un prix équitable, de la part de majorité, de point de vue, de prendre des décisions au profit du société rapidement et d'être une alternative aux réglementations statutaires pouvant empêcher l'exécution des décisions prises.

Dans la section I.B. de notre étude L'histoire du droit d'évaluation a été examinée. Ce droit qui est apparu le 19^{ème} siècle, en droit Américain, comme le résultat de passer du principe d'unanimité à la majorité, émergé comme un mécanisme protectrice des intérêts de minorité contre leur droit de veto des décisions importantes telles que la fusion toujours d'actionnaires minoritaires perdre. En plus, dans le droit de l'Europe continentale il semble qu'il soit apparu en Italie à peu près au même période.

Théories mènent à la naissance du droit d'évaluation et des fonctions du droit et nos évaluations sur ces théories ont également sa place dans la section I.C. de notre thèse.

Dans la section II où nous parlons d'institutions juridiques similaires au droit d'évaluation. Les similitudes et les différences de droit d'évaluation, de droit de retirer du partenariat et droits d'achat, droit de vendre, offre d'achat d'actions obligatoire, le droit de quitter du partenariat dans le processus fusions, droit de retirer d'actionnaire, le droit de partir dans la communauté de partenariat, dans les litige résiliation justifiée expulsion des actionnaires de minorité par le tribunal et l'abandon l'adhésion ont été examinées.

Dans la section III où nous avons parlé de les caractéristiques du droit d'évaluation, il est dit que le droit d'évaluation est un droit individuel qui peut être utilisé avec la déclaration de volonté unilatérale et un droit de propriété, car il peut être utilisé comme une valeur pouvant être mesurée avec l'argent (prix de séparation). Le fait que cela n'est pas un droit indispensable a été expliqué par les divers arguments à ce sujet. A cause de la société par actions à participation publique est obligée d'acheter les actions. De point de vue des dictionnaires il s'agit donc d'un droit acquis individuel, légal, d'obligatoire, de conditionnel. En outre, à la suite du droit d'évaluation, les résultats de l'acquisition ses propres actions par les sociétés ont été évaluées.

Dans la section IV où nous traitons du droit d'évaluation dans la législation Turque sur les marchés des capitaux,, après avoir mentionné des règles de droit comparé concernaient les transactions importantes donnant lieu au droit d'évaluation

tous les processus importants ont été examinés dans trois groupes. À la fin de cette section, les cas où le droit d'évaluation n'est pas apparu sont mentionnés.

Dans la dernière subdivision de la première partie principale, d'exercice le droit d'évaluation et ses conditions requises, le processus de droit d'évaluation et la détermination du prix considéré comme la plus importante question pour le droit d'évaluation ont été examinés en termes de droit Turc et de droit comparé.

Le sujet de la deuxième partie importante de notre thèse est le droit de retirer du partenariat. Partenaire majeur en position dominante, suivant de possession d'un certain ratio de capital et taux de vote, peut demander de gérer le partenariat sans actionnaires minoritaires, à continuer en tant que partenaire unique et même changer de son statut public. Encore une fois, afin de garantir le respect de la législation de l'UE et la protection des droits des actionnaires, pour la première fois, les concepts de «droit de retrait du partenariat et de» droit de vendre »sont définis à l'article 27 de la loi sur les marchés de capitaux. Outre ce règlement, basé sur l'autorité accordée, le Conseil Turc des marchés des capitaux a publié un communiqué n ° II-27.2 sur le droit de retirer du partenariat et sur le droit de vendre. «Le droit de retirer du partenariat» prévue dans de nombreux pays en prolongement de l'offre d'achat d'actions et tout en visant de réalisation des intentions des personnes ou le groupe qui atteint un certain taux après l'offre d'achat d'actions, comme changer la structure du partenariat, l'expulsion de la statut public, mis en œuvre du manière qui protège les droits des petits investisseurs «le droit de vendre» qui a été continuellement régularisé et aux actionnaires qui deviennent minoritaires après de l'offre, il est prévue la protection des actionnaires minoritaires en donnant l'opportunité de revoir leur préférences de rester dans le partenariat.

Dans la section 2.I.A de notre thèse, le concept de le droit de retirer en général, le développement du retrait des autres actionnaires de la société par un actionnaire majeur qui posses la position dominante pour un prix équitable contre les volontés des actionnaires minoritaires dans les droits Américain et droit et réglementation de l'Union Européenne et l'application moderne a été étudié. De plus, les théories expliquant les raisons du droit de retirer dans la doctrine sont expliquées. La question de savoir si cela viole ou non le droit de propriété en tant que question controversée a été décrit par l'examen du Constitution de la Turquie, les dispositions pertinentes de

la Convention Européenne des droits de l'homme et des décisions de la Cour européenne des droits de l'homme à cet égard.

La naissance du droit de retrait est également la cause de la naissance du droit de vendre, tout en expliquant le droit de retrait, qui est l'un des sujets fondamentaux de notre thèse, des explications sur le droit de vente ont également été fournies. La relation et la comparaison des droits de retrait et de vente avec des concepts similaires sont discutées à la section 2.II de notre thèse. Les similitudes et les différences de droit de retrait et de vendre de le droit de quitter, offre d'achat d'actions obligatoire, droit de vendre, fond de se retirer du partenariat dans le processus de fusions, le droit d'acheter le partenaire dominant dans le groupe d'entreprises, le droit de l'actionnaire de vendre sa part dans les cas où les partenaire dominante de la société utilise ses dominance illégalement, le droit de l'actionnaire de vendre sa part dans les transactions injustifiées de l'entreprise dominante, le droit de partir dans la communauté de partenariat, dans les litiges résiliation justifiée expulsion des actionnaires de minorité par le tribunal et l'abandon de l'adhésion ont été examinées.

Dans la section 2.III de notre thèse, le domaine d'implémentation, la nature juridique et les conditions que les droits de retrait et de vente sont subis dans les sociétés anonymes sont examinés. Il a été expliqué que l'implémentation du droit de retrait et de vente est des sociétés anonymes publiques et des sociétés qui sont considère comme publique et ils ne peuvent pas être réalisée dans les sociétés fermées. En droit Turc le droit de retrait est un droit constructive et de nâitre de l'innovation, utilisé avec la déclaration de volonté unilatérale et un droit de propriété indispensable liée au l'actionnariat.

Naissance du droit de retirer et de vendre des partenariats sont examiné dans la section IV. En droit Turc, tout émergent le droit de retirer pour les actionnaires dominants, le droit de vendre émerge pour les actionnaires minoritaires. Bien que la naissance du droit de retrait ne dépende pas de l'offre d'achat d'actions il est prévu que le droit de retrait puisse être utilisé si le seuil est atteint du fait de l'offre d'achat d'actions.

En outre, afin de libérer le droit de retrait, tout d'abord, le temps de trois mois prévus pour l'exercice de droit de vente soit rempli et les actions détenues doivent être négociées en bourse pendant deux ans.

Pour acquérir la position d'actionnaire dominant, il est nécessaire de détenir 98% des droits de vote de la société ainsi que la propriété de ces actions. À la section V, en expliquant les méthodes d'acquisition de la position dominante de l'actionnaire, en acquérant des actions par les voies de se déplacer ensemble, acquérir le position dominante à la suite d'une offre d'achat d'actions, des ventes bloc dans ou hors la bourse, des achats individuels, changement et donation, héritage, mise en vigueur du décision d'une cour, régime des biens parmi des épouses et en cas de restriction ou de prise de contrôle du droit de préemption et atteindre le seuil de domination à la suite de l'augmentation de capital sont été examinée. Recevoir des actions supplémentaires, calcul des droits de vote, calcul des votes des actionnaires indirectes, calcul en cas de privilège en de droits de vote, le cas de disponibilité des droits d'usufruit et d'achat, qui sont important pour atteindre le seuil de domination sont examiné et expliqué.

Dans la section finale les dispositions de la loi sur le marché des capitaux et des droits secondaires relatives à l'exercice du droit de retrait et de vente, dans le cadre de sociétés par actions publiques sont également été examiné conjointement avec le droit Américain et le droit et les règlements de l'Union européenne. L'examen de la législation concernant le droit de retrait et de vente est complété. Également dans le cadre de l'examen les carences et les défauts identifiés dans la législation concernée sont évaluée en leur comparant au droit comparé et les suggestions pour eux sont présentées au lecteur dans les sections correspondantes et dans la section des résultats.

Mots-Clés : Droit d'évaluation, droit de retrait; droit de vente; droits d'exit, société cotée en bourse, société cotée

ABSTRACT

Appraisal right and the squeeze-out right under the law on Capital Markets No. 6362 enacted in order to comply with the legislation of the European Union, and the Turkish law were examined in my thesis with the title of “Appraisal and Squeeze-out Rights under Turkish and Comparative Capital Markets Legislation”. These rights introduced in the Turkish capital markets legislation for the first time in 2012, although these rights existed in comparative law since the 19th century. For that reason, we have studied these issues as being new to the Turkish legislation. Our study consists of two main sections explaining the appraisal right and squeeze-out right and the sub-sections where the details of these sections are explained. In our study, the purpose of the enactment of both rights, in terms of comparative law, their appearance and development processes in relevant regulations and under American and European Union Law, common features and differences in similar other legal institutions under Turkish law, their features, purposes and functions, application principles of these rights under Turkish capital market legislation and practice and the issues related to the calculation of exercise prices of both rights are tried to be explained.

In the first part of our study, appraisal right in publicly held corporations is examined. Appraisal right is generally examined in section I.A. Through the exercise of appraisal right (which is regulated for the first time in Article 24 of the Capital Markets Law enacted in order to comply with the legislation of the European Union), each shareholder in a publicly held corporations, irrespective of the ratio of the shares to the share capital and issued capital, is entitled to sell his/her shares to the company for a decent and just price and could withdraw from the company, in the event of occurrence of significant transactions stipulated in Article 23 of the Capital Markets Law, provided that he/she attended to general assembly, voted against and had his/her dissent be registered to the assembly minutes. In cases where a shareholder is not allowed to attend to the general assembly meeting unfairly, is not invited to general assembly in a proper way, or the agenda of the meeting is not announced properly, appraisal right can be exercised irrespective of the conditions of

attending to the general assembly and having the dissent opinion be registered to the meeting minutes. The Capital Markets Board has issued the Communiqué (II-23.1) on the Common Principles of Significant Transactions and Appraisal Right based on its authority by law - in addition to Article 24 of the Capital Market Law governing the appraisal right.

The significant transactions regulated in Article 23 of the Capital Markets Law which significantly affect the interest of shareholders and structure of the corporations are as follows, to take part in joint stock corporation merger and division transactions, to decide on type of change and termination, to grant privilege or to change the scope or subject of existing privileges, decision to withdraw from stock exchange, to change fully or to a great extend the field of activity, to gain or rent possessions from related parties, to settle the cash capital settlement debt arising from the capital increases planned to be made by deducting from the debts arising from the transfer of assets other than cash to the partnership, to increase the share capital in the capital increases planned to be made, the fund to be obtained from the capital increase exceeds the existing capital of the partnership and be used in the partial or full payment of the debts arising from the transfer of non-cash assets to related parties as defined in the relevant regulations of the Capital Markets Board.

Due to the fact that in Turkey particularly system of intensified shareholding is widespread, by the appraisal right, the protection of the shareholders of a publicly held corporation other than the shareholder being in the dominant position and controlling the corporation is aimed as providing an opportunity for the liquidity for the shares of shareholders other than the dominant shareholder since these shareholders not have the opportunity to sell their shares in the stock exchange and these shareholders who do not have the control of the corporation and do not wish to be bound by the decisions of the majority. The appraisal right has two side protective functions. Protecting the interests of minority allowing shares to be sold for just and decent price whereas from the majority perspective taking decisions for the benefit of the corporation rapidly and providing an alternative to the legal arrangements that may prevent the execution of these decisions. .

In the section I.B. of our study, the history of the right to withdrawal is examined. That right emerged in the 19th century in America as a protective mechanism for the interests of minority shareholders, as a result of moving from anonymity to majority principle in joint stock corporation, since minority shareholders lost their rights, such as right to veto the decision of a merger. Furthermore in the continental European law, it is understood that it emerged nearly in the same period in Italy.

Theories giving rise to the birth of the appraisal right and on functions of that right and our evaluation regarding those theories in section I.C of our study.

In section II, we explain similar legal institutions to the right to withdrawal through the comparison of similarities and differences of the appraisal right with the squeeze-out right, right to purchase, sell-out right, mandatory tender offer, appraisal right and squeeze-out right in merger proceedings, appraisal right in the community of the corporations, exclusion of minority shareholder by court order in the cases of termination of the company for justified reasons termination and expel are also examined.

In section III, we explain the features of the appraisal right as follows it is indicated that the appraisal right is an individual right that could be exercised through unilateral declaration of will, and a property right as it could be used by a value measured with money (separation fee). It is a waivable right as also explained by various arguments in this regard. As it is mandatory for the publicly held joint stock corporations to purchase shares, it is imperative, conditional and an individual and vest right from the shareholders' perspective. Furthermore, the results of acquisition of its own shares by the company are also evaluated due to the exercise of appraisal right.

In section IV where we examine the appraisal right in the Turkish Capital Markets Legislation, after referring to the regulations in the comparative law concerning the significant transactions that give raise to the right to appraisal right, all significant transactions are examined under three groups. At the end of this section, situations which give no raise to appraisal right were examined.

In the last subsection regarding the first main section, the exercise of appraisal right and conditions required for the exercise, the process of the appraisal right and determination of price which is considered as the major issue in terms of the appraisal right were examined from the Turkish and compared law point of view.

The second main subject of our thesis is squeeze out right. The major shareholder being in the dominant position and following the acquisition of a certain ratio of capital and vote, could wish to govern the company without minority shareholders, and to continue as single shareholder or even quit the status of publicly held corporation. Furthermore, in order to comply with EU law and to protect shareholders, the terms of “squeeze-out right” and “sell-out right” are for the first time regulated in Article 27 of the Capital Markets Law. In addition to that article, based on its authority by law, the Capital Markets Board has issued a Communiqué No: II-27.2 on Squeeze-out Right and Sell-Out Right. Squeeze-out right, which is regulated in many countries as an addition right to tender offer, aims that; individuals or groups reaching a certain amount of share after the exercise of tender offer to implement their intentions as to change the company’s structure, to leave the public status of the company, while also protecting the minority investors’ rights. Through the sell-out right provided in the following provisions, it is also aimed to protect rights of minority shareholders who became minority after the exercise of tender offer bid, providing them the opportunity to reconsider their preferences as staying at the company.

In section 2.I.A of our thesis, the general overview of squeeze-out right, the concept, development and contemporary practice of squeeze-out right in American and the EU law and regulations are examined. Furthermore, theories explaining the reasons of emergence of squeeze-out right in doctrine also explained. The issue whether it violates the right of possession as being highly controversial in terms of squeeze-out right is explained by reference to the Turkish Constitution, relevant articles of the European Convention on Human Rights and case-law of the European Court of Human Rights in this regard.

As the emergence of squeeze-out right which also gave rise to the emergence of sell-out right, while studying squeeze-out right which is one of the main topics of our thesis, explanation regarding sell-out right is also made. Relation of squeeze-out and sell-out rights with similar concepts and their comparison are also provided in section 2.II of our thesis.

Besides, the similarities and differences of squeeze-out and sell-out rights from, mandatory tender offer, right to sell, appraisal remedy in merger transactions, right to purchase of dominant shareholder in the community of the corporations, right to sell share of a shareholder in cases where dominant shareholder abuses his/her position, right to sell of shareholder in unjust significant transaction of the company, exclusion of minority shareholder by court order in the cases of termination of the company for justified reasons, and expel are also examined.

In section 2.III of our thesis, the application field legal nature and conditions required for the exercise of squeeze-out and sell-out rights are examined. It is explained that squeeze-out and sell-out rights emerge and applied as to the publicly-held joint stock corporation or joint stock corporations deemed publicly held and this is not the case for non-public joint stock corporations. It is emphasized that under Turkish law squeeze-out right is exercisable through unilateral declaration of will and such right has constructive nature, related to the statues of being shareholder, possession and indispensable right. It is emphasized that under Turkish law sell-out right is exercisable through unilateral declaration of will and as being mandatory individual right and possession and indispensable right.

The emergence of squeeze-out and sell-out rights is examined in section IV. Under Turkish Law, squeeze-out right emerge for the majority shareholders being in the dominant position whereas sell-out right emerge for minority shareholders. Although the emergence of squeeze-out right is not related to a tender offer, it is regulated that squeeze-out right could be exercised in cases where threshold is reached at the end of tender offer process. Besides, in order squeeze-out right to be exercised first of all, three months of statute of limitation concerning the sell-out

right to be expired and shares should be traded for two years in stock exchange market.

In order to gain the dominant position, it is required to have 98% of all shares along with the possession thereof. In section V, through explaining the methods of gaining dominant position, reaching dominance threshold by way of acting together, gaining dominant position due to the exercise of tender offer, block sale in or out of stock market, individual purchases, tramp and donations, gaining of shares due to heritage execution proceedings, and property regime between spouses and gaining of shares at the capital increases due to the restriction or taking over of preemptive rights are also explained. Situations, being important for reaching the domination threshold, such as additional share purchase, calculation of voting rights, calculations of indirect voting rights, calculation in case of existence of privilege in voting rights, existence of right to use and pre-purchase on shares are dealt with explained.

In the final section, provisions of the Capital Markets Law and of the secondary regulations are dealt yet again in light of the American and the EU law and regulations in terms of publicly held joint stock corporations and the examination of the legislation concerning squeeze-out and sell-out rights are completed. Furthermore deficiencies and discrepancies detected in the legislation are evaluated in comparison with the comparative law and suggestions in this regard are made either in relevant or in conclusion sections for the information of readers.

Keywords: Appraisal right, sell-out right, squeeze-out right, public companies, publicly held companies, exit right

ÖZET

“Türk ve Karşılaştırmalı Sermaye Piyasası Mevzuatında Ayrılma ve Ortaklıktan Çıkarma Hakkı” konulu tezimizde, Avrupa Birliği mevzuatına uyum sağlanması amacıyla kabul edilen 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile Türk hukukunda ilk defa düzenlenen ayrılma hakkı ve çıkarma hakkı incelenmiştir. Karşılaştırmalı hukukta 19. yüzyıldan beri var olan bu haklar, Türk sermaye piyasası mevzuatında ilk defa 2012 yılında düzenlenmiştir. Bu sebeple Türk mevzuatı açısından yeni olan bu konular üzerinde çalışma yapılmıştır. Çalışmamız ayrılma hakkı ve çıkarma hakkının açıklandığı iki ana bölüm ve bu bölümlerin ayrıntılarının açıklandığı alt bölümlerden oluşmaktadır. Çalışmamızda, her iki hakkın düzenlenme amacı, karşılaştırmalı hukuk açısından Amerikan Hukuku ve Avrupa Birliği Hukuku ve ilgili düzenlemelerdeki görünüşleri ve gelişim süreçleri, Türk hukukunda benzer diğer hukuki kurumlarla ortak yönleri ve farklılıkları, özellikleri, amaç ve fonksiyonları, Türk sermaye piyasası mevzuat ve uygulamalarında hakların uygulama esasları ve her iki hakkın kullanım bedellerinin hesaplanması ile ilgili konular açıklanmaya çalışılmıştır.

Çalışmamızın ilk ana bölümünde halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkı incelenmiştir. Ayrılma hakkı genel olarak I.A. Bölümünde incelenmiştir. Avrupa Birliği mevzuatına uyum sağlanması amacıyla kabul edilen Sermaye Piyasası Kanunu madde 24 ile ilk kez düzenlenen “ayrılma hakkı”nın kullanılmasıyla, her bir pay sahibi, halka açık bir anonim ortaklıkta, payın esas ve çıkarılmış sermayeye oranı her ne olursa olsun, Sermaye Piyasası Kanunu madde 23’te öngörülen önemli nitelikteki işlemlerin gerçekleşmesi halinde genel kurula katılmak, olumsuz oy kullanmak ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına geçirtmek şartlarıyla, paylarını adil bir bedel üzerinden ortaklığa satarak ortaklıktan ayrılabilir. Pay sahibinin genel kurul toplantısına katılmasına haksız bir biçimde engel olunması, genel kurul toplantısına usulüne uygun davet edilmemesi veya gündemin usulüne uygun şekilde ilan edilmemesi hallerinde, genel kurul kararlarına muhalif kalma ve muhalefet şerhini tutanağa kaydettirme şartları aranmaksızın ayrılma hakkı düzenlenmektedir.

Sermaye Piyasası Kanunu madde 24'te yer alan ayrılma hakkı düzenlemesine ek olarak, Sermaye Piyasası Kurulu da kendisine tanınan yetkiye dayanarak, II-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği'ni çıkarmıştır.

Ortaklığın yapısını ve pay sahiplerinin menfaatlerini önemli ölçüde etkileyen, Sermaye Piyasası Kanunu madde 23'te düzenlenen önemli nitelikteki işlemler; ise halka açık anonim ortaklığın birleşme veya bölünme işlemlerine taraf olması, tür değiştirmesi veya sona erme kararı alması, imtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi, borsa kotundan çıkma kararı alması, faaliyet konusunun tümüyle veya önemli ölçüde değiştirilmesi, ilişkili taraflarından önemli ölçüde malvarlığı edinmesi veya kiralaması, yapmayı planladıkları bedelli sermaye artırımlarında ortaya çıkan nakit sermaye koyma borcunun, ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlara mahsup edilmek suretiyle yerine getirilmesi, yapmayı planladıkları bedelli sermaye artırımlarında, sermaye artırımından elde edilecek fonun ortaklığın mevcut sermayesini aşması ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili taraflara olan ve ortaklığa nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan borçların kısmen veya tamamen ödenmesinde kullanılacak olması halleridir.

Ayrılma hakkı ile, Türkiye'de özellikle yoğunlaşmış pay sahipliği sisteminin yaygın olması nedeniyle, hâkim ortağın yönettiği bir halka açık anonim ortaklıkta, paylarını borsada satma olanağı bulunmayan, hâkim ortak dışındaki pay sahiplerinin payları için likidite sağlanması ve ortaklığın kontrolüne sahip olmayan ve ortaklık kararlarıyla da bağlı olmak istemeyen pay sahiplerinin korunması amaçlanmaktadır. Ayrılma hakkı payların adil bir bedelle satım hakkına izin vermesi nedeniyle azınlığın menfaatini korurken çoğunluk açısından da ortaklık yararına alınacak kararların hızlı bir şekilde alınması ve alınan kararların icrasını engelleyebilecek kanuni düzenlemelere bir alternatif oluşturması yönünden her iki tarafı da koruyucu bir fonksiyona sahiptir.

Çalışmamızın I.B. Bölümünde ayrılma hakkının tarihçesi incelenmiştir. Anonim ortaklıklarda oy birliği ilkesinden oy çokluğu ilkesine geçilmesi neticesinde, azınlık pay sahiplerinin kaybettikleri birleşme gibi önemli kararları veto haklarına

karşılık menfaatlerini koruyucu bir mekanizma olarak ABD hukukunda 19. yüzyılda bu hak ortaya çıkmıştır. Diğer yandan Kıta Avrupası hukukunda da hemen hemen aynı dönemlerde İtalya'da ortaya çıktığı anlaşılmaktadır.

Ayrılma hakkının doğumuna yol açan ve hakkın işlevlerine ilişkin teoriler ve bu teorilere ilişkin değerlendirmelerimiz de tezimizin I.C. Bölümünde yer bulmuştur.

Ayrılma hakkına benzer hukuki kurumları anlattığımız II. Bölümde, ayrılma hakkının ortaklıktan çıkarma ve satın alma hakları, satma hakkı, zorunlu pay alım teklifi, ortaklık birleşmelerinde ortaklıktan ayrılma hakkı ve ortaklıktan çıkarma hakkı, ortaklıklar topluluğunda ayrılma hakkı, haklı nedenle fesih davasında azınlığın mahkeme tarafından ortaklıktan çıkarılması ve ıskat ile benzerlik ve farklılıkları incelenmiştir.

Ayrılma haklarının özelliklerini anlattığımız III. Bölümde, ayrılma hakkının tek taraflı irade beyanı ile kullanılabilen bireysel bir hak, parayla ölçülebilen bir değer (ayrılma bedeli) karşılığı kullanılabildiğinden malvarlıksal bir hak olduğu belirtilmiştir. Vazgeçilmez hak olmadığı bu konuya ilişkin çeşitli argümanlarla açıklanmıştır. Halka açık anonim ortaklığı payları satın almak zorunda olduğu için emredici, şarta bağlı, pay sahipleri bakımından da bireysel, mütesep hak niteliğindedir. Ayrıca, ayrılma hakkı sonucunda ortaklığın kendi paylarını satın almasının sonuçları değerlendirilmiştir.

Türk sermaye piyasası mevzuatında ayrılma hakkını ele aldığımız IV. Bölümde, ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikte işlemlere ilişkin karşılaştırmalı hukuktaki düzenlemelere değinildikten sonra üç grup altında tüm önemli nitelikteki işlemler incelenmiştir. Bu bölümün sonunda ayrılma hakkının doğmadığı haller ele alınmıştır.

Birinci ana bölüme ilişkin son alt bölümde, ayrılma hakkının kullanılması ve bunun için gereken şartlar, ayrılma hakkının işleyiş süreci ve ayrılma hakkı açısından en önemli konu olarak görülen fiyatın belirlenmesi Türk hukuku ve karşılaştırmalı hukuk açısından incelenmiştir.

Tezimizin ikinci ana bölüm konusu ortaklıktan çıkarma hakkıdır. Hâkim konumundaki büyük ortak, belirli bir sermaye ve oy oranına sahip olmasını takiben

azınlık pay sahipleri olmaksızın ortaklığı yönetmek, tek ortaklı olarak devam etmek ve hatta halka açık statüden çıkılmasını isteyebilir. Yine, AB mevzuatına uyum sağlanabilmesi ve pay sahiplerinin haklarının korunması amacıyla ilk kez “ortaklıktan çıkarılma hakkı” ve “satma hakkı” kavramları Sermaye Piyasası Kanunu madde 27’de düzenlenmiştir. Bu düzenlemeye ek olarak, kendisine tanınan yetkiye dayanarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından da, II-27.2 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakkı Tebliği çıkarılmıştır. Birçok ülkede pay alım teklifinin uzantısı şeklinde düzenlenen “ortaklıktan çıkarılma hakkı” ile pay alım teklifi sonrası belirli bir pay oranına ulaşan kişi ya da grubun, ortaklığın yapısını değiştirme, halka açıklık statüsünden çıkma gibi niyetlerini küçük yatırımcının haklarını da koruyacak şekilde hayata geçirmesi amaçlanırken; devamında düzenlenen “satma hakkı” ile teklif sonrasında azınlık haline gelen pay sahiplerine, ortaklıkta kalma tercihlerini bir kez daha gözden geçirme imkânı verilerek azınlık pay sahiplerinin korunması amaçlanmıştır.

Tezimizin 2.I.A Bölümünde, genel olarak çıkarılma hakkı kavramı, hakkın Amerikan hukuku ve Avrupa Birliği hukuku ve düzenlemelerindeki görünümü, hakkın gelişimi ve günümüz uygulaması incelenmiştir. Ayrıca, doktrinde çıkarılma hakkının ortaya çıkma nedenlerinin açıklandığı teoriler açıklanmıştır. Çıkarma hakkı açısından tartışmalı bir konu olan mülkiyet hakkını ihlal edip etmediği sorunu Türkiye Cumhuriyeti Anayasası, Avrupa İnsan Hakları Sözleşmesi’nin ilgili hükümleri ve bu konudaki Avrupa İnsan Hakları Mahkemesi kararı incelenerek anlatılmıştır.

Çıkarma hakkının doğumu aynı zamanda satma hakkının doğumuna da sebep olduğu için tezimizin temel konularından biri olan çıkarılma hakkı anlatılırken satma hakkına ilişkin açıklamalar da yapılmıştır. Çıkarma ve satma haklarının benzer kavramlarla ilişkisi ve karşılaştırılması tezimizin 2.II Bölümünde ele alınmıştır. Çıkarma ve satma hakkının ayrılma hakkı, zorunlu pay alım teklifi, satma hakkı, birleşmelerde ortaklıktan ayrılma akçesi, şirketler topluluğunda hâkim ortağın satın alma hakkı, hâkim ortaklığın hâkimiyetini hukuka aykırı kullandığı hallerde pay sahibinin payını satma hakkı, hâkim teşebbüsün haksız önemli işlemlerinde pay sahibinin payını satma hakkı, haklı sebeplerle fesih davasında azınlığın mahkemece ortaklıktan çıkarılması ve ıskat ile benzerlik ve farklılıkları incelenmiştir.

Tezimizin 2.III. Bölümünde, halka açık anonim ortaklıklarda çıkarma ve satma hakkının uygulama alanı, hukuki niteliği ve tabi olduğu koşullar incelenmiştir. Çıkarma ve satma hakkının uygulama alanının halka açık ve halka açık sayılan anonim ortaklıklar olduğu ve halka kapalı ortaklıklarda doğamayacağı açıklanmıştır. Türk hukukunda çıkarma hakkının tek taraflı irade beyanı ile kullanılan ve kurucu yenilik doğurucu bir hak olduğu, pay sahipliğine bağlı, malvarlıksal ve vazgeçilmez bir hak olduğu belirtilmiştir. Türk hukukunda satma hakkının tek taraflı irade beyanıyla kullanılabilen, emredici, bireysel bir hak olduğu, vazgeçilmez ve malvarlıksal bir olduğu açıklanmıştır.

Ortaklıktan çıkarma ve satma haklarının doğumu IV. Bölümde incelenmiştir. Türk hukukunda hâkim durumdaki pay sahipleri için çıkarma hakkı doğarken, azınlıktaki pay sahipleri açısından da satma hakkı doğmaktadır. Çıkarma hakkının doğumu pay alım teklifine bağlanmamış olmakla birlikte, pay alım teklifi sonucunda eşiğe ulaşılması halinde çıkarma hakkının kullanılabilmesi düzenlenmiştir. Ayrıca çıkarma hakkının doğabilmesi için öncelikle satma hakkının kullanılmasına ilişkin üç aylık hak düşürücü sürenin dolması ve ortaklık paylarının iki yıl süreyle borsada işlem görmüş olması da gerekmektedir.

Hâkim ortak konumunun kazanılması için ortaklıktaki oy haklarının %98'ine sahip olunmasının yanında bu payların mülkiyetine de sahip olunması gerekmektedir. V. Bölümde, hâkim ortak konumunun kazanılma yöntemleri açıklanarak, birlikte hareket etme, pay alım teklifi sonucunda hâkim ortak konumunun kazanılması, borsada veya borsa dışında blok satış, münferit alımlarla, trampa ve bağışlamayla, miras, cebri icra ve eşler arası mal rejimi yollarıyla pay edinilerek ve sermaye artırımlarında rüçhan hakkının kısıtlanması veya devralınması halinde de sermaye artırım sonucunda da hâkimiyet eşiğine ulaşılması incelenmiştir. Hâkimiyet eşiğine ulaşma için önem taşıyan ek pay alma, oy haklarının hesaplanması, dolaylı pay sahipliğinin oylarının hesaplanması, oy haklarında imtiyaz halinde hesaplama, paylar üzerinde intifa ve alım haklarının bulunması durumları ele alınmış ve açıklanmıştır.

Son bölümde ise çıkarma ve satma hakkının kullanılmasına ilişkin Sermaye Piyasası Kanunu ve ikincil mevzuatın hükümleri, halka açık anonim ortaklıklar bağlamında yine Amerikan hukuku ve Avrupa Birliği hukuku ve düzenlemeleriyle

birlikte ele alınmış ve çıkarma ve satma hakkını ilgilendiren mevzuatın incelenmesi tamamlanmıştır. Ayrıca inceleme kapsamında, ilgili mevzuatta tespit edilen eksiklik ve aksaklıklar karşılaştırmalı hukukla mukayese edilerek değerlendirilmiş ve bunlara ilişkin öneriler de gerek ilgili bölümlerde gerekse de sonuç bölümünde okuyucunun bilgisine sunulmuştur.

Anahtar Kelimeler: Ayrılma hakkı, Ortaklıktan Çıkarma Hakkı, Satma Hakkı, Halka Açık Şirket, Çıkış Hakları



GİRİŞ

Konunun Takdimi

Bu çalışmanın konusunu halka açık anonim ortaklıklarda¹ ayrılma ve ortaklıktan çıkarılma hakları oluşturmaktadır. Her iki hak da, çoğunluk pay sahipleri ile diğer pay sahipleri arasındaki menfaat çekişmelerinin çözüme ulaştırılması ve ortaklar arasındaki dengenin sağlanması amacıyla ortaya çıkmıştır. Ortaklıktan çıkış hakları olarak nitelendirilebilecek bu haklar, halka açık anonim ortaklıklar açısından Türk hukukunda ilk kez 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu² ile düzenlenmiştir.

Karşılaştırmalı hukukta 19. yüzyıldan beri var olan bu haklar, Türk sermaye piyasası mevzuatında ilk defa 2012 yılında düzenlenmiştir. Bu sebeple, Türk mevzuatı açısından yeni olan bu konular üzerinde çalışma yapılmıştır.

Avrupa Birliği mevzuatına uyum sağlanması amacıyla kabul edilen SerPK m. 24 ile ilk kez düzenlenen “ayrılma hakkı”³ kavramıyla, halka açık bir anonim ortaklıkta, payın esas ve çıkarılmış sermayeye oranı her ne olursa olsun, her bir pay sahibi SerPK m. 23’te öngörülen önemli nitelikteki işlemlerin gerçekleşmesi halinde genel kurula katılmak, olumsuz oy kullanmak ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına geçirtmek şartıyla paylarını adil bir bedel üzerinden ortaklığa satarak

¹ Halka açık anonim ortaklık Anglo Sakson Hukuku’nda düzenlenen bir kavramdır. İngiliz Hukuku’nda *public company*, ABD Hukuku’nda ise *publicly held company* olarak adlandırılan bu kavram, İngiliz Hukuku’nda payların kolayca devredilebildiği, en az bir pay sahibi ve en az iki yöneticinin bulunduğu bir ortaklığı anlatırken, ABD hukukunda, menkul kıymetlerini halka arz etmiş olan ve pay senetleri borsada ve borsa dışındaki piyasada işlem gören ortaklıklardır. Detaylı bilgi için bkz. Sabih Arkan, “İngiliz Hukukunda Ortaklık Türleri”, **BATİDER**, C. 8, S. 3, 1976, s. 109 vd; Oğuz Kürşat Ünal, **Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, Ankara: Nobel Yayın, 1999, s. 32; Oğuz İmregün, **Amerikan Ortaklıklar Hukukunun Ana Hatları**, İstanbul: İÜHF, 1968, s. 102. SerPK m. 3/1-e uyarınca, halka açık anonim ortaklık, kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklardır. Ayrıca SerPK m. 16/1 hükmüne, payları borsada işlem gören ortaklıklar ile kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan ortaklıklar hariç olmak üzere pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır. Bir de SerPK m. 16/3 hükmüne, pay sahibi sayısı en az beş yüz olan kooperatiflerin veya kendisine ortak olan kooperatiflerin pay sahibi sayısı tek başına ya da toplam olarak en az beş yüz olan kooperatif birliklerinin veya kooperatif merkez birliklerinin yönetim kontrolüne sahip olduğu ve yıllık en az elli milyon Türk lirası satış hasılatı yapmış olan anonim ortaklıkların payları da halka arz edilmiş sayılır.

² Bkz. 30.12.2012 tarih ve 28513 sayılı RG.

³ Yabancı kaynaklarda ayrılma hakkı, “*appraisal right*”, “*exit right*”, “*right to retire*”, “*right to leave*” gibi isimlerle adlandırılmaktadır.

ortaklıktan ayrılabilir. Pay sahibinin genel kurul toplantısına katılmasına haksız bir biçimde engel olunması, genel kurul toplantısına usulüne uygun davet edilmemesi veya gündemin usulüne uygun şekilde ilan edilmemesi hallerinde, genel kurul kararlarına muhalif kalma ve muhalefet şerhini tutanağa kaydettirme şartları aranmaksızın ayrılma hakkı düzenlenmektedir. Ayrılma hakkının SerPK m. 24'teki düzenlemesine ek olarak, ayrıca kendisine tanınan yetkiye dayanarak SPK tarafından da, II-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği⁴ çıkarılmıştır.

Ayrılma hakkı ile hâkim ortağın yönettiği halka açık anonim ortaklıklarda paylarını borsada satma olanağı bulunmayan hâkim ortak dışındaki pay sahiplerinin payları için likidite sağlanması ve ortaklığın kontrolüne sahip olmayan pay sahiplerinin korunması amaçlanmaktadır⁵.

Halka açık anonim ortaklıklar açısından bir diğer konu da hâkim konumundaki büyük ortağın belirli bir sermaye ve oy oranına sahip olmasını takiben azınlık pay sahipleri olmaksızın ortaklığı yönetmek, faaliyetlerine tek ortaklı olarak devam etmek ve hatta halka açık statüden çıkılması olabilir⁶. Yine, AB mevzuatına uyum sağlanabilmesi ve pay sahiplerinin haklarının korunması amacıyla ilk kez "ortaklıktan çıkarma hakkı" ve "satma hakkı" kavramları SerPK m. 27'de düzenlenmiştir. Bu düzenlemeye ek olarak, kendisine tanınan yetkiye dayanarak SPK tarafından da, II-27.2 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakkı Tebliği⁷ çıkarılmıştır. Birçok ülkede pay alım teklifinin⁸ uzantısı şeklinde düzenlenen "ortaklıktan çıkarma hakkı" ile pay alım teklifi sonrası belirli bir pay oranına ulaşan kişi ya da grubun, ortaklığın yapısını değiştirme, halka açıklık statüsünden çıkma gibi niyetlerini küçük yatırımcının haklarını da koruyacak şekilde hayata geçirmesi amaçlanırken; devamında düzenlenen "satma hakkı" ile teklif sonrasında azınlık

⁴ Bkz. 24.12.2013 tarih ve 28861 sayılı RG. Çalışmada "Ayrılma Hakkı Tebliği" olarak anılacaktır.

⁵ SPK Gerekçesi, s. 26. (Çevrimiçi), <https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf>, (Son Erişim Tarihi: 10.12.2018)

⁶ Çağlar Manavgat, "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakkı Sermaye Piyasası Hukukunda Yeni Yaklaşımlar", **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi**, C.1, S. 2, Kasım 2015, s. 93-106.

⁷ Bkz. 12/11/2014 tarih ve 29173 sayılı RG. Çalışmada "Çıkarma ve Satma Tebliği" olarak anılacaktır.

⁸ SerPK m. 25'te pay alım teklifi kavramı kullanıldığından, çalışmamızda da bu ifade kullanılacaktır.

haline gelen pay sahiplerine, ortaklıkta kalma tercihlerini bir kez daha gözden geçirme imkânı verilerek azınlık pay sahiplerinin korunması amaçlanmıştır.⁹

Çalışmada ayrılma ve ortaklıktan çıkarma hakları incelenirken, hakların tarihsel gelişimi ve günümüz uygulamalarını daha iyi anlayabilmek için ABD ve AB Hukuku'ndaki düzenlemelere Türk Hukuku ile karşılaştırmalı olarak kısaca değinilmiştir.

İnceleme Planı ve Konunun Sınırlandırılması

Çalışma, halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkı ve çıkarma hakkının açıklandığı iki ana bölüm ve bu bölümlerin ayrıntılarının açıklandığı her bir ana bölüm altında alt bölümlerden oluşmaktadır. Çalışmada, her iki hakkın düzenlenme amacı, karşılaştırmalı hukuk açısından ABD ve Avrupa Birliği Hukuku ile ilgili düzenlemelerdeki görünüşleri ve gelişim süreçleri, Türk hukukunda benzer diğer hukuki kurumlarla ortak yönleri ve farklılıkları, özellikleri, amaç ve fonksiyonları, Türk sermaye piyasası mevzuat ve uygulamalarında hakların uygulama esasları ve her iki hakkın kullanım bedellerinin hesaplanması ile ilgili konular açıklanmaya çalışılmıştır.

Çalışma konularımıza ilişkin hâlihazırda yürürlükte bulunmayan hukuki düzenlemelere, pratik olarak bir yararı bulunmaması nedeniyle yer verilmemesi tercih edilmiştir.

Ayrılma ve ortaklıktan çıkarma hakkı halka açık anonim ortaklıklara özgü haklar olmakla birlikte, halka açık anonim ortaklıklar da birer anonim ortaklıktır. Bu sebeple, anonim ortaklıklar hukukuna ilişkin birtakım hukuki sorunlara değinilmeden çalışmanın yapılması düşünülemezdi. Bununla birlikte, tüm bu konular nitelik ve nicelik olarak bir tez konusu olabilecek kapsamda geniş konular olduğu için, yalnızca çalışma konularımızla kesiştiği ölçüde bu konular üzerinde durulmuştur.

Her ne kadar çıkarma ve satma haklarının doğum sebebi aynı olsa da, çalışmanın odağındaki konulardan biri ortaklıktan çıkarma hakkıdır. Bu sebeple

⁹ SPK Gerekçesi, s. 27. (Çevrimiçi), <https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf>. (Son Erişim Tarihi: 10.12.2018)

satma hakkına çıkarma hakkının daha iyi anlaşılması için gerektiği lde değinilecektir.

TTK m. 208’de yer alan satın alma hakkı, doktrinde çıkarma hakkı ile birlikte incelenmektedir. Ancak SerPK m. 27/3, TTK m. 208’in halka açık anonim ortaklıklarda uygulanmayacağını belirttiğinden ve çalışma konularımızdan biri olan çıkarma hakkı sadece halka açık anonim ortaklıklarda uygulanmakta olduğundan, TTK m. 208’in detaylı analizi bu çalışmanın kapsamı dışında bırakılmıştır.



BİRİNCİ BÖLÜM

ORTAKLIKTAN AYRILMA HAKKI

I. AYRILMA HAKKININ TEMELLERİ

A. GENEL OLARAK AYRILMA HAKKI

Ortaklıktan ayrılma bir ortağın ortaklığın fesih veya infisahına sebep olmadan ortaklıkla hukuki bağı koparmasıdır¹⁰. Ayrılma hakkı ile ayrılan ortak tüzel kişilikten çıkarak ortaklığını bazı sebeplerle sona erdirmektedir¹¹.

Ayrılma kavramı, ortaklıklar hukukunda çıkma ve çıkarmayı da içine alan bir üst kavram olarak değerlendirilmekle birlikte¹², ortağın iradesiyle veya iradesi dışında ortaklıkla ilişkisinin kesilmesi bakımından farklılık arz ettikleri söylenebilecektir¹³. Ayrılma ve çıkma ortağın kendi iradesiyle mümkün iken çıkarılma da irade dışı bir durumun varlığı söz konusudur.

Ayrılma ve çıkmanın hukuki sebepleri farklı olduğundan ayrılmanın bir üst kavram değil de çıkmanın yanında ayrı bir kavram olduğu düşünülmektedir¹⁴. Çıkma ortaklık esas sözleşmesinde öngörülen veya kanunen haklı sebeplerle mümkünken, ayrılma genel kurulda alınan kararlara bağlı olarak kullanılmaktadır.

¹⁰ Hayri Domaniç, **Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması TTK Şerhi, Cilt II**, İstanbul, 1988, s. 87.

¹¹ Pieter P. Vries, **Exit Right of Minority Shareholders in a Private Limited Company**, Deventer: 2010, s. 10.

¹² Aytekin Çelik, **Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma**, Ankara: Seçkin Yayınevi, 3. Bası, 2013, s. 65, Reha Poroy / Ünal Tekinalp / Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 11. Bası, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009, s. 924 - 925.

¹³ Burak Adıgüzel, "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı", **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XVIII, S. 2, 2014, s. 3.

¹⁴ Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 3.

Sermaye ortaklıkları açısından ortaklık karar alma mekanizması yabancı literatürde “*majority rule*” olarak tanımlanan çoğunluk kuralı ile yürümektedir¹⁵. Bunun anlamı, ortaklığın çoğunluk oyuyla alınan kararlara göre yönetilmesi, yöneticilerin seçimi, ibrası, azli, ortaklığın olağan ve olağanüstü işlemleri, esas sözleşme değişiklikleri, kar elde edilmesi halinde karın dağıtılıp dağıtılmayacağı gibi konular kural olarak hep oyçokluğu ile karara bağlanır¹⁶. TTK m. 423 uyarınca, karar alınmasına iştirak edilsin veya edilmesin, çoğunluğun aldığı kararlar tüm pay sahiplerini bağlar. Çoğunluktan anlaşılması gereken pay sahibi sayısı çoğunluğu olmayıp, pay çoğunluğudur.

Çoğunluğun ortaklık menfaatleri yerine kendi menfaatlerini ön plana alması ve dürüstlük ve güven ilkelerine aykırı davranması da karşılaşılan bir durumdur¹⁷. Çoğunluğun muhtemel haksız yönetimine karşı azınlığın haklarının korunması hususu birçok önlem ile çeşitli hukuk sistemlerinde karşılaşılan bir konudur. En başta eşit işlem ilkesi olmak üzere, pay sahiplerine ve/veya azınlığa tanınan genel kurul kararlarına karşı iptal davası açabilme, ortaklığı zarara uğratan yöneticilere karşı tazminat davası açabilme, yöneticilerin ibra edilmemesi gibi önlemler alınmıştır. Söz konusu belirtilen hakların belli koşullara tabi olması ve maddi külfetler doğurması sebebiyle, bu hakların tek başına pay sahiplerini korumada yetersiz kaldığı anlaşılmıştır¹⁸. Ayrılma hakkı bu kapsamda, pay sahiplerini ve çoğunluk menfaatini koruyucu bir önlem olarak düşünülmüştür¹⁹. Ortaklıktaki önemli değişikliklere (*fundamental corporate changes*) ilişkin kararların alındığı genel kurulda bu

¹⁵ Oğuz İmregün, **Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunları Telif Çareleri**, İstanbul: İsmail Akgün Matbaası, 1962, s. 1; Yaşar Karayalçın, “Anonim Şirkette Çoğunluk Azınlık İlişkisi Bakımından Kontrol (Blok) Satışı ve Geri Alım Önerisi”, **Prof. Dr. Haluk Tandoğan’ın Hatırasına Armağan**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 1990, s. 364; Erdoğan Moroğlu, “Anonim Ortaklıklarda Azınlık Pay Sahiplerinin Korunması ve Haklı Nedenlerle Fesih”, **Halil Arslanlı’nın Anısına Armağan**, İstanbul 1978, s. 463

¹⁶ Gökçen Turan, “6362 sayılı Kanun’da Halka Açık Ortaklık Pay Sahiplerine Tanınan Ayrılma Hakkı”, **Legal Hukuk Dergisi**, C. 12, S. 139, 2014, s. 78.

¹⁷ İmregün, **a.g.e.**, s. 2.

¹⁸ Moroğlu, **Azınlık, a.g.e.**, s. 464; Ersin Çamoğlu, “Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi”, **Yavuz Alangoya İçin Armağan**, İstanbul, 2007, s. 669 vd.; Ayşe Sumer, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısında Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi”, **MÜİİBFD**, C. XXVIII, S. 1, 2010, s. 172; Aytekin Çelik, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’na Göre Anonim Şirketlerin Haklı Sebeple Feshi”, **BATİDER**, C. XXV, S. 4, 2009, s. 560.

¹⁹ Barry M. Wertheimer, “The Shareholders’ Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value”, **Duke Law Journal**, C. 47, S. 4, February 1998, s. 613.

kararlara karşı olumsuz oy kullanan ve kararların alınmasına da engel olamayan pay sahipleri, paylarını ortaklığa satarak ayrılma haklarını kullanabilmektedir.

Pay sahiplerinin ortak oldukları ortaklığın esaslı ölçüde farklı (*fundamentally different*) bir ortaklığa dönüşmesi durumunda o ortaklıkta kalmaya zorlanmayarak ve maddi bir kayba da uğramayarak payların ortaklığa devri yoluyla ortaklık durumunun sonlandırılması ayrılma hakkının temelinde yatan görüşlerden biridir²⁰. Bu görüş pay sahiplerinin ortaklıktaki esaslı değişiklik durumunda paylarını ikinci el piyasada devrederek de ortaklıktan çıkabileceği şeklinde eleştirilmiştir²¹. Ancak, haklı olarak bu görüş de eleştirilmiştir. Şöyle ki; bu durumda da, paya alıcı bulunması fiili ve hukuki engellerin varlığı ve payın piyasa değerinin o günkü şartlar içinde düşük olabilmesi sebebiyle pay sahibinin maddi zarara uğramasına neden olabilir²².

Ayrılma hakkı payların adil bir bedelle satım hakkına cevaz vermesi nedeniyle azınlığın menfaatini korurken, çoğunluk açısından da ortaklık yararına alınacak kararların hızlı bir şekilde alınması ve alınan kararların icrasını engelleyebilecek kanuni düzenlemelere bir alternatif oluşturması yönünden her iki tarafı da koruyucu bir fonksiyona²³ sahiptir.

SerPK'nın Genel Gerekçesi'nde²⁴ de vurgulandığı gibi, ayrılma hakkının, azınlık pay sahiplerini koruyucu ve paylarını borsada satma imkânı bulamayan küçük pay sahipleri için bir likidite sağlama işlevi olduğu da gözden uzak tutulmamalıdır.

²⁰ Wertheimer, **Fair Value**, s. 615 vd.; Hideki Kanda/Saul Levmore, "The Appraisal Remedy and The Goals of Corporate Law", **UCLA Law Review**, Vol. 32, February 1985, s. 434; Ayşegül Özdoğan, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, **Cumhuriyetin 80. Yılına Armağan**, C. II, Ankara: SPK Yayınları, 147, s. 4.

²¹ Haklı nedenle feshin anonim ortaklıklarda daha önce kabul edilmemesinin de bir gerekçesi olduğu yönünde bkz. Moroğlu, Azınlık, **a.g.e.**, s. 468.

²² Bkz. Turan, **Ayrılma Hakkı**, s. 81. "...payın borsa fiyatının ortaklıkla ilgili olmayan sebeplerle gerçek değerini yansıtmayabileceği veya borsada işlem görmeyen payların piyasada gerçek değerinden satılamaması mümkündür."

²³ Bayless Manning, "The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay For Frank Coker", **The Yale Law Journal**, Vol. 72, No. 2, December 1962, s. 227; Karşı görüşte Mary Siegel, "Back To The Future: Appraisal Rights In The Twenty-First Century", **Harvard Journal On Legislation**, Vol. 32, No. 79, Winter 1995, s. 97 vd.

²⁴ SerPK Genel Gerekçesi için bkz. <http://mevzuat.spk.gov.tr/> (Son Erişim Tarihi: 20.11.2018)

B. AYRILMA HAKKININ TARİHÇESİ

Ayrılma hakkı, 19. yüzyılın ikinci yarısında ilk önce ABD hukukundaki düzenlemeler ve mahkeme kararlarıyla ortaya çıkmıştır. Kıta Avrupası hukukunda ise hemen hemen aynı dönemlerde İtalya’da ortaya çıktığı anlaşılmaktadır. ABD hukukunda ilk olarak şirket birleşmeleri ve malvarlığı devri işlemleriyle ilgili düzenlendiği görülmektedir²⁵.

ABD’de 19. yüzyılda, anonim ortaklıklar açısından temel kural sözleşme teorisiydi²⁶. Bu teoriye göre, anonim ortaklık; ortaklık, pay sahipleri ve kamu (devlet) arasında yapılan bir şirket sözleşmesine dayanmaktaydı. ABD’deki birçok eyalette kabul edilen genel prensip, anonim ortaklığın pay sahiplerinin oybirliği olmaksızın başka bir anonim ortaklık ile birleşemeyeceği, ortaklık sözleşmesinin değiştirilemeyeceği ve ortaklığa ilişkin esaslı değişiklikler yapılamayacağı yönündeydi²⁷.

19. yüzyılın ikinci yarısında ekonominin canlanması, demiryolu projeleri gibi ekonomik ve teknolojik gelişmeler, ortaklıklar arasında rekabetin artmasına ve ortaklıkların büyüme ihtiyacının ortaya çıkmasına yol açmıştır. Ortaklıklar birleşme kararı veya önemli bir yatırım kararını alabilmek için oybirliğine muhtaç olduklarından ticari hayatın gerekliliği olan hız karşılanamaz hale gelmiştir. Bu durum da oybirliği ilkesinden oy çokluğu ilkesine yönelimi beraberinde getirmiştir²⁸. 1819 tarihli *Dartmouth College v. Woodward* kararı devlete kamu yararına çalışan şirket (*public corporation*) sözleşmelerini değiştirme yetkisi verilmesiyle oybirliği ilkesinin değişmeye başladığının habercisi olması yönünden önemlidir²⁹. Birleşme işlemlerinde oybirliğinin kamu yararı açısından gerekli olup olmadığına bakılmaksızın oy çokluğu ilkesine geçilmesi ise Pennsylvania Yüksek Mahkemesinin

²⁵ Siegel, **a.g.e.**, s. 87-88; Robert C. Clark, **Corporate Law**, Boston: Little Brown, 1986, s. 443-444; Özdoğan, **a.g.e.**, s. 708, Yusuf Z. Sönmez, **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı**, İstanbul: Beta Yayınları, 2009, s. 9.

²⁶ Siegel, **a.g.e.**, s. 86; Sönmez, **a.g.e.**, s. 9.

²⁷ Wertheimer, **Fair Value**, s. 618.

²⁸ Robert B. Thompson, Squeeze Out Mergers And The “New” Appraisal Remedy, **Washington University Law Review**, Vol. 62, No. 3, 1984 s. 416. dn. 3 ve orada anılan yazarlar.

²⁹ William J. Carney, “Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes”, **American Bar Foundation Research Journal**, Vol. 5, No. 1, Winter 1980, s. 78, Tuğba Semerci Vuraloğlu, **Sermaye Piyasası Kanunu’na Göre Anonim Ortaklıkta Ayrılma Hakkı**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık A.Ş., 2018.

1858 tarihli *Lauman v. Lebanon Valley R.R. Co.* kararı ile olmuştur. Oy çokluğu ilkesine geçilmekle pay sahibinin elindeki veto hakkı elinden alınmış ve pay sahiplerini koruma amacıyla önemli nitelikte kararlara karşı olan pay sahiplerine, paylarının nakit karşılığının kendilerine ödenmesi karşılığında yapılmak istenen birleşme işlemine izin verilmiştir³⁰. Mahkeme kararları ile³¹ önceleri birleşme başta olmak üzere birtakım işlemler için oy çokluğu kuralı uygulanırken sonra birçok eyalette bu yönde kanuni düzenlemeler yapılmaya başlanmıştır.

Pay sahiplerinin ellerinden alınan veto hakkını tazmine yarayan, karara muhalif kalan pay sahibine paylarının nakit karşılığı verilmek suretiyle (*appraisal remedy*) ortaklıkla ilişkisinin kesilmesiyle ayrılma hakkı (*appraisal right*) ortaya çıkmıştır³².

ABD’de ayrılma hakkının kanunlaşma sürecinin 1890 yılında New York, 1891 yılında Maine, 1893 yılında Kentucky, 1896 yılında New Jersey, 1899 yılında Delaware eyaletlerinde kabul edildiği ve günümüzde 50 eyalet ve bir de federe bölgeden oluşan ABD’nin tamamında ayrılma hakkının detaylı olarak düzenlendiği görülmektedir³³. Ayrılma hakkı konusunda Delaware eyaletine ilişkin mevzuat Delaware Genel Şirketler Kanunu (Delaware General Corporation Law – Del. GCL) ve mahkeme kararları ile eyaletlerin çoğunluğunun mevzuatlarına aynen naklettiği Model Şirketler Kanunu (Model Business Corporation Act³⁴-MBCA) önem arz etmektedir.

³⁰ Norman D. Lattin, “Remedies of Dissenting Stockholders Under Appraisal Statutes”, **Harvard Law Review**, Vol. 45, No. 2, 1931, s. 242, dn. 20; Manning, **Appraisal Remedy**, s. 230, dn. 20 ve s. 246, dn. 38, mahkemenin bu dava ile muhalif pay sahibinin ihtiyati tedbir talebine karşılık ayrılma hakkına karar verdiği görüşüne ilişkin bkz. Kanda / Levmore, **a.g.e.**, s. 430, dn. 6; Siegel, **a.g.e.**, s. 89; Sönmez, **a.g.e.**, s. 10.

³¹ Amerikan doktrini büyük çoğunlukla ayrılma hakkının mahkeme kararları ile vücut bulduğunu kabul etmektedir. Lattin, **a.g.e.**, s. 234; Manning, **a.g.e.**, s. 246, dn. 38; Kanda/Levmore, **a.g.e.**, s. 430, dn.6; Siegel, **a.g.e.**, s. 89; Sönmez, **a.g.e.**, s. 10; Semerci Vuraloğlu, **a.g.e.**, s. 19.

³² Daniel R. Fischel, “The Appraisal Remedy in Corporate Law”, **American Bar Foundation Research Journal**, Vol. 8, No. 4, Autumn, **a.g.e.**, 1983, s. 877; Barry M. Wertheimer, “The Purpose of the Shareholders’ Appraisal Remedy”, **Tennessee Law Review**, Vol. 65, 1998, s. 662.

³³ Thompson, **a.g.e.**, s. 14, dn. 52 ve 3 nolu ekli tablo; Siegel, **a.g.e.**, s. 91.

³⁴ 1950 yılında Amerikan Barolar Birliği’nin Şirketler Hukuku Komitesi (Committee on Corporate Laws of the Section of Business Law of the American Bar Association) tarafından hazırlanmış olan Model Business Corporation Act, sırasıyla 1955, 1960, 1969, 1984, 1999, 2005, 2008 ve 2016 yıllarında revize edilmiştir. Eyaletler için hukuken bağlayıcı olmayan MBCA eyalet mevzuatlarına örnek teşkil ederek eyalet mevzuatlarının mümkün olduğu ölçüde birbirleriyle uyumlu olmasına hizmet

Ayrılma hakkı ile ilgili mevzuat ve yargı kararları 20. yüzyılda da gelişimini sürdürerek yeni kavram ve uygulamaların ortaya çıkışı devam etmiştir. Türkçe’ye borsa istisnası kuralı olarak tercüme edilen *stock market exception* veya *market-out exception* ile 1967 yılında Delaware’de kabul edildiği şekliyle önce payları borsada işlem gören ortaklıkların ayrılma hakkından varestede tutulduğu ve sonradan 1969’da payları borsada işlem görmese bile ortak sayısı 2000’den fazla ortaklıklar açısından ayrılma hakkının uygulama alanı bulamadığı görülmektedir³⁵.

Ayrıca birleşme işleminde devralınan ortaklığın pay sahiplerine pay yerine tamamen nakit ödeme yapılması suretiyle birleşmelerde payları borsada işlem görese bile ayrılma hakkının kullanılabileceğini düzenleyen *cash out* kuralı³⁶ 1967 yılında Delaware’de düzenlenmiştir. 1981 yılında da Delaware’de ayrılma hakkının uygulandığı konuların kapsamının esas sözleşme ile genişletilmesinin yolu açılmıştır³⁷.

Delaware Yüksek Mahkemesi’nin 1983 tarihli *Weinberger v. UOP* kararı³⁸ ayrılma hakkının kullanımı ve ayrılma hakkı için ödenecek adil bedelin hesaplanması yönünden devrim niteliğindedir. Bu kararda, kural olarak ayrılma hakkının kullanılacağı ve fakat işlemde hile (*fraud*), yanlış beyan (*misrepresentation*), kendi yararına işlem (*self-dealing*), ortaklık malvarlığının kasıtlı bir biçimde değerinin altında elden çıkarılması (*deliberate waste of corporate assets*) veya ağır ve açık bir gabin (*gross and palpable overreaching*) halinde ayrılma hakkının kullanılması yerine iptal veya tazminat davasının açılabilceği karara bağlanmıştır. Ayrıca ayrılma hakkı sonucunda paylar için ödenecek tutarın hesaplanmasında o güne kadar uygulanan *Delaware Block Method*³⁹ (payın değerinin, payın net varlık değeri, piyasa değeri ve kazanç değerinin ortalaması alınmak suretiyle hesaplanması) ile

etmektedir. https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/2016_mbca_authcheckdam.pdf, çevrimiçi, (Son Erişim Tarihi: 21.01.2019).

³⁵ Clark, **a.g.e.**, s. 448, dn. 5.

³⁶ Peter V. Letsou, "The Role of Appraisal in Corporate Law", **Boston Corporate Law Review**, Vol. 39, No. 1, 1998, s. 1160 vd.

³⁷ Edward P. Welch / Andrew Turezyn, "**Folk on the Delaware General Corporations Law**", Boston, 1994, s. 605.

³⁸ Kararın yorumlanmasına ilişkin bkz. Wertheimer, **Appraisal**, s. 616,617; Thompson, **a.g.e.**, s.423 vd.; Clark, **a.g.e.**, s. 454; Fischel, **a.g.e.**, s.884-886 ve 894 vd.; Paul G. Mahoney / Mark I. Weinstein, "The Appraisal Remedy and Merger Premium", **University of Southern California Law School**, Los Angeles: Working Paper, No: 99-5, 1999, s. 18.

³⁹ Fischel, **a.g.e.**, s. 890.

birlikte diğer hesaplama yöntemlerinin de hesaplamada kullanılabileceği karara bağlanmıştır.

Delaware Yüksek Mahkemesi'nin sonraki yıllarda aldığı bir diğer dikkat çekici karar ise *Cede&Co v. Technicolor, Inc.* kararıdır. Bu karar, ayrılma hakkına ilişkin bir uyuşmazlıkta ayrılma hakkını doğuran işlemin hukuka aykırılığı iddiasının değil, paya ortaklık tarafından önerilen bedelin adil olmadığı tartışılması gerektiğini belirtmesi açısından önem taşımaktadır⁴⁰.

Kıta Avrupası hukukunda İtalya, 1882 yılında İtalya Krallığı Ticaret Kanunu'yla paylı komandit ve anonim ortaklık genel kurulunda sermayenin tamamlanması veya sermaye artırımı, ortaklık konusunun değiştirilmesi, ortaklık süresinin uzatılması veya birleşme kararı gibi önemli kararları kabul etmeyen ve toplantıya katılmayan ortaklar için kararın alınmasını müteakip, bir aylık hak düşürücü süre içinde ayrılma hakkı tanınmıştı. Ayrılma akçesinin ise onaylanan son bilançoya göre ortaklık aktifine oranla hesaplanması öngörülmüştü⁴¹.

2004 yılında İtalyan Medeni Kanunu'nda (Codice civile, Cc) yapılan değişiklikle hem ayrılma hakkını öngören işlem sayısı artmış hem de prosedür ve hakkın kullanım sonuçları daha detaylı olarak düzenlenmiştir⁴².

C. AYRILMA HAKKINA İLİŞKİN TEORİLER VE HAKKIN İŞLEVLERİ

1. Pay Sahibinin Veto Hakkının Tazmini Teorisi (Klasik Teori – *Conventional Theory*)

Pay sahibinin veto hakkının tazmini teorisinde hakkın ortaya çıkış süreci değerlendirilmektedir. Buna göre ayrılma hakkı, anonim ortaklıklarda oy birliği kuralından oyçokluğuna geçilmesi ve pay sahibinin işlemi veto ederek engelleme

⁴⁰ Helen M. Richards, "Cede & Co v. Technicolor Inc: A Whole New Ball Game For Dissenting Shareholders", *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 14, 1989, s. 1019 vd.

⁴¹ Hikmet Sami Türk, **Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesinde 'Nevilerin Aynı Olması' Koşulu**, Ankara: Ankara: Bankacılık ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1986, s. 65-67.

⁴² Marco Ventoruzzo, "Cross-border Mergers, Change of Applicable Corporate Laws and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Rights under Italian Law (Withdrawal)", **European Company and Financial Law Review**, Research Paper No. 16, 2007, s. 14.

gücünün elinden alınmasını telafi etmeyi amaçlamaktadır⁴³. Bu görüşe göre, önemli nitelikteki işleme muhalif olan pay sahibini bu işleme karşı korumak gerekmektedir⁴⁴.

Bu görüşe göre ayrılma hakkı, mevcut ve ileride doğabilecek zararların tazminini talep hakkı olmayıp pay sahibinin mahkeme kararı yoluyla payını ortaklığa satması hakkıdır⁴⁵. Bu görüş doktrinde oldukça eleştirilmiştir. *Manning*'e göre, görüşün ayrılma hakkını doğuran işlemleri engelleyici etkisine hiç değinilmemiş olması eleştiri sebebidir⁴⁶. Buna ek olarak, *Manning*, ayrılma yoluna giden pay sahibinin ödemede gecikme, dava masrafları ve prosedürel zorluklarla karşılaşacağını belirtmiştir⁴⁷.

Klasik görüş, *Manning* tarafından ayrılma hakkının sınırlı sayıda işlem için tanınması ve örneğin tasfiye gibi işlemlere neden tanınmadığının klasik görüşle anlatılamaması yönünden de eleştirilmiştir⁴⁸.

Klasik görüş, *Kanda/Levmore* ve *Fischel* tarafından, borsada işlem gören paylar bakımından uygulama olanağı bulan market out istisnasını açıklamaktan uzak olması, teorinin ayrılma hakkının kullanıldığı işlem üzerindeki etkisini tam olarak açıklayamaması nedeniyle eleştirilmiştir⁴⁹.

2. Ortaklık Malvarlıklarının Ele Geçirilmesi Teorisi (*Wealth Appropriation Theory*)

Malvarlıklarının ele geçirilmesi teorisini savunan *Fischel*'e göre ayrılma hakkının amacı, yalnızca azınlığı korumak değil, açıkça olmasa da, bütün payların

⁴³ Wertheimer, **Appraisal**, s. 614,615; bkz. ve karşı. *Kanda/Levmore*, s. 430; veto hakkının tazmini açısından aynı görüş *Kanda/Levmore*, s. 434.

⁴⁴ Letsou, **a.g.e.**, s. 1122; Sönmez, **a.g.e.**, s. 27.

⁴⁵ Letsou, **a.g.e.**, s. 1129; Barış Kaya, **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı**, İstanbul: Beta Yayınları; 2018, s. 98.

⁴⁶ Manning, **a.g.e.**, s. 241.

⁴⁷ Manning, **a.g.e.**, s. 231; Yunus Çetinkaya, **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkı**, T.C. Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2016, s. 11; Semerci Vuraloğlu, **a.g.e.**, s. 33.

⁴⁸ Manning, **a.g.e.**, s. 245, Kaya, **a.g.e.**, s. 98.

⁴⁹ *Kanda/Levmore*, **a.g.e.**, s. 434; *Fischel*, **a.g.e.**, s. 878; Semerci Vuraloğlu, **a.g.e.**, s. 33.

değerini korumaya yöneliktir. Ayrılma hakkı, azınlığın çoğunluğa karşı korunmasıyla birlikte, payların değerini de yükseltmektedir⁵⁰.

Fischel konuyu iki örnekle açıklamaktadır. Birincisi, payın piyasa değeri altında yapılabilecek iki aşamalı pay alım teklifi yoluyla başka bir ortaklıkta koordinasyon sorunlarından yararlanmak, ikincisi ise çoğunluk sahip olduğu hâkimiyeti kullanarak “freeze-out merger”⁵¹ yolu ile azınlık pay sahiplerinin paylarını adil değer altında bir bedel ile satın almakta ve böylece azınlık pay sahipleri ortaklıktan çıkarılmaktadır⁵².

Fischel'in iki aşamalı pay alım teklifiyle azınlık pay sahiplerinin uğrayacakları mağduriyetine son verebilmesi açısından ayrılma hakkının kullanılabilceği görüşünün olumlu olduğunu düşünüyoruz⁵³.

Ayrılma hakkının *Fischel*'e göre bir diğer olumlu etkisi, payların değerinin altında satılması önlenmekte ve hem ortaklık paylarının hem de ortaklığın değerinin yüksek kalması sağlanarak tüm pay sahiplerinin yararına hizmet etmektedir.

Fischel'in teorisini eleştiren *Letsou*'ya göre, teori ayrılma hakkını kabataslak açıklamakta ve tüm yönleriyle açıklamamaktadır. *Fischel*'in teorisi ayrıca, ortaklığın amacını değiştiren esas sözleşme değişiklikleri veya tasfiye gibi işlemler için ayrılma hakkının niye reddedildiğini açıklamaktan uzaktır. İkinci olarak, teori borsada alınıp satılan paylarda ayrılma hakkının reddedilmesini açıklayamamaktadır⁵⁴. Üçüncü olarak, teori işlemde teklif edilen miktar ile payın makul değeri arasındaki farklılığı aynı noktaya getirmek yerine ortaklığa muhalefet eden pay sahibinin payını

⁵⁰ Fischel, **a.g.e.**, s. 876.

⁵¹ Doktrinde “squeeze-out merger” olarak da anılan bu tür birleşme, cash out merger, stock for stock merger, triangular merger, short-term ve long-term merger gibi kavramlardan farklı ve üst bir kavramı anlatmaktadır. Bu kavram özetle, çoğunluk pay sahiplerinin birleşme işlemi azınlığı devralan ortaklığın pay senedi yerine nakit veya pay senedi dışındaki menkul kıymetleri almaya zorlamak suretiyle ortaklıktan çıkarmaya sebebiyet veren bir birleşme türüdür. Bu konuda bkz. Thompson, **a.g.e.**, s. 415 dn.2; Randolph B. Godshall/Douglas L. Hendricks, “Singer v. Magnavox: Delaware Imposes Restrictions on Freeze-out Mergers”, **California Law Review**, Vol. 66, 1978, s. 128 vd.; Sönmez, **a.g.e.**, s. 12 dn.47.

⁵² Fischel, **a.g.e.**, s. 879.

⁵³ Aynı yönde Sönmez, **a.g.e.**, s. 30.

⁵⁴ Letsou, **a.g.e.**, s. 1126.

mahkeme emriyle satmak gibi ayrılma hakkının kendine özgü halini açıklamakta yetersizdir⁵⁵.

3. Payın Piyasa Değerinin Marjinal Değerinin Altına Düşmesi, Hesaplama ve Keşif Teorileri (*Inframarginality, Reckoning and Discovery Theories*)

Kanda ve Levmore, marjinal değer altı (*inframarginality*), hesaplama (*reckoning*) ve keşif (*discovery*) başlıkları altında üç ayrı teori ile ayrılma hakkına ilişkin açıklamalarda bulunmuşlardır. Yazarlara göre, ayrılma hakkı çoğunluğun denetimini sağlamak, “*inframarginal value*” adı verilen değer oluşmasını engellemek veya bu tür değer kayıplarını da önlemek gibi amaçlara hizmet etmektedir.

Inframarjinal değer ile anlatılmak istenen şudur: Pay sahipleri kendi paylarını piyasada işlem gören fiyattan farklı bir fiyata satmak isteyebilir. Bu durumda piyasadaki fiyat ile pay sahibinin kendi belirlediği fiyat arasında bir farklılık oluşmaktadır. Piyasa fiyatı daha düşük kalacaktır. Yazarlar, ayrılma hakkının bu farklılığın (*inframarginal value*) oluşmasına engel olduğu düşüncesindedir⁵⁶.

Kanda/Levmore'a göre ayrılma hakkının bir diğer düzenleme amacı, değerlendirme (*reckoning*)dir. Ortaklık yöneticilerinin performanslarının değerlendirilmesi için kullanıldığı düşünülmektedir. Buna göre, birleşme gibi önemli nitelikte bir işleme ilişkin kararın alınması öncesi ve sonrası yöneticilerin performansı değerlendirilir. Yazarlar, ayrılma hakkının önemli nitelikteki kararın alınmasından önceki durumun dikkate alınarak oluşturulduğunu belirtmektedir. Bu durum ise, yöneticilerin kararın öncesindeki performansını ortaya çıkarmaktadır⁵⁷. *Wertheimer* ise, ayrılma hakkının yöneticilerin işlem öncesi performansını belirleme işlevi olmadığını, bundan ziyade ortaklıkla ilişkisi sonlanarak ortaklığa yapmış olduğu yatırımı da sonlandırılan pay sahibinin yasal çözüm yolu olduğunu

⁵⁵ Letsou, **a.g.e.**, s. 1129.

⁵⁶ Kanda/Levmore, **a.g.e.**, s. 437,438; Sönmez, **a.g.e.**, s. 32.

⁵⁷ Kanda/Levmore, **a.g.e.**, s. 442.

belirtmiştir. Ayrıca aktarılan ayrılma akçesi devralan ortaklıktan alındığı için yöneticilerin bir etkisi olmadığını belirtmektedir⁵⁸.

Kanda/Levmore'a göre ayrılma hakkını açıklayan üçüncü teori, keşif (discovery) teorisidir. Yönetimsel menfaat ve pay sahibi menfaatinin tamamen örtüşmesi beklenemeyeceğinden yöneticiler kendi menfaatleri için görevlerini kötüye kullanabilir. Ortaklık yönetimindeki kişiler önemli nitelikteki işlemler sırasında pay sahipleri açısından daha cazip olabilecek konuları müzakere etmek yerine kendileri için daha faydalı iş sözleşmeleri veya farklı karşılıkları kabul ederek ortaklık sırlarını üçüncü kişilere aktarabilirler⁵⁹. Ayrılma hakkı işte bu aşamada bir denetleyici rol üstlenmektedir⁶⁰.

Bu teori de birçok açıdan eleştirilmiş ve ayrılma hakkının tam amacını karşılayamadığı *Letsou* tarafından dile getirilmiştir⁶¹.

4. Yönetimsel Teşvik Teorisi (*Managerial Incentives Theory*)

Gilson tarafından ileri sürülen bu teori ile ayrılma hakkına dayanak olan işlemlerin ayırt edici özellikleri ile ayrılma hakkı açıklanmaya çalışılmıştır. Yazara göre ayrılmaya neden olan işlemler iki ayırt edici özelliğe dayanmaktadır⁶². Bunlardan birincisi, ortaklığın varlık yapısını veya borcun öz sermaye oranını veya ortaklığın faaliyet konusunu pay sahiplerinin öngöremeyeceği şekilde değiştirerek ortaklığın "beta"sını⁶³ değiştirecek nitelikte olmasıdır. İkincisi ise, birleşme, ortaklık varlıklarının satışı gibi işlemlerde ortaklık yöneticilerinin kötü yönetim ve suiistimallerini önlemeye yarayacak kuralların yetersiz olmasıdır. *Gilson*'a göre ayrılma hakkı ortakların üstlenmesi gereken riskleri ortadan kaldırmak yerine

⁵⁸ Wertheimer, *Appraisal*, s. 671, dn. 52; Semerci Vuraloğlu, *a.g.e.*, s. 41.

⁵⁹ Kanda/Levmore, *a.g.e.*, s. 443.

⁶⁰ Wertheimer, *Appraisal*, s. 689;

⁶¹ Letsou, *a.g.e.*, s. 1136, 1137.

⁶² Ronald J. Gilson/Bernard S. Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Westbury-New York: Foundation Press, 1995, s. 718.

⁶³ Hisse senedinin hareketliliğini gösteren bir katsayıdır. Bir hissenin betası, hisse senedi fiyatındaki yüzdesel değişimin, piyasa endeksindeki yüzdesel değişime bölünmesiyle hesaplanır. Çıkan sayı 1'den büyük ise hissenin hareketliliğinin yüksek olduğu söylenebilir. Ayrıca bu katsayı hissenin borsadaki genel bir düşüş ya da yükseliş trendinde nasıl tepki vereceğini ortaya koyabilir. <https://www.gedik.com/bilgi-egitimler/yatirimci-sozlugu/beta-katsayisi> (Son incelenme 21.01.2019)

yöneticilerin suiistimallerini önlemek için getirilmiştir⁶⁴. *Gilson*'ın teorisi neden bazı kararlarda ayrılma hakkı tanınırken bazılarında tanınmadığını tam olarak açıklamaktan yoksundur⁶⁵.

5. Tercihlerin Uzlaştırılması Teorisi (*Preference Reconciliation Theory*)

Letsou tarafından ileri sürülen bu teoriye göre, pay sahiplerinin riskini etkileyen, değiştiren işlemlere (*risk altering transactions*) bağlı olarak, ayrılma hakkının pay sahiplerinin farklılaşan tercihlerinin uzlaştırılması olduğu düşünülmektedir. Pay sahiplerinin riskini etkileyen kararların alınması durumunda bu kararlar bazı pay sahiplerinin menfaatine uygunken bazıları için de zarar verici olabilir. Ayrılma hakkı, alınacak karardan menfaat elde edenlerin zarara uğrayacakların zararını karşılaması esasına dayanır⁶⁶. Ayrılmaya neden olan işlemde kazanç elde edecek pay sahipleri, muhaliflerin zararını tazmin etmenin net maliyetini denkleştirmekten daha fazla kazanacaksa, işlemlere olumlu oy vereceklerdir⁶⁷.

Tercihlerin aynı yönde olması da bir ihtimaldir. Tam rekabetçi piyasalarda ancak görülebilecek olan bu durumda ayrılma hakkının düzenlenmesine gerek kalmayacaktır⁶⁸. Yazar, pay sahiplerinin aynı yönde risk değerlendirmesi yapması ve tercihlerde bir farklılık olmaması halinde, piyasaların tam etkinliğe ve mükemmel duruma ulaşacağını ve bu durumda ayrılma hakkından bahsedilmesine gerek olmayacağını düşünmektedir.

Letsou, ayrılma hakkının genellikle birleşme, ortaklık aktiflerinin tamamının ve önemli bir bölümünün satışı, faaliyet konusunun değiştirilmesi gibi payların değerini etkileyebilecek işlemlerde tanınmasının gerektiğini ve diğer işlemler için ayrılma

⁶⁴ *Gilson/Black, a.g.e.*, s. 718.

⁶⁵ *Letsou, a.g.e.*, s. 1140.

⁶⁶ *Letsou, a.g.e.*, s. 1140.

⁶⁷ *Letsou, a.g.e.*, s. 1141.

⁶⁸ *Letsou, a.g.e.*, s. 1144, 1145.

hakkı tanınmasına gerek olmadığını savunmaktadır⁶⁹. Fakat bu teori de payların riskini etkileyen her bir işlemde neden tanınmadığını açıklamaktan uzaktır⁷⁰.

6. Teorilere İlişkin Görüşlerimiz

Yazarlar, ayrılma hakkının amacı ve işlevini teorilerle açıklamaya çalışmıştır. Ayrılma hakkının birçok amaç ve işlevi olduğu için teoriler tek başlarına yeterli olmamıştır.

Klasik görüşte, ayrılma hakkı ile pay sahibinin ortaklık işlemini veto etmesi korunmaktadır. Birleşme işlemlerinde oy birliği yerine oy çokluğuyla karar alma dönemi başlayınca, hem işlem gerçekleşmekte hem de ayrılma hakkını kullanan azınlık pay sahipleri, ilgili işlemin sonuçlarına karşı korunmaktadır. Bu şekilde, ayrılma hakkı, azınlık pay sahiplerini koruduğu gibi azınlık ile çoğunluk arasındaki menfaat çatışmalarını engellemektedir.

Ayrılma hakkının farklı bir amaç ve işlevi, payın değer kaybı olmadan satılabilmesidir. Ayrılma hakkı hukuki düzenlemelerle payın adil bedel üzerinden ortaklığa satılmasına hizmet etmektedir.

Yöneticilerin değerlendirilmesi ayrılma hakkının bir başka amaç ve işlevidir. Anonim ortaklıklarda yöneticiler, ortaklığın ve pay sahiplerinin menfaatlerini özen ve sadakat borcu gereği korumak zorundadır. Ancak, bazı önemli işlemlerde, yöneticiler kendi menfaatlerine uygun hareket ederek pay sahiplerinin haklarını ihlal edebilirler. Her ne kadar yöneticilerin suiistimaline karşı, pay sahiplerinin sorumluluk davası açma hakkı olsa da bu yöntem mali olarak külfetli ve uzun süreceği için azınlık pay sahiplerini korumakta yetersizdir. Ayrılma hakkı ise bu yöntem karşısında pay sahibinin hakkını korumada daha etkilidir.

Pay sahiplerinin önemli nitelikteki işlemlere muhalefet ederek ortaklıktan ayrılma hakkının bulunması, azınlığın çoğunluğun kararlarına karşı korunmasını sağlar. Önemli nitelikteki işlemler sonrasında ortaklıktan ayrılma hakkına sahip

⁶⁹ Letsou, **a.g.e.**, s. 1150.

⁷⁰ Sönmez, **a.g.e.**, s. 38.

olmak, pay sahibinin istemediği bir işlemin sonuçlarına katlanmasını engellemektedir.

Ayrılma hakkı, azınlığı koruduğu gibi çoğunluğu da korumaktadır. Çoğunluğun almak istediği karar, diğer pay sahiplerinin engellemesi ile karşılaşabilir. Ayrılma hakkına sahip pay sahipleri kararı engelleme veya iptal ettirmek için uğraşmadan ortaklıktan ayrılma yolunu seçebilir. Bununla birlikte, ayrılma hakkının kullanılması sonucunda ortaklık tarafından ödenecek yüklü tutar, önemli nitelikteki işlemde vazgeçmeye yol açabilir.

Ayrılma hakkının azınlık ve çoğunluk pay sahipleri arasındaki menfaat çekişmelerini engellemesi, ortaklığın korunmasını da sağlar. Pay sahipleri arasında yaşanan menfaat çatışması dengelenince, alınması istenen kararlar alınmakta, ortaklığın faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde yürütmesi mümkün olabilmektedir. Ayrıca, ayrılma hakkının kullanımının önemli işlemlere özgülenmesi de ortaklık açısından koruyucudur.

II. AYRILMA HAKKININ BENZER KAVRAMLARLA İLİŞKİSİ VE KARŞILAŞTIRILMASI

A. ORTAKLIKTAN ÇIKARMA VE SATIN ALMA HAKLARI

Ortaklıktan çıkarma, AB üyesi ülkelerin önemli bir kısmında, 2004/25/EC sayılı Yönerge ile uyumlu olarak, pay alım teklifi sonrası azınlıkta kalan pay sahiplerinin ortaklıkla ilişkilerinin kesilmesi şeklinde düzenlenmiştir. Yönerge m. 15/2'de hedef şirkette oy hakkı veren payların ve oy haklarının en az %90'ına⁷¹ sahip olunması halinde, azınlık pay sahiplerinin paylarının çoğunluğa adil bir fiyat üzerinden satılmasının talep edebileceği düzenlenmiştir.

Türk hukukunda ise AB hukukuna uyum çalışmaları kapsamında, SerPK m. 27'de ilk defa kanuni düzenlemeye tabi olan ortaklıktan çıkarma (*squeeze-out right*)

⁷¹ Üye ülkelerin çoğunluğunu teşkil eden 13 ülke %90 eşiği, 12 ülke eşiğinin tespitinde hem sermaye hem oy hakkının baz alınacağını düzenlemiştir. TBD Assessment Report, s. 221 ve 43, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf, çevrimiçi, 21.01.2019; Üye ülkelerin ortaklıktan çıkarma hakkının kullanılmasına ilişkin saptadıkları eşik %90 ile %95 aralığı arasındadır. Semerci Vuraloğlu, **a.g.e.**, s. 79.

ve pay sahibinin payını ortaklığa satma hakkının (*sell-out right*) doğduğu durumlar düzenlenmiştir. SerPK m.27/1, pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dâhil olmak üzere başka şekilde⁷² sahip olunan payların halka açık ortaklığın oy haklarının SPK tarafından belirlenen orana ulaşması veya bunu aşması durumunda hâkim pay sahibi kişiler açısından azınlıkta kalan diğer pay sahiplerini ortaklıktan çıkarma hakkının doğduğu düzenlenmiştir. Hâkim ortakların azınlıkta kalan pay sahiplerini ortaklıktan çıkarması ile hâkim ortak dışındaki pay sahiplerinin paylarını hâkim ortağa satma hakkını düzenleyen II.27.2 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakkı Tebliği⁷³ (Çıkarma ve Satma Tebliği) SPK tarafından çıkarılmıştır.

Çıkarma ve Satma Tebliği, AB hukukundan uyumsuz şekilde⁷⁴ çıkarma ve satma hakkının kullanılmasına ilişkin eşiği %98 (m.4/1) olarak düzenlemiştir.

Ortaklıktan çıkarma hakkı, anonim ortaklıkta belli bir oranda (%98) hâkimiyeti sağlayan ortakların diğer ortakların paylarını itfa ettirerek diğer ortakları ortaklıktan çıkarmasıyla sonuçlanan kanuni ve yenilik doğuran bir hak⁷⁵ olarak nitelendirilmektedir.

Satın alma hakkı ise çoğunluk pay sahiplerinin azınlık pay sahiplerinin paylarını kendilerine satmaya zorlaması ve sonucunda tüm paylara kendilerinin sahip olmasını sağlayan bir hak⁷⁶ olarak anlaşılmaktadır.

Satın alma hakkında hâkim ortak ve azınlık pay sahipleri arasında bir menfaatler dengesi gözetilirken, ortaklık işleyişinin de devamlılığı amaçlanmaktadır.

⁷² Manavgat, **Çıkarma ve Satma**, s. 95.

⁷³ 12.11.2014 tarih ve 29173 sayılı RG.

⁷⁴ Söz konusu eşiğin yüksek olduğu ve AB hukuku ile uyumlu olmadığına ilişkin tespitler için bkz. Derin Altan, "Sermaye Piyasasında Pay Sahiplerinin Ayrılma Hakkı ve Önemli Nitelikte İşlemler", **Banka ve Finans Hukuku Dergisi**, C. 3, S. 11, 2014, s. 131, dn. 30.

⁷⁵ Serdar Karababa, (**Mukayeseli Hukuk ve Türk Hukuku Açısından**) **Anonim Ortaklıkta Satın Alma (Squeeze-out) ve Çıkarma Hakları**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2016, s. 195; Karşı görüş için bkz. Ali İhsan Karacan, **Ortaklıktan Çıkarma: Sermaye Piyasası Hukuku Açısından Bir İnceleme**, İstanbul: Legal Yayıncılık, 2015, s. 180-204, TTK 208'deki ihraç hakkı ve satın alma hakkının da çıkarma hakkı olduğu yönünde görüş bildirilmiştir, ayrıca benzer değerlendirmeler için Salih Önder Yeşiltepe, **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakları**, 2. Bası, İstanbul: Seçkin Yayıncılık, 2015, s. 24-25.

⁷⁶ Kaya, **a.g.e.**, s. 31; hakkın tüm yönleriyle tanımlanmadığı görüşünde bkz. Karababa, **a.g.e.**, s.39 vd.

Çıkarma hakkı ise itfa gibi mali ve yönetilmesi açısından külfetli bir yolu izlemektedir⁷⁷.

Çalışmamızın bir diğer konusu da SPK ve karşılaştırmalı hukuk nezdinde Çıkarma Hakkı ve bununla sıkı sıkıya bağlı satma hakkı olacağından bu kısımda yalnızca ayrılma hakkından farklılıklarına değinerek, ilgili bölümde prosedüre ilişkin detaylı açıklamalar yapılacaktır⁷⁸.

Ayrılma hakkı ihtiyari satım hakkı özelliği gösterirken, satın alma hakkının zorunlu alım hakkı olduğu göze çarpmaktadır. Çıkarma hakkı ise bir satın alma işlemi niteliğinde⁷⁹ değildir. Ayrılma hakkı bazı işlemlerin yapılması halinde pay sahiplerine ortaklıkta kalma veya ilişik kesmek için bir seçim hakkı tanırken, ortaklığa da bir satın alma yükümlülüğü getirmektedir. Hâlbuki ortaklıktan çıkarma ve satın alma hakları %2 oranındaki pay sahiplerine kendi takdirleri dışında paylarını devretme zorunluluğu getirmektedir.

Ayrılma hakkında amaç, azınlık ve çoğunluk arasındaki menfaatler dengesinin oluşturulması, bu durumun korunması ve azınlık pay sahibine istemediği kararlar karşısında ortaklıktan ayrılma seçeneği sunması⁸⁰, ortaklıktan çıkarma ve satın almada, çoğunluk ve ortaklığın menfaatlerinin korunması ön plandadır. Satın alma ve çıkarma haklarında, bu haklar hâkim pay sahibi tarafından kullanılırken, ayrılma hakkında önemli nitelikteki işlemlere muhalif olan pay sahibi tarafından hak kullanılmaktadır.

B. SATMA HAKKI

Ortaklıktan çıkarma hakkının bir yansıması ve dengeleyici unsuru olarak karşımıza çıkan satma hakkı (*sell-out*), AB hukukunda 2004/25/EC sayılı Yönerge m. 16'da, pay alım teklifi sonrası azınlıkta kalan pay sahiplerine paylarını çoğunluğa adil bir bedel üzerinden devir imkânı sağlayan ve çıkarma hakkıyla beraber kullanılan bir haktır.

⁷⁷ Karababa, **a.g.e.**, s. 310.

⁷⁸ Bkz. Bölüm 2.I.A.

⁷⁹ Karababa, **a.g.e.**, s. 192; Kaya, **a.g.e.**, s. 33.

⁸⁰ Özdoğan, **a.g.e.**, s. 711-712.

Bu hak ile yönetimsel haklarını kullanmalarına imkân kalmayan pay sahipleri eğer isterlerse paylarını hâkim ortağa satarak ortaklıktan çıkabilme hakkına⁸¹ sahip olmaktadır.

Türk hukuku AB mevzuatıyla uyumlu ve fakat daha geniş bir düzenleme ile, SerPK m. 27/2’de, ortaklıktan çıkarma hakkının doğduğu hallerde, azınlık pay sahipleri açısından SPK’nın ngrdğu 3 aylık hak düşürücü süre içinde, payların adil bir bedel karşılığında, %98 ve üzerinde orana sahip gerçek ve/veya tüzel kişiler veya bunlarla birlikte hareket edenlerden payların satın alınmasının talep edilebileceği öngörülmektedir.

Satma hakkı bireysel bir hak olup, ortaklıktan çıkarma hakkının doğacağı %98 oranındaki hâkimiyet eşiğine sahip çoğunluk karşısında her bir pay sahibi tarafından mnhasıran⁸², tek taraflı irade beyanı ile kullanılabilen yenilik doğurucu bir haktır.

Satma hakkı da çıkarma hakkı ile birlikte doğan bir hak olduğu için çalışmamızın ikinci ana bölümünü oluşturan ortaklıktan çıkarma hakkını anlatırken bu konudaki değerlendirmelerimize yer vereceğiz. Bu başlıkta sadece bu hakkın ayrılma hakkıyla olan ortak ve farklı yönlerine yer vermekteyiz.

Ayrılma hakkında olduğu gibi bu hak da pay devir serbestisine⁸³ getirilen kanuni sınırlandırmalardan biridir. Her iki hak da tüm pay sahipleri tarafından münhasıran ve bireysel olarak kullanılabilen haklardır. Teknik olarak azınlık hakkı ngrlmemiřtir⁸⁴.

Farklılıklara gelince; satma hakkı yönetim kontrolünün değişikliği ile ortaklıktan çıkarma hakkına bağlı ve onunla paralel bir dzenlemeyken, ayrılma hakkı, kontrol değişikliği veya belirli pay oranına ulaşılması aranmadan, bazı önemli nitelikteki işlemlere karşı olan pay sahiplerinin korunması amacıyla verilen bir

⁸¹ ağlar Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 64, 1997, s. 125-126; zdoğan, **a.g.e.**, s. 713.

⁸² Sönmez, **a.g.e.**, s. 50; Yeşiltepe, **a.g.e.**, s. 57, Karababa, **a.g.e.**, s. 147.

⁸³ Ali Murat Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, 3. Bası, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2014, s. 122; Sönmez, **a.g.e.**, s. 50; Ali Paslı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009, s. 335.

⁸⁴ Yeşiltepe, **a.g.e.**, s. 135.

haktır⁸⁵. Satma hakkı hâkim ortağa karşı kullanılabilen bir hak iken ayrılma hakkı ortaklığa karşı ileri sürülebilir.

Ayrılma hakkı, azınlık ve çoğunluk menfaat dengesini sağlamaya yönelik bir hak olarak karşımıza çıkarken, satma hakkı, pay alım teklifi sırasında hakkını kullanamamış pay sahibine ikinci bir şans olarak verilebilen bireysel bir haktır⁸⁶.

C. ZORUNLU PAY ALIM TEKLİFİ

Pay alım teklifi, ortaklığın sermaye ve yönetim açısından ele geçirilmesi amacıyla ortaklığın pay sahiplerine yapılan aleni teklif olarak tanımlanabilir⁸⁷. Uluslararası terminolojide *takeover*, çağrı yoluyla hisse senedi toplanmasını; *takeover bid* ise, pay alım teklifi kavramını ifade eder⁸⁸.

Pay alım teklifinde, teklifin ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesi amacıyla yapılması veya ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesi nedeniyle yapılması zorunlu ve gönüllü pay alım teklifi ayrımına sebep olmaktadır.

Gönüllü pay alım teklifi, ortaklığın kontrolünün elde edilmesi amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunmak suretiyle paylarının satın alınmasını ifade ederken⁸⁹; zorunlu pay alım teklifi ise, SerPK'nın 26. Maddesinde ve II.26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği'nin 11/1. maddesine uygun olarak, gönüllü yapılan alımlar ya da başka bir yöntemle ortaklığın kontrolünü veya oy haklarını doğrudan ya da dolaylı bir yolla sağlayanların, diğer pay sahiplerinin paylarını almak üzere teklifte bulunması zorunluluğudur⁹⁰.

⁸⁵ Özdoğan, **a.g.e.**, s. 714; Sönmez, **a.g.e.**, s. 50-51; Paslı, **a.g.e.**, s. 334.

⁸⁶ Sönmez, **a.g.e.**, s. 51.

⁸⁷ Manavgat, **Aleni Pay**, s. 42; Salih Önder Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukuku'nda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2009, s. 12

⁸⁸ Avrupa Birliği Hukuku açısından bkz. T.C. Avrupa Birliği Genel Sekreterliği, **Avrupa Birliği Terimleri Sözlüğü**, Ankara: Matus Basımevi, 2009, s. 305.

⁸⁹ Umut Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukuku'nda Zorunlu Çağrı**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009, s. 8 Yeşiltepe, **Çağrı**, s. 42.

⁹⁰ İsmail Türkyılmaz, **Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2015, s. 9.

Yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesinden bağımsız olarak SPK'ya SerPK m. 25/1 uyarınca önemli nitelikteki işlemler nedeniyle, SerPK m. 26/5 uyarınca yatırım ortaklıklarının yatırım ortaklığı niteliklerinin değiştirilmesine veya yitirilmesine neden olacak esas sözleşme değişikliklerine izin verilebilmesi için ve SerPK m. 33/4 uyarınca SPK tarafından re'sen ortaklık statüsünden çıkarılacak⁹¹ ortaklıkların hâkim ortaklarına diğer paylar için pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu getirme yetkisi tanınmıştır. Bunların dışında bir diğer pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu getiren durum ise SerPK m. 26/4 ve Pay Alım Tebliği m. 11/3 uyarınca, SPK, faaliyet konusu imtiyaz verilen bir işi görmek olup bu imtiyazı kaldırılan veya 5411 sayılı Bankacılık Kanunu⁹² uyarınca faaliyet izni kaldırılan veya temettü hariç ortaklık hakları ile yönetim ve denetimi Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna (TMSF) devredilen halka açık ortaklıkların pay sahiplerinin korunması amacıyla imtiyazın geri alınmasına veya 5411 sayılı Kanunun ilgili hükümlerinin uygulanmasına neden oldukları tespit edilen hâkim ortak olan gerçek ve tüzel kişilere pay alım teklifi zorunluluğu getirebilir.

Zorunlu pay alım teklifi ile kontrolü elinde bulundurmayan pay sahiplerine, ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesi sebebiyle yeni yönetimin kararlarına güvenmemeleri veya kontrol değişikliği nedeniyle paylarının düşük bedelden satılması riskine önlem olarak kontrolü ele geçiren ile aynı şartlarda paylarını teklifte bulunana satma imkânı sağlanmaktadır. Hedef ortaklığın kontrolünü ele geçirmek için ödenen ve hedef ortaklığın paylarının piyasa değerinden yüksek olan bedel, tüm pay sahipleri için geçerli bedel halini almaktadır⁹³.

Zorunlu pay alım teklifinde, yönetim kontrolünün değişmesi sonucu zorunlu pay alım teklifi yapılması sonucu doğmaktadır. Bu hususu düzenleyen mevzuatlara

⁹¹ Bkz. SerPK m. 16/2 ve Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği (II.16-1).

⁹² Bkz. 01.11.2005 tarih 25983 (Mükerrer) sayılı RG.

⁹³ Sibel Hacımahmutoglu, "AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme", **BATİDER**, C.XXI, S. 1, 2001, s. 114.

bakıldığında belli bir pay veya ortaklık yüzdesinin aşılması gerektiği görülmektedir⁹⁴.

Pay alım teklifi açısından yönetim kontrolünden sonra en önemli konulardan biri de pay alım teklifi fiyatıdır. Pay alım teklifi fiyatı, Pay Alım Tebliği m. 15 ile 18 arasında düzenlenmektedir. Adil fiyat kaynak mevzuat 2004/25/EC sayılı Yönerge m. 5/4'te, teklif sahibi ve birlikte hareket ettiği kişiler tarafından 6 aydan az 12 aydan fazla olmamak üzere üye devletler tarafından tespit edilecek bir süre zarfında aynı grupta yer alan ortaklık payları için ödenen en yüksek fiyat belirlendikten sonra, üye ülkelerin kamu otoriteleri vasıtasıyla adil fiyatı somut olay gerektirdiği için ortalama piyasa değeri, şirketin tasfiye değeri veya finansal analizde kullanılan diğer objektif değerlendirme ölçütlerine göre belirlenebileceği düzenlenmiştir. Pay alım teklifini kabul eden ülkelerde, pay alım fiyatının kontrol değişikliğine yol açan pay alımında ödenen fiyattan daha düşük olmayacak şekilde belirlendiği görülmektedir⁹⁵. Tek kıstas kontrol değişikliğine neden olan pay alımları için ödenen fiyat olmayıp, Avrupa Birliği ülkelerinde uygulanan pay alım teklifi fiyatları ve ülkemizdeki düzenlemeden de anlaşılacağı gibi, hem ağırlıklı borsa fiyatı hem de teklifte bulunan tarafından teklif tarihinden itibaren belirli süre öncesine kadar olan zaman diliminde ödenen fiyat da dikkate alınarak, teklifin belli bir süre öncesinde ödenen fiyattan düşük olmama prensibine göre belirlendiği söylenebilecektir⁹⁶.

Ayrılma hakkı ile benzerlik ve farklılıklarına gelince; her iki kurumda da pay devri serbestisine bir kısıtlama getirildiği aşikârdır. Her iki kurumda da yönetimden uzaklaşan pay sahiplerinin korunduğunu, ortaklıkla ilişkilerin sonlandırılması için üçüncü bir kişiye satış için bu kişinin aranıp bulunmasına gerek olmadığı görülmektedir. Tarafların iradeleri bu yönde birleşirse, her iki kurumda da satın alacak alıcı önceden bellidir. Ayrılma hakkında ortaklık alıcı konumundayken,

⁹⁴ Fransa'da oy ve sermaye oranının %30'u, İngiltere'de oy haklarının %30'unun elde edilmesi gerekmektedir. ABD'de ise, üç istisnai eyalet (Pensilvanya, Maine, Güney Dakota) dışında önemli oranda pay elde etmiş pay sahibinin mevcut pay sahipliği oranını yükseltmek istemediği müddetçe zorunlu pay alım mecburiyeti yoktur. Adı geçen ülkelere ait detaylı bilgiler için bkz. [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-518-5074?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-518-5074?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1), (Son Erişim Tarihi: 21.01.2019).

⁹⁵ <https://www.debrauw.com/wp-content/uploads/2016/06/Guide-to-Public-Takeovers-in-Europe-2016.pdf> (Son Erişim Tarihi: 21.01.2019)

⁹⁶ Kaya, a.g.e., s. 40.

zorunlu pay alım teklifinde yönetim kontrolünü elde eden kişinin alıcı olacağı görülmektedir⁹⁷.

Ayrıca her iki kurumun işleyiş süreçleri de farklılık göstermektedir. Şöyle ki, zorunlu pay alım teklifinde düzenleyici ve denetleyici kurum olan SPK'nın sürece dâhil olduğu ve süreci denetleyip düzenlediği görülmektedir. Fiyat da kurumun denetimi ile kesinlik kazanmaktadır. Ayrılma hakkında ise fiyata ilişkin esaslar ilgili düzenlemelerle belirlenmiştir. Fiyata ilişkin itirazı olan pay sahipleri bunun düzeltilmesini hem ayrılma hakkında hem zorunlu pay alım teklifinde mahkemeden talep edebilirler⁹⁸.

Zorunlu pay alım teklifinde bulunan pay sahipleri de, ayrılma hakkını kullanmaya muktedir pay sahipleri de paylarını satıp satmamakta özgürdür.

D. ORTAKLIK BİRLEŞMELERİNDE AYRILMA HAKKI VE ORTAKLIKTAN ÇIKARMA HAKKI

TTK m. 140 uyarınca, birleşme işleminde devrolunan ortaklığın pay sahiplerinin, mevcut ortaklık paylarına ve haklarına denk gelecek değerde, devralan ortaklığın payları ve hakları üzerinde istemde bulunma hakkı bulunmaktadır. Bu şekilde, pay sahiplerinin payları ve hakları sona ermeden, devralan ortaklıkta devam etmektedir. Ortaklığın devamlılığı ilkesi⁹⁹ olarak adlandırılan bu ilkeyle birlikte, birleşmeye katılmak istemeyen ve birleşme işleminin menfaatlerine uygun olmadığını düşünen pay sahiplerinin de korunması gerekmektedir. Bu ilke sayesinde, devrolunan ortaklıktaki pay sahipliği sıfatı, bir değişim oranına göre hesaplanarak yeni kurulan veya bünyesinde birleşilen ortaklıktaki pay sahipliği sıfatı ile devam ettirilebilecektir¹⁰⁰.

⁹⁷ Semerci Vuraloğlu, **a.g.e.**, s. 70.

⁹⁸ Kaya, **Ayrılma Hakkı**, s. 41.

⁹⁹ Ünal Tekinalp, **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, 4. Bası, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015, s. 686, p. 24-18.

¹⁰⁰ Bilge Develi, "6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Ayrılma Akçesi", **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi** C. XVII, S. 1-2, 2013, s. 445.

Ortaklığın devamlılığı ilkesine istisna teşkil eden birleşmede ayrılma akçesi¹⁰¹ TTK m. 141/1’de düzenlenmiştir.

TTK m. 141 ile tanınan seçim hakkıyla, birleşme işlemine katılmak istemeyen pay sahiplerinin korunması için, birleşme sözleşmesinde, ortaklara, devralan ortaklıkta, pay ve ortaklık haklarının iktisabı ile iktisap olunacak ortaklık paylarının gerçek değerine karşılık gelen bir ayrılma akçesi tanınabilir. Ayrıca TTK m. 141/2 hükmüne göre birleşme sözleşmesinde, yalnızca ayrılma akçesinin verilmesi de düzenlenebilir. Bu şekilde, birleşmeye katılmak istemeyen pay sahiplerin ayrılmasına imkân tanınmakta¹⁰² ve bir anlamda pay sahipliğinin birleşilen ortaklıkta veya yeni kurulan ortaklıkta devamı ilkesine istisna¹⁰³ getirilmiş olmaktadır.

Birleşme sözleşmesinin varlığı ilk şart olarak karşımıza çıkmaktadır. TTK m. 151/5 uyarınca, birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesinin öngörülmesi halinde ise, devreden ortaklık şahıs ortaklığıysa oy hakkını haiz pay sahiplerinin, sermaye ortaklığıysa ortaklıkta mevcut oy haklarının yüzde doksanınin olumlu oylarıyla onaylanması şarttır.

Birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesinin zorunlu olarak düzenlenmesi kuralının tek istisnası, TTK m. 155’te öngörülen kolaylaştırılmış birleşmedir¹⁰⁴. Bu tür birleşmede, ortaklık, devrolan ortaklık pay sahiplerine kendi paylarına denk pay teklif edebileceği gibi, ortaklık paylarının gerçek değerine karşılık gelen nakdi bir değeri de sunmalıdır. Kolaylaştırılmış birleşmede, ayrılma akçesinin seçimlik hak olarak sunulması kanuni bir zorunluluktur. Buna ilaveten TTK m. 141/2 uyarınca birleşmeye katılan ortaklıkların birleşme sözleşmesinde düzenleyerek ayrılma akçesini seçim şansı sunmadan bir zorunluluk olarak düzenlemeleri de mümkündür.

¹⁰¹ Ayrılma akçesi tercih edilmekle ortaklıktan ayrılma gerçekleşmektedir. SerPK m. 24’ün özel düzenleme olması sebebiyle bu kurum tarafından ayrılma hakkı teriminin kullanılmaması yönünde bkz. Gökçen Turan, “İhtiyari Ayrılma Akçeli Birleşme Hakkında Bazı Tartışmalı Noktalar”, **Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı**, Ankara, 2015, s. 588.

¹⁰² Hasan Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi, Cilt I**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2014, s. 134.

¹⁰³ Ünal Tekinalp, “Birleşmede Ayrılma Akçesi”, **REGESTA**, C. II, S. 1, 2012, s. 22.

¹⁰⁴ Sönmez, **a.g.e.**, s. 188-189; Develi, **a.g.e.**, s. 448.

Ayrılma akçesi ile birleşmeye karşı çıkan ortaklar hem bu işlem ve sonuçlarına katlanma zorunluluğundan kurtulurken, ortaklığın çoğunluk pay sahipleri küçük pay sahiplerini ortaklık dışı bırakarak tam hâkimiyeti sağlamış olmaktadır.

Ayrılma hakkının kullanılarak ayrılma akçesinin talep edilmesi, yenilik doğuran bir hak olup inşai etki doğurur¹⁰⁵. Bu hak da diğer yenilik doğuran haklar gibi bir defa kullanılmakla tükenir ve geri alınmaz¹⁰⁶.

Sadece devrolunan ortaklığın pay sahipleri açısından ayrılma akçesi söz konusu olabilir. SerPK kapsamında düzenlenen ayrılma hakkında ise hem devralan hem devreden ortaklığın pay sahipleri ayrılma hakkına sahiptir.

TTK m. 141/1 hükmüne dayanan ortaklıktan ayrılma hakkı ile SerPK m. 24'e dayanan ortaklıktan ayrılma hakkı arasındaki bir diğer fark, TTK m. 141 hükmünde karara muhalefet etme zorunluluğunun bulunmamasıdır. Diğer bir deyişle, birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesinin öngörülmüş olması halinde, devrolunan ortaklığın ortaklıktan ayrılmak isteyen pay sahipleri, ayrılma akçesi karşılığında ortaklıktan ayrılabilirler. Buna ek olarak, ortaklık genel kurulunda birleşme kararına muhalefet eden pay sahipleri de ayrılma akçesi olarak ortaklıktan ayrılma hakkına sahiptir. Birleşme işlemine muhalefet etmiş olmaları, TTK m. 141/1 hükmüne göre ortaklıktan ayrılmaya engel değildir¹⁰⁷. Halka açık anonim ortaklıklar açısından da ayrılma akçesinin düzenlenme olanağı bulunmaktadır¹⁰⁸. Halka açık anonim ortaklıkların taraf oldukları birleşme işlemlerinde de seçimlik veya zorunlu ayrılma akçesinin öngörülmesi mümkündür. Ayrılma akçesine sözleşmede yer verilmesi halinde, akçenin değerinin tespitine ilişkin bilgi, Birleşme ve Bölünme Tebliği¹⁰⁹ (II.23-2) Ek-1 gereğince SPK'ya sunulmalıdır. Ayrıca Birleşme ve Bölünme Tebliği m. 12/3 uygulama alanı bulacaktır.

¹⁰⁵ Sönmez, **a.g.e.**, s. 194; Develi, **a.g.e.**, s. 453.

¹⁰⁶ Meral Sungurtekin Özkan, "İnşai Karar ve Özellikleri", **75. Yaş Günü İçin Prof. Dr. Baki Kuru Armağanı**, Ankara, 2004, s. 575.

¹⁰⁷ Yeşiltepe, **a.g.e.**, s. 160.

¹⁰⁸ Damla Gül Tarhan, "Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşme İşlemleri Açısından Ayrılma Hakkı ve Ayrılma Akçesi", **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C. 33, S. 1, Mart 2017, s. 245.

¹⁰⁹ 28.12.2013 tarih ve 28865 sayılı RG.

İki düzenleme arasındaki bir diğer fark, TTK'nın m. 141'e göre ayrılma hakkına ortaklık tarafından sözleşme ile karar verilebilirken SerPK m. 24'e göre ayrılma hakkı kanuni bir haktır.

TTK m. 141'e göre ayrılma akçesinde, dönemsel değişikliklerden etkilenmeyen bir karşılık, payın değeri olarak pay sahibine ödenmektedir¹¹⁰. TTK'nın gerekçesine göre, gerçek değer hesaplanması uygulamaya bırakılmış ve yaşanan bir ortaklığın esas alınması gerektiği belirtilmiştir. Ayrılma hakkında ise, payları borsada işlem gören ortaklıklarda borsa fiyatı ölçüt alınıp hesaplama yapılırken, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için değerlendirme raporu hazırlanmaktadır. Borsa fiyatı payın gerçek değerini yansıtmayabileceği gibi, değerlendirme esnasında dikkate alınacak unsurlar da belirsizdir. Bu sebeple ayrılma akçesi gerçek değer pay sahibine ödenmesi sonucunu doğurduğundan ayrılma hakkındakinden daha etkili olarak pay sahibini koruduğu söylenebilir.

Ayrılma hakkı açısından fiyatın uygun belirlenmemiş olması nedeniyle pay sahibinin başvurabileceği hukuki yollar mevzuatta düzenlenmemiş olmakla birlikte, ayrılma akçesi uygun belirlenmemişse TTK 191 kapsamında denkleştirme davası açılabilir.

TTK m. 141/2 düzenlemesi, SerPK'nın ayrılma hakkına dair düzenlemesinden ayrılmaktadır. TTK'ya göre çoğunluğun kararı ile pay sahibinin payının bedeli ödenerek pay sahibi ortaklıktan çıkarılmaktadır. SerPK'da düzenlenen ayrılma hakkında ise, ortaklığın karar alarak çıkartması mümkün olmamakta ve genel kurul kararına muhalefet eden pay sahibinin pay sahipliğinden kaynaklanan haklarını kullanarak payını ortaklığa satarak ayrılması mümkün olmaktadır.

E. ŞİRKETLER TOPLULUĞUNDA AYRILMA HAKKI

1. Genel Olarak

TTK m. 202'de şirketler topluluğunda hâkimiyetin hukuka aykırı kullanılması halinde bazı pay sahiplerinin ortaklıktan ayrılma hakkının olduğu düzenlenmiştir.

¹¹⁰ Çağlar Manavgat, **Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2016, s. 298.

Ortaklıktan ayrılma hakkının düzenlendiği TTK 202 ve SerPK m. 24'ün karşılaştırılması yerinde olacaktır.

Şirketler topluluğu, 6102 sayılı TTK ile hukukumuzda düzenlenmiştir. Şirketler topluluğu TTK'da doğrudan tanımlanmamış, hangi hallerde hâkimiyetin bulunduğu ve şirketler topluluğunun kapsamına giren düzenlemeler getirilmiştir. TTK m. 195/4 hükmüne göre, hâkim ortaklığa doğrudan veya dolaylı olarak bağlı bulunan ortaklıklar, onunla birlikte şirketler topluluğunu oluşturur. Bu fıkrafta “bağlı bulunan ortaklıklar” ifadesi bir hâkim ortaklık ile birden çok bağlı ortaklık bulunması zorunluluğuna işaret eder görüldüğünden, doktrinde ortaklıklar topluluğu için hâkim konumda en az bir ticaret ortaklığı ve ona doğrudan veya dolaylı bağlı bulunan en az iki ticaret ortaklığı bulunması gerektiği savunulmaktadır¹¹¹.

TTK m. 195/1, hangi hallerde bir ortaklığın diğer ortaklığın hâkimi konumunda olduğunu düzenlemektedir. Bu hükmün son paragrafında, hâkim ortaklık ile bağlı ortaklıktan birinin merkezinin Türkiye’de olması halinde TTK’nın şirketler topluluğuna ilişkin hükümlerinin uygulanacağı belirtilmiştir. Birinci fıkradaki ifadeden yola çıkılarak, bir şirketler topluluğundan bahsedilebilmesi için aralarında hâkimiyet ilişkisi bulunan en az iki ticaret şirketinin varlığının bulunması gerektiği de savunulmaktadır¹¹².

Şirketler topluluğunun var olması için, hâkim ortağa bağlı en az iki ortaklığın bulunması gerekliliği, Ticaret Sicil Yönetmeliği’nin 105. maddesinde düzenlenmiştir¹¹³.

TTK m. 195/5 hükmü uyarınca, hâkim konumda bir teşebbüsün varlığı halinde, TTK’nın şirketler topluluğuna ilişkin 195 ila 209. maddelerinin uygulanacağı belirtilmiştir. Başka bir deyişle, hâkim konumda illa bir ortaklığın bulunması

¹¹¹ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 611, p. 23-13.

¹¹² Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 67.

¹¹³ Doktrinde bu yönetmelik düzenlemesinin yerinde olmakla birlikte konunun yönetmelik yerine kanunda düzenlenmesi gerektiği yönünde eleştiri için bkz. Mehmet Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, 13. Bası, Beta Yayınları, İstanbul 2019, s. 77, dn. 102

aranmamakta, şirketler topluluğunda hâkim konumda bir teşebbüsün olması halinde de topluluk hükümleri uygulama alanı bulacaktır¹¹⁴.

Kanun koyucu, hâkim ve bağlı ortaklıklar arasındaki ilişkileri, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve menfaatler dengesi temelinde kurallara bağlamayı amaçlamıştır. Bu nedenle de hâkim ortaklığın bağlı ortaklığı kayba uğratabilecek şekilde kullanmasını yasaklamaktadır.

2. Bağlı Ortaklık Pay Sahipleri Tarafından Açılan Denkleştirme Davasında Pay Sahibinin Ayrılmasına Karar Verilmesi

TTK m. 202/1/a uyarınca, hâkimiyetini hukuka aykırı kullanan hâkim ortaklığın, bundan dolayı ortaya çıkan kaybın faaliyet yılı içinde fiilen denkleştirilmesi veya kaybın nasıl ve ne zaman denkleştirileceği belirtilmek suretiyle en geç o faaliyet yılı sonuna kadar, bağlı ortaklığa denk değerinde bir istem hakkı tanınması gerektiği düzenlenmiştir.

TTK m. 202/1/a hükmünde, hâkim ortaklığın, bağlı ortaklığı özellikle, iş, varlık, fon, personel, alacak ve borç devri gibi hukuki işlemler yapmaya; kârını azaltmaya ya da aktarmaya; malvarlığını ayni veya kişisel nitelikte haklarla sınırlandırmaya; kefalet, garanti ve aval vermek gibi sorumluluklar yüklenmeye; ödemelerde bulunmaya; haklı bir sebep olmaksızın tesislerini yenilememek, yatırımlarını kısıtlamak, durdurmak gibi verimliliğini ya da faaliyetini olumsuz etkileyen kararlar veya önlemler almaya yahut gelişmesini sağlayacak önlemleri almaktan kaçınmaya yöneltemeyeceğini belirtmiştir. Belirtilen hukuka aykırılık halleri sınırlı sayıda (*numerus clausus*) olmayıp örnek mahiyetindedir.

Denkleştirme, faaliyet yılı içinde fiilen yerine getirilmez veya süresi içinde denk bir istem hakkı tanınmazsa, bağlı ortaklığın her pay sahibi, hâkim ortaklıktan ve onun, kayba sebep olan, yönetim kurulu üyelerinden, ortaklığın zararını tazmin etmelerini isteyebilmektedir. Hâkim istem üzerine veya re'sen somut olayda

¹¹⁴ TTK Madde Gereççeleri, 195 ila 209 uncu maddelerle ilgili açıklamalarda, hâkim teşebbüsün istisnai bir düzenleme olduğunu vurgulamaktadır. Hâkim teşebbüse ilişkin düzenlemenin kural olmaktan çok bir istisna olduğu, zira terminolojinin bile şirketlerden oluşan bir topluluğa işaret ettiği görüşünde Tekinalp, *Sermaye Ortaklıkları*, s. 614, p. 23-15 a2.

hakkaniyete uygun düşecekse, davacı pay sahiplerinin paylarının hâkim ortaklık tarafından satın alınmasına veya duruma uygun düşen ve kabul edilebilir başka bir çözüme karar verebilmektedir (TTK m. 202/1/b).

Bağlı ortaklığın her bir pay sahibi bu davayı açabilir. TTK m. 202/1/c uyarınca, bağlı ortaklığın alacaklıları da bu davayı açabilir. Gerçek anlamda zarara uğrayan bağlı ortaklığın kendisi olduğu için bağlı ortaklığın da dava açması mümkündür. Hâkim ortaklık ve yöneticileri davalı olacaktır. Davanın açılabilmesi için faaliyet yılının sona ermiş olması gerekmektedir. Bu sürenin bitimiyle dava açılması mümkündür¹¹⁵.

Denkleştirme davasında, zararın tazminine veya duruma uygun başka bir çözüme karar vermeyip, davacı pay sahiplerinin paylarının satın alınmasına karar verilmesi, davacı pay sahiplerinin ortaklıktan ayrılması sonucunu doğurur. Bu durum, hâkime tanınan takdir yetkisi, HMK m. 26'da düzenlenen “*taleple bağlılık ilkesi*” nin istisnasıdır¹¹⁶. Burada, hâkim, pay sahibinin paylarının ortaklık tarafından satın alınarak ortaklıktan ayrılmasına karar vermektedir. SerPK kapsamında düzenlenen ayrılma hakkında ise pay sahibi, dava yoluna başvurmadan ayrılma hakkını kullanabilmektedir.

3. Payların Satın Alınmasını İstem Davası

TTK m. 202/2 hükmü uyarınca, “*hâkimiyetin uygulanması ile gerçekleştirilen ve bağlı şirket bakımından açıkça anlaşılabilir haklı bir sebebi bulunmayan, birleşme, bölünme, tür değiştirme, fesih, menkul kıymet çıkarılması ve önemli esas sözleşme değişikliği gibi işlemlerde, genel kurul kararına red oyu verip tutanağa geçirten veya yönetim kurulunun bu ve benzeri konulardaki kararlarına yazılı olarak itiraz eden pay sahipleri; hâkim teşebbüsten, zararlarının tazminini veya paylarının varsa en az borsa değeriyle, böyle bir değer bulunmuyorsa veya borsa değeri hakkaniyete uygun düşmüyorsa, gerçek değerle veya genel kabul gören bir yöntemle göre belirlenecek bir değerle satın alınmasını mahkemeden isteyebilirler.*”

¹¹⁵ Pulaşlı, Cilt I, 334.

¹¹⁶ Abuzer Kendigelen, **Türk Ticaret Kanunu, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2012, s. 184.

Burada zarar tazmini ve payların satın alınmasını istem davası olmak üzere iki dava vardır. Biz burada payların satın alınmasını istem davası üzerinde duracağız.

Hâkimiyetin Kanundaki tanıma uygun olarak hukuka aykırı kullanıldığı işlemlerde, genel kurul kararına red oyu verip tutanağa geçiren veya yönetim kurulunun bu ve benzeri konulardaki kararlarına yazılı olarak itiraz eden pay sahipleri; hâkim teşebbüsten, zararlarının tazminini veya paylarının varsa en az borsa değeriyle, böyle bir değer bulunmuyorsa veya borsa değeri hakkaniyete uygun düşmüyorsa, gerçek değerle veya genel kabul gören bir yönteme göre belirlenecek bir değerle satın alınmasını mahkemeden isteyebilecektir. Bahsi geçen davayı her pay sahibi açabilir¹¹⁷.

Burada hâkim ortak sahip olduğu oy gücüne dayanarak hâkimiyetini hukuka aykırı kullanmaktadır. Hâkim ortak, sahip olduğu oy gücü ile genel kurul ve yönetim kurulunda aldığı bazı kararlar ile pay sahiplerine zarar verebilmektedir. Burada söz konusu hukuka aykırılık, alınan kararda bağlı ortaklık açısından haklı bir sebebin bulunmamasıdır. İkinci şart olarak hâkimiyetin hukuka aykırı kullanılmasından dolayı pay sahipleri zarara uğramış olmalıdır¹¹⁸.

TTK m. 202/2 hükmüne göre zarara uğrayan pay sahibi, zararlarının tazminini veya paylarının varsa en az borsa değeriyle, böyle bir değer bulunmuyorsa veya borsa değeri hakkaniyete uygun düşmüyorsa, gerçek değerle veya genel kabul gören bir yönteme göre belirlenecek bir değerle satın alınmasını mahkemeden isteme hakkına sahiptir¹¹⁹.

SerPK m. 24'te düzenlenen ayrılma hakkına en çok yaklaşan kurumlardan birinin payların satın alınmasını istem davası olduğu söylenebilir¹²⁰. Her iki kurum da genel kurulun ve istisnaen de yönetim kurulunun aldığı önemli nitelikteki kararlara pay sahibinin muhalif kalmasını ve bu muhalefetini tutanak altına aldırmasını gerektirmektedir. Her iki kurum için de hakkın bireysel bir hak olduğu ve

¹¹⁷ Bahtiyar, **Ortaklıklar**, s. 80

¹¹⁸ Pulaşlı, **Cilt I**, s. 332.

¹¹⁹ Reha Poroy/Ünal Tekinalp/Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 13. Bası, 2017, s. 778, p.2197.

¹²⁰ Semerci Vuraloğlu, **a.g.e.**, s. 136.

belli bir pay sahipliği oranı aranmadığı söylenebilecektir. Her iki kurum bakımından da bahsi geçen önemli nitelikteki işlemler örnek olarak sayılmış ve sınırlı sayıda değildir.

Diğer taraftan, payların satın alınmasını istem davasında, payları devralmakla yükümlü olan hâkim teşebbüs iken, ayrılma hakkında pay sahibinin bir parçası olduğu ortaklıktır. Bu davada ayrılma hakkının aksine payların satın alınmasının kullanımı için mahkemeye başvuru gerekmektedir. Payların satın alınmasını istem davasında, bağlı ortaklık açısından önemli nitelikte kararın alınmasının, açıkça anlaşılabilir haklı sebebinin bulunmaması bir dava şartıyken, ayrılma hakkında böyle bir şart aranmamaktadır. Payların satın alınmasını istem davasında, bedele ilişkin takdir yetkisi mahkemededir. Ayrılma hakkında ise kullanım bedeli, ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikte işleme ilişkin genel kurul öncesinde belirlenmiştir. Payların satın alınmasını istem davasında zamanaşımı iki yılken, ayrılma hakkını kullanım süresi oldukça kısa (on iş gününden az yirmi iş gününden fazla olamayacak şekilde) hak düşürücü süreye bağlanmıştır.

Ayrılma hakkını kullanan bir pay sahibinin ayrıca TTK m. 202/2'ye dayanarak dava açıp açamayacağı doktrinde tartışılmıştır. Pay sahibinin ilk olarak bir şirketler topluluğu içinde bağlı ortaklık olarak bulunan halka açık bir anonim ortaklığın pay sahibi olması gerekecektir. Ayrılma hakkı yenilik doğuran bir hak olduğu için kullanıldıktan sonra geri alınamaz. Bu sebeple de ayrılma hakkını kullanıp ortaklıktan ayrılan pay sahibinin TTK m. 202/2'ye göre dava açması mümkün görünmemektedir¹²¹.

F. HAKLI NEDENLE FESİH DAVASINDA AZINLIĞIN MAHKEME TARAFINDAN ORTAKLIKTAN ÇIKARILMASI

Türk hukukunda anonim ortaklıkların haklı sebeple feshi¹²² ilk kez TTK m. 531'de düzenlenmiştir. Bu hükme göre, haklı sebeplerin varlığında, halka açık olmayan ortaklıklarda sermayenin en az onda birini ve halka açık ortaklıklarda

¹²¹ Gökçen Turan, "SPKN m. 24'e İstinaden Ayrılma Hakkını Kullanan Ortak Ayrıca TTK m. 202/2'ye Dayanarak Dava Açabilir Mi?", **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, C. 75, 2018, s. 737, 738, 739.

¹²² Bu konuda Çamoğlu, **Haklı Sebeple Fesih**, s. 668; Moroğlu, **Haklı Nedenle Fesih**, s. 467 vd.

yirmide birini temsil eden payların sahipleri, ortaklık merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinden ortaklığın feshine karar verilmesini isteyebilir. Mahkeme, fesih kararı yerine, davacı pay sahiplerine, paylarının karar tarihine en yakın tarihteki gerçek değerlerinin¹²³ ödenip davacı pay sahiplerinin ortaklıktan çıkarılmalarına veya duruma uygun kabul edilebilir başka bir çözüme hükmedebilir. Hâkime tanınan takdir yetkisi, HMK m. 26’da düzenlenen “*taleple bağlılık ilkesi*” ne bir istisnadır¹²⁴.

Hükmün uygulanmasına ilişkin tartışılan konulardan biri, anonim ortaklığın feshine ilişkin dava dilekçesinde duruma uygun kabul edilebilir bir çözüm konusunda talepte bulunulup bulunulmayacağıdır. Kanunun lafzına da uygun olan, anonim ortaklığın haklı sebeple feshi davası açılması olup, hâkime pay sahibinin çıkarılması hususunda takdir yetkisi tanınmaktadır. Davacı azınlık pay sahipleri uygulamada, “*haklı sebeple fesih ve uygun görülmemesi halinde, payların gerçek değeri üzerinden satın alınarak çıkarılmalarına hükmedilmesine*” şeklinde talepte bulunmaktadır. Burada doktrinde iki farklı görüş vardır. Birinci görüş, HMK m. 111 hükmünce terditli dava açarak birden fazla talebin aralarında aslilik - ferilik ilişkisi kurularak aynı dava dilekçesinde ileri sürebileceğidir¹²⁵. İkinci görüş ise, teknik anlamda terdit ilişkisinin bulunmadığı, azınlığın mahkemeye haklı nedenle fesih yanında, tercih ve taleplerini de belirtebilmesinin mümkün olduğu fakat bunların bağlayıcı olmadığıdır¹²⁶. Hâkim bu taleplerle bağlı değildir. Bizim de katıldığımız ikinci görüşe göre, hâkim azınlığın çıkarılma talebine uygun bir karar verebileceği gibi tam aksi yönde de karar verebilir. Burada sadece davacının değil tüm menfaat sahiplerinin (pay sahipleri, alacaklılar) çıkarlarına uygun bir karar verilecektir.

¹²³ Çoğunluk pay sahiplerinin gerçek değer düşmesine neden olabilecek tedbirlere başvurusunun muhtemel olduğu yönünde bkz. Fusun Nomer Ertan, “Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Haklı Sebeple Fesih Davası – TTK 531 Üzerinde Düşünceler, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, 2015, C. LXXIII, S. 1, 431; Aynı yönde Tolga Ayoğlu, Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi, **Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 2, 2013, s. 244; Karşıt görüşte, “Karar tarihine en yakın tarihteki değer” şeklindeki düzenlemenin yerinde olduğu hususunda Ayşe Şahin, **Anonim Ortaklığın Haklı Nedenle Feshi**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2013, s. 464.

¹²⁴ Sumer, **a.g.e.**, 847; Ayoğlu, **AO Fesih**, s. 237.

¹²⁵ Ayoğlu, **AO Fesih**, s. 239; Eser Rüzgar, Anonim Şirketin Azlık Tarafından Feshine İlişkin Davaya İlgili İsviçre Federal Mahkemesi Kararlarının Değerlendirilmesi, **TAAD**, Y. 5, S. 16, 2014, s. 369-370.

¹²⁶ Ünal Tekinalp, “Anonim Ortaklığın Haklı Sebeplerle Alternatif Çözümlü Fesih Davasının Bazı Usuli Sorunları, **Ersin Çamoğlu’na Armağan**, İstanbul, 2013, s. 215 ve 217; Nomer Ertan, **a.g.e.**, s. 434-435; Çelik, **Çıkarılma**, s. 295.

Hâkim çıkarma kararı verirse bu davacı pay sahiplerine ilişkin tüm paylar için geçerli olacaktır¹²⁷. Payların gerçek değerini ödeyerek satın alacak olan ortaklıktır, davanın tarafı olmayan diğer pay sahiplerinin payları satın almasına hükmedilemez¹²⁸.

Haklı sebeple fesih davası sonucu pay sahibinin çıkarılmasına karar verilmesiyle ayrılma hakkı arasında payların ortaklık tarafından satın alınması benzerliği dışında benzerlik bulunmadığı söylenebilir.

Payların değer tespiti ve bunun usulleri farklılık göstermektedir. Haklı sebeple fesih davasında karar tarihine en yakın gerçek değere göre hesaplama yapılmaktayken, ayrılma hakkında borsa değeri veya yoksa adil değer üzerinde hesaplama yapılmaktadır. Haklı sebeple fesih davasında ilk talep edilen ortaklığın feshidir. Hâkim takdir ederse ortakların çıkarılmasına karar verir. Ayrılma hakkında, hakkın kullanımı için pay sahipleri ortaklığa başvurur ve mahkemeye başvurmaya gerek yoktur. Ayrılma hakkının doğumuna ilişkin şartlar bulunuyorsa bu hak pay sahibi tarafından kullanılabilir. Haklı sebeple fesih davasında, hâkim, ortaklıktan çıkarmaya hükmetmeyebilir. Haklı sebeple fesih davasını açabilmek için teknik anlamda azınlık olmak gerekirken, ayrılma hakkı bireysel bir pay sahipliği hakkıdır, tek bir pay sahibi olan da kullanabilecektir.

G. ISKAT

Iskat, pay sahibinin sermaye koyma borcunu ödemedede temerrüde düştüğü paylarla ilgili olarak pay sahibinin iradesine bakılmaksızın paylarının elinden alınmasıdır¹²⁹. *Tekinalp*'e göre, iskat, borçlu temerrüdünün anonim ortaklığın niteliğine uygun yaptırımıdır¹³⁰.

¹²⁷ Tekinalp, **Usuli Sorunlar**, s. 218; Ayoğlu, **AO Fesih**, s. 240.

¹²⁸ Tekinalp, **Usuli Sorunlar**, s. 218; Ayoğlu, **AO Fesih**, s. 240; Nomer Ertan, **a.g.e.**, s. 431; Karşıt görüşte, aile tipi kapalı anonim ortaklıklarda, davacı ile çıkar çatışması içindeki diğer pay sahiplerinin, ortaklıkla birlikte davalı olarak gösterilmesi yönünde Sinan Yüksel, **Anonim Ortaklığın Haklı Nedenle Feshi Davasında Davalı Sıfatı Üzerine Düşünceler**, **Prof. Dr. Hamdi Yasaman'a Armağan**, İstanbul, 2017, s. 881.

¹²⁹ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, **Ortaklıklar II**, s. 90 vd.

¹³⁰ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, **Ortaklıklar II**, s. 91, p. 1061.

Ortaklık yönetim kurulu, sermaye koyma borcunu ödemeyen pay sahibini, iştirak taahhüdünden ve yaptığı kısmi ödemelerden doğan haklarından yoksun bırakmaya ve söz konusu payı satıp yerine başkasını almaya ve kendisine verilmiş pay senedi varsa, bunları iptal etmeye yetkilidir¹³¹.

TTK'nın 483. maddesine göre, sermaye koyma borcunu yerine getirmeyen pay sahibine ıskat yaptırımının uygulanması için öncelikle, Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi ile ilan yoluyla ortaklığın internet sitesinde de yayımlanacak bir mesajla ihtarada bulunulması gerekmektedir. Bu ihtarada, mütemerrit pay sahibinin temerrüde konu olan tutarı bir ay içinde ödemesi, ödemediği takdirde, ilgili paylara ilişkin haklarından yoksun bırakılacağı ve sözleşme cezasının isteneceği belirtilir. Nama yazılı pay senetlerinin sahiplerine bu davet ve ihtar, TTK'nın 483/2 hükmüne göre, ilan yerine, iadeli taahhütlü mektupla ve internet sitesi mesajı ile yapılır.

Iskata bağlanan iki sonuç olacaktır. Birincisi, temerrüt konusu paylarla ilgili olarak pay sahipliği sıfatının yitirilmesi, ikincisi ise, temerrüde konu olan payların iştirak taahhüdünden mahrum bırakılmasıdır. Yoksun bırakılma ile ilgili payların yerine başka pay sahibi alma yetkisi yönetim kurulunun tasarrufuna geçer¹³².

Iskat ve ayrılma hakkı kurumları, pay sahipliğinin sona ermesine sebep olsalar da birbirlerinden oldukça farklı iki kurumdur. Iskatta her zaman pay sahipliği sona ermeyip, pay sahibinin sadece temerrüde düştüğü paylarda pay sahibi olma sıfatı sona ermektedir. Pay sahibinin tüm paylarda temerrüde düşmesi halinde ortaklıktan çıkarılma sonucu doğar¹³³. Iskatta, ayrılma hakkının aksine pay sahibinin tasarrufu yoktur. Yönetim kurulu ıskata karar verirken, ayrılma hakkına genel kurul karar vermektedir.

Iskatın, pay sahibini korumak gibi bir amacı yoktur ve tam tersi pay sahibinin sermaye koyma borcunu yerine getirmemesinden kaynaklanan bir yaptırımdır. Iskat, sermayeyi ve ortaklığı korumayı amaçlamaktadır. Ayrılma hakkında ise, pay

¹³¹ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, **Ortaklıklar II**, s. 92-93.

¹³² Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, **Ortaklıklar II**, s. 93, p. 1068.

¹³³ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 181. Yeşiltepe, bu ihtimal dışında ıskatla ortaklıktan çıkarma arasında bir benzerlik görmemektedir.

sahibinin payını hiç veya adil bir bedelden devredememesinden kaynaklanacak zarardan korunması amaçlanmaktadır¹³⁴.

Ayrılma hakkını kullanan pay sahibi, adil bedel üzerinden bir ayrılma bedeline sahip olurken, ıskat yaptırımıyla karşılaşan mütemerrit pay sahibi ayrılma bedeli talep edemeyeceği gibi, sermaye borcunun payın satışı ile kapanmayan kısmını da ödemekle yükümlüdür.

III. AYRILMA HAKKININ ÖZELLİKLERİ

SerPK m. 24 uyarınca. “... önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılıp da olumsuz oy kullanan ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleten pay sahipleri, paylarını halka açık ortaklığa satarak ayrılma hakkına sahiptir”. Bu cümleden de anlaşılabilirliği üzere, ayrılma hakkı bir pay sahipliği hakkıdır. Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için pay sahibi olmak gerekli olmakla birlikte yeterli değildir. Genel kurula katılmak, genel kurul kararına karşı olumsuz oy kullanmak ve olumsuz oy kullanılan karara karşı muhalefet şerhini tutanağa işlemek de gerekmektedir. Ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahibinin bir oy hakkı da olmalıdır.

Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için sahip olunan pay oranının azınlık veya çoğunluğa karşılık gelen bir oranda olmasına gerek yoktur. Salt pay sahibi olmak – diğer koşullar da mevcutsa - yeterli olan şartlardan biridir. Bu sebeple hakkın bireysel bir hak olarak tek taraflı irade beyanı ile kullanılabilirliği söylenebilecektir¹³⁵.

Ayrılma hakkı genel kurulda önemli kararlara muhalif kalan her bir pay sahibine tanınmakla beraber, genel kurulda alınacak bu tip kararlara muhalif kalınıp ret oyu kullanılmasına rağmen karar çoğunluk tarafından kabul edilmekte ve

¹³⁴ Semerci Vuraloğlu, a.g.e., s.59.

¹³⁵ Adıgüzel, a.g.e., s. 6; Özdoğan, a.g.e., s. 720; Reha Poroy/Ünal Tekinalp/Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 10. Bası, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2005, s. 432, N. 751.

ortaklığa karşı kullanılmaktadır. Bu durum da ayrılma hakkının bireysel hak olma özelliğini ortaya çıkarmaktadır¹³⁶.

Ayrılma hakkının kullanılmasıyla birlikte kullanan pay sahibi parayla ölçülebilen bir değeri (ayrılma bedeli) malvarlığına katarak, malvarlıksal bir hakkını kullanmış olacaktır. Bu malvarlıksal hak aynı zamanda çoğunluk gücüne karşı korunma amacı da taşıdığından, koruyucu haklardan biri olduğu da söylenebilecektir¹³⁷. Bununla birlikte *Bektaş*'ın¹³⁸ da belirttiği gibi, buradaki ayrılma bedeli, pay sahiplerinin ortak oldukları ortaklığın esas sözleşmesinin yapılmak istenen önemli nitelikteki işlemlerle bozulması nedeniyle ödenen bir tazminat değildir. Talep edilen bir tazminat olmayıp, çoğunlukla önemli nitelikteki işlemi kabul edenler de kusurlu olduğundan bahsedilemez¹³⁹.

Ayrılma hakkının vazgeçilmez nitelikte bir hak olup olmadığı konusu doktrinde tartışmalıdır. Türk hukukunda vazgeçilmez hak, pay sahibinin rızası ile bile sınırlanması ve kaldırılması mümkün olmayan, kanunen tanınmış ve sınırları çizilmiş ve bu sebeple herkese mutlak olarak eşit şekilde uygulanan haklardır¹⁴⁰. TTK m. 447 uyarınca vazgeçilmez hakların kullanımı kanuna aykırı şekilde kısıtlayan ve kaldıran genel kurul kararları da batıldır.

Ayrılma hakkı ise, pay sahibinin belirli şartların gerçekleşmesi halinde elindeki payları belli bir bedel karşılığında ortaklığa satmasını ve ortaklığın bu bedelden payları satın almasını zorunlu tutan bir haktır. SPK m. 24'te düzenlenen esaslar emredici niteliktedir ve fakat bu sebeple ayrılma hakkının vazgeçilemez hak olarak nitelendirilmesi mümkün değildir. Her emredici olma durumu vazgeçilmez hak niteliğini doğurmaz.

Turan tarafından da belirtildiği gibi, bir hakkın vazgeçilemez hak olarak nitelendirilebilmesi için, hakkın anonim ortaklık temel yapısıyla bağlantılı olması ve

¹³⁶ Adıgüzel, **a.g.e.**, s. 6.

¹³⁷ Sönmez, **a.g.e.**, s. 77; İsmail 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: Bankacılık Enstitüsü Yayınları, 2015, s. 761.

¹³⁸ Bektaş, **a.g.e.**, s. 761.

¹³⁹ Siegel, **a.g.e.**, s. 91.

¹⁴⁰ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 348, p. 14-28.

bu çerçevede hakkın kısıtlanması veya kaldırılmasının söz konusu temel yapı ve işleyiş ile bağdaşmaması gerekmektedir¹⁴¹. Vazgeçilmez haklara örnek olarak, eşit işleme tabi tutulma (m. 357), genel kurula katılma (m. 425), oy kullanma (m. 434/2), bilgi alma (m. 437), genel kurul (m. 445, 446) ve yönetim kurulu kararlarına karşı dava açma (m. 460/5) gibi hakların, anonim ortaklığın temel yapısı ve işleyişinin bir uzantısı olarak pay sahibinin elinden alınmaz hakları olarak düzenlenmektedir.

Ayrılma hakkı tarihsel gelişimi içinde de başlangıçtan günümüze aynı şekilde var olan bir hak değildir, zamanla hukuk sistemlerinde tanındığı görülmektedir. Ayrılma hakkının ortaklık temel yapısıyla bağlantılı olmaması ve ortaklıkla ortak arasındaki bağlantıyı da zayıflattığı¹⁴² ve bazı durumlarda anonim ortaklığın devamlılığını bile tehlikeye soktuğuna ilişkin görüşler göz önüne alınınca, kanaatimizce de ayrılma hakkının bir vazgeçilmez hak olmadığı¹⁴³ düşünülmektedir.

Müktesep hak olup olmadığına gelince, TTK'da müktesep haklara ilişkin bir tanım bulunmamaktadır. Doktrinde ise ortaklığı yöneten çoğunluğun kararlarına tabi olmayan, pay sahibinin rızası olmadan çoğunluk tarafından ihlal edilemeyen haklar olarak tanımlanmaktadır¹⁴⁴. Kanunla (pay sahiplerinin sermaye taahhütlerinin artırılmaması TTK m. 421/2a ve m. 480/1, payların birleştirilmemesi TTK m. 477/2) veya esas sözleşmeyle¹⁴⁵ (oybirliği ile değiştirilebileceği açıkça kararlaştırılan haklar) müktesep hak oluşturulabilmektedir. Pay sahiplerinin rızası ile aksi karar alınabilmektedir.

Ayrılma hakkı da SerPK m. 24'te, halka açık ortaklığı payları satın almak zorunda tuttuğu için emredici ve pay sahipleri bakımından da müktesep hak

¹⁴¹ Turan, **Ayrılma Hakkı**, s. 95.

¹⁴² Emrullah Kervankıran, "Sermaye Piyasası Kanununda Pay Sahibinin Ortaklıktan Çıkma ve Çıkarılması", 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun Getirdiği Yenilikler ve Uygulamasının Değerlendirilmesi Konferansı, **Bildiri Metni**

¹⁴³ Bkz. karşı görüşte, Sönmez, **a.g.e.**, s. 74; Kaya, **a.g.e.**, s. 110-111; Adıgüzel, **a.g.e.**, s. 6; Semerci Vuraloğlu, **a.g.e.**, s. 236. Ayrıca, Manavgat, **Halka Arz**, **a.g.e.**, s. 324'te ayrılma hakkı kullanılmasından pay sahiplerince feragat edilebilmesi ve genel kurulun önemli nitelikte işlemin yapılmasına karar vererek dolaylı biçimde ayrılma hakkının engellenmesi nedeniyle hakkın vazgeçilmez hak niteliğinde olmadığını belirtmiştir.

¹⁴⁴ Nuri Erdem, "6102 sayılı "Yeni" TTK'ya Göre Anonim Ortaklık Pay Sahiplerinin "Müktesep" (Kazanılmış) Hakları, **Regesta**, C. 2, S. I, 2012, s. 31, Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, 13. Bası, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2014, s. 612, p. 868.

¹⁴⁵ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, **Ortaklıklar I**, s. 612, p. 869, Bahtiyar, **Ortaklıklar**, s. 317.

niteliğindedir. Ayrılma hakkı rızası hilafına hiçbir pay sahibinin elinden alınamamakta ve halka açık anonim ortaklığın esas sözleşmesinde ayrılma hakkını doğuran işlemlerin ayrılma hakkını doğurmayacağına ilişkin hüküm eklenmek istenmesi halinde oybirliği ile karar alınması gerekmektedir.

Ayrılma hakkı, halka açık ortaklıkların pay sahiplerine ait şarta bağlı, bireysel ve müktesep bir haktır. İlgili mevzuatta bu yönde kısıtlayıcı bir düzenleme bulunmamakla birlikte, pay sahibinin genel kurul öncesinde ayrılma hakkını kullanacağından ortaklığa iletacağı tek taraflı beyanla feragat etmesi *Turan*'ın da belirttiği gibi bizim kanaatimizce de geçerli olmayacaktır¹⁴⁶.

Doktrinde, ayrılma hakkını kullanan pay sahibi ile ortaklık arasında bir satım sözleşmesi kurulduğu kabul edilmektedir¹⁴⁷. *Bektaş*'ın da ifade ettiği gibi, ayrılma hakkında bir sözleşme kurma zorunluluğu olmakla birlikte, ortaklığın sözleşme kurma iradesi kanundan gelmektedir. Ayrıca, ayrılma hakkında halka açık anonim ortaklık, payların bedel, süre gibi satım şartlarını kendisi belirleyememekte ve sözleşmenin karşı tarafını da seçme özgürlüğüne sahip olamamaktadır. Ortaklığın sözleşme yapmaktan kaçınmayacağı kişilere icapta bulunduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Teknik anlamda sözleşme kurma zorunluluğu ortaklığın iradesi yerine geçen zorunlu bir kabulü gerektirirken burada zorunlu bir icaptan bahsedilmektedir. Bu durum yine de bir sözleşme kurma zorunluluğu olduğu gerçeğini değiştirmemektedir¹⁴⁸.

SerPK m. 24'e göre ayrılma hakkı ortaklığa karşı ileri sürüldüğünden payları satın alma yükümlülüğü ortaklıktadır. Buradaki tartışma noktası ise ayrılma hakkının kullanılması neticesinde payları satın alan ortaklığın kendi paylarını iktisap etme yasağını ihlal edip etmediğidir.

¹⁴⁶ *Turan, Ayrılma Hakkı*, s. 99; Doğmamış bir haktan feragat edilemeyeceği yönünde bkz. Yargıtay 16. HD'nin 24.1.1992 tarih ve E. 1991/5715, K. 1992/664 sayılı karar, Yargıtay 13. HD'nin 11.10.2004 tarih ve E. 2004/6611, K.2004/14120 sayılı karar.

¹⁴⁷ Adıgüzel, *a.g.e.*, s. 38; Sönmez, *a.g.e.*, s. 141; Bektaş, *a.g.e.*, s. 762.

¹⁴⁸ Aynı durumun TTK m. 155/2'de var olduğuna ilişkin açıklamalar için bkz. Bektaş, *a.g.e.*, s. 765 dn. 42.

Ana kural, TTK m. 379/5 ve SerPK m. 22 uyarınca çıkarılan Geri Alınan Paylar Tebliği'nin¹⁴⁹ m. 5 ve 9'una göre, halka açık bir ortaklığın kendi paylarını iktisabı ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşmamalıdır¹⁵⁰. Bu hükmün istisnası ise Ayrılma Hakkı Tebliği m. 10/8'de "*Ayrılma hakkının kullanılması sonucunda geri alınan paylar, ortaklıkların kendi paylarını geri almasına ilişkin Kurul düzenlemelerine tabidir; ancak ilgili düzenlemedeki geri alma sınırına ilişkin oran ayrılma hakkının kullanılması halinde uygulanmaz.*" gereğince, ortaklığın ayrılma hakkı kullanılarak geri alınan payları için, kendi paylarını iktisabındaki yüzde onluk sınır uygulanmayacaktır. Başka bir deyişle, ortaklık ayrılma hakkının kullanılması için yaptığı geri alımlarda yüzde onluk sınırı aşabilir. Ancak bu sınır aşılarak yapılan iktisaplar en fazla üç yıl boyunca ortaklık elinde tutulabilir. Üç yılın sonunda elde kalan paylar sermaye azaltımı suretiyle itfa edilecektir.

IV. TÜRK SERMAYE PİYASASI MEVZUATINDA AYRILMA HAKKI

A. AYRILMA HAKKINI DOĞURAN ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMLER

6362 sayılı SerPK, AB müktesebatına ve yeni Ticaret Kanunu'na uyum, sermaye piyasalarının gelişen ihtiyaçlarına cevap verilmesi gibi hedefleri barındıran, sermaye piyasası araçlarına ve ihraççılara ilişkin birçok yenilik getirmiştir. Bunlardan biri de halka açık anonim ortaklıklar için getirilen ayrılma hakkıdır.

¹⁴⁹ Bkz. 03.01.2014 tarih ve 28871 sayılı RG'de yayımlanan I-22.1 nolu Tebliğ. Ayrıca, 10.08.2011 tarih ve 26/767 sayılı İlke Kararı ile 01.09.2009 tarih ve 27/748 sayılı İlke Kararı ("Geri Alım İlke Kararları") ile Geri Alınan Paylar Tebliği'nin yürürlüğe girdiği güne kadar gerçekleşen işlemlerin kanuniliği ve geçerliliğine ilişkin doktrindeki tartışmalar için bkz. Korkut Özkorkut, "Sermaye Piyasası Kurulu'nun 10.08.2011 Tarih ve 26/767 Sayılı İlke Kararı ile Tüm Borsa Şirketlerinin Kendi Paylarını İktisap Edebilmeleri Mümkün Hale Gelmiş Midir?", **BATİDER**, C. XXVII, S. 3, Eylül 2011, s. 17-39; Veliye Yanlı/Gül Okutan Nilsson, "Şirketin Kendi Paylarını İktisabına İlişkin 10.08.2011 Tarih ve 26/767 Sayılı SPK İlke Kararının 6762 Sayılı TTK Çerçevesinde Değerlendirilmesi, **Arslanlı Bilim Arşivi**, 2011, s. 1 vd.; Altan, **Ayrılma Hakkı**, s. 124-125.

¹⁵⁰ Bkz. ve karşı. TTK m. 379/1.

Bu hakkın tanınma amacı SerPK Gerekçesi'nde azınlık pay sahiplerinin korunarak, payların borsada satılmaması ihtimalinde likiditenin sağlanması işlevinin yerine getirilmesi olarak belirtilmiştir¹⁵¹.

Uygulamada çıkabilecek çıkar çatışmalarının ve sorunların çözüme kavuşturulması ve değişen piyasa koşullarına uyum için Kurul'a adil bedelin belirlenmesi, ödenmesi, ayrılma hakkının kullanılmasıyla ilgili esaslar ve ayrılma hakkının doğmadığı haller için düzenleme yapma yetkisi verilmiş ve Kurul da bunun için Ayrılma Hakkı Tebliği'ni yürürlüğe koymuştur.

SerPK m.24, m. 23'te yer alan genel kurulda alınmış önemli kararlara muhalif olan pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanabileceğini kabul etmiştir. Bu düzenlemede ayrılma hakkının tanındığı işlemler sınırlı sayıda olmamak üzere belirlenmiştir.

Doktrinde de belirtildiği üzere¹⁵² bu iki madde dışında ayrılma hakkı tanınan ve bizim de paylaştığımız görüş uyarınca önemli nitelikte işlem olduğuna hükmedilmesi gereken SerPK m. 33/4¹⁵³ vardır. Bu hükümde, pay sahibi sayısı nedeniyle halka açık anonim ortaklık sayılan anonim ortaklıkların hükümde belirtilen çoğunlukla kanun kapsamından çıkma kararı almasında olumlu oy kullanmayan pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınmıştır.

Önemli nitelikte işlem, genel kurulda alınan karar neticesinde karara muhalif olan pay sahiplerinin paylarını ortaklığa satarak ayrılmalarına imkân veren, ortaklık yapısında değişiklikler meydana getiren veya pay sahibinin ortaklıktaki konumunu

¹⁵¹ SerPK Gerekçe, s. 96.

¹⁵² Kaya, **a.g.e.**, s. 148 ve 185; Semerci Vuraloğlu, **a.g.e.**, s. 336-342.

¹⁵³ SerPK m.33/4: “Pay sahibi sayısı sebebiyle halka açık sayılan ortaklıklardan, 16 ncı madde uyarınca paylarının borsada işlem görmesini istemeyenler, pay sahibi tam sayısının en az üçte ikisinin olumlu oyu veya toplam oyların dörtte üçü ile alınacak bir genel kurul kararı ile bu Kanun kapsamından çıkabilir. Bu durumda Kanunun kapsamından çıkma kararına olumlu oy kullanmayan pay sahiplerine 24 üncü madde uyarınca ayrılma hakkı tanınır. 16 ncı maddenin ikinci fıkrası uyarınca Kurulca resen halka açık ortaklık statüsünden çıkarılacak ortaklıkların hâkim ortaklarına diğer paylar için pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu getirilebilir. Buna ilişkin usul ve esaslar Kurul tarafından belirlenir.”

köklü şekilde etkileyen ve kanun koyucu tarafından belirlenen işlemler olarak tanımlanmıştır¹⁵⁴.

Önemli nitelikte işlemlerin neler olabileceği yönünde karşılaştırmalı hukukta birçok görüş ortaya atılmıştır. Anonim ortaklığın genel kurulunda alınan bir kararın önemli olup olmaması, o kararın anonim ortaklığın, pay sahiplerinin, yöneticilerin ve alacaklıların menfaatini ne şekilde etkilediği ile ilgilidir.

Hangi kararların önemli sayılacağı yabancı hukuklarda tartışma konusu olmuştur¹⁵⁵. Bu konudaki görüşlerden biri, ayrılma hakkının ortaklığın yapısını değiştiren kararlar söz konusu olduğunda geçerli olabileceğini öne sürmüştür¹⁵⁶. Buna karşın üçüncü kişilerce bu değişikliğin yapılması hâlinde, ayrılma hakkının söz konusu olmayacağı belirtilerek bu hususta genelleme yapılamayacağı iddia edilmiştir¹⁵⁷.

Bir başka görüş, ayrılma hakkını harekete geçiren işlemin karakteristik özelliğini esas alarak, ortaklıktaki varlık yapısını veya sermaye borç oranını değiştiren kararlar ile faaliyet konusunu değiştirerek ortakların beklentisini değiştiren kararların önemli karar sayılması gerektiğini belirtmiş¹⁵⁸, ancak bu iddia da pay sahiplerinin risklerini ortadan kaldırmayı hedefledikleri düşüncesiyle kabul edilmemiştir¹⁵⁹.

Önemli nitelikte işlemler kavramın ortaya çıktığı ABD’de bile önemli kararlar eyaletten eyalete farklılıklar göstermiştir¹⁶⁰. ABD hukukunda genel olarak ayrılma hakkına ve onu doğuran önemli nitelikteki işlemlere ilişkin düzenlemeler Delaware Genel Şirketler Kanunu (Delaware General Corporation Law – DGCL) ve Model

¹⁵⁴ Eda Çanga Belber, **Karşılaştırmalı Hukuk Işığında Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Önemli Nitelikte İşlemler**, İstanbul: Legal Yayıncılık, 2017, s. 8; Veliye Yanlı, "Halka Açık Şirketlerde Önemli Nitelikteki İşlemler", **İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 6, S. 2, 2016, s. 459 vd; Damla Gül Tarhan, **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler ve Sonuçları**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2018, s. 41 vd.

¹⁵⁵ Letsou, **a.g.e.**, s.1124 vd, Wertheimer, **Appraisal**, s. 671 vd.

¹⁵⁶ Kanda / Levmore, **a.g.e.**, s.463-465.

¹⁵⁷ Wertheimer, **Appraisal**, s. 671.

¹⁵⁸ Kanda/Levmore, **a.g.e.**, s. 464.

¹⁵⁹ Letsou, **a.g.e.**, s. 1138-1140.

¹⁶⁰ William F. Looney Jr., "Dissenting Minority Shareholder's Right of Appraisal", **Boston College Legal Review**, Vol.4, No. 1, 1962, s. 85.

Şirketler Kanununda (Model Business Corporation Act – MBCA) yer almaktadır. MBCA, 13.02(a) bölümünde ayrılma hakkını doğuran işlemleri, birleşme, hisse değişimi¹⁶¹, malvarlığının devredilmesi, pay sahibi haklarını olumsuz etkileyen esas sözleşme değişiklikleri ve tür değiştirme olarak sıralamaktayken, DGCL önemli nitelikte işlemleri birleşmelerle sınırlamakla birlikte, DGCL § 262(c)’de, ortaklıkların esas sözleşmelerine koyabilecekleri hükümlerle malvarlıklarının tümünü veya önemli bir bölümünü devredebilecekleri de düzenlenmektedir.

Türk Hukukunda, SerPK m. 23 ve bu maddeye dayanılarak çıkarılan Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5 uyarınca ayrılma hakkı doğumuna sebep olan önemli nitelikte işlemlerin düzenlendiğini görüyoruz.

SerPK m. 23/1 uyarınca “*Halka açık ortaklıkların;*

a) Birleşme, bölünme işlemlerine taraf olması, tür değiştirme veya sona erme kararı alması,

b) Mal varlığının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya üzerinde bir ayni hak tesis etmesi veya kiralaması,

c) Faaliyet konusunu tümüyle veya önemli ölçüde değiştirmesi,

ç) İmtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi,

d) Borsa kotundan çıkması,

gibi hususlar bu Kanunun uygulanmasında önemli nitelikte işlem sayılır.”

denilmekle birlikte fıkranın devamında “*Kurul, önemli nitelikteki işlemleri, önemlilik ölçüsü de dâhil olmak üzere bu nitelikteki işlemlerde bulunulabilmesi veya kararların alınabilmesi için uyulması zorunlu usul ve esasları belirlemeye yetkilidir.”* denilerek Kurul’a önemli nitelikteki işlemler ve önemlilik ölçüsünün belirlenmesi konularında yetki verilmiştir. Kanun yapma tekniği açısından Kurul’a

¹⁶¹ ABD hukukunda “share exchange” olarak düzenlenen bu kavram, Türk Kurumlar Vergisi Kanunu m. 19/3 maddesinde düzenlenmektedir. Buna göre, tam mükellef bir sermaye şirketinin, diğer bir sermaye şirketinin hisselerini, bu şirketin yönetimini ve hisse çoğunluğunu elde edecek şekilde devralması ve karşılığında bu şirketin hisselerini devreden ortaklarına kendi şirketinin sermayesini temsil eden iştirak hisselerini vermesi, hisse değişimi hükmündedir. TTK’da bu konu düzenlenmemiştir. Birleşmeden farkı ise, devralınan ortaklıkta tüzel kişilik devam eder, malvarlığının devralan ortaklığa devri ticaret sicilinde değil de bir satım sözleşmesi yoluyla olur. Tekinalp/Poroy/Çamoğlu, **Ortaklıklar I**, s. 106.

bu konuda verilen yetki isabetsizdir¹⁶². Kanun, ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikteki işlemleri bir listeye saydıktan sonra, Kurul'a önemli nitelikte işlem türleri belirleme konusunda yetki vererek, kanun koyucu kendisine ait kurucu nitelikte kanun yapma yetkisini Kurul'a devretmiş olmaktadır.

Bununla birlikte, Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5 SerPK 23'teki önemli nitelikteki işlemleri aynı sırayla saydıktan sonra listeyi aşağıdaki kararlarla uzatmaktadır. Tebliğ m. 5 (e) *ilişkili taraflarından önemli ölçüde mal varlığı edinmesi veya kiralaması, (g) Yapmayı 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 varlık devirlerinden kaynaklanan borçların kısmen veya tamamen ödenmesinde kullanılacak olması bu Tebliğin 6 ncı maddesi kapsamında belirlenen önemlilik kriterlerini de sağlamış olmak koşuluyla önemli nitelikteki işlem sayılır.*” denilerek listede yer alan işlemlerin Tebliğ m. 6'da açıklanan önemlilik kriterlerini sağlaması gerektiği belirtilmiştir. Ayrıca Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5/2'de “*Ortaklıkların halka açılma öncesindeki vaat, taahhüt veya esaslı durumlarından önemli oranda 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 işlemler, Kurul tarafından önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilebilir.*” hükmü ile Kurul'un önemli nitelikteki işlemleri belirleme yetkisine yer verilmektedir.

Yukarıda belirtilen Tebliğ hükümleri ile de görülebileceği gibi üç grup altında önemli nitelikteki işlemleri ayırabiliriz.

- 1) **Doğrudan Önemli Nitelikteki İşlemler:** Birleşme, bölünme, tür değiştirme, sona erme, imtiyaz öngörülmesi ve mevcut imtiyazların kapsam ve konusunun değiştirilmesi, borsa kotundan çıkma, bedelli sermaye artırımlarında nakit sermaye koyma borcunun, ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlara mahsup edilmek suretiyle ödenmesi, bedelli sermaye

¹⁶² Bu görüşte bkz. Kaya, **Ayrılma Hakkı**, s. 150.

artırımlarında artırım tutarının mevcut sermayeyi aşması ve bu tutarın ilişkili taraflara olan ve nakit dışı varlık devirlerinden kaynaklanan borçların ödenmesinde kullanılmasıdır. Bunlara ek olarak SerPK m. 33/4'teki ayrılma hakkı tanınarak halka açıklık statüsünden çıkma işlemi de bu grup altında değerlendirilmelidir.

- 2) **Önemlilik Ölçütünü Karşılacağı Takdirde Önemli Nitelikte Sayılan İşlemler:** Ortaklığın malvarlığının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya kiraya vermesi veya malvarlığının tümü veya önemli bir bölümü üzerinde aynı hak tesis etmesi, faaliyet konusunu tümüyle veya önemli ölçüde değiştirmesi, ilişkili taraflarından önemli ölçüde malvarlığı edinmesi veya kiralanmasıdır.
- 3) **Kurul Tarafından Önemli Nitelikte İşlem Olarak Değerlendirilebilecek Diğer İşlemler:** Ortakların halka açılma öncesindeki vaat, taahhüt veya esaslı durumlarından önemli oranda farklılaşan veya somut bir konuda daha önceden bir vaat veya taahhütte bulunulmamış olsa bile bütüncül olarak ele alındığında ortaklığın faaliyetleri ve/veya ticari hayatında önemli ölçüde değişiklik meydana getirebilecek iş ve işlemlerdir.

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5'te belirtilen önemli nitelikteki işlemlerin tümü ayrılma hakkının kullanılmasına yol açacak nitelikte değildir. Ayrılma hakkının her zaman kullanılabilir bir hak olmamasının nedenine bakılınca, ayrılma hakkı kullanımıyla ortaklıktan yüklü miktarda nakit çıkışlarına engel olunmasıdır¹⁶³. Bir yandan da ayrılma hakkı her türlü karar için tanınmış olsaydı ortaklığın ortak amaç ve ortak çaba (*affectio societatis*) unsurlarına aykırı durumlar meydana gelebilirdi¹⁶⁴. Tebliğ düzenlemesiyle bir kısım işlemler ayrılma hakkını doğururken, bir kısmı pay alım teklifine yol açmakta ve bir diğer kısım kararlar da ayrılma hakkından bağışık tutulmuştur.

¹⁶³ Letsou, **a.g.e.**, s. 1138, Özdoğan, **a.g.e.**, s. 723.

¹⁶⁴ Kaya, **Ayrılma Hakkı**, s. 153.

B. ÖNEMLİ KARAR TÜRLERİ

1. Doğrudan Önemli Nitelikte İşlemler

a. Birleşme

Birleşme birden çok ticaret ortaklığının, malvarlıkları tasfiye edilmeksizin içlerinden herhangi birinde veya yeni kurulacak bir ortaklıkta birleşmeleri ve birleşen ortaklıkların pay sahiplerinin belli bir birleşme oranında diğer ortaktan pay almasıdır¹⁶⁵.

Birleşme ayrılma hakkının ortaya çıkışına neden olan işlemlerden biridir. Bu hakkın tanındığı tüm hukuk sistemlerinde temel işlem niteliğinde olduğu görülmektedir.

Ayrılma Hakkı Tebliği'ne göre halka açık anonim ortaklığın birleşme işlemine taraf olması ayrılma hakkının doğması için yeterlidir.

Bir birleşmede üç unsurun bulunması gerekmektedir. Malvarlıklarının birleşmesi, tasfiyenin yapılmaması ve birleşen ortaklıkların pay sahiplerine belli oranda pay veya ayrılma akçesi verilmesidir¹⁶⁶. Bunun dışında ortaklıkların tasfiye olmaksızın bir iş ile ilgili iş birliği yapmaları, bir ortaklığın diğer bir ortaklığın paylarını satın alarak yönetim kontrolünü ele geçirmesi birleşme olarak kabul edilemez¹⁶⁷.

Halka açık anonim ortaklıklarda birleşmeye TTK hükümlerinin ile birlikte, özel mevzuat olan SerPK m. 23/1/a, m. 24-27, Birleşme ve Bölünme Tebliği ve Ayrılma Hakkı Tebliği hükümleri öncelikli olarak uygulanmaktadır.

Birleşme TTK m.136/1 uyarınca, ya devralma şeklinde veya yeni bir ortaklık altında birleşme şeklinde ortaya çıkar. SerPK m.24 ve Ayrılma Hakkı Tebliği,

¹⁶⁵ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 681, p. 24-03.

¹⁶⁶ Bahtiyar, **Ortaklıklar**, s. 63-64.

¹⁶⁷ Sönmez, **a.g.e.**, s. 91-92.

birleşmenin türüne ilişkin bir ayrıma yer vermediğinden, her iki tür birleşmede de ayrılma hakkı kullanılabilir¹⁶⁸.

Ayrıca Türk sermaye piyasası açısından yeni ve özgün bir kavram olan birleşme amaçlı ortaklıkta da, ortaklığın başka bir ortaklıkla birleşmesi anında ayrılma hakkı söz konusu olabilecektir¹⁶⁹.

TTK her türden ticaret ortaklığının yine her tür ticaret ortaklığı ile birleşmesine cevaz vermemiştir. TTK m. 137'den hareketle, bir anonim ortaklık türü olan halka açık anonim ortaklık, sermaye ortaklıkları ve kooperatiflerle sınırlama olmaksızın ve şahıs ortaklıklarıyla da ancak devralan ortaklık olması koşuluyla birleşebilmektedir.

Birleşme ve Bölünme Tebliği, halka açık anonim ortaklıklar bakımından m. 12/4 ve 5. Bentlerinde¹⁷⁰ de bazı sınırlamalar yer almaktadır.

¹⁶⁸ Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 10.

¹⁶⁹ Tanımı için Birleşme ve Bölünme Tebliğinin m. 4/b maddesinde “*Birleşme amaçlı ortaklık; Önceden 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, ana sözleşmesinde ve/veya halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede belirtilen faaliyetler için halka arzdan elde ettiği gelirin azami yüzde onunu kullanarak bakiye kısmın önceden belirlenmiş süre içerisinde hedeflenen birleşme işleminin gerçekleştirilmesi hâlinde kurucular dışındaki ortaklara iade edilmesi amacıyla devlet iç borçlanma senedi ve benzeri yatırım araçlarından bir veya birden fazlasına yatırım yapmak suretiyle değerlendirmeyi taahhüt eden ve bu çerçevede gerekli nakit yönetim politikasını halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede kamuya açıklayan, birleşme işleminin onaylandığı genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanan pay sahiplerine ve sona ermesi durumunda kurucular dışındaki tüm pay sahiplerine ait paylara yönelik olarak gönüllü geri alım işlemini izahnamede belirtilen esaslar çerçevesinde gerçekleştirecek olan ve ticaret unvanında birleşme amaçlı ortaklık ibaresi bulunan ortaklıktır.*” Ayrıca bkz. detaylı bilgi için Gül Okutan Nilsson, **Sermaye Piyasası Hukukunda Birleşme Amaçlı Ortaklık**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık A.Ş. 2016, s. 3 vd. ; Derin Altan/ Nil Acar, “Yeni Bir Alternatif Yatırım Aracı: Birleşme Amaçlı Ortaklıklar”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 16, S. 1, 2014, s. 251-268.

¹⁷⁰ Birleşme ve Bölünme Tebliği m. 12 (4) Birleşme işlemine taraf olan şirketlerin sayısının iki olduğu, payları borsada işlem gören halka açık bir ortaklık ile payları borsada işlem görmeyen bir şirketin;

a) Devralma şeklinde birleşme işlemlerinde; payları borsada işlem gören halka açık ortaklığın sermayesinin %100'den fazla artması ile sonuçlanacak şekilde,

b) Yeni kuruluş şeklinde birleşme işlemlerinde ise; payları borsada işlem gören halka açık ortaklığın ortaklarına tahsis olunacak payların, yeni kurulacak ortaklığın sermayesinin yarısından azını oluşturacak şekilde, bir birleşme işlemi yapılamaz.

m. 12 (5) Birleşme işlemine taraf olan şirketlerin sayısının ikiden fazla olduğu, payları borsada işlem gören halka açık ortaklıklar ile payları borsada işlem görmeyen şirketlerin;

a) Devralma şeklinde birleşme işlemlerinde; payları borsada işlem görmeyen devrolunan her bir şirket için yapılacak sermaye artırımı tutarının, payları borsada işlem gören halka açık ortaklığın birleşme öncesi sermayesini aşacak şekilde,

Birleşme ve Bölünme Tebliği m. 12/1 ve TTK m. 138 birbirlerine paralel düzenleme ile, tasfiye halindeki ortaklıkların taraf olduğu birleşmelerde, ortaklık malvarlığının dağıtımına başlanmamış olması ile devrolunan ortak olması şartını getirmiştir.

Sermaye kaybı ve borca batıklık durumunda, TTK m. 139/2'nin bu iki durumu karşılayabilecek oranda serbestçe tasarruf edilebilecek özvarlığa sahip ortaklıkla birleşmeye ve Birleşme ve Bölünme Tebliği m. 12/2'de geçmiş yıl zararlarını karşılayacak özvarlığa sahip ortaklıkla birleşmeye cevaz verildiği hükmüyle paraleldir.

Yukarıda belirtilen sınırlamalara rağmen birleşme yapılmışsa, birleşme işlemi *Kaya*'ya göre geçerli olacak ve bu durumda TTK m. 192 uyarınca yapısal değişikliklerin iptaline ilişkin dava açılacaktır¹⁷¹. Uygulamada, Kurul birleşme ve bölünme işlemlerine ilişkin detaylı inceleme yaptığından kanaatimizce sınırlamalara rağmen birleşmenin yapılması pek olası değildir.

Birleşmede pay sahiplerinin korunmasına özellikle önem verildiği ve bu durumun mevcut pay sahiplerine mevcut payları ile aynı oranda birleşilen ortaklıkta yeni pay verilmesini zorunlu kılan ortaklık payının devamlılığı ilkesi ile de açıklandığı görülmektedir (TTK m. 140/1). TTK m. 141/1 uyarınca ise, *“Birleşmeye katılan şirketler, birleşme sözleşmesinde, ortaklara, devralan şirkette, pay ve ortaklık haklarının iktisabı ile iktisap olunacak şirket paylarının gerçek değerine denk gelen bir ayrılma akçesi arasında seçim yapma hakkı tanıyabilirler.”* Halka açık anonim ortaklıklar açısından da Birleşme ve Bölünme Tebliği m. 12/3¹⁷² de TTK m. 141

b) Yeni kuruluş şeklinde birleşme işlemlerinde ise; payları borsada işlem gören halka açık ortaklığın ortaklarına tahsis olunacak payların, yeni kurulacak ortaklığın sermayesinde birleşmeye taraf olan her bir şirketin önceki hissedarlarına verilecek pay miktarından az olacak şekilde, bir birleşme işlemi yapılamaz.

¹⁷¹ Kaya, **Ayrılma Hakkı**, s. 157; Detaylı açıklamalar için bkz. Şafak Narbay/Buğra Kesici, “Ticaret Ortaklıklarında Yapısal Değişiklik Kararına Karşı Öngörülen İptal Davası Üzerine Karşılaştırmalı Bir İnceleme”, **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuk Dergisi**, S. 1, 2015, s. 107 vd

¹⁷² *“Birleşme sözleşmesinde TTK'nın 141 inci maddesi çerçevesinde ayrılma akçesinin öngörülmesi durumunda; ayrılma akçesinin Türk Lirası cinsinden nakit, menkul kıymet veya kısmen nakit kısmen menkul kıymet olarak belirlenmesi mümkündür. Ancak pay sahibinin talebi halinde ayrılma akçesinin nakden ödenmesi zorunludur. Ayrılma akçesinin tamamen veya kısmen menkul kıymet cinsinden belirlenmesi durumunda, menkul kıymetin borsada işlem gören bir menkul kıymet olması zorunludur. Ayrılma akçesi olarak önerilen menkul kıymet için esas alınan birim fiyat veya değişim*

hükmüne atıf yaparak birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesinin öngörülebileceğinden bahsetmiştir. Hem Birleşme ve Bölünme Tebliği m. 12/3'te hem de TTK m. 141/1 gerekçesinde¹⁷³de belirtildiği gibi ayrılma akçesinin nakit olarak düzenlenmesinin zorunlu olmadığı belirlenmiş olmakla birlikte, Birleşme ve Bölünme Tebliği'nde pay sahibinin isteği halinde nakit olarak ödenmesi gerektiği de ayrıca düzenlenmiştir.

Ayrılma akçesinin zorunlu tutulduğu tek konu TTK m. 155/2'de düzenlenen kolaylaştırılmış birleşme işlemidir. Kolaylaştırılmış birleşme devralan sermaye ortaklığının devrolunan sermaye ortaklığında %90 ve üzeri paya sahip olduğu, yalnızca sermaye ortaklıkları arasında gerçekleştirilebilen, standart birleşme için öngörülen işlemlerin yapılmaması ve birleşme sözleşmesi ve diğer birleşme belgelerinden bazı beyanların yer almasına kanunen gerek olmayan birleşme türüdür¹⁷⁴. SerPK m. 24 ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nde birleşme mutlak surette ayrılma hakkı doğuran bir önemli nitelikte işlemken, Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1/e uyarınca, ayrılma hakkının doğmadığı işlemlerden biridir. Kolaylaştırılmış birleşmede pay sahiplerinin haklarında olumsuz bir durum yaratılmadığından ayrılma hakkının doğmadığı işlemlerden sayılması isabetli görülebilir¹⁷⁵.

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 11/1 uyarınca, devrolunan payları borsada işlem gören ortaklığın, payları borsada işlem görmeyen ve birleşmeye esas olan finansal tabloları uyarınca aktif toplamı daha büyük olan bir ortaklık ile birleşmesinde, devralan ortaklıkta birleşme işlemi öncesi hâkim ortak konumunda olan pay sahipleri ile bunlarla hareket edenler bakımından pay alım teklifi zorunluluğu getirilmiştir. Ayrıca Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1/d hükmü, bu tür birleşmeler açısından ayrılma hakkının doğmadığını da düzenlemiştir.

oranı ile bu fiyatın veya değişim oranının tespitinde uzman kuruluş görüşü dikkate alınır ve hesaplanan birim fiyat veya değişim oranı duyuru metninde açıklanır."

¹⁷³ "Ayrılma akçesinin nakit olması şart değildir. Karşılık olarak başka bir şirketin payı/pay senedi veya bir diğer menkul değeri, mesela değiştirilebilir tahvil verilebilir. Böylece, üç köşeli birleşmelere de kanunen olanak tanınmış olmaktadır.

¹⁷⁴ Bkz. Tekinalp (Poroy/Tekinalp/ Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, s. 136, N. 150c vd.

¹⁷⁵ Bu görüşte bkz. Kaya, **a.g.e.**, s. 161.

Ayrılma hakkı tıpkı ABD hukuku Delaware düzenlemelerinde (DGCL § 262) olduğu gibi bizde de SerPK m. 24¹⁷⁶ ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9 düzenlemesinde hem devralan hem de devrolunan ortaklık pay sahiplerine tanınan bir haktır. Bu ortaklıkların pay sahipleri arasında bir ayırım yapılmadığı görülmektedir.

Ayrılma hakkı hem yeni kuruluş hem de devralma suretiyle birleşmeler için kabul edilmiştir.

TTK m. 145 ve devamı maddelerinde birleşme için uygulanacak usul belirtilmiştir. Halka açık anonim ortaklıklar açısından Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin özellikli hükümleri uygulanacağı açıktır.

Birleşme kararının alınacağı genel kurulda nisap, SerPK m. 29/6 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 7'deki düzenleme uyarınca, esas sözleşmelerinde açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, toplantı nisabı aranmaksızın, genel kurula katılan oy hakkını haiz payların üçte ikisi olarak belirlenmiştir. Ancak, toplantıda sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların en az yarısının hazır bulunması hâlinde, esas sözleşmede açıkça daha ağır nisaplar öngörülmedikçe, toplantıya katılan oy hakkını haiz payların çoğunluğu ile karar alınır.

Anonim ortaklarda birleşme kararının alınacağı nisapları düzenleyen TTK m. 151 ise, esas veya çıkarılmış sermayenin çoğunluğunu temsil etmek şartıyla, genel kuruldaki mevcut oyların dörtte üçü ile karar alınabileceğini düzenlerken, ilgili hüküm, TTK m.421/5 (b)'nin saklı olduğunu belirtmektedir. İlgili hükme göre, pay senetleri borsada işlem gören ortaklıklarda, birleşme kararı alınabilmesi için genel kurulda aksine hüküm olmadıkça, TTK m.418'deki nisap, yani sermayenin dörtte birini karşılayan pay sahiplerinin veya temsilcileri ile toplanıp, oy çoğunluğu ile karar alması mümkündür. SerPK m.29/6 ile TTK m.421/5 (b) hükümlerinin çelişkili ifadelerine rağmen, halka açık anonim ortaklıklar açısından SerPK m. 29/6'nın uygulanacağı açıktır.

¹⁷⁶ SerPK m. 24 açısından ayrılma hakkının birleşen şirketlerden birisinin halka açık şirket olması halinde onun ortakları için geçerli olduğu yönünde bkz. Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 11.

b. Bölünme

Ayrılma hakkının doğrudan tanındığı önemli nitelikteki işlemlerden biri de bölünmedir. SerPK m. 23/1-a, m. 24/1; Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5/1-a hükümleri ile Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin uygulanması, bölünme işleminin tarafının halka açık anonim ortaklık olması ile mümkündür. Ayrıca TTK'nın bölünmeyi düzenleyen m. 159-180 hükümleri de özel düzenleme olan SerPK ve ikincil mevzuatında farklı bir düzenleme olmadıkça halka açık anonim ortaklıklar için de uygulanacaktır.

TTK uyarınca sermaye ortaklıkları ve kooperatifler dışındaki diğer ortaklıklar bölünmeye konu olamaz (TTK m. 160). Bu durumda halka açık anonim ortaklıklar da bölünmeye konu olabilir.

TTK bölünme için genel bir tanım vermek yerine bölünmenin türleri olan tam ve kısmi bölünme unsurlarını TTK m. 159'da açıklamıştır. *Tekinalp*'in bu unsurlardan yola çıkarak yaptığı tanım ise şöyledir: “*Bir ortaklığın malvarlığının tümünün ya da 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 etmesidir.*¹⁷⁷”

Bölünme bu tanımdan anlaşılacağı üzere malvarlığı ölçütüne göre tam veya kısmi bölünme olarak ayrılmaktadır. TTK m. 159 ve Birleşme ve Bölünme Tebliği m. 4'te yer alan ayırım da budur. Bölünme bunun dışında pay sahiplerinin bölünme sonrası yeni oluşan veya malvarlığını devralan ortaklıktaki pay oranlarının aynı oranda olması hâlinde simetrik bölünme, aynı olmaması hâlinde ise asimetrik bölünmeden bahsedilir. Simetrik ve asimetrik bölünme, tam ve kısmi bölünme şeklinde cereyan edebilir. Bölünmenin bu şekilde ayrılmasının önemli bir sonucu,

¹⁷⁷ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 724, p. 25-01; farklı tanımlar için Mehmet Helvacı, **Anonim Ortaklıkların Bölünmesi (Yeniden Yapılandırma Modeli Olarak Bölünme)**, İstanbul: Beta Yayınları, 2004, s. 36; Hülya Coştan, **Anonim Ortaklıklarda Bölünme**, Ankara: Turhan Kitabevi, 2004, s. 7.

ayrılma hakkının bazı yabancı hukuklarda sadece asimetrik bölünmede tanınıyor olmasıdır¹⁷⁸.

SerPK açısından ise böyle bir ayırım yapılmadığı için her iki tür bölünmede de ayrılma hakkının kullanılmasının mümkün olacağı anlaşılmaktadır. Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin m. 14'ünde, halka açık anonim ortaklıklar açısından tam bölünme veya ortaklara pay devri modeliyle kısmi bölünmeden bahsedildiği görülmektedir.

Kısmi bölünmede, yeni kurulan veya önceden var olan bir ortaklığa bölünme konusu malvarlığı devredilmektedir. Devir karşılığında da devralan ortaklıkta iştirak hissesi elde edilmektedir¹⁷⁹. ABD hukukunda *split-off* olarak adlandırılan bu bölünme şeklinde, bölünen ortaklığın pay sahipleri, hem bölünen hem de devralan ortaklıkta pay sahibi hâline gelirler.

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1/e hükmü oranların korunduğu yeni kuruluş yoluyla bölünme ve kolaylaştırılmış usulde bölünme işlemlerini ayrılma hakkının doğmadığı işlemler olarak düzenlemiştir. Pay oranlarının tamamen veya neredeyse tamamen korunmaları ve bu sebeple pay sahiplerinin zarara uğramaları olasılığının oldukça az olması ve ortaklıktan çıkarma alternatifinin kullanılabilir olması sebebiyle ayrılma hakkının düzenlenmediği düşünülebilir.

SerPK ve Ayrılma Hakkı Tebliği, bölünmede, halka açık anonim ortaklıklar açısından bölünmeye taraf tüm ortaklıkların pay sahiplerine doğrudan ayrılma hakkını tanımaktadır. Bölünme sebebiyle sermaye ve malvarlığı azalması söz konusu olacağından, özellikle pay sahibi çevresi geniş halka açık anonim ortaklıklar açısından ayrılma hakkı pay sahiplerinin yatırımsal çıkarlarının korunması açısından gereklidir¹⁸⁰.

¹⁷⁸ AB hukukunda, 82/891/EEC sayılı anonim ortaklıkların bölünmelerine ilişkin 6. Konsey Direktifi m. 5/2 uyarınca, pay oranlarının korunmadığı bölünmelerde, üye devletlerin mevzuatlarında pay sahipleri için ayrılma hakkı öngörülebileceği düzenlenmiştir. Pay sahipleri bu şekilde, payları oranında ayrılma hakkını talep edebilir, karşılık belirlenemezse mahkemeden belirlenmesini talep edebilir.

¹⁷⁹ Helvacı, **a.g.e.**, s.22.

¹⁸⁰ Kaya, **Ayrılma Hakkı**, s. 170.

Bölünmeye ilişkin toplantı nisapları açısından, TTK m. 173/2, birleşmedeki nisapları düzenleyen TTK m. 151'e atıf yapmaktadır. Ancak oranların korunmadığı asimetrik bölünme bakımından TTK m. 173/3 uyarınca nisap, ortaklıkta oy hakkını haiz ortakların %90'u ile kararın alınmasıdır. Alınacak bölünme kararı ister simetrik ister asimetrik olsun, halka açık anonim ortaklıklar açısından, SerPK m. 29/6 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 7/1'deki nisaplar uygulanacaktır.

c. Tür Değiştirme

Tür değiştirme, halka açık anonim ortaklıklar açısından SerPK m. 23/1/a, m. 24/1 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5/1/a'da düzenlenen ayrılma hakkı doğumuna doğrudan sebep olan önemli nitelikte bir işlemdir.

Tür değiştirme geniş anlamıyla, bir ticaret ortaklığının aynı veya temelde aynı ortaklarla bir hukuki şekilden diğer hukuki biçime geçirilmesidir¹⁸¹. TTK açısından, bir ortaklığın tasfiyeye uğramaksızın, malvarlığında bir değişiklik olmaksızın ve herhangi bir devir işlemine konu olmaksızın, ekonomik bütünlük, pay sahiplerinin hak ve paylarının sürekliliği korunarak biçim değiştirmesidir¹⁸². TTK şekil değiştirici tür değiştirmeden yanadır. Bu şekilde ortaklığın tüzel kişiliği ve malvarlığı aynı kalırken, hukuki yapısı değişir. Limited ortaklık anonim ortaklığa veya kolektif ortaklık limited ortaklığa dönüşebilir. Bu örneklerde olduğu gibi, yeni ortaklık eskisinin devamı şeklinde devam etmektedir.

Kaya'nın¹⁸³ da belirttiği gibi, tür değiştirme pay sahibinin ortaklıktaki paylarının devir kabiliyetini etkileyecek, pay sahiplerinin ekonomik çıkarlarına zarar verici sonuçlar doğurabilecek bir işlemdir. Özellikle halka açık anonim ortaklığın limited şirkete dönüşmesi pay sahibi açısından pay devrinin yapılabilmesini zorlaştıran bir durumdur.

¹⁸¹ Abuzer Kendigelen, "Ticaret Şirketlerinde Nev'i Değiştirme, Ticaret Kanunumuzun Düzenlemesi, Tatbikat ve Doktrin Tutumu", **Makalelerim, Ticaret Hukuku Kürsüsünde Onbeş Yıl**, İstanbul: Arıkan Basım, 2001, s.13 ve dn. 1'de anılan yazarlar.

¹⁸² Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 745, p. 26-01.

¹⁸³ Kaya, **Ayrılma Hakkı**, s. 172-173.

Sönmez de bizim de katıldığımız üzere, tür değiştirme işleminin pay sahibinin hakları üzerindeki olumsuz etkisini bertaraf edecek ve pay sahibini bu işlemin etkilerinden koruyabilecek etkili bir korunma mekanizmasının bulunmadığı tespitini yapmıştır¹⁸⁴. Tür değiştirmeye ekonomik nedenlerle karşı çıkan pay sahiplerinin ellerinde bu işlemi önleyebilecek yeterli mekanizmaları da bulunmamaktadır. İyi niyet veya hukuk kurallarına aykırılık sebebiyle işlemin iptali veya yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna ilişkin dava açmak mümkün olsa da bu pay sahiplerinin ekonomik çıkarlarına hizmet eden bir hukuki himaye yerine geçmeyecektir. Bu sebeple tür değiştirme işlemlerine karşı ayrılma hakkının kullandırılması yerindedir.

Bir halka açık anonim ortaklığın halka kapalı bir yapıya geçmesi büyük ihtimalle ortaklık değerinin düşmesi, pay devrinin zorlaşması, payın değerinin düşmesi, sermaye piyasası yükümlülüklerinin ortadan kalkarak bilgi alma hakkının olumsuz etkilenmesi, payın değerinin hâkim ortak ve yöneticilerin kararlarından etkilenmesi gibi halka kapalı ortaklık yapısının doğuracağı sonuçlarla karşılaşılmasına sebep olacaktır.

Uygulamada, bir halka açık anonim ortaklığın limited ortaklığa dönüşmesi halinde, hem borsa kotundan çıkma hem de SerPK kapsamından çıkma sonucu doğacaktır. Konunun halka açık anonim ortaklıklar açısından ele alınması halinde, tür değiştirmeye ilişkin hükümlerin doğrudan uygulanma olanağı bulunmamaktadır¹⁸⁵. Böyle bir durumda, borsa kotundan veya SerPK kapsamından çıkmaya ilişkin pay sahiplerinin SerPK ve ikincil düzenlemeleriyle korunması muhtemeldir. Ayrıca bu işlemin yapılabilmesi hukuki hazırlık gerektireceğinden pay sahiplerinin durumdan haberi olması ve bu yönde kendilerini koruyucu önlemleri almaları da mümkündür.

Tür değiştirme kararının alınacağı genel kurulda da nisap, halka açık anonim ortaklıklarda birleşme ve bölünme açısından öngörölmüş nisaplarla aynıdır. Ancak TTK uyarınca anonim ortaklıklar, kooperatife dönüşüyorsa, bu karar tüm ortakların onayı ile alınabilir. Bir halka açık anonim ortaklığın kooperatife dönüşmesi açısından

¹⁸⁴ *Sönmez, a.g.e.*, s. 181.

¹⁸⁵ *Manavgat, Halka Arz*, s. 299; *Ali İhsan Karacan, Sermaye Piyasası Hukuku Yazılar, Cilt I*, İstanbul: Legal Yayıncılık, 2017, s. 246.

halka açık olmayan bir anonim ortaklığa göre daha yumuşak bir nisapla tür değiştirme kararı alınabilmektedir¹⁸⁶.

d. Sona Erme

Halka açık anonim ortaklıkların sona ermesi SerPK m. 23/1/a ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5/1/a'da ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikteki işlemlerden biridir. Sona erme kural olarak, ortaklığın yok olması veya tüzel kişiliğin sona ermesi değildir. Anonim ortaklık sona ermeyle tasfiye sürecine girmekte ve tüzel kişilik de tasfiye süresince¹⁸⁷ korunmaktadır.

Sona erme infisah ve fesih kavramlarını içinde barındırmaktadır. İnfisah, anonim ortaklığın çeşitli sebeplerin varlığı halinde, herhangi bir karara gerek olmadan, kendiliğinden sona ermesi veya hukuken de sona ermiş kabul edilmesidir. Genel kurul veya mahkeme kararıyla ortaklık infisah olabilir. TTK m. 529 (genel sona erme sebepleri), m. 530 (organ eksikliği nedeniyle şirketin fesih davası sonucunda feshedilmesi) ve m. 531'de (azınlık pay sahiplerinin talebi ile haklı sebeple fesih) infisah ve fesih sebeplerinin bazıları düzenlenmiştir. Bu sebepler emredici olmakla birlikte, esas sözleşme ile de fesih ve infisah sebepleri belirlenebilir¹⁸⁸. Sona ermeyi takiben kural olarak anonim ortaklık tasfiye sürecine geçer. Bu süreçte, malvarlığı nakde dönüştürülür, alacaklar tahsil edilir ve borçlar ödenir ve kalan malvarlığı varsa bunlar da pay sahiplerine payları ile orantılı olarak dağıtılır.

¹⁸⁶ Esra Hamamcıoğlu / Levent Biçer, "Anonim Ortaklık Genel Kurul Toplantılarında Uygulanan Yetersayılar ve Bazı Değerlendirmeler", **Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 12, S. 149-150, Ocak 2017, s. 92.

¹⁸⁷ Halka açık anonim ortaklıklarda tasfiye sürecinde halka açıklık statüsü için gerekli olan ekonomik yükümlülüklerin yerine getirilmesi konusunda sorunlarla karşılaşma ihtimalinin yüksekliğinden, Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması Ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği (II-16.1) m. 9/1/b'ye göre gönüllü olarak tasfiyeye giren ortaklıkların, söz konusu durumları tevsik eden TTSG örneği, mahkeme kararı ve varsa yetkili organ kararı ile SPK'ya başvurmaları ve başvurunun SPK tarafından uygun görülmesi üzerine SerPK kapsamında çıkarılabilecekleri düzenlenmiştir.

¹⁸⁸ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 192, p. 10-86.

SerPK ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nde bir ayırım yapılmadığına göre, her iki sona erme hâli de kapsam içerisindedir¹⁸⁹.

SerPK ve Ayrılma Hakkı Tebliği ilgili hükümleri incelenince, halka açık anonim ortaklığın “sona erme kararı alması” ifadesi yer aldığı görülmektedir. Ortaklığın sona erme kararı alması TTK m. 529/1/d uyarınca genel kurulun fesih kararını göstermektedir. Genel kurulda alınacak fesih kararı haricinde, örneğin ortaklık süresinin dolması halinde, ayrılma hakkının doğumu için gereken genel kurul kararı alınmasına gerek olmadığından ayrılma hakkının doğumunun da söz konusu olamayacağı kanaatindeyiz¹⁹⁰.

Sona ermeye ilişkin genel kurulda TTK m.529/1/d atfıyla, TTK m.421/3-4 uyarınca ağırlaştırılmış karar ve toplantı nisabı öngörülmüştür. Buna karşılık, halka açık ortaklıklarda önemli nitelikteki işlemler bakımından SerPK m. 29/6 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 7/1’de düzenlenen nisapların uygulanması gerekecektir¹⁹¹.

Sona erme karşılaştırmalı hukukta önemli nitelikteki işlemlerden biri değildir. Doktrinde, fesih kararının ayrılma hakkını doğuran işlemlere göre daha önemli olduğu, fesih kararını takiben tüm ortaklığın malvarlığının tasfiye edilerek paraya çevrileceği ve borçlar ödendikten sonra pay sahiplerine payları oranında da ödeme yapılacağından bahisle ayrılma hakkının doğmayacağı belirtilmiştir¹⁹². *Manning*’e göre, payların “değeri” zaten ödeneceğinden bu aşamada ayrılma hakkının doğumu söz konusu olmayacaktır. Ancak, tasfiyenin yıllarca süreceği veya tasfiyenin nakde çevirme şeklinde yapılmadığı veya fesih sonrası ticari işlemin ayrıldığı haller bakımından *Manning*’in analizi işlevini yitirmektedir¹⁹³. Görüş, tasfiye sonrası bedelin ayrılma hakkı kullanım bedelinden de düşük olabileceği gerekçesiyle de eleştirilmiştir¹⁹⁴.

¹⁸⁹ Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 15.

¹⁹⁰ Aynı yönde bkz. Kaya, **Ayrılma Hakkı**, 177.

¹⁹¹ Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 16, Karacan, **SPH I**, s. 247.

¹⁹² Manning, **a.g.e.**, s. 250.

¹⁹³ Bu görüşte bkz. Semerci Vuraloğlu, **a.g.e.**, s. 289.

¹⁹⁴ Manning, **a.g.e.**, s. 250.

Bazı hallerde de tasfiye bedelinin ayrılma hakkı kullanım bedelinden yüksek olması ihtimalinde, ayrılma hakkının tercih edilmesinin koruyucu nitelikte olmadığı ileri sürülmüştür¹⁹⁵. *Semerci Vuraloğlu*'nun önerdiği¹⁹⁶ ve bizim de katıldığımız görüşe göre, sona erme kararının alınacağı genel kurul öncesinde yalnızca ayrılma hakkı bedelinin değil aynı zamanda hazırlanacak bir değerlendirme raporuyla ortaklığın tasfiye değeri konusunun da pay sahiplerine iletilmesi ve pay sahiplerinin iki bedel arasında karşılaştırma yapabilme imkânı tanınması isabetli olacaktır.

e. Sermaye Artırımından Gelen Fonla İlişkili Taraplara Olan Nakit Dışı Borçların Ödenmesi

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5/1/g'de düzenlenen, *“yapmayı 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 varlık devirlerinden kaynaklanan borçların kısmen veya tamamen ödenmesinde kullanılacak olması”* önemli nitelikte kararlardan biri olup, ayrılma hakkı doğum sebeplerinden biridir. Bu düzenlemenin daha iyi anlaşılabilmesi için halka açık anonim ortaklıkların bedelli sermaye artırımlarının düzenlendiği Pay Tebliği¹⁹⁷ (VII-128-1) hükümlerinin incelenmesi yerinde olacaktır.

Bu önemli nitelikte işlem için ayrılma hakkının doğabilmesi bazı şartların bir arada bulunmasını gerektirir. Bu şartlar; i) bedelli sermaye artırımının söz konusu olması, ii) sermaye artırımından elde edilecek fonun ortaklığın mevcut sermayesini aşması, iii) işlemin tarafının ilişkili taraf olması ve iv) artırımdan elde edilecek fonun nakit dışı varlık devrinden kaynaklanan borcun ödenmesinde kullanılacak olmasıdır.

Bedelli sermaye artırımı, ortaklığa dışarıdan ayni veya nakdi yeni sermaye girişi ve bunun sonucunda pay sayısı veya mevcut payların itibari değeriyle birlikte ve aynı ölçüde esas sermaye tutarının artmasıdır¹⁹⁸. Ancak halka açık anonim ortaklıkların yapacakları bedelli sermaye artırımlarında SerPK m. 12/1, Pay Tebliği

¹⁹⁵ Manavgat, **Halka Arz**, s. 300. Yazara göre, özellikle ortaklık paylarının borsada iskontolu olması durumunda tasfiye değerinin piyasa değeri üzerinde olacaktır.

¹⁹⁶ Semerci Vuraloğlu, **a.g.e.**, s. 290.

¹⁹⁷ Bkz. 22/06/2013 tarih ve 28685 sayılı RG.

¹⁹⁸ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 130, p. 9-67; Erdoğan Moroğlu, **Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı**, 3. Bası, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2015, s. 5 vd.

m. 12/4 hükümleri uyarınca pay bedelleri ancak nakden ödenebildiğinden, aynı sermaye konulması mümkün olmamaktadır.

Mevcut sermayeden kasıt, ortaklığın esas sermayesidir. Sermaye artırımını ve sermayeye ilişkin düzenlemeleri barındıran Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği¹⁹⁹(II-18.1), Pay Tebliği gibi düzenlemelerde de hep esas sermayeye atıf yapılmaktadır.

Pay Tebliği m. 12/4'te halka açık anonim ortaklıkların yapacakları sermaye artırımlarında nakit koyma borcunun, ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlarına mahsubu suretiyle yerine getirilemeyeceği de belirtilmiştir. Gerçek veya tüzel kişiler tarafından nakden konulan fonlar, bu durumun mali müşavir raporuyla da tespit edilmesi şartıyla, muaccel oldukları zaman, sermaye koyma borcundan mahsup edilebilecektir.

İlişki taraf kavramı, Kurumsal Yönetim Tebliği²⁰⁰ (II-17.1) m. 3/g, TMS'de tanımlanan kişiler ve bunların işlemlerinin de (ğ) bendinde, TMS'de tanımlanan ilişkili taraf işlemleri olduğu açıklanmakta ve bunun da TMS'de ilişkili tarafları ele alan TMS 24²⁰¹ olarak anılan tebliğde ortaya konulduğu belirtilmektedir.

İlişkili taraf olarak kabul edilen kişilere nakit dışı varlık devri ile ortaya çıkan borcun sermaye artırımdan elde edilen gelire ödenmek istemesi durumunda, genel kurula gidilerek karar alınması zorunluluğu getirilmiş ve buna karşı olan pay sahiplerine ise ayrılma hakkı tanınmıştır. Kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu tarafından bedelli sermaye artırım kararı verilmesi hâlinde dahi, belirtilen şekilde nakit dışı varlık devrinden dolayı elde edilen fonun bu devrinden doğan borçların ödenmesinde kullanılması için genel kurul kararı alınması zorunlu olacaktır.

f. Halka Açıklık Statüsünden Çıkma

Ayrılma hakkının SerPK m. 23, Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5 ve m. 6'da düzenlendiğini biliyoruz. Bunlara ek olarak pay sahiplerine ayrılma hakkı tanıyan

¹⁹⁹ Bkz. 25/12/2013 tarih ve 28862 sayılı RG.

²⁰⁰ Bkz. 03/01/2014 tarih ve 28871 sayılı RG.

²⁰¹ Çevrimiçi: <http://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/DynamicContentFiles/T%C3%BCrkiye%20Muhasebe%20Standartlar%C4%B1/TMSTFRS2016Seti/TMS24.pdf> (Son Erişim Tarihi: 24.01.2019)

SerPK m. 33/4'te yer verilen özel bir düzenleme bulunmaktadır. SerPK m. 33/4'e göre, *“Pay sahibi sayısı sebebiyle halka açık sayılan ortaklıklardan, 16 ncı madde uyarınca paylarının borsada işlem görmesini istemeyenler, pay sahibi tam sayısının en az üçte ikisinin olumlu oyu veya toplam oyların dörtte üçü ile alınacak bir genel kurul kararı ile bu Kanun kapsamından çıkabilir. Bu durumda Kanunun kapsamından çıkma kararına olumlu oy kullanmayan pay sahiplerine 24 üncü madde uyarınca ayrılma hakkı tanınır...”* şeklinde düzenlenmiştir. SerPK m. 16/1 ise payları borsada işlem görmeyen anonim ortaklıklar için halka açıklık statüsü kazanıldıktan itibaren en geç iki yıl içinde payların borsada işlem görmesi için borsaya başvuru zorunluluğu getirilmiştir. Buna uyulmazsa, Kurul'un payların borsada işlem görmesini veya ortaklığın halka açık ortaklık statüsünden çıkarılması için ortaklığın talebi olmaksızın gerekli kararları alabileceği düzenlenmektedir²⁰².

Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği²⁰³ (II-16.1) m.5 ayrılma hakkına ilişkin detaylar ve izlenecek prosedürü detaylı biçimde düzenlemiştir.

Tebliğ m. 5/1 uyarınca, pay sahibi sayısı nedeniyle halka açık sayılan ortaklıklardan, paylarının borsada işlem görmesini istemeyenlerin genel kurul kararı ile Kanun kapsamından çıkabileceği düzenlenmiştir.

Tebliğ m. 5/5'i uyarınca, SerPK m. 29/6'dan farklı nisapların öngörüldüğü, SerPK m. 33/4'te belirlenen nisaplara paralel olarak, toplantıda olumlu oy vermeyenlerin dışındaki tüm pay sahiplerine herhangi bir şart aranmadan ayrılma hakkı tanınacağı düzenlenmektedir. Kanaatimizce, Ayrılma Hakkı Tebliği'nden farklı olarak herhangi bir şarta tabi olunmadan ayrılma hakkı doğması ve ayrılma hakkını kullanım süresinin iki yıldan az olmayacak şekilde belirlenmesi yerinde değildir. Ayrıca SerPK m. 29/6 dışında nitelikli nisap oluşturulmasında da bir isabet görülmemektedir.

²⁰² Halka açıklık statüsünün kazanılması ve kaybına ilişkin açıklamalar için bkz. Sami Karahan, “Halka Açık Anonim Ortaklık Statüsünün Kazanılması”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C. 21, S. 2, Aralık 2001, s. 30 vd.; Aytekin Çelik, “Halka Açık Anonim Ortaklık Statüsünün Kaybedilmesi”, **Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 13, S. 1, 2005, s. 38 vd.; Turan, **Ayrılma Hakkı**, s. 83, dn. 19.

²⁰³ Bkz. 30/12/2013 tarih ve 28867 (mükerrer) RG.

2. Doğrudan Önemli Nitelikte Kabul Edildiği Halde Ayrılma Hakkı Tebliği İle Pay Alım Teklifi Doğuran İşlemler

a. İmtiyaz Öngörme veya Mevcut İmtiyazların Kapsam ve Konusunu Değiştirme

İmtiyazlı pay, sahiplerine diğerlerine oranla üstün veya farklı haklar tanıyan paylardır²⁰⁴. TTK m. 478/2’de imtiyaz tanımlanırken, “*kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda, paya tanınan üstün bir hak veya kanunda öngörülmemiş yeni bir pay sahipliği hakkıdır.*” şeklinde belirtilmiştir. Bu tanımdan yola çıkarak pay sahipliğine doğrudan bağlı olan haklar için imtiyaz tanınabilir. Bu sebeple, doğrudan payla ilgili olmayan konularda sağlanan üstünlükler, imtiyaz olarak kabul edilemez²⁰⁵.

TTK m. 478 uyarınca, imtiyaz tanınması veya imtiyazların değiştirilmesi yalnızca esas sözleşme ile mümkün olabildiğinden, genel kurulda esas sözleşmeyi değiştirme kararı alınmaktadır.

İmtiyaz kural olarak paya tanınmakla birlikte, TTK m. 478/3 hükmü uyarınca, TTK m. 360 hükmünün saklı olduğunu belirtmesine bağlı olarak, esas sözleşmede yine yer almak kaydıyla, yönetim kurulunda temsil edilme hakkının pay gruplarına, nitelikleriyle grup oluşturan pay sahiplerine ve azınlığa sağlanabilmesi sebebiyle, pay sahiplerine de tanınabilmektedir.

TTK m. 421/3 uyarınca payda imtiyaz tanınması için yapılan esas sözleşme değişikliğinin, sermayenin en az %75’ini oluşturan payların olumlu oyuyla yapılması gerekmektedir. SerPK m. 29/3 ise, halka açık anonim ortaklık genel kurul toplantılarında, ortaklık merkezinin yurt dışına taşınması ile bilanço zararlarının kapatılması için yükümlülük ve ikincil yükümlülük koyan kararlar hariç olmak üzere, SerPK’da veya ortaklık esas sözleşmelerinde açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, TTK m.418’deki nisapların uygulanacağını öngörmüştür. Halka açık anonim ortaklıklarda imtiyaz oluşturma veya değiştirme kararlarında, TTK m.421’deki genel kurul genel nisabının uygulanacağı ileri

²⁰⁴ Abuzer Kendigelen, **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, İstanbul: Beta Yayınları, 1999, s. 38.

²⁰⁵ Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 23.

sürülebilir. Bununla birlikte, Ayrılma Hakkı Tebliği bu kararları önemli karar olarak ele aldığı için, Ayrılma Hakkı Tebliği m. 7/1'deki nisaplarla, halka açık anonim ortaklıkta bu kararlar alınacaktır.

SerPK m. 23/1/ç ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5/1/ç, hem imtiyaz oluşturulması hem de var olan imtiyazların değiştirilmesinden bahsetmektedir. Var olan imtiyazların değiştirilmesi kararı, imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal edecek nitelik taşıyabilir. Böyle bir durumda halka açık anonim ortaklık genel kurulunda alınan karara ek olarak TTK m.454 uyarınca ayrıca imtiyazlı pay sahipleri özel kurulunun da karar alması gereklidir. Zira TTK m.454/1, bu karar alınmadıkça, genel kurul kararının uygulanamayacağını öngörmüştür. SerPK ve SPK'nın çıkardığı tebliğlerde de TTK m.454'e ilişkin farklı bir düzenleme olmadığından bu hükümler uygulanacaktır.

Halka açık anonim ortaklıklarda birden fazla farklı biçimde imtiyaz tanınmış paylar olabilir. Böyle bir durumda, alınan yeni imtiyaz öngörme, kaldırma veya değiştirme (genişletme) kararı ile hangi imtiyazlar ihlal ediliyorsa o imtiyaz sahipleri genel kurul olarak toplanacaktır²⁰⁶.

TTK m.454 uyarınca bir imtiyazlı pay sahipleri genel kurulu toplanıp karar almadıkça, SerPK m.23'de belirtilen hususları yerine getirmiş bir pay sahibinin ayrılma hakkını da kullanması mümkün olmayacaktır. Ancak TTK m.454/4 çerçevesinde imtiyazlı pay sahipleri imtiyazlı pay sahipleri genel kurulu için öngörülen toplantı ve karar nisabını sağlar hâlde genel kurula katılmış ve karara olumlu oy kullanmışlarsa, imtiyazlı pay sahipleri özel kurulu toplantısı yapılarak karar alınmasına gerek olmayacak ve pay sahibi SerPK m.23'e göre ayrılma hakkını kullanabilecektir. Bunun yanında TTK m.454/5, çağrıya rağmen imtiyazlı pay sahipleri genel kurulu toplanıp da karar alamazsa da, genel kurul kararı onaylanmış sayılacağından, bu kurulun belirtilen gün ve yerde toplanmamış olması da, ayrılma hakkının kullanılması için bu kurulun karar alma sürecinin bittiği anlamını taşıyacaktır. İmtiyazlı pay sahipleri genel kurulu imtiyaza yönelik alınan genel kurul kararını TTK m.454/2-3 hükümlerine göre toplanır ve onaylar. Buna göre, halka açık

²⁰⁶ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, **Ortaklıklar I**, s. 574, p. 807.

anonim ortaklıkta imtiyazın değiştirilmesi kararının ilan edildiği tarihten bir ay içinde imtiyazlı pay sahipleri genel kurulu toplantıya çağrılacak, imtiyazlı payları temsil eden sermayenin yüzde altmışının çoğunluğuyla toplanacak ve toplantıdaki payların çoğunluğuyla karar alınacaktır²⁰⁷.

İşlem maliyetinin imtiyazlar bakımından ortaklığa ödetileceği ayrılma hakkı yerine Ayrılma Hakkı Tebliği m. 11/1 uyarınca, imtiyaz öngörülmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunun değiştirilmesi işleminden yararlanacak olanlar tarafından pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu getirilmiştir. Burada da pay sahiplerini korumak maksadıyla ödenecek bedel ayrılma hakkı tespit yöntemlerine göre belirlenmektedir. Görüldüğü gibi bu işlem için zorunlu pay alım teklifi fiyatı Pay Alım Teklifi Tebliği (II-26.1) m. 15'ten farklı olarak fiyat teklifi hesaplanmaktadır.

Amerikan hukukunda da imtiyaz oluşturulmasına ilişkin esas sözleşme değişiklikleri için ayrılma hakkı tanınmıştır. Massachusetts New Business Corporation Act m. 156D'de, pay sahipliği haklarında önemli ve olumsuz sonuçlar meydana getiren esas sözleşme değişikliklerinde bu hak tanınırken²⁰⁸, Minnesota Statute m. 302A'da da ayrılma hakkı pay sahipliği haklarını etkileyen esas sözleşme değişikliklerine münhasıran uygulanmaktadır²⁰⁹.

b. Borsa Kotundan Çıkma

Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği m. 4/1'de kotasyon, sermaye piyasası araçlarının borsada işlem görmesi için borsa kotuna alınması olarak tanımlanmıştır²¹⁰.

Borsa kotasyonu, sermaye piyasası araçlarının tanımlanarak resmi borsa listesine kabul edilmesiyken, borsa kotundan çıkma, bu listeden ayrılmadır. Borsa kotundan çıkmanın yabancı hukuklarda *delisting*, *going private* gibi isimler aldığı da

²⁰⁷ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, **Ortaklıklar I**, s. 575, p. 807.

²⁰⁸ William W. Swiggart, "Chapter 156D – Massachusetts' New Business Corporation Act", **The Independent Counsel**, 2004, (Çevrimiçi) <http://www.aigclaw.org/tic93.html>, (Son Erişim Tarihi: 11.03.2019); Kaya, **Ayrılma Hakkı**, s. 194.

²⁰⁹ Kaya, **Ayrılma Hakkı**, s. 194 dn. 141.

²¹⁰ Ayrica, Yanlı, **Halka Açık Anonim Şirketler**, s. 68 vd.

görülmektedir. Kottan çıkma ihraççının talebiyle olabileceği gibi başka bir sebeple borsa yönetim kurulunun kararıyla sürekli veya geçici bir şekilde borsa kotasyonunu sona erdirilmesi şeklinde de olabilir.

Borsa kotundan çıkmanın ciddi sonuçları bulunmaktadır. Bu kararın alınmasını takiben, ortaklığın tabi olduğu kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve borsa yönetim kurulunun paylar üzerindeki denetimi ortadan kalkacaktır. Payların tedavül yeteneği azalırken, pay sahiplerinin hakları sınırlanarak zayıflayacaktır²¹¹.

Türk sermaye piyasası hukukunda borsa kotundan çıkma işlemi SerPK m. 23/1/d ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5/1/d'deki işlemler arasında sayılmasına rağmen, ayrılma hakkı doğmayıp bunun yerine m. 11/1'e göre işlemden yararlanacak kişiler açısından pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu doğmaktadır. İşlemin mali külfeti pay sahiplerine yükletilmektedir.

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 8 ile borsa kotundan çıkma özel olarak düzenlenmiştir. Bunun ön koşulu, pay alım teklifi veya farklı bir şekilde tek başına veya birlikte hareket edilen kişilerle birlikte doğrudan veya dolaylı olarak oy haklarının en az %95 veya üstü çoğunluğa sahip olunması gereklidir. Bunun sağlanması halinde, borsaya kottan çıkma başvurusu ve SPK'ya da pay alım teklifi için başvurmak gerekecektir.

Ayrılma Hakkı Tebliği'nin borsa kotundan çıkma için aradığı en az %95 oy hakkına sahip olma şartı ile Çıkarma ve Satma Tebliği uyarınca hâkim ortağın azınlığı ortaklıktan çıkarma hakkı ve azınlığın paylarını ortaklığa satma hakkına sebep olan en az %98 oranında pay ve oy haklarına sahip olunması eşiği birbirine yakındır.

Çıkarma ve Satma Tebliği uyarınca, hâkim ortak çıkarma hakkını kullanmak isterse bununla birlikte Tebliğ m.5/7 uyarınca, çıkarma başvurusuyla birlikte aynı anda halka açık anonim ortaklığı borsa kotundan çıkarma başvurusunun da yapılması gerekecektir.

²¹¹ Sönmez, a.g.e., s. 108, Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 25.

Ayrıca, halka açık anonim ortaklığın Borsa Yönetmeliği m. 16/4 ve Borsa İstanbul A.Ş. Kotasyon Yönergesi m. 27 uyarınca da SPK düzenlemelerine uygun olarak ihtiyari kottan çıkma için Borsa İstanbul'a başvurabileceği düzenlenmektedir.

SPK ve Borsa İstanbul'un ikincil düzenlemelerinin borsa kotundan çıkmaya ilişkin ayrı düzenlemeler getirmeleri doktrinde eleştirilmiştir²¹². Ayrılma Hakkı Tebliği ve Çıkarma ve Satma Tebliği'nin zorunlu pay alım teklifi ve çıkarma satma haklarına ilişkin aynı sonucu doğuran farklı düzenlemeler getirmeleri isabetli değildir. Bizim de katıldığımız görüşe göre olması gereken Ayrılma Hakkı Tebliği ve Çıkarma ve Satma Tebliği'nde getirilen hak ve yükümlülüklerin doğduğu durumlarda aynı sonuca ulaşan birbirinden farklı düzenlemeler yerine bunlardan sadece bir düzenlemenin uygulanması yönünde düzenleme yapılmasıdır²¹³.

3. Önemlilik Kriterine Bağlanan İşlemler

a. Malvarlığı Üzerinde Önemli Nitelikte Tasarruf ve Malvarlığının Kiralanması

SerPK m. 23/1/b ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5/1/b'de düzenlenen, ortaklıkların kendi tüzel kişilikleri ile ilgili olarak; *“Mal varlığının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya kiraya vermesi veya mal varlığının tümü veya önemli bir bölümü üzerinde aynı hak tesis etmesi,”*

ve aynı Tebliğ m. 6/1 uyarınca

“a) İşleme konu mal varlığının kamuya açıklanan son finansal tablodaki kayıtlı değerinin kamuya açıklanan son finansal tablolara göre varlık (aktif) toplamına oranı veya,

b) İşlem tutarının yönetim kurulu karar tarihinden önceki altı aylık günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması baz alınarak hesaplanan ortaklık değerine oranı veya,

²¹² Kaya, **Ayrılma Hakkı**, s. 207

²¹³ Kaya, **Ayrılma Hakkı**, s. 207.

c) Devredilecek veya kiraya verilecek veya üzerinde aynı hak tesis edilecek mal varlığı unsurunun son yıllık finansal tablolara göre elde edilen gelire katkısının, son yıllık finansal tablolardaki gelirlere oranının %50 den fazla olması” hallerinde ayrılma hakkının doğumuna sebep olan önemli nitelikte işlem gerçekleşmektedir.

Ayrıca Tebliğ m. 6/1’in devamında “Kiraya verme işlemlerinde ve/veya işlem tutarına ilişkin nakit akışlarının kesin olarak ayrıştırılabildiği diğer işlemlerde işlem tutarı olarak, toplam kira gelir/giderlerinin ve/veya diğer gelir/giderlerin indirgenmiş nakit akışı yöntemine göre hesaplanan net bugünkü değeri dikkate alınır. Bu fıkrada belirtilen esaslar çerçevesinde hesaplanan oranların anlamlı olmayacak şekilde yüksek çıkması gibi sebeplerle uygulanabilirliğinin bulunmaması durumunda, sadece uygulanabilir olmayan orana bağlı olarak değerlendirme yapılmaz.” açıklaması yapılarak, malvarlığı üzerinde yapılacak tasarruf ve borçlandırıcı işlemlerin belli bir değer üzerinde olması ve ortaklık toplam malvarlığı ve gelirlerinin yarıdan fazlaya karşılık geliyor olması halinde önemlilik ölçütünü karşılayacağı belirtilmektedir.

SerPK düzenlemesinde malvarlığı devrinin önemli nitelikte işlem olarak sayılmasının nedeni, ortaklık değerinin devri veya üzerinde aynı hak tesis edilerek kısıtlanması halinde ortaklığın piyasa değerinin olumsuz yönde etkileneceği ve faaliyetlerine de eski verimliliğinde devam edemeyebileceği olasılığıyla bundan zarar görebilecek pay sahiplerinin ayrılma hakkıyla korunmasıdır²¹⁴.

ABD Hukukunda da önemli miktarda varlık satışı²¹⁵ (*sale of all or substantially all assets*) ayrılma hakkını doğuran kararlar arasında sayılmıştır. Delaware Temyiz Mahkemesi’nin vermiş olduğu *Butler v. New Keystone Copper Co.* kararı ortaklık malvarlığının tamamı veya önemli bir kısmının satışına yönelik dikkat çekici bir karardır. Genel kurulun nitelikli çoğunluğu ile bu kararların alınması gerekmektedir²¹⁶.

²¹⁴ Semerci Vuraloğlu, **a.g.e.**, s. 294.

²¹⁵ Charles H. Jarvis, “Corporations: Sale of Assets: Dissenting Shareholders’ Appraisal Right in Absence of Appraisal Statute”, **California Law Review**, Vol. 46, No. 2, 1958, s. 287.

²¹⁶ Jarvis, **a.g.e.**, s. 288.

ABD’de *defacto merger* olarak kabul edilen malvarlığı devrinin fiili birleşme sonucunda gerçekleşmesi de mümkündür. Malvarlığı devrinde devreden ortaklık infisah etmeden tüzel kişiliğini muhafaza ederken, birleşmede devrolan ortaklık açısından tasfiyesiz infisah gerçekleşmektedir. ABD Hukukunda DGCL § 271’e göre nakit dışı değerlerle (farklı ortaklık payları, menkul kıymet) de malvarlığı devri gerçekleştirilebilmektedir. Ancak, ayrılma hakkının doğabilmesi için ortaklık esas sözleşmesinde bu yönde bir hüküm olması aranmaktadır. Türk hukukunda da malvarlığı devri kural olarak ortaklığın infisahına neden olmamakta ve devir karşılığının mutlaka nakit olarak ödenmesi zorunluluğu da bulunmamaktadır.

Ortaklık malvarlığının tamamı veya önemli bir kısmının devri, pay sahibinin ortaklıkla ilişkisi göz önüne alınca işlem temelini etkileyecek nitelikte bir işlemdir. *Letsou*’ya göre varlık satışından elde edilecek fonun farklı varlıklara yönlendirilmesi halinde pay sahiplerinin risk durumlarının etkileneceğini ve bu sebeple de ayrılma hakkının doğacağı ifade edilmiştir²¹⁷. *Kaya*²¹⁸,’nın savunduğu ve bizim de katıldığımız görüşe göre, ortaklık malvarlıklarının satışından gelecek para ile başka varlıklara yatırım yapılması ortaklığın olağan işlerinden biridir. Ayrıca tacirlerin bu şekilde yatırımlar yapması ticari riskler barındırır da bunların alınması da gereklidir.

ABD hukukunda kural olarak devralınan malvarlığı içindeki tüm aktif ve pasiflerin birlikte devredilmediği anlaşılmaktadır²¹⁹. Bununla birlikte, Türk hukukunda tartışmalı da olsa aktiflerin de pasiflerle birlikte devrolacağı, malvarlığının tamamı veya önemli bir kısmının devrinde işletmenin devri hükümlerinin uygulanacağı ve bu sebeple pasiflerin de devralınmış sayılacağı görüşleri bulunmaktadır²²⁰. Malvarlığının veya işletmenin pasifleriyle alınması söz

²¹⁷ Letsou, **a.g.e.**, s. 1150, 1151.

²¹⁸ Kaya, **Ayrılma Hakkı**, s. 214.

²¹⁹ Sönmez, **a.g.e.**, s. 106.

²²⁰ Sami Karahan, **Anonim Şirketlerde Tasfiye**, Konya: Mimoza Yayıncılık, 1998, s. 200; Ticari işletmenin devrinde mutlaka pasiflerin de devrolmayacağı görüşü için bkz. Mehmet Fatih Arıcı, **Ticari İşletmenin Aktif ve Pasifi ile Devri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2008, s. 157-160; Kerem Çelikboya, **Ticari İşletmenin Devri**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2017, s. 256 vd.; Aktif ve pasiflerin birlikte devrolması gerektiği yönünde bkz. Esra Hamamcıoğlu / Levent Biçer, Anonim Ortaklıklarda Genel Kurulun Devredilemez Yetkileri Kapsamında Önemli Miktarda Şirket Varlığının Toptan Satışı ve Uygulama Alanı (TTK m. 408/2-f)”, **Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 1, S. 1, Haziran 2013, s.40; Tolga Ayoğlu, “Önemli Miktarda Şirket Varlığının Satışında Genel Kurul Kararının Hukuki Niteliği”, **Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 5, S. 1, Haziran 2017, s. 93 vd.

konusu olunca bu işlemin değerinin pay sahiplerinin risk durumunu nasıl etkilediğine bakılarak ayrılma hakkının doğup doğmayacağına karar verilmesi isabetli olacaktır²²¹.

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 6/1 hükmüne göre, m. 5/1/b'de düzenlenen işlemin önemlilik kriterini sağlayabilmesi için üç kıstas getirilmiştir. Buna göre, (i) ortaklığa ait devredilen malvarlığının önemli sayılması için, işleme konu malvarlığının kamuya açıklanan son²²² finansal tablodaki kayıtlı değerinin kamuya açıklanan son finansal tablolara göre varlık (aktif) toplamına oranı, (ii) işlem tutarının yönetim kurulu karar tarihinden önceki altı aylık günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması baz alınarak hesaplanan ortaklık değerine oranı veya (iii) devredilecek 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 yüzde elliden fazla olması gerekmektedir. Bu üç kıstastan herhangi birinin gerçekleşmesi halinde ayrılma hakkı doğacaktır.

Önemlilik kriterinin ele alınmasında, bu üç kıstasın belirttiği sınırlar altında olsa bile her durumda yönetim kurulunun malvarlığının ortaklığın faaliyetleri açısından taşıdığı önemi dikkate alarak, her somuta olaya ilişkin değerlendirme yapması gerektiği belirtilmiştir. Burada işlem %50'den az bir orana sahip olsa da, önemli işlem sayılması gerektiği, halka açık anonim ortaklığın faaliyetine etkisinin objektif olarak önem taşıyıp taşımadığının değerlendirilmesi gerekecektir. Bu konuda yönetim kuruluna bir takdir hakkı tanınmış olsa da, yönetim kurulunun takdir hakkını yanlış kullanması hâlinde, Ayrılma Hakkı Tebliği m. 14 uyarınca yönetim kurulunun önemlilik ölçütünün tespitiyle ilgili sorumlu olduğu belirtilmiştir. Aynı zamanda, işlemin önemli olduğu iddiasıyla, mahkemeye genel kurul kararının iptali için başvurmak da mümkündür.

²²¹ Bu görüşte, Kaya, **Ayrılma Hakkı**, s.216.

²²² II-14.1 sayılı Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (13.06.2013 tarih ve 28676 sayılı RG) m. 7 uyarınca, ihraç ettiği sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören işletmeler, tebliğde düzenlenen esaslara uygun olarak 3, 6 ve 9 aylık dönemler itibarıyla ara dönem finansal rapor düzenlemekle yükümlüdürler. Hangi dönemde genel kurul kararı alınacaksa bu raporun tarihi buna göre değişecektir.

Malvarlığının üzerinde aynî hak tesis edilmesi veya malvarlığının kiralanması işlemlerinde de, malvarlığının devrine ilişkin kıstasların varlığı hâlinde, bunların önemli karar kategorisinde olduğu, genel kurulda alınacak bu karar uyarınca ayrılma hakkının kullanılabilmesi kabul edilmiştir.

Ortaklık malvarlığının menkul ya da gayrimenkul olması fark etmeyeceği gibi tesis edilecek aynî hak da mülkiyet dışında sınırlı ayni hak olacaktır. Uygulamada, nakit ihtiyacıyla bankadan talep edilen kredi karşılığında teminat olarak rehin hakkı tesis edilmesi talep edilmektedir²²³. Hükümün sadece aynî hak tesisini esas alması eleştirilmiştir. Bu görüşe göre, kefalet, garanti, bağış, takas ve ödünç gibi ortaklık malvarlığının el değiştirmesi sonucunu doğuracak tüm işlemlerin sayılması gerektiği belirtilmiştir²²⁴. *Adıgüzel*'e göre bağışlama dışında, diğer hâllerin ortaklık malvarlığı üzerinde doğrudan talep edilebilir bir hak doğurmadığı veya ortaklık malvarlığında bir azalma meydana getirmediği söylenebilecektir²²⁵.

Önemli miktarda malvarlığının kiralanmasının önemli nitelikte karar olarak kabul edilmesinin kısa süreli yapılan kira sözleşmeleri için geçerli olmayacağı ileri sürülerek, bu yönden de hüküm eleştirilmiştir²²⁶. Bize göre kiralama süresinden çok²²⁷, kira sözleşmesiyle maruz kalınabilecek zararın büyüklüğü önem taşımaktadır.

Malvarlığının önemli bir bölümünün devredilmesi, ayni hakla kısıtlanması veya kiraya verilmesi halinde genel kurul kararının SerPK m. 29/6 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 7/1'de belirtilen nisaplara göre alınması uygun olacaktır.

b. İlişkili Taraflardan Malvarlığı Edinilmesi ve Kiralanması

İlişkili taraflardan malvarlığı edinilmesi ve kiralanması Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5/1/e ve m. 6/2'de düzenlenmiştir. Halka açık anonim ortaklıkların ilişkili

²²³ Adıgüzel, *Ayrılma Hakkı*, s. 20; Karacan, *SPH I*, s. 252.

²²⁴ Hamamcıoğlu / Biçer, *Toptan Satış*, s. 44.

²²⁵ Adıgüzel, *Ayrılma Hakkı*, s. 21. Aynı durumun rehin hakkı tesisinde de söz konusu olabileceği görüşünde bkz. Semerci Vuraloğlu, *a.g.e.*, s. 299.

²²⁶ Hamamcıoğlu / Biçer, *Toptan Satış*, s.44-45.

²²⁷ Yargıtay bir kararında ortaklığın 49 yıllığına kiralanın maden sahasının tek malvarlığı olup olmadığını araştırılarak genel kurul kararının yoklukla malul olup olmadığını belirlenmesi gerektiğini esas alarak, önemli olan hususun kiralanın malvarlığı miktarı olduğunu kabul etmiştir. Y.11.HD.17.01.2011 tarih 2009/7073 E. 2011/153 K. sayılı ilamı, www.kazanci.com (Son Erişim Tarihi: 21.01.2019)

tarafardan önemli ölçüde malvarlığı edinmesi ve kiralaması m. 6/2’de “...işlem tutarının kamuya açıklanan son finansal tablolara göre varlık (aktif) toplamına veya yönetim kurulu karar tarihinden önceki altı aylık günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması baz alınarak hesaplanan ortaklık değerine oranının %50 den fazla olması durumudur. Kiralama halinde, varlığın kullanım ömrü dikkate alınarak kira tutarlarının indirgenmiş nakit akışı yöntemine göre hesaplanan net bugünkü değeri dikkate alınır.” olarak belirtilerek önemlilik kriterine erişildiği takdirde ayrılma hakkının doğacağı düzenlenmiştir.

Karşılaştırmalı hukuk açısından ABD hukukunda, DGCL § 144, kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin Securities Exchange Commission (“SEC”) Item 404(a) of Regulation S-K ve MBCA m. 8.60’da düzenlenen ilişkili taraf işlemleri (*conflicting interest transaction, transactions with related persons*) ve AB mevzuatında 2007/36 sayılı Yönergeyi²²⁸ değiştiren 2017/828 sayılı Yönerge²²⁹ ile eklenen m.9/c’de düzenlenmektedir.

Bu önemli nitelikteki işlemde “ilişkili taraf” kavramı temel noktadır. İlişkili tarafın belirlenebilmesi için Ayrılma Hakkı Tebliği bir yol göstermektedir. Tebliğde sayılan önemli kararlardan biri halka açık anonim ortaklığın bedelli sermaye artırımlarında, sermaye artırımından elde edilecek fonun ortaklığın mevcut sermayesini aşması ve SPK’nın ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili taraflara olan ve ortaklığa nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan borçların kısmen veya tamamen ödenmesinde kullanılacak olmasıdır. Burada, açıklanan ilişkili taraf Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1) m. 3/g’de ve bunların yaptığı ilişkili taraf işlemleri ise m. 3/ğ’de tanımlanmaktadır.

666 sayılı KHK’ye göre kurulan Kamu Gözetim Kurumu tarafından çıkarılan tebliğlerle düzenlenen TMS’de ilişkili tarafları ele alan tebliğ, 17 sayılı “İlişkili Taraf Açıklamalarına İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı ve bu Tebliğe ek “TMS 24

²²⁸ Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the Exercise of Certain Rights of Shareholders in Listed Companies, OJ L 184/17, 14.07.2007.

²²⁹ Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement, OJ L 132/1, 20.05.2017.

İlişkili Taraf Açıklamaları” (TMS 24)²³⁰ m. 9’da yer alan ilişkili taraf tanımı şöyledir: “*Finansal tablolarını hazırlayan işletmeyle (bu Standartta “raporlayan işletme” olarak kullanılacaktır) ilişkili olan kişi veya işletmedir*²³¹.”

İlişkili taraf tanımında yer alan kişi, gerçek kişi olup, gerçek kişinin yakın aile üyeleri de aşağıdaki gibi tanımlanmıştır:

“Bir bireyin yakın aile üyeleri: İşletme ile ilgili işlemler üzerinde etkisi olması ya da işlemlerden etkilenmesi beklenen aile bireyleridir ve aşağıda belirtilenler bireyin yakın aile üyesi kapsamında yer alır:

- (a) *Bireyin eş ve çocukları,*
- (b) *Bireyin eşinin çocukları ve*
- (c) *Bireyin ya da bireyin eşinin bakmakla yükümlü olduğu kişiler.”*

²³⁰ 31.12.2005 tarih ve 26040 sayılı RG’de yayınlanan dönem dönem güncellenen ve en son haline 2014 yılında getirilmiştir. Bkz. <http://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/DynamicContentFiles/T%C3%BCrkiye%20Muhasebe%20Standartlar%C4%B1/TMSTFRS2016Seti/TMS24.pdf> (Son Erişim Tarihi: 20.02.2019)

²³¹ Kişi ve işletme tanımı için “Bir kişi veya bu kişinin yakın ailesinin bir üyesi, aşağıdaki durumlarda raporlayan işletmeyle ilişkili sayılır:

Söz konusu kişinin,

- (i) *Raporlayan işletme üzerinde kontrol veya müşterek kontrol gücüne sahip olması durumunda,*
- (ii) *Raporlayan işletme üzerinde önemli etkiye sahip olması durumunda,*
- (iii) *Raporlayan işletmenin veya raporlayan işletmenin bir ana ortaklığının kilit yönetici personelinin bir üyesi olması durumunda.*

(b) *Aşağıdaki koşullardan herhangi birinin mevcut olması halinde işletme raporlayan işletme ile ilişkili sayılır:*

(i) *İşletme ve raporlayan işletmenin aynı grubun üyesi olması halinde (yani her bir ana ortaklık, bağlı ortaklık ve diğer bağlı ortaklık diğerleri ile ilişkilidir).*

(ii) *İşletmenin, diğer işletmenin (veya diğer işletmenin de üyesi olduğu bir grubun üyesinin) iştiraki ya da iş ortaklığı olması halinde.*

(iii) *Her iki işletmenin de aynı bir üçüncü tarafın iş ortaklığı olması halinde.*

(iv) *İşletmelerden birinin üçüncü bir işletmenin iş ortaklığı olması ve diğer işletmenin söz konusu üçüncü işletmenin iştiraki olması halinde.*

(v) *İşletmenin, raporlayan işletmenin ya da raporlayan işletmeyle ilişkili olan bir işletmenin çalışanlarına ilişkin olarak işten ayrılma sonrasında sağlanan fayda plânlarının olması halinde. Raporlayan işletmenin kendisinin böyle bir plânının olması halinde, sponsor olan işverenler de raporlayan işletme ile ilişkilidir.*

(vi) *İşletmenin (a) maddesinde tanımlanan bir kişi tarafından kontrol veya müştereken kontrol edilmesi halinde.*

(vii)(a) *maddesinin (i) bendinde tanımlanan bir kişinin işletme üzerinde önemli etkisinin bulunması veya söz konusu işletmenin (ya da bu işletmenin ana ortaklığının) kilit yönetici personelinin bir üyesi olması halinde.*

(viii) *İşletmenin veya onun bir parçası olduğu grubun başka bir üyesinin, raporlayan işletmeye veya raporlayan işletmenin ana ortaklığına kilit yönetici personel hizmetleri sunması halinde.”*

Türkiye'deki halka açık anonim ortaklıklar açısından hâkim ortak egemenliği söz konusu olduğundan, ilişkili taraf işlemleri ile küçük pay sahiplerinin zarara uğramasına engel olmak için koruyucu haklar öngörülmüştür²³². Önemlilik kriterini karşılayan bir ilişkili taraf işlemi olması halinde, bu durum (ilişkili taraftan malvarlığı edinimi ve kiralanması) önemli nitelikte bir işlem sayılmış, buna bağlı ek yükümlülükler belirlenmiş ve işlemin onaylanacağı genel kurulda muhalif kalanlara ise ayrılma hakkı tanınmıştır.

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 6/3 uyarınca, m. 6/2'deki önemlilik kriterine ilişkin oranların altında kalırsa bile, her durumda yönetim kurulunun malvarlığının ortaklığın faaliyetleri açısından taşıdığı önemi göz önüne alarak değerlendirme yapması gerekmektedir.

Yönetim kurulu açısından dikkate alınması gereken bir diğer husus ise, genel kurul toplantısı yapmayarak, ayrılma hakkının kullanımına engel olmak için işlemleri parça parça olarak yapmalarıdır. Bu durum Ayrılma Hakkı Tebliği m. 13/2'de, önemlilik kriteri bakımından belirtilen oranlara ilişkin sınırların altında kalmak amacıyla, işlemlerin birkaç seferde yapılması veya muhasebe politikalarının değiştirilmesi gibi işlemlerin yapılamayacağı şeklinde düzenlenmektedir²³³

Buna ilave olarak, yönetim kurulu üyelerinin Ayrılma Hakkı Tebliği m. 14 uyarınca, önemlilik ölçütünün tespitine ilişkin usul ve esaslar açısından sorumlu olduğu gözden uzak tutulmamalıdır.

²³² Manavgat, **Halka Arz**, s. 306.

²³³ Konuya ilişkin KAP'ta Karsusan Karadeniz Su Ürünleri A.Ş. yönetim kurulunun 19.07.2017'de yapmış olduğu bir özel durum açıklaması bulunmaktadır. Buna göre, "...SPK II.23-1 sayılı "Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin ortak esaslar ve ayrılma hakkı" tebliği ("Tebliğ") uyarınca ortaklıkların ilişkili taraflarından önemli ölçüde mal varlığı edinmesi veya kiralanması Tebliğ'in 6'ncı maddesinin (2)'nci fıkrasındaki önemlilik kriterini sağlamak koşuluyla önemli nitelikte işlem sayılmaktadır. Tebliğ'in 6'ncı maddesinin (2)'nci fıkrası uyarınca, 19.07.2017 tarihinde satın alınan payların işlem büyüklüğü (2.250.000,-TL) önemli nitelikte işlem için gerekli kriterleri karşılamamaktadır, ancak, 15.03.2017 tarihinde alınan 5.250.000,-TL karşılığı pay dikkate alındığında MMC Gayrimenkul'ün %100 payın bedeli toplam 7.500.000,-TL ise, 15.03.2017 tarihli değerler dikkate alındığında, aynı madde uyarınca önemli nitelikte işlem için gerekli kriterleri karşılamaktadır, bu itibarla yapılan işlemin önemli nitelikte işlem olarak değerlendirilmiştir." Şeklinde belirtilerek, tek tek yapılan işlemler önemlilik kriterini sağlamasa bile ilişkili taraf işlemi olarak ele alınmışlar ve önemlilik kriterini sağladıkları sonucuna varılarak ayrılma hakkı prosedürü işletilmiştir. Bkz. <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/619272> (Son Erişim Tarihi: 20.02.2019).

Yönetim kurulunun önemlilik kriterine ilişkin değerlendirme yapma sorumluluğu, ayrılma hakkını kötüye kullanmak isteyen pay sahipleri tarafından ortaklıktan ayrılma gerekçesi olarak kullanılabilmesi ve bu konuda karar alma durumunda olan ortaklıklar açısından ayrılma hakkı kullanımının getireceği riskler bakımından işleyişi olumsuz yönde etkileyebilecek bir düzenlemedir²³⁴.

İlişkili taraf işlemleri ile ilgili olarak, bunların görüşüleceği genel kurul toplantısında SerPK m. 29/6 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 7/1'deki nisaplar uygulanacaktır²³⁵.

c. Faaliyet Konusunun Değiştirilmesi

Ortaklık faaliyet konusunun değiştirilmesi²³⁶, SerPK m. 23/1/c ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5'te düzenlenmiştir. Bunlara göre, tümüyle veya önemli ölçüde değiştirilme halinde ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 6'daki önemlilik kriterinin sağlanması halinde önemli nitelikte işlemde bahsedilebilir.

TTK'da faaliyet konusunu karşılamak için "işletme konusu"²³⁷ kavramına yer verilmiş ve SerPK ile aralarında kavramlar arasında uyumsuzluk meydana gelmiştir. SerPK'da yer alan faaliyet konusunun tamamen veya önemli ölçüde değiştirilmesidir.

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 6/4'te önemlilik ölçütünü kesin belirlemeler yerine örneklendirme yoluyla şu şekilde düzenlenmektedir: "a) *Ortaklığın esas sözleşmesinde yer alan fiili ana faaliyet konusunun yan faaliyet haline gelmesine sebebiyet verecek esas sözleşme değişikliği,*

b) *Ortaklığın fiili ana faaliyet konusunu oluşturan mal ve hizmet üretiminin işleyiş sürecini değiştirecek nitelikteki, örneğin üretim faaliyetinin tümüyle*

²³⁴ Kaya, **Ayrılma Hakkı**, s. 319.

²³⁵ Aynı yönde bkz. Manavgat, **Halka Arz**, s. 144-145.; Turan, **Ayrılma Hakkı**, s. 90-91; Çanga Belber, **a.g.e.**, s. 85, dn. 257.

²³⁶ Detaylı bilgi için, Sevilay Uzunallı, **Anonim Şirkette İşletme Konusu**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2013, s. 161-171; Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 262, p. 12-83.

²³⁷ Aynı yönde, Manavgat, **Halka Arz**, s. 302; Semerci Vuraloğlu, **a.g.e.**, s. 302.

terkedilerek üretim konusu malın dışarıdan tedarik edilmesi gibi karar ve işlemlerdir.”

Ana faaliyet konusunun yan faaliyet konusu haline gelmesi veya üretim işleyiş sürecinin tümüyle değiştirilmesi gibi konular faaliyet konusunun değiştirilmesini önemli nitelikte bir işleme dönüştürmektedir.

Halka açık olmayan ortaklıklar açısından esas sözleşmede yer alan konunun değiştirilmesi, esas sözleşme değişikliğini gerektirdiğinden buna ilişkin kararın TTK m. 421, halka açık anonim ortaklıklar açısından SerPK m. 29/6 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 7/1'deki nisaplara uygun olarak genel kurul kararı alınması gerekmektedir.

4. Diğer Önemli Nitelikte İşlemler

Ayrılma Hakkı Tebliği m.5/2 uyarınca, ortaklıkların halka açılma öncesindeki vaat, taahhüt veya esaslı durumlarından önemli oranda 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 işlemler, SPK tarafından önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilebilir. SPK'nın takdir hakkını kullanarak bir işlemi önemli işlem olarak kabul etmesi hâlinde, bu işlemin alındığı genel kurulda da gerekli şartlar sağlanarak, ayrılma hakkı kullanılabilir.

SPK tarafından önemli nitelikte olarak değerlendirilebilecek işlemlerde iki kıstasın bulunması gerekmektedir. Bunlardan birincisi, ortaklığın halka açılmadan önceki pozisyonu ile açıldıktan sonraki pozisyonunu değiştiren bir genel kurul kararı olmasıdır. Diğeri ise, halka açık anonim ortaklığın faaliyet ve/veya ticari iş hayatında bir değişiklik meydana getiren karar olması gerekmektedir.

Ayrılma Hakkı Tebliği önemli işlemleri sınırlı sayı prensibine bağlamamıştır. SPK'nın takdir yetkisinin hukuk güvenliğini zedelediği yönünde görüşler²³⁸ varsa da tüm önemli kararların SerPK ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nde belirtilemeye ihtimaline

²³⁸ Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 31

karşılık, SPK'nın hâkim ortak dışındaki pay sahiplerini koruyucu nitelikte önemli nitelikte karar belirlemesinin hakkaniyete uygun sonuçlar oluşturabileceği kanaatindeyiz.

C. AYRILMA HAKKININ DOĞMADIĞI HALLER

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12'de yer alan 13 bent altında düzenlenen hallerde, önemli nitelikte işlem sayılan bir konuda karar alınmasına rağmen belirli şartların varlığı nedeniyle ayrılma hakkının doğmadığı işlemler sayılmaktadır.

Ayrılma Hakkı Tebliği m.12/2 uyarınca aynı zamanda bu kararların alınması için kanunen genel kurulun toplanmasının zorunlu olması hariç olmak üzere, genel kurul kararının alınmasına da lüzum olmadığı öngörülmüştür. Genel kurulun toplanmasının kararın alınması için zorunlu olduğu hâllerde ise, toplantı gündemine ayrılma hakkı doğmadığına ilişkin yönetim kurulu beyanı eklenecektir. İşlemlere ilişkin olarak gerekçeli yönetim kurulu kararı, ilgili bilgi ve belgelerle birlikte SPK'nın özel durumlara ilişkin düzenlemeleri uyarınca KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu)da²³⁹ açıklanacaktır.

Ayrılma hakkı doğurmayan işlemleri şu şekilde sıralayabiliriz:

1) Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1/a uyarınca, ortaklıkların tabi olduğu diğer ilgili mevzuat uyarınca yapılması zorunlu olan işlemler sonucunda ayrılma hakkı doğmamaktadır. Bu işlemlere örnek olarak Bankacılık Kanunu uyarınca Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun malvarlığı devri, birleşme vb. kararların alınmasını talep etmesi, rekabet mevzuatı açısından hâkim durum yaratmaktan kaçınmak için yapılan bölünme işlemi vb. yasal zorunluluktan kaynaklanan işlemler için ortaklığın önemli nitelikte işlem yaratma iradesi bulunmamaktadır. Bu sebeple ayrılma hakkının doğmaması da isabetlidir.

²³⁹ 27.12.2013 tarih 28864 sayılı RG'de yayımlanan Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliğine (VII-128.6) göre, KAP; mevzuat uyarınca kamuya açıklanması gerekli olan bilgilerin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik sistemdir. Halka açık anonim ortaklıklar KAP'a SPK'nın zorunlu tuttuğu bilgi ve belgeleri kamuya duyurulmak üzere elektronik imza kullanarak göndermek zorundadır.

2) Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1/b uyarınca, yönetim kontrolüne bir kamu kurumunun sahip olduğu ortaklıklarca yapılan işlemler sonucunda ayrılma hakkı doğmayacaktır. Özel hukuk tüzel kişisi gibi hareket edecek kamu tüzel kişisi pay sahibinin halka açık anonim ortaklıkta yönetim kontrolüne sahip olması durumunda diğer pay sahiplerinin ayrılma hakkından varestede tutulması doktrinde, sermaye piyasasının özelliklerine uymadığı²⁴⁰, mesnetsiz şekilde pay sahiplerinin ayrılma hakkının bir tebliğ hükmüyle ellerinden alındığı²⁴¹ ve Anayasa'da yer alan eşitlik ilkesine aykırılık yarattığı gibi gerekçelerle eleştirilmiştir.

3) Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1/c uyarınca, ortaklıkların mevcut paylarına tanınmış imtiyazlarının tüm ortaklar için bedelsiz olarak tamamen kaldırılması, konu veya kapsam bakımından daraltılması işlemleri sonucunda ayrılma hakkı doğmayacaktır. Bu düzenleme de oldukça tartışmalıdır. Önemli nitelikte işlem olarak değerlendirilen yeni bir imtiyaz yaratılması veya var olan imtiyazın kapsam ve konusunun değiştirilmesi ayrılma hakkı veya zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğü getirirken, tüm mevcut imtiyazların tüm ortaklar için kaldırılması veya konu ve kapsam açısından daraltılması tutarsız bir durum yaratmaktadır. Mevcut imtiyazların kapsam ve konusunun daraltılması imtiyazlı olmayan payların sahipleri açısından zaten avantajlı bir durum olmakla birlikte, halka açık anonim ortaklıklar açısından mevcut pay sahipleri TTK m. 454 uyarınca korunmaktadır.

4) Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1/ç uyarınca, yatırım ortaklıklarının yatırım ortaklığı niteliklerinin değiştirilmesi, yitirilmesi ve bu kapsamda yapılan imtiyaz değişiklikleri işlemleri sonucunda ayrılma hakkı doğmayacaktır. Yatırım ortaklığı SerPK m. 48/1 uyarınca, “...*sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, girişim sermayesi yatırımları ile Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla, paylarını ihraç etmek üzere kurulan sabit veya değişken sermayeli anonim ortaklıklardır.*” Aynı maddenin 3. Fıkrası uyarınca da yatırım ortaklıklarının esas sözleşme değişiklikleri için SPK'nın uygun görüşünün alınması zorunludur. Ayrıca SerPK m. 26/5'te SPK'nın yatırım ortaklıklarının yatırım ortaklığı niteliklerinin değiştirilmesine veya yitirilmesine neden olacak esas sözleşme değişikliklerine izin verilebilmesi için pay alım teklifi zorunluluğu

²⁴⁰ Manavgat, **Halka Arz**, s. 330.

²⁴¹ Semerci Vuraloğlu, **a.g.e.**, s. 364.

getirebileceği düzenlenmektedir. Bizim de katıldığımız görüşe göre, zorunlu pay alım teklifi ile pay sahipleri korunduğu için ayrıca ayrılma hakkının doğmaması uygundur²⁴².

5) Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1/d uyarınca, önemli nitelikteki işlem sonucunda pay alım teklifi zorunluluğu getirilen veya gönüllü olarak pay alım teklifi yapılması SPK tarafından uygun görülen işlemler sonucunda ayrılma hakkı doğmayacaktır. Ayrılma Hakkı Tebliği m. 8 ve 11'de de belirtildiği gibi, işlemin maliyeti ortaklık üzerinden alınıp pay sahiplerine de ortaklıktan çıkış imkanı tanındığı için ayrılma hakkının ayrıca tanınmamış olması yerindedir.

6) Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1/e uyarınca, bölünen ortaklığın ortaklık yapısının korunduğu yeni ortaklık kurulması suretiyle bölünme işlemleri, kolaylaştırılmış usulde birleşme ve bölünme işlemleri sonucunda ayrılma hakkı doğmayacaktır. Birleşme ve Bölünme Tebliği m. 13 uyarınca kolaylaştırılmış birleşmeler için ayrılma akçesi öngörülmesi zorunlu olduğundan ayrıca ayrılma hakkının zorunlu tutulmamış olması isabetlidir. Bununla birlikte SerPK'da bölünme işlemi için bir sınırlama veya pay sahiplerini koruyucu bir düzenleme öngörülmemiştir. Bölünmede ayrılma hakkının da doğmadığının kabulü pay sahiplerinin korunması açısından elverişli değildir. Bölünme için SerPK mevzuatında pay sahiplerini koruyucu alternatif düzenleme yapılması yerinde olacaktır.

7) Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1/f uyarınca, işlemin adli makamlarca 9/6/1932 tarihli ve 2004 sayılı İcra ve İflas Kanunu²⁴³ (İİK) 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 ipoteye dayalı menkul kıymet veya teminatlı menkul kıymet ihracı amacıyla yapılan mal varlığı devir işlemleri sonucunda ayrılma hakkı doğmayacaktır. Burada (i) malvarlığının önemli bir bölümünün devredilmesi, (ii) aynı hakla kısıtlanması, (iii) kiraya verilmesi gibi önemli nitelikteki işlemler için ayrılma hakkının doğmayacağı düzenlenmektedir.

²⁴² Bu görüşte bkz. Semerci Vuraloğlu, **a.g.e.**, s. 365; Karşı görüşte bkz. Kaya, **Ayrılma Hakkı**, s. 231.

²⁴³ Bkz. 19.06.1932 tarih ve 2128 sayılı RG.

İlk işlemde, adli makamların İİK uyarınca verilen bir karar veya kamu alacağının tahsili nedeniyle malvarlığının önemli bir kısmının devredilmesi söz konusu olacaktır. Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1/a'da zorunlu olan işlemler sonucunda ayrılma hakkı doğmayacağını düzenlediğinden, halka açık anonim ortaklığın işlem üzerinde bir iradesi olmadan işlemin gerçekleşmesi halinde, üzerine ayrılma hakkı ödenerek ortaklığı mali külfet içine sokmak uygun olmayacaktır. Bu sebeple düzenleme yerindedir.

İkinci işlemde, işleme konu varlık finansal kiralama²⁴⁴ yoluyla hemen geri alınmaktadır. Önemli miktarda satışa konu malvarlığının finansal kiralama ile hemen geri alınması ve kullanımlarına devam edilmesi ayrılma hakkının doğumu ile gerçekleşecek işlem maliyetinin artmasının önüne geçecektir. Böylelikle ticari hayatta ihtiyaç duyulan alım satım işlemlerinin gerçekleşmesi mümkün olacaktır²⁴⁵. Hemen geri alınmanın süresi bu maddede belirtilmemiştir. Sürenin belirliliği önem taşıdığından Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1/j'de belirtilen önemli nitelikte işlem için m. 12/3'te belirtilen 1 aylık süre gibi, bu işlem için de belirtilmesi yerinde olacaktır.

Üçüncü işlem ise, kira sertifikası²⁴⁶, varlığa ve ipoteğe dayalı menkul kıymet²⁴⁷ veya teminatlı menkul kıymet²⁴⁸ ihracı amacıyla yapılan malvarlığı devir

²⁴⁴ 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu (13.12.2012 tarih ve 28496 sayılı RG) m. 3/1/ç uyarınca, “Bir finansal kiralama sözleşmesine dayalı olmak koşuluyla, bu Kanun veya ilgili mevzuatı uyarınca yetkilendirilen kiralayan tarafından finansman sağlamaya yönelik olarak bir malın mülkiyetinin kira süresi sonunda kiracıya devredilmesi; kiracıya kira süresi sonunda malın rayiç bedelinden düşük bir bedelle satın alma hakkı tanınması; kiralama süresinin malın ekonomik ömrünün yüzde sekseninden daha büyük bir bölümünü kapsamı veya finansal kiralama sözleşmesine göre yapılacak kira ödemelerinin bugünkü değerlerinin toplamının malın rayiç bedelinin yüzde doksandan daha büyük bir değeri oluşturması hâllerinden herhangi birini sağlayan kiralama işlemi” olarak tanımlanmıştır. Finansal kiralama sözleşmesinin konusunu, bizzat kiracıdan satın alınan taşınır veya taşınmaz malın oluşturması mümkündür.

²⁴⁵ Manavgat, **Halka Arz**, s. 331.

²⁴⁶ Kira Sertifikaları Tebliği (III-61.1) (07.06.2013 tarih ve 28670 sayılı RG) m. 3/1/h'ye göre, kira sertifikası, her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymet olarak tanımlanmaktadır.

²⁴⁷ Varlığa ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği (III-58.1) (09.01.2014 tarih ve 28877 sayılı RG) m. 3/1/ü'de varlık finansmanı fonunun (m. 3/1/u'da tanımlanan varlığa dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre fon içtüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği olmayan malvarlığını) veya ipotek finansmanı kuruluşu (m. 3/1/h'ye göre SerPK m. 60/1'de tanımlanan anonim ortaklıklar) devralacağı varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymet olarak tanımlanır.

²⁴⁸ SerPK m. 59/1 uyarınca, ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetler, ihraççıların genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve teminatlar karşılık gösterilerek ihraç edilen sermaye piyasası

işlemleridir. Finansal araç ihracı sebebiyle, güvence oluşturulmak üzere önemli miktarda varlık satışının ayrılma hakkı doğurmayacağı düzenlenmiştir²⁴⁹. İhraç edilecek menkul kıymetlerle elde edilecek kaynakların devredilen önemli miktardaki ortaklık malvarlığının ortaklığa getirisinin beklentinin altında kalması halinde pay sahiplerinin korunması için ayrılma hakkının doğmaması isabetli değildir.

8) Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1/g uyarınca, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının²⁵⁰ portföylerinde yer alan varlıkları kiraya vermesi işlemi sonucunda ayrılma hakkı doğmayacaktır. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği m. 21/3'te ortaklıkların, aktif toplamalarının %75'ini aşmayan tutardaki varlıklarının toptan satışında genel kurul onayı aranmayıp, önemli nitelikte işlem olarak da görülmemiştir. Burada da gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerinde yer alan varlıkları kiraya vermesi önemli nitelikte işlem sayılmasına rağmen ayrılma hakkının doğmayacağı belirtilmiştir. Kiraya verilme işleminin de önemli nitelikte işlem olarak sayılmasına rağmen ayrılma hakkı doğmaması kanaatimizce yerinde değildir.

9) Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1/ğ uyarınca, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerinde yer alan varlıklar üzerinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği hükümleri çerçevesinde aynı hak tesis edilmesi durumunda da ayrılma hakkı doğmayacaktır. Aynı Tebliğ m. 30'da ipotek, rehin ve sınırlı aynı hak tesisine ilişkin amaç sınırlarına yer verildiği ve bunlar dışında da malvarlığının aynı hak ile sınırlanamayacağı belirtilmiştir. Bu hükümden de hareketle, kat karşılığı inşaat sözleşmelerinde teminat olarak arsa sahibi lehine

araçlarıdır. Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği (III-59.1) (21.01.2014 tarih ve 28889 sayılı RG) m. 3/1/t uyarınca, teminatlı menkul kıymet, ipotek teminatlı menkul kıymet ve varlık teminatlı menkul kıymeti ifade etmektedir. Aynı Tebliğ m. 4/1 uyarınca, ihraççının genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve teminat varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen borçlanma aracı niteliğinde bir sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmıştır.

²⁴⁹ Manavgat, **Halka Arz**, s. 331.

²⁵⁰ Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1) (28.05.2013 tarih ve 28660 sayılı RG) m.4/1'e göre gayrimenkul yatırım ortaklığı, "...bu Tebliğ ile belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, altyapı yatırım ve hizmetleri, sermaye piyasası araçları, Takasbank para piyasası ve ters repo işlemleri, Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat veya katılma hesabı, yabancı para cinsinden vadeli ve vadesiz mevduat veya özel cari ve katılma hesapları ile iştirakler ve Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan ve Kanununun 48 inci maddesinde sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde olmak kaydı ile bu Tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumu" olarak tanımlanmıştır.

portföyündeki gayrimenkuller üzerinde ipotek tesisi, gayrimenkul projelerinin yalnızca bu işlemlerin finansmanı için kredi temin etmek amacıyla portföydeki gayrimenkuller üzerinde ipotek tesisi gibi izin verilen amaçlarla sınırlı, aynı hak tesis edilmesi de ayrılma hakkını doğurmayan önemli nitelikte işlemlerden biridir.

10) Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1/h uyarınca, ortaklıkların kendi tüzel kişilikleri adına ve finansal tablolarında tam konsolidasyona dâhil ettikleri ortaklıklar lehine mal varlığı üzerinde aynı hak tesis etmesi işlemi de ayrılma hakkı doğurmayan işlemlerden biridir. Halka açık anonim ortaklık ile aralarında tam hâkimiyet ilişkisi bulunan bağlı ortaklıkların bulunması halinde, bu bağlı ortaklıklar lehine malvarlığı üzerinde aynı hak tesisi işlemleri anlatılmak istenmektedir. Payları borsada işlem gören ortaklıklar açısından, Kurumsal Yönetim Tebliği m. 12/1 uyarınca, ortaklıklar ile bunların bağlı ortaklıkları; a) kendi tüzel kişilikleri lehine, b) finansal tablolarında tam konsolidasyon kapsamına dahil ettikleri ortaklıklar lehine, c) ticari faaliyetlerinin yürütülmesi amacıyla diğer üçüncü kişiler lehine vermiş oldukları teminat, rehin, ipotek ve kefaletler dışında üçüncü kişiler lehine teminat, rehin, ipotek ve kefalet veremeyeceği düzenlenmiştir. Ayrıca aynı Tebliğ m. 12/3'te, olağan ticari faaliyetlerinin yürütülmesi amacıyla diğer üçüncü kişiler lehine teminat, rehin, ipotek ve kefalet verilmesine ilişkin yönetim kurulu kararlarında bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı aranacağı, konunun görüşüleceği yönetim kurulu toplantılarında, ilişkili taraf niteliğinde olan yönetim kurulu üyeleri oy kullanamayacağı, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun söz konusu işlemleri onaylamaması halinde, muhalefet gerekçesinin KAP'ta açıklanması zorunlu olduğu belirtilmiştir.

Aynı Tebliğ m. 9/3 uyarınca, ilişkili tarafla girişilecek belirli oranın üzerindeki işlemler için yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin çoğunluğunun söz konusu işlemi onaylamaması halinde, bu durum işleme ilişkin yeterli bilgiyi içerecek şekilde KAP'ta açıklanması ve işlem genel kurul onayına sunulması zorunlu tutulmuştur. Pay sahipleri lehine koruyucu mekanizma öngörülmeden burada ayrılma hakkının pay sahiplerinin elinden alınması, düzenlemenin yerinde olmadığı sonucunu doğurabilecektir.

11) Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1/ı uyarınca, SPK tarafından uygun görülmesi koşuluyla, SPK düzenlemelerine göre hazırlanmış finansal tablolarına göre sermayesinin en az yarısı karşılıksız kalan ortaklıkların mal varlığı içinde yer alan ancak ekonomik bir değeri bulunmayan mal varlıklarının devrinin ortaklıkların söz konusu sermaye kaybını sona erdireceği özel amaçlı bağımsız denetim raporu ile tespit edilen işlemler de ayrılma hakkının doğumuna sebep olmayacaktır. Burada TTK m. 376/1 halinde, sermayenin en az yarısının karşılıksız olduğunun anlaşılması halinde, sermaye kaybına bir çözüm olabilmesi için ortaklığın kullanılmayan bir malvarlığının devrinin ortaklığın söz konusu sermaye kaybını sona erdireceğinin özel amaçlı bağımsız denetim raporuyla tespit edilmesi koşuluyla, ayrılma hakkı ile katlanılması gereken maliyetten kurtularak özel nitelikte işlemin yapılmasına izin verilmektedir. TTK m. 376 uygulaması da çok sıkı şartlara tabi olduğu ve denetimi de sürekli olarak yapılacağı için işlemin ayrılma hakkı doğurmaması yerindedir.

12) Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1/i uyarınca, birleşme amaçlı ortaklığın²⁵¹ taraf olduğu birleşme ve sona erme işlemleri sonucunda da ayrılma hakkı doğmayacağı düzenlenmiştir. Burada ayrılma hakkı doğmamakla birlikte, Geri Alınan Paylar Tebliği m. 4/1/g uyarınca, birleşme amaçlı ortaklığın taraf olduğu birleşme işleminin onaylandığı genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanan pay sahiplerine veya birleşme amaçlı ortaklığın sona ermesi durumunda kurucular dışındaki tüm pay sahiplerine ait payların halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede belirtilen esas ve usuller çerçevesinde belirlenen fiyatlar üzerinden satın alınmasına imkân veren gönüllü geri alım programı uygulanacaktır. Ayrıca aynı Tebliğ m. 2/4'te birleşme amaçlı ortaklıkların gönüllü geri alım programı haricinde paylarını geri alamayacakları ve bu ortaklıkların, gönüllü geri alım programı çerçevesinde gerçekleştirecekleri geri alımlar için Geri Alınan Paylar Tebliği hükümlerinin uygulanmayacağı belirtilmiştir.

²⁵¹ Bkz. yukarıda dn.177.

Programın adı “gönüllü” olsa da geri alım yükümlüsü açısından zorunlu bir geri alımın varlığı²⁵² anlaşılmaktadır.

Birleşme amaçlı ortaklıkta belli bir amaçla sonradan sona ermek üzere süreli olarak kurulan özel nitelikte bir ortaklığa birleşmeden sonra devam etmek istemeyen veya sona erme sonrasında, yatırımcının sağladığı fonun kendisine geri verilmesi amaçlandığından ayrılma hakkının doğmaması isabetlidir.

13) Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1/j uyarınca, ortaklığın mali yapısının güçlendirilmesini teminen, elde edilecek fonun en az %90'ının fonun elde edilme tarihinden itibaren bir ay içinde her türlü muvazaadan arı bir şekilde nakdi banka kredilerinin ve/veya ihraç edilen borçlanma araçlarından²⁵³ kaynaklanan borçlarının ödenmesine yönelik olarak kullanılması kaydıyla, ilişkili taraflara olmayan mal varlığı devri işlemlerinin ayrılma hakkı doğurmayacağı düzenlenmiştir.

Ayrıca Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/2'de (j) bendinin uygulanmasında elde edilecek fonun nakdi banka kredilerinin ve/veya borçlanma araçlarından kaynaklanan borçların tamamının ödenmesinde kullanılması durumunda ayrıca oran aranmayacağı düzenlenmiştir. Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/3 ise, j bendi kapsamında mal varlığı devri işleminin gerekçesi ve elde edilecek fon ile nakdi banka kredilerinin ve/veya borçlanma araçlarından kaynaklanan borçların bir ay içinde kapatılacağına ilişkin yönetim kurulu kararı, ödeme tutarları ve ödemelerin gerçekleştiğine dair bilgiler Kurulun özel durumlara ilişkin düzenlemeleri uyarınca kamuya açıklanacağını düzenlemiştir. Böylelikle, ayrılma hakkı doğmamasına rağmen önemli nitelikte işlemin denetimi sağlanarak, pay sahiplerinin zarar görmesini önleyici bir koruma mekanizması getirilmesi amaçlanmıştır.

²⁵² Aynı yönde Okutan Nilsson, **Birleşme Amaçlı Ortaklık**, s. 87, 90, 198 vd. Yazar, gönüllü geri alım ile ayrılma hakkı yerine çıkma hakkının tanındığını belirtmektedir. Gönüllü geri alımın ayrılma hakkı niteliğinde olduğu yönünde Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 10.

²⁵³ Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.8) (07.06.2013 tarih ve 28670 sayılı RG) m. 3/1/c uyarınca borçlanma araçları “*ihraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyerek ihraç ettikleri tahvilleri, paya dönüştürülebilir tahvilleri, değiştirilebilir tahvilleri, finansman bonolarını, kıymetli maden bonolarını ve bu Tebliğin 34 üncü maddesi çerçevesinde niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçlarını*” ifade etmektedir.

V. AYRILMA HAKKININ KULLANILMASI VE AYRILMANIN SONUÇLARI

A. AYRILMA HAKKININ KULLANILMA ŞARTLARI

Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için hem SerPK m.24 hem de Ayrılma Hakkı Tebliği m.9'da bazı şartların yerine getirilmesi gerekmektedir. Kararın ayrıca haklı bir sebebinin bulunmaması, ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahibinin bu hakkını dürüstlük kurallarına göre kullanması gibi ek maddi şartların varlığı aranmaz²⁵⁴.

Bununla birlikte, ayrılma hakkının kullanılabilmesi için payın sahibi olunması ve işlemin önemli işlem niteliğinde olması şeklinde iki maddi şart olduğu görülmektedir.

Şekli şartlar ise SerPK m. 24/1 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9/1 uyarınca, pay sahibinin önemli işlemin görüşüleceği genel kurul toplantısına katılıp olumsuz oy kullanması ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işletmesidir. SerPK m. 24/2 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9/2 uyarınca, usulüne uygun genel kurul toplantı çağrısı veya ilan yapılmadığı veya pay sahibine haksız olarak toplantıya katılma imkanı sunulmadığı takdirde şekli şartlar da aranmayacaktır.

B. MADDİ ŞARTLAR

1. Pay Sahibi Olunması

Ayrılma hakkı, SerPK m. 24/1 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9/1 uyarınca yalnızca halka açık anonim ortaklıkta pay sahibi olanlar tarafından kullanılacak bir haktır.

İntifa senedi, tahvil, bono gibi sermaye piyasası aracı sahipleri, pay sahibi olmadıkları için bu hakkı kullanamaz.

²⁵⁴ Bektaş, a.g.e., s. 802.

2. Önemli Nitelikteki İşleme İlişkin Karar Alınması

Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için SerPK m. 23/1 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 5-12 uyarınca önemli nitelikte bir işlem hakkında genel kurul kararı alınması ve bu önemli nitelikte işlemin ayrılma hakkının tanındığı bir önemli nitelikte işlem olması gerekmektedir.

C. ŞEKLİ ŞARTLAR

1. Pay Sahibinin Genel Kurula Katılması Hâlinde

SerPK m.24/1 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9/1 uyarınca, pay sahiplerinin ayrılma hakkının tanındığı herhangi bir önemli nitelikteki işleme ilişkin toplanacak genel kurula katılması ve bu toplantıda olumsuz oy kullanılması ve ayrıca muhalefetin toplantı tutanağına işletilmesinden ibaret şekil şartlarını yerine getirmeleri gerekir.

Pay sahibinin ayrılma hakkını kullanabilme şartı, muhalefet şartı nedeniyle anonim ortaklıklarda pay sahibinin genel kurul kararına karşı iptal davası açabilme şartına benzemektedir²⁵⁵. Ayrılma hakkının doğasında alınacak karara muhalif olmak vardır. Fakat buna ek olarak karara muhalefetin tutanağa ayrıca geçirilmesi gerekmektedir²⁵⁶.

Hukuki düzenlemeler, ayrılma hakkının kullanılabilmesi için sadece olumsuz oy kullanmayı yeterli görmeyerek, dar anlamda karara muhalefet etmeyi aramaktadır. Dar anlamda muhalif olmak olumsuz oy kullanmaktır. Geniş anlamda muhalif olmak olumlu oy kullanmamaktadır. Bunun içine çekimsiz oy kullanmak da girer. Bu sebeple, ayrılma hakkının kullanılabilmesi için bu iki şartın gerçekleşmesi gerekmektedir. Çekimsiz oy kullanımının olumsuz oy olarak kabul edildiği görüşe²⁵⁷

²⁵⁵ Bu görüşte, Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 33, Bektaş, **a.g.e.**, s. 803

²⁵⁶ Sönmez, **a.g.e.**, s.116. ABD hukukunda muhalefeti tutanağa geçirme şartı olmadan yalnızca olumsuz oy kullanmak yeterli kabul edilmiştir. Bu yönde, Letsou, **a.g.e.**, s. 1158.

²⁵⁷ Çekimsiz oyu olumsuz oy olarak anlayan görüşe ilişkin bkz. Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 33, Sönmez, **a.g.e.**, s. 117; ABD hukukunda çekimsiz oyların da karara muhalif kalma olarak kabul edilerek ayrılma hakkının kullanımı için yeterli olduğu ileri sürülmüştür. Letsou, **a.g.e.**, s. 1158, Özdoğan, **a.g.e.**, s.738.

katılmamaktayız²⁵⁸. Çekimser oy kullanmak ayrılma hakkının doğması için uygun değildir, mutlaka olumsuz oy kullanılması genel kurul tutanağına muhalefetin yazdırılması gerekir.

Pay üzerinde intifa hakkı tesis edilmiş ve oy hakkı da intifa hakkı sahibine bırakılmışsa, intifa hakkı sahibinin oy hakkını kullanamayacağından ayrılma hakkı da kullanılamayacaktır. Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9 ile SPK'nın pay sahibi yönünden ayrılma hakkının kullanılması için ayrı bir düzenlemeye gittiği görülmektedir. Pay üzerinde intifa hakkı bulunduğu ve oy hakkının intifa hakkı sahiplerince kullanıldığı hallerde, intifa hakkı sahibinin ayrılma hakkını kullanamayacağı ve bu durumda pay sahibi veya temsilcisinin, ayrılma hakkını kullanmak için genel kurul toplantılarına katılıp ilgili işleme karşı olumsuz oy kullanarak muhalefet şerhini toplantı tutanağına işletmek zorunda olduğu hükme bağlanmıştır.

Halka açık anonim ortaklığın, oydan yoksun pay sahipleri önemli nitelikteki işlemde diğer pay sahipleri gibi etkilenseler de, intifa hakkı sahipleri için yapılan düzenleme gibi bir düzenleme bulunmadığından ayrılma hakkını kullanmaları mümkün değildir²⁵⁹.

Ayrılma hakkını kullanacak pay sahiplerinin muhalefet şerhini işlettirmeleri anında bir neden göstermelerine ilişkin bir düzenleme olmadığından, pay sahiplerinin çıkarlarının korunması sebebiyle neden belirtmenin gerekmeyeceği yönündeki görüşe²⁶⁰ katılıyoruz. Toplantı sırasında oylama işlemi yapıp karar alınana kadar muhalefet şerhi işlettirilebilecektir. Ayrıca şerh edilirken ayrılma hakkının kullanılacağına belirtilmesine de gerek bulunmamaktadır²⁶¹.

²⁵⁸ Bu görüşte, Kaya, **Ayrılma Hakkı**, s. 251, Bektaş, **a.g.e.**, s. 804.

²⁵⁹ Bu görüşte, Bektaş, **a.g.e.**, s. 807, Karşı görüşte, Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 34. Aynı yönde iptal davası bakımından, Erdoğan Moroğlu, **Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, 6. Baskı, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2012, s. 238.

²⁶⁰ Bu yönde bkz. Kaya, **Ayrılma Hakkı**, s. 253.

²⁶¹ Bu yönde bkz. Sönmez, **a.g.e.**, s. 118.

2. Pay Sahibinin Genel Kurula Katılamaması Hâlinde

Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için şart olan önemli nitelikte karar için olumsuz oy kullanmak ve bu muhalefetini genel kurul tutanağına geçirtmek SerPK m.24/2 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.9/2'de sayılan hallerde aranmamaktadır. Bu haller, pay sahibinin önemli nitelikte işleme ilişkin karar alınan genel kurul toplantısına katılmasına engel olunması, genel kurul toplantısında usulüne uygun davet yapılmaması veya gündemin usulüne uygun biçimde ilan edilmemesi halleridir.

Bu hallerden birinin bulunması yeterlidir. Bununla birlikte, bu hâllerin varlığını ispat yükümlülüğü ayrılma hakkını kullanacak pay sahibi üzerindedir.

Önemli nitelikte işleme ilişkin karar alınan genel kurul toplantısına pay sahibinin katılmasına engel olunması durumu, pay sahibinin hiç genel kurula katılamaması ya da genel kurula katılmış olsa bile önemli işleme ilişkin kararda oy kullanmasının engellenmesi hallerinin içine, bu karara yönelik oy kullanılırken genel kuruldaki dışarı çıkartılması hâllerini de içereceği²⁶² şeklindeki *Adıgüzel*'in görüşüne biz de katılıyoruz. *Adıgüzel*'e göre, SerPK'da bu hal düzenlenmemekle birlikte, TTK m.446/1 (b) düzenlenen bu husus kıyas yoluyla kabul edilecektir.

Pay sahibine usulüne uygun davet yapılmaması halinde bile pay sahibi genel kurul toplantısına katılmışsa, karara olumsuz oy kullanması ve muhalefetini tutanağa geçirtmesi yine gerekmektedir.

SerPK m. 29, halka açık anonim ortaklıklar yönünden genel kurula çağrı prosedürünü düzenlemektedir. Buna göre, halka açık anonim ortaklıklar genel kurul toplantılarını, esas sözleşmede gösterilen şekilde, ortaklığın internet sitesi ve KAP ile SPK tarafından belirlenen diğer yerlerde yayımlanan ilanla çağırarak zorundadırlar. Bu çağrı, ilan ve toplantı günleri hariç olmak üzere, toplantı tarihinden en az üç hafta önce yapılır. Bu fıkra ile ilgili usul ve esaslar SPK tarafından belirlenir. Aynı maddenin ikinci fıkrasına göre ise, nama yazılı ihraç edilmiş olup, borsada işlem gören paylar hakkında TTK m.414/1 uygulanmaz. Bu hüküm gereğince halka açık

²⁶² Adıgüzel, *Ayrılma Hakkı*, s. 35.

anonim ortaklıkta borsada işlem görmeyen nama yazılı paylar için, TTK m.414/1’de belirtilen şekilde çağrı yapılmalıdır. Bu paylara toplantı gündem ve ilanının çıktığı yerler iadeli taahhütlü mektup ile bildirilecektir.

SerPK m.29’da belirtildiği şekilde ilan edilmemiş bir genel kurul toplantısı söz konusu olursa, genel kurul toplantısına bu sebeple katılamamış pay sahibi de, ayrılma hakkını, genel kuruldaki önemli karara muhalif kalmaksızın kullanabilecektir.

D. AYRILMA HAKKININ KULLANIMINDA İŞLEYİŞ SÜRECİ

1. Genel Kurul Öncesi Yapılması Gerekenler

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9 uyarınca, ayrılma hakkının kullanılabilceği önemli işlemlere ilişkin bir kararın alınacağı genel kurulda, ayrılma hakkına ilişkin yapılacak işlemler düzenlenmiştir.

SerPK m.23/3 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.9/4 uyarınca, önemli nitelikteki işlemlerin görüşüleceği genel kurul toplantısının gündemi ilan edilirken, bu kararlara muhalefet oyu kullanacak pay sahiplerinin ortaklıktan ayrılma hakkının bulunduğu, bu hakkın kullanılması durumunda payların ortaklık tarafından satın alınacağı birim pay bedeli ve ayrılma hakkı kullanılmasına ilişkin işleyiş sürecinin nasıl tamamlanacağı ilanda yer alacaktır. Diğer bir deyişle, önemli nitelikteki işlemle ilgili olarak genel kurul gündemine bu işlem için alınacak karara olumsuz oy kullanan pay sahiplerinin ayrılma haklarının varlığı yazılacaktır. Ayrılma hakkının varlığı açısından genel bilgi verilmesi ve muhalefetin tutanağa yazdırılması gerektiğinin belirtilmesi gereklidir.

Genel kurul toplantısının ilanı usulüne uygun yapılmalıdır. SerPK m.24/2 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.9/2 uyarınca, genel kurula çağrının usulüne uygun yapılmaması halinde, ayrılma hakkının kullanımına hanel gelmez. Bu eksiklik ayrılma hakkını kullanma şartlarının aranmamasına sebep olur. Böylelikle, genel kurulda olumsuz oy kullanmaksızın ve muhalefeti tutanağa geçirtmeksizin ayrılma hakkının kullanımına izin verilmektedir²⁶³. Burada önemli bir nokta, pay sahibinin genel kurula katılmamış olması durumunda bu şekilde ayrılma hakkını kullanmasının

²⁶³ Benzer yönde, genel kurul kararlarının iptali bakımından, Moroğlu, **Hükümsüzlük**, s. 246.

mümkün olmasıdır. Aksi halde usulsüz bir çağrıya rağmen genel kurula katılan pay sahibi, olumsuz oy kullanma ve muhalefetini tutanağa işletmekle ayrılma hakkına sahip olabilir.

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9/4'te önemli nitelikteki işlemlerin görüşüleceği genel kurul toplantısının gündeminde, bu kararlara muhalefet oyu kullanacak pay sahiplerinin ortaklıktan ayrılma hakkının bulunduğu hususu, bu hakkın kullanılması durumunda payların ortaklık tarafından satın alınacağı birim pay bedeli ve ayrılma hakkı kullanılmasına ilişkin işleyiş süreci yer alacaktır. *Adıgüzel*'e göre burada sayılan unsurların olmaması da bir çağrı usulsüzlüğü sayılacaktır²⁶⁴. Payın satın alma bedeli de Ayrılma Hakkı m. 10 uyarınca belirlenerek ilan edilen gündemde yer alacaktır.

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 10/6 uyarınca, genel kurulda birden fazla önemli işlem konusunda karar alma durumu söz konusu olursa, tüm önemli işlemlerin ayrı ayrı gündem maddesi olarak yazılması gerekecektir. Gündemde yer alan önemli işlemlerden herhangi birine olumsuz oy kullanan ve muhalefetini tutanağa yazdıran pay sahibinin ayrılma hakkını kullanması mümkün olacaktır.

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9/5, ortaklık lehine bir hüküm olmakla birlikte, ortaklığa hem bir imkân vermekte ama aynı zamanda bir yükümlülük de getirmektedir. Buna göre, ortaklık yönetim kurulu, genel kurulda alınan önemli nitelikte işlemlere ilişkin kararların uygulanmasını gerçekleştirmeyerek, bu önemli kararlara muhalif olarak ayrılma hakkına sahip olmuş pay sahiplerinin bu haklarının kullanılmasını engelleyebilmektedir. Önemli nitelikteki işlemlerin görüşüleceği genel kurul toplantısına ilişkin gündemin ilanından önce; ayrılma hakkı kullanımları sonucunda ortaklığın katlanmak zorunda kalabileceği toplam maliyetin belirlenen tutarı aşması veya belirlenen orandan fazla paya sahip veya belirlenen nitelikteki ortakların olumsuz oy kullanması hâlinde, yönetim kurulu işlemin gerçekleştirilmeyeceğini kararlaştırabilir. Bu hükümle ortaklığa ayrılma hakkını doğuracak işlemde vazgeçme imkânı tanınarak bunun koşulları belirlenmektedir. Bu vazgeçme şartları açıklanmalı ve işlemin onayına ilişkin gündem maddesinden

²⁶⁴ Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 38.

sonra ayrı bir gündem maddesi ile işlem den vazgeçilebileceğinin belirtilmesi gerekmektedir.

Önemli nitelikte işlemin uygulanması yönetim kurulu tarafından kararlaştırılırken, pay sahipleri tarafından ayrılma haklarının kullanımı ile halka açık anonim ortaklığın maddi durumunun tehlikeye düşmesi engellenmeye çalışılmaktadır.

Ayrıca genel kurul tarafından, yönetim kuruluna önemli nitelikteki işlem den vazgeçme hakkı verilince, yönetim kurulu bu yetkisini ayrılma hakkının kullanımı için belirlediği süre ile sınırlı olarak kullanabilecektir.

Vazgeçmeye ilişkin gündem maddesi oylanırken, Ayrılma Hakkı Tebliği m.9/5 genel kurulda karara ilişkin uygulanacak toplantı ve karar nisaplarına ilişkin esaslarda belirtilenden farklı olarak toplantıya katılan tüm ortaklar ve vekillerin oy kullanabileceğini düzenlenmiştir. SerPK m.29/6 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.7/1’de aranan nisaplara ilişkin olmak üzere, Tebliğ m.7/2’de,TTK m. 436/1’e göre taraf olan nihai kontrol eden ortak statüsündeki gerçek kişiler veya bunların yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıklar, bu işlemlerin gerçek kişilerin kendileri için doğrudan kişisel nitelikte sonuç doğurması halinde, bu maddenin hükmü saklı kalmak üzere, söz konusu önemli nitelikteki işlemlerin onaylanacağı genel kurul toplantılarında oy kullanamayacaklardır.

Oydan yoksunluk başlıklı TTK m.436/1’de, pay sahibinin kendisi, eşi, alt ve üstsoyu veya bunların ortağı oldukları şahıs şirketleri ya da hâkimiyetleri altındaki sermaye ortaklıklarından bahsedilmektedir. Belirtilen bu kişilerin alınan önemli nitelikteki kararlarla kişisel olarak alakalı olması, oy yoksunluğunu doğurmaktadır. Bu sebeple, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin kararlarda oydan yoksunluk söz konusuyken, bunun uygulanmamasına dair yönetim kuruluna yetki veren kararda oydan yoksun olma durumu mümkün olmayacaktır.

2. Genel Kurul Sonrası Yapılması Gerekenler

Genel kurul için usulüne uygun yapılmış bir çağrı ve ilan edilmiş bir genel kurul gündemini takiben toplanan genel kurulda önemli nitelikteki işleme olumsuz

oy kullanıp, muhalefetini tutanağa yazdıran veya bunlar mümkün olmasa bile, SerPK m.24/2de öngörüldüğü şekilde bir durum sebebiyle ayrılma hakkını kullanabilecek pay sahipleri için ayrılma hakkı kullanılabilir hale gelmiştir.

Ayrılma hakkını kullanacak pay sahipleri, ayrılmak istediklerine yönelik bir kabul beyanını halka açık anonim ortaklığa bildirmelidirler.

Ayrılma Hakkı Tebliği m.9/6 ayrılma hakkının kullandırılması işlemi genel kurul tarihinden itibaren en çok altı iş günü içinde başlayacak şekilde ve ayrılma hakkının kullanım süresinin on iş gününden az, yirmi işgününden fazla olamayacağını düzenlemektedir.

Ayrılma hakkını kullanacaklar için pay bedellerinin genel kurul ilanında bildirim ve sonrasında hakkı kullanacak pay sahibinin paylarının halka açık anonim ortaklık tarafından satın alınması söz konusu olduğundan, bir satım sözleşmesi taraflar arasında bir icap ve kabul şeklinde gerçekleşmektedir²⁶⁵.

Ayrılma hakkı, pay sahibi tarafından payların tamamı için kullanılacaktır. Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9/9 uyarınca ayrılma hakkının kısmi kullanımı yasaklanmıştır. Ayrıca ayrılma hakkını kullanacak pay sahipleri, bu hakkı grup ayırımına bakılmaksızın kullanmak zorundadır. Bu nedenle payların çeşitli imtiyazlarla farklı gruplara tabi olması durumunda bile, tüm payların ortaklığa satışı gerekmektedir.

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 10/6 uyarınca, aynı genel kurul toplantısında karara bağlanacak her bir önemli nitelikteki işlemin ayrı bir gündem maddesi olarak görüşülmesi zorunludur. Bununla birlikte, her bir işlem için belirlenecek ayrılma hakkı kullanım fiyatının gündemde ayrıca gösterilmesi; ancak genel kurul toplantısına katılıp da birden fazla önemli nitelikteki işlem için olumsuz oy kullanan ve muhalefet şerhlerini toplantı tutanağına işleten pay sahiplerine ödenecek ayrılma hakkı kullanım fiyatının belirlenmesinde, ilgili ortağın olumsuz oy kullandığı tüm önemli nitelikteki işlemlere ilişkin ayrılma hakkı kullanım fiyatlarının en yükseklerinin dikkate alınması gerekir. Bu maddede anlatılmak istenenin genel kurulda önemli

²⁶⁵ Sönmez, a.g.e, s.141.

nitelikte birden fazla işlem görüşülüyorsa bunların kamuya açıklanma tarihlerinin farklı olması ihtimali olabileceğini düşünüyoruz. İşlemin ayrılma hakkı bedeli kamuya açıklanma tarihine göre değişmektedir.

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9/7 uyarınca, ayrılma hakkının aracı kurum vasıtasıyla kullandırılması gerekmektedir. Burada halka açık anonim ortaklık tarafından alınacak payların borsada işlem gören fiyat üzerinden ağırlıklı ortalaması esas alınarak bedelin ödenmesi gerekmektedir. Payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklarda aracı kurum kullanma zorunluluğuna talep edilmesi halinde SPK tarafından muafiyet getirilebilir. Ayrılma hakkını kullanacak pay sahipleri ayrılma hakkına konu payları, ortaklık adına alım işlemlerini gerçekleştiren aracı kuruma, kamuya açıklanan ayrılma hakkının kullanım sürecine ilişkin ilan edilen çerçevede teslim ederek satışı gerçekleştirir. Bunu takiben pay bedelleri, en geç satışı takip eden işgünü içinde ödenmek zorundadır.

E. AYRILMA HAKKI KULLANIM FİYATI VE FİYATA İTİRAZ

1. Fiyatın Belirlenmesi

Ayrılma Hakkı Tebliği m.10'da kullanım fiyatı olarak isimlendirilen bedel, ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin halka açık anonim ortaklıktan talep edecekleri paylarının bedelidir²⁶⁶.

Ayrılma hakkının düzenlendiği hukuk sistemlerinde, payın “adil değer” (*fair value*), “makul değer”, “gerçek değer” üzerinden satın alınması önemlidir. Ayrılma hakkı düzenlense dahi bedelin hesaplanmasına ilişkin etkin bir sistemin kurulamaması halinde ayrılma hakkını kullanıp ortaklıktan ayrılmak isteyen pay sahipleri açısından payın bedelinden daha düşük bir bedelin teklif edilmesiyle payın adil karşılığı alınamadığı düşünülerek pay sahipleri ortaklıktan ayrılmaktan vazgeçebilirler.

SerPK m.24, payları borsada işlem gören ve görmeyen ortaklık ayrımı yapıldığı görülmektedir. Buna göre, ayrılma hakkını kullanan pay sahipleri, paylarını halka açık anonim ortaklığa satarak ayrılacaktır. Halka açık anonim ortaklık bu

²⁶⁶ Bunun karşılığının “ayrılma akçesi” olduğu yönünde bkz. Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s 40-41.

payları, söz konusu önemli nitelikte işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalamasından satın almak zorundadır. Ayrılma Hakkı Tebliği m.10/1, kullanım fiyatının, işlemin ilk defa kamuya açıklandığı tarihten önceki, açıklanan tarih hariç olmak üzere, otuz gün içinde borsada oluşan düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması olarak belirleneceğini düzenlemektedir. Ayrılma hakkı aracı kurum vasıtasıyla kullanıldığından, bu yöntem üzerinden hesaplama yapmak ve payların adil değerini bulmak zor olmayacaktır.

Ayrılma hakkına neden olan önemli işlemin kamuya açıklanması zamanı, otuz günlük sürenin belirlenmesi açısından önemlidir. Ayrılma Hakkı Tebliği m.10/3'de de belirlendiği üzere, KAP'ta açıklanma tarihi, payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklık için bu otuz günlük sürenin²⁶⁷ ne şekilde belirleneceğinde esas olacaktır.

SerPK, payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklık açısından borsada iş günü ortalama fiyatını adil değer olarak belirlemektedir. Bununla birlikte, payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklar açısından Ayrılma Hakkı Tebliği m.10/2 uyarınca, ayrılma hakkı kullanım fiyatı ile bu fiyatın adil ve makul olduğunun tespiti amacıyla SPK'nın ilgili düzenlemelerine göre hazırlanacak değerlendirme raporundan bahsedilmektedir. SerPK m.24/4, satım fiyatının belirlenmesi esaslarını SPK'nın takdirine bıraktığı için Ayrılma Hakkı Tebliği ile bu yönde bir düzenleme yapılmıştır.

Payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıkların borsa fiyatı bulunmadığı için adil ve makul bir değer kriteri²⁶⁸, ayrılma hakkında payların bedellerinin ödenmesinde söz konusu olacaktır. Payların bu adil ve makul değeri, bir değerlendirme raporu ile belirlenecektir. Değerleme raporu, SPK'nın ilgili

²⁶⁷ Doktrinde sıklıkla, bizim de katıldığımız görüşe göre, fiyat ortalamasının esas alındığı otuz günlük sürenin çok kısa olduğu, işlemin kamuya açıklanmasından önceki 30 gün için hesaplanan değer ile payların gerçek değerinin bulunamayacağı, özellikle manipülatif işlemlerle önemli nitelikte işlem öncesi ayrılma hakkı satış fiyatının yüksek ve alçak tutma girişimleri olabileceği yönünde bkz. Karacan, **Ortaklıktan Çıkarma**, s. 195-196; Manavgat, **Çıkarma Satma**, s. 99-100; Turan, **Ayrılma Hakkı**, s. 101, 112-113.

²⁶⁸ Payın alım satım değerinden çok, işletmenin kar dağıtım oranı, büyüme hızı, piyasa faiz ve iskonto hadleri ile öz varlık yapısı gibi ortaklığın mali yapısıyla ilgili çeşitli faktörlere göre değerlendirilerek ortaya çıkan gerçek değer olduğu yönünde bkz. Bektaş, **a.g.e.**, s. 817.

düzenlemelerine göre hazırlanacaktır. Değerleme raporu Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ²⁶⁹ (III-62.1) hükümleri uyarınca hazırlanacaktır. Bu Tebliğ'in m. 3/1 hükmü uyarınca, sermaye piyasalarında yapılacak olan değerlendirme işleri uluslararası değerlendirme standartları çerçevesinde yapılmak zorundadır. İlgili standartlarda ortaklık ve pay değerlemelerine ilişkin detaylı düzenlemeler bulunmaktadır.

Değerleme raporunun önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kurul toplantısı gündemi ile birlikte açıklanması gereklidir. Payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklar açısından ayrılma hakkı kullanım başlangıç tarihi yine kamuya açıklanma tarihi olmakla birlikte, Ayrılma Hakkı Tebliği m.10/3'e göre SPK ve ortaklık internet sitesinde yayımlanma tarihi olarak belirlenmiştir.

Payları borsada işlem gören ve görmeyen halka açık anonim ortaklıklar kamuya açıklanmayı gerçekleştiremeyebilir. Ayrılma Hakkı Tebliği m.10/3 uyarınca, *“Kamuya açıklama yapılmamış olması veya açıklamanın zamanında yapılmamış olması ya da payları borsada işlem gören ortaklıklar için KAP, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için ise Kurul ve ortaklık internet sitesi dışında başka bir yerde açıklama yapılmış olması hallerinde; işleme ilişkin yönetim kurulu kararının özel durumlara ilişkin Kurul düzenlemeleri uyarınca kamuya açıklanması gereken tarih veya herhalde ortaklık yetkililerince yönetim kurulu kararından daha önce açıklama yapılmış olması hâlinde bu tarih ayrılma hakkı kullanım fiyatının tespitinde işlemin ilk defa kamuya açıklandığı tarih olarak kabul edilir.”* Düzenleme kamuya açıklama yapılmamış olsa bile ayrılma hakkının kullanım süresini belirlemiş, hiç açıklama yapılmama durumunun önüne geçmiştir.

Aynı genel kurul toplantısında karara bağlanacak birden fazla önemli nitelikte işlem için belirlenecek ayrılma hakkı kullanım fiyatının gündemde ayrıca ve ayrı ayrı düzenlenmesi gerekmektedir. Ancak pay sahiplerine ödenecek ayrılma hakkı kullanım fiyatının belirlenmesinde, ilgili ortağın olumsuz oy kullandığı tüm önemli

²⁶⁹ Bkz. 01.02.2017 tarih ve 29966 sayılı RG.

nitelikteki işlemlere ilişkin ayrılma hakkı kullanım fiyatlarının en yükseği dikkate alınacaktır.

Payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkı kullanım fiyatının borsa fiyatı ile değil de değerlendirme raporu ile belirlenmesi ve değerlendirme raporu sonrası ortaya çıkan fiyatı uygun bulmayan pay sahipleri pay bedelinin tespiti için dava açabilir. ABD hukukunda düzenlendiği gibi, kullanım fiyatını uygun bulmayan pay sahiplerinin halka açık anonim ortaklığa başvurarak kullanım fiyatına ilişkin ek ödeme talep etmeleri ve bunun kabul görmemesi halinde dava açma haklarını kullanması daha isabetli olabilir²⁷⁰. Pay bedellerinin tespiti için açılacak dava ve süreye ilişkin SerPK ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nde bir düzenleme bulunmamaktadır. Ancak Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9/6 uyarınca, ayrılma hakkının kullandırılması genel kurul tarihinden itibaren en çok altı iş günü içinde başlayıp, kullanım süresi on iş gününden az yirmi iş gününden fazla olamayacaktır. Bu sürenin oldukça kısa olması nedeniyle, değerlendirme raporunda belirlenen pay değerine itiraz eden pay sahibinin, kullanım süresi içinde belirlenen değeri ihtirazi kayıtla kabul etmesi ve talep ettiği ek değer için bedel tespiti davası açması uygun olacaktır. Pay sahibi bu şekilde ayrılma hakkını şarta bağlı olarak kullanmaktadır. Pay sahibi mahkeme veya Kurul tarafından hesaplanan bedel beklentisinin altında bile olsa kullandığı ayrılma hakkı baki kalır.

Uygulamada da önemli nitelikteki işlemleri gerçekleştirmek için SPK'ya ortaklıklar tarafından başvurulduğunda Kurul değişiklik için uygunluk görüşü verirken kullanım bedeli hesaplamalarını da incelemekte ve ne olması gerektiği yönünde görüş verdiğinden, kullanım bedeline ilişkin uyuşmazlık doğması ihtimali oldukça düşüktür. Ayrıca SerPK m. 23/2 uyarınca, SPK, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin usul ve esaslara uyulmaksızın gerçekleştirilen işlemlerin ortadan kaldırılması da isteyebilir. Bunun gerçekleşmemesi halinde SPK, genel kurul kararının iptali için dava açabilir ve idari para cezası verebilir.

Amerikan hukukunda, ayrılma hakkı kullanım bedelinin hesaplanma yöntemi için kullanılan yöntemler mahkeme kararlarıyla biçimlenmiştir. İlk kullanılan yöntem

²⁷⁰ Özdoğan, a.g.e., s. 739; Bu görüşte, Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 43.

olan “*Delaware blok method*” iken bu method *Weinberger v. UOP, Inc* kararıyla terkedilmiştir. Delaware Yüksek Mahkemesi, adil değer takdirinin “şirketin değerine ilişkin tüm faktörlerin alınması gerektiği gerekçesiyle, finans camiasında kabul görebilecek herhangi bir method ile değerın hesaplanabileceğine karar vermiştir²⁷¹. Bu karar sonrasında indirgenmiş nakit akımı yöntemi bedelin hesaplanmasında kullanılmaya başlanmıştır²⁷². Delaware’de son yıllarda, adil bedel hesaplaması için, birleşme tarihinden itibaren ödemenin gerçekleştiği güne kadar hesapladığı faiz hesaplamasıyla (üçer aylık dönemlerle birleşik faiz hesaplanarak Amerikan Merkez Bankası faizi üzerine yüzde 5 oranının eklenmesi suretiyle ödeme) ayrılma hakkına talebi artırdığı görülmüştür²⁷³.

Bu gelişmeler üzerine, DGCL’de 16.06.2016 ve 01.08.2016 tarihlerinde yapılan iki değişiklikle, bazı pay sahipleri açısından ayrılma hakkı kullanımı kısıtlanmıştır. DGCL § 262 (g)’nin revize haline göre, yalnızca ortaklık sermayesinin %1’den fazlasına veya 1 milyon \$’ın üzerinde değerde paya sahip olan yatırımcıların ayrılma hakkına sahip olacağı belirtilmiştir. Bu şekilde bir *de minimis* eşiği, eşit işlem ilkesine aykırılık teşkil ettiği nedeniyle eleştirilmiştir²⁷⁴.

2. Payların Satın Alınmasının Sonuçları

Ortaklık pay sahibinin ayrılma hakkını kullanmasıyla, Ayrılma Hakkı Tebliği’nde belirlenen şartlar ve süre içinde, kullanım fiyatı üzerinden payları satın alacaktır. Halka açık anonim ortaklığın payları satın aldığı andan itibaren, pay sahibinin ortaklık ile olan bağları sona erecek ve ortak olması nedeniyle elinde bulunan hakları ortadan kalkacaktır. Ayrılma hakkını kullanan pay sahibinin pay sahibi olmaktan diğer hakları da Ayrılma Hakkı Tebliği m. 10/7 uyarınca paylarını işlemleri yapmak üzere görevlendirilen aracı kuruma teslim anında son bulmaktadır. Ayrılma bedeli de en geç satışı takip eden iş günü ödenecektir.

²⁷¹ Wertheimer, **Fair Value**, s. 617.

²⁷² Wertheimer, **Fair Value**, s. 617.

²⁷³ Karacan, **SPH I**, s. 198.

²⁷⁴ Bkz. Jonathan Kalodimos /Clark Lundberg, Appraisal Rights: A Use or Abuse of Takeover Law? August2016, https://cba.lmu.edu/media/lmucollegeofbusinessadministration/responsivesite/research/Lundberg_Appraisal%20rights.pdf (Son Erişim Tarihi: 20.02.2019)

Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9/8 uyarınca, genel kurulda önemli nitelikteki işlemler bakımından olumsuz oy kullanarak muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahipleri, söz konusu genel kurul toplantısı gündeminde bulunan diğer gündem maddeleri açısından ortaklık haklarını kullanmaya devam edeceklerdir. Bunun anlamı, satışın bitip teslimin gerçekleşmesine kadar pay sahibinin ortaklık haklarını her şekilde kullanmaya devam edecekleridir²⁷⁵.

Satın alma sonucunda paylar halka açık anonim ortaklık tarafından iktisap edilmektedir. Ortaklık kendi paylarını iktisap etmekle birlikte, TTK m.379/1 uyarınca anonim ortaklıkların bakımından, kendi paylarını iktisap etmesi için yüzde on sınır belirlendiğini dikkatten uzak tutmamak gerekmektedir. Bununla birlikte SerPK m.22, halka açık anonim ortaklıkların kendi paylarını SPK tarafından belirlenen şartlar çerçevesinde satın alabileceğini öngörmüştür ve bununla ilgili olarak Geri Alınan Paylar Tebliği çıkarılmıştır.

Geri Alınan Paylar Tebliği m. 5'teki şartlar dahilinde, aynı Tebliğ m. 9 uyarınca, halka açık anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı da ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşamayacaktır. Bunlarla beraber, Ayrılma Hakkı Tebliği m.10/8, ayrılma hakkının kullanılması sonucunda geri alınan paylar, ortaklıkların kendi paylarını geri almasına ilişkin SPK düzenlemelerine tabi olmakla beraber, Geri Alınan Paylar Tebliği düzenlemesindeki geri alma sınırına ilişkin %10 oranının ayrılma hakkının kullanılması hâlinde uygulanmayacağını kabul etmiştir.

Geri alınan payların, Geri Alınan Paylar Tebliği m.19 hükmü uyarınca ancak, %10'luk kısmı ortaklık mülkiyetinde tutulabilecektir. Aynı zamanda geri alınan payların toplam bedeli, SPK düzenlemeleri çerçevesinde kâr dağıtımına konu edilebilecek kaynakların toplam tutarını aşamayacaktır. Bu durumda, ayrılma hakkı gereği satın alınan payların belirlenen sınırlardan fazla olması durumunda, bu payların en fazla ödenmiş ve çıkarılmış sermayenin yüzde onuna tekabül eden ve kâr dağıtımına konu edilebilecek kaynakların toplam tutarı haricindekilerin elden çıkartılması gerekecektir. Geri Alınan Paylar Tebliği m.19/2, bu elden çıkartmanın

²⁷⁵ Bu görüşte, Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 44; Bektaş, **a.g.e.**, s. 821. Turan'a göre pay sahibinin bundan sonra genel kurul kararının iptali için dava açması mümkün değildir. Turan, **Ayrılma Hakkı**, s. 107.

geri alım tarihinden itibaren en geç bir yıl içinde olacağını ve bu süre boyunca satılmayan payların sermaye azaltımı suretiyle itfa edileceğini belirtmiştir. Bununla beraber Geri Alınan Paylar Tebliği m.19/3, ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin azaltılması kapsamında payların iktisap edilmesi haricinde, payların ortaklığın ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşan kısmının, herhangi bir kayba yol açmadan devirleri mümkün olur olmaz ve her halükarda elde edilmelerinden itibaren üç yıl içinde elden çıkartılması veya bu süre zarfında elden çıkarılmayan payların sermaye azaltımı suretiyle derhal itfa edilmesi gerektiğinden bahsetmektedir. Bu halde ayrılma hakkının kullanımını sonucu kendi paylarını iktisap eden halka açık anonim ortaklık, üç yıl boyunca yüzde onu aşan oranda satın aldığı payların, bu oranı aşan kısmını elde tutabilecektir.



İKİNCİ BÖLÜM ORTAKLIKTAN ÇIKARMA HAKKI

I. HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA PAY SAHİBİNİN ORTAKLIKTAN ÇIKARILMASINA İLİŞKİN HUSUSLAR

A. GENEL OLARAK ÇIKARMA HAKKI

1. Kavram

Çıkarma hakkı²⁷⁶, genel olarak, birleşme ve pay alım teklifi gibi işlemler sonrasında ortaklıktaki oy ve/veya pay haklarının büyük kısmını ele geçiren hâkim pay sahiplerinin, azınlıkta kalan payları, pay sahiplerinin onayına bırakılmaksızın adil bir fiyat üzerinden satın alma hakkı olarak tanımlanabilecektir²⁷⁷.

Çoğunluk pay sahiplerinin menfaatlerine yönelik olarak düzenlenen ortaklıktan çıkarma hakkı, ortaklık paylarının tamamına yakın kısmına sahip olan hâkim ortaklığa, azınlık pay sahiplerinin tehditlerinden kurtulmak ve ortaklığın sermaye ve yönetimi hakkını kullanabilme olanağı sağlamaktadır²⁷⁸. Bu hak kullanılarak, azınlık pay sahiplerinin ortaklıkları sonlanmakta ve böylece ortaklığın hâkim ortağı (tek

²⁷⁶ Bazı ülke hukuklarında “squeeze-out right”, bazı ülke mevzuatlarında “freeze-out right” olarak düzenlendiği görülmektedir. 2004/25/EC sayılı Yönerge’de “squeeze-out right” teriminin kullanıldığı görülmektedir. Ayrıca bkz. Bölüm 1.II.A

²⁷⁷ Gerard Hertig, “Revamping the EU Corporate and Takeover Law Agenda - and Making it a Model for the U.S., Law and Economic Workshop, **University of California**, 2004/20, s. 21; Christoph Van Der Elst / Lientje Van Den Steen, “Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights”, **European Company & Financial Law Review**, C. 6 S. 4, 2009, s. 391-439; Ayşegül Aslan, **Hakim Ortağın Azınlık Paylarını Satın Alma Hakkı (Squeeze-Out Right)**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, 2005, s. 1. Freeze-out kavramının çıkarma hakkı ve azınlığı zor durumda bırakarak paylarını zorla payını devretmeye yönlendiren diğer haklar için de kullanılması gerektiği görüşünde, Marco Ventoruzzo, “Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals”, **Virginia Journal of International Law**, C. 50, S. 4, 2010, s. 2., dn.1.

²⁷⁸ Manavgat, **Aleni Pay**, s. 127.

başına veya birlikte hareket ettiği kişilerle beraber) payların tamamını elde etmiş olmaktadır²⁷⁹.

TTK ve SerPK, anonim ortaklıklarda önceden öngörülmemeyen, pay sahipliği ilişkisinin ortaklıktan çıkarma suretiyle, ortağın iradesi dışında ortaklığının sona ermesi sonucunu doğuran yenilik doğuran haklar düzenlemiştir.

TTK m. 141/2 düzenlemesinde şirket birleşmelerinde ortaklıktan ayrılma akçesi alınarak çıkarma hakkı²⁸⁰, haklı sebeple fesih davasında azınlığın ortaklıktan çıkarılması²⁸¹ (TTK m. 531), hâkim şirketin hâkimiyetini hukuka aykırı kullandığı hallerde pay sahibinin payını satma hakkı²⁸² (TTK m. 202/1.b), oy haklarında belli bir eşiği aşan hâkim şirketin haklı sebeplerin varlığı halinde azınlığın paylarını satın alması²⁸³ da ortaklıktan çıkarma örnekleri olarak doktrinde gösterilmektedir. Kanaatimizce, Palanduz'un²⁸⁴ da belirttiği gibi, ortaklıktan çıkarma hakkı dar anlamıyla yalnızca SerPK m. 27 düzenlemesidir.

2. Çıkarma Hakkının Mukayeseli Hukuktaki Düzenlenişi

Bu kısımda ABD ve Avrupa Birliği hukuklarında hâkim ortağın diğer pay sahiplerini adil bir bedel karşılığında ve azınlık pay sahiplerinin iradeleri dışında ortaklıktan çıkarmasının gelişimi ve günümüz uygulaması incelenecektir.

a. ABD Hukuku'nda Çıkarma Hakkı

Ortaklıktan çıkarma, ABD hukukunda birleşme işlemlerini takiben, eyalet bazında değişen hukuki düzenlemeler ile kendini göstermektedir²⁸⁵. Ayrılma hakkında olduğu gibi çıkarma hakkı bakımından da incelemeler, konunun hem

²⁷⁹ Sönmez, **a.g.e.**, s. 53.

²⁸⁰ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 167.

²⁸¹ Çelik, **Çıkarılma**, s. 287, Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 175, Leyla Orak Çelikboya, **Türk Ticaret Kanunu Madde 208 Uyarınca Anonim Şirketlerde Satın Alma Hakkı**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2017, s. 27.

²⁸² Çelik, **Çıkarılma**, s. 287; İrfan Akın, "TTK M. 208 Kapsamında Anonim Şirketlerde Azınlığın Ortaklıktan Çıkarılması", **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XVII, S. 1-2, 2013, s. 9.

²⁸³ Karacan, **Ortaklıktan Çıkarma**, s. 180, Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 19 vd.

²⁸⁴ Seda Palanduz, **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ortaklıktan Çıkarma Hakkı**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, Ocak 2019, s. 13.

²⁸⁵ Christian A. Krebs, "Freeze-Out Transactions in Germany and the U.S.: A Comparative Analysis", **German Law Journal**, C. 13, S. 8, 2012, s. 945.

uygulama ve hem de doktrin açısından Delaware Hukuku üzerinde yoğunlaşması sebebiyle, Delaware Hukuku ve mahkeme kararları üzerinden yapılmıştır²⁸⁶.

Amerikan hukuku açısından 19. ve 20. yüzyılda pay sahiplerinin ortaklıktan çıkarılması, ortaklığın sözleşmesel bir ilişki olması ve bazı pay sahiplerinin talebi üzerine diğer pay sahiplerinin ortaklıktan çıkarılması, sözleşmenin doğasına aykırı olduğu için mümkün değildi. Bu sebeple ortaklıktaki önemli nitelikteki kararlar ancak oy birliği ile alınabiliyordu.

20. yüzyılda azınlık ortakların kendi menfaatleri için bazı önemli kararların alınmasına engel olmaları veya engel olacakları yönünde tehditlerde bulunmaları, “azınlığın diktatörlüğüne”²⁸⁷ sebep olmuş ve kanuni düzenlemelerle oy birliği kuralının oy çokluğuna dönüşü yolu açılmıştır. Bunun sonucunda da, önemli kararlara karşı muhalif kalan pay sahiplerinin korunması için ayrılma kararı ortaya çıkmıştır²⁸⁸.

Ayrılma hakkının doğumu sonrası, oy çokluğu ile karar alma imkânı ortaya çıkmakla birlikte, hâkim pay sahipleri diğer pay sahiplerini ortaklıktan çıkarmaya başlamış, fakat bu sefer de çıkarma hakkının kullanım usulleri taraflar arasında uyuşmazlıkların ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Adil bir bedelle paylarını devredemediğini düşünenler, çıkarmanın hukuka aykırılığını iddia etmektense, pay bedelinin belirlenmesi açısından daha avantajlı buldukları ayrılma hakkını kullanmayı yeğlemişlerdir. Mahkemeler ise bazen ayrılma hakkının kullanılmasının hukuken daha uygun olduğuna karar vermiş bazen de çıkarma hakkı uygulamaları için daha sıkı koşullar getirmişlerdir²⁸⁹.

Çıkarma hakkının kullanımı yalnızca birleşme işlemine ilişkin olarak düzenlenmiştir. Kullanılan iki yöntemden biri birleşme işlemi sonrası yeni ortaklığın paylarının verilmesi, diğeri ise nakit ödeme yapılmasıdır.

²⁸⁶ Bkz. Bölüm 1.I.B

²⁸⁷ Siegel, **a.g.e.**, s. 93.

²⁸⁸ Thompson, **a.g.e.**, s. 416-417. Ayrıca ayrılma hakkı ile ilgili detaylı açıklamalar için bkz. Birinci Bölüm

²⁸⁹ Thompson, **a.g.e.**, s. 418.

Gerçek kişi hâkim pay sahiplerinin tek pay sahibi oldukları bir ortaklık kurmaları ve ilk ortaklığın tüm paylarını yeni kurulan ortaklığın devralması sonrasında diğer pay sahiplerinin payları karşılığının nakit olarak ödenerek ortaklıktan çıkarılmaları DGCL § 251’de “uzun birleşme” (*long-form merger*), “nakit ödemeyle çıkarmalı birleşme” (*cash-out merger*) veya “tek adımda çıkarma” (*one-step freeze-out*) olarak adlandırılan ortağın çıkarılması suretiyle birleşmedir²⁹⁰.

Mahkeme kararlarına bakıldığında, çıkarma ve birleşmenin ticari bir amaca dayanıp dayanmadığı (*business purpose*) ve tümüyle hakkaniyete uygun olup olmadığı (*entire fairness review*) kriterleri yönünden incelenip değerlendirildiği görülmektedir. Sadece azınlığın çıkarılması için değil aynı zamanda makul bir ekonomik amacın varlığı da aranmıştır. Bu kriterlerin yerleştiği bir karar olarak *Singer v. Magnovox Co.* kararı dikkat çekicidir. İlerleyen süreçte müzakere süreci ve çıkarılan pay sahiplerine ödenecek bedelin dürüstlük kuralına uygun olmasını içeren tümüyle hakkaniyete uygun olma kriterinin uygulandığı anlaşılmaktadır²⁹¹. Tarafların bu kriterler üzerinde uzlaşmaması halinde ayrılma hakkı gündeme gelebilecektir. Bu kriterleri gündeme getiren *Weinberger v. UOP, Inc* ve detaylı bilgilerin ve kıstasların düzenlendiği *Kahn v. Lynch Communication Sys. Inc.* ve *Rosenblatt v. Getty Oil* kararları bu yönde dikkat çekici kararlardır.

1990’lı yıllarda ortaya çıkan “kolaylaştırılmış birleşme” (*short-form merger*), “pay alım teklifi sonrası çıkarma” (*tender offer freeze-out*) veya “iki aşamalı çıkarma” (*two-step freeze-out*) düzenlemesiyle bir ortaklığın %90 oranında payına sahip hâkim pay sahipleri ortaklığın diğer pay sahiplerinin onayı olmaksızın diğer bir ortaklıkla birleşmesi halinde diğer pay sahiplerini çıkarılabilecek ve bu pay sahiplerine yapılacak ödeme ve bunun çeşidi tayin edilebilecektir (DGCL § 253). Bir ortaklık paylarının %90’ını ele geçirmek için ilk olarak pay alım teklifinde bulunulması da muhtemeldir. Kolaylaştırılmış birleşmenin yapılabilme şartı hâkim

²⁹⁰ “Cash-out merger” doktrinde *Karacan* tarafından “nakit ödemeyle çıkarmalı birleşme”, **Ortaklıktan Çıkarma**, s. 31; *Kaya* tarafından “nakit karşılığı birleşme”, **a.g.e.**, s. 50; *Sönmez* tarafından “azınlığı ortaklıktan çıkarmaya yönelik birleşme”, **a.g.e.**, s. 12-13, d.47; **Yeşiltepe** tarafından “ihraçlı birleşme”, **Çıkarma ve Satma**, s. 167, olarak tercüme edilmiştir. *Palanduz* ise “squeeze-out merger” ve “freeze-out merger” için “ortağı çıkararak birleşme”, s. 19 ibaresini kullanmaktadır. Tarafımızca “ortağın çıkarılması suretiyle birleşme” ibaresi kullanılacaktır.

²⁹¹ Thompson, **a.g.e.**, s. 422.

ortağın pay alım teklifi sonrası %90 oranında paya sahip olmasıdır²⁹². Amerikan Hukuku'nda pay alım teklifi tek başına ortağın çıkarılmasına olanak veren bir düzenleme olmayıp, sadece kolaylaştırılmış birleşmenin yapılması için gereken oranın sağlanmasına hizmet etmektedir.

DGCL § 251'e 2014 yılında eklenen h bendi uyarınca uzun birleşmelerde genel kurul toplantısının aranmadığı durumlar düzenlenmiştir. Yeni durumda pay alım teklifi neticesinde %90 eşliğine ulaşılmaya da çıkarma işleminin yapıldığı birleşme işleminin mümkün mertebe basit şekilde tamamlanması amaçlanmaktadır. Bu yöntem ancak hedef şirketin iki binin üzerinde pay sahibi olması ve paylarının bir kısmının borsaya kote olması halinde kullanılabilir.

ABD'de çıkarma hakkının kullanılabilmesi için payların borsada işlem görmesi ve hakkın bir pay alım teklifini takiben kullanılması şart değildir. Ayrıca, çıkarma hakkının doğması için gereken eşik açısından, kolaylaştırılmış birleşme haricinde (%90) herhangi bir eşik oranı aranmamaktadır.

b. Avrupa Birliği Hukuku'nda Çıkarma Hakkı

AB hukukunda ortaklıktan çıkarma ve satma hakları, üye ülkelerde yapılacak zorunlu ve gönüllü pay alım teklifleri için asgari kriterleri oluşturmak ve pay sahiplerin korunması amacıyla çıkarılan²⁹³ 2004/25/EC sayılı Yönergesi'nin (*Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council on Takeover Bids*)²⁹⁴ 15. maddesi "*The right of squeeze-out*" (çıkarma hakkı) ve 16. maddesi "*The right of sell-out*" (satma hakkı) düzenlemiştir. Çıkarma ve satma hakları AB hukukunda ilk defa²⁹⁵ bu Yönerge ile düzenlenmektedir.

²⁹² Leonardo Pinta, "The U.S. and Italy: Controlling Shareholders' Fiduciary Duties in Freeze Out Mergers and Tender Offers", *NYU Journal of Law & Business*, C. 7, 2011, s. 931-977.

²⁹³ Bkz. Yönerge'nin 25 No'lu Gereği

²⁹⁴ Yönerge'nin İngilizce metni için bkz. <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:142:0012:0023:EN:PDF>, (Son Erişim Tarihi: 21.02.2019).

²⁹⁵ Yönerge ile ilgili sürece ilişkin detaylı incelemeler için bkz. Manavgat, **Çıkarma ve Satma**, s. 34-38, Çelik, **Çıkarılma**, s. 201 vd.; Yeşiltepe, Çağrı, s. 17 vd.; Mike C. Burkart / Fausta Panunzi, "Mandatory Bids, Squeeze-Out, Sell-Out and the Dynamics of the Tender Offer Process" June 2003, **ECGI Law Working Paper** No. 10/2003, s. 2, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=420940, (Son Erişim Tarihi: 21.02.2019).

Çıkarma ve ayrılma hakları AB düzeyinde, pay alım teklifleri ile ilişkili olarak öngörülmüştür. AB'nin konuya ilişkin düzenlemelerinin çıkış noktası, Şirketler Hukuku Uzmanları Üst Düzey Çalışma Grubu'nun (*High Level Group of Company Law Experts*) çalışmalarıdır. Grup tarafından sunulan raporlar Winter²⁹⁶ Report olarak adlandırılmaktadır.

Yönerge, menkul kıymetlerinin bir kısmı ya da tamamı düzenlenmiş piyasalarda işlem gören ortaklıkları uygulama alanı içinde düzenlemiştir (Yönerge m. 1/1). Ayrıca ortaklıktan çıkarma ve satma haklarına ilişkin kuralların uygulama alanı, hedef ortaklık paylarının tamamı için yapılan pay alım teklifi ile sınırlandırılmıştır (Yönerge m. 15/1 ve m. 16/1). Hakların doğumu, ortaklığın tüm paylarını satın almaya yönelik bir pay alım teklifi sonucunda, hedef ortaklık paylarının ve oy haklarının en az %90'ının elde edilmiş olması veya ortaklık paylarının ve pay alım teklifine konu olan oy haklarının en az %90'ının elde edilmiş (veya elde edilmesi için anlaşmaya varılmış) olmasına bağlanmıştır (Yönerge m. 15/2 ve m. 16/2). Üye ülkeler, iç hukuklarında yukarıda sayılan koşullardan birine uygun olarak ortaklıktan çıkarma ve satma haklarını düzenleyebilecektir. Ayrıca hakların doğması için kabul edilen eşğin ortaklıktaki pay grupları da dikkate alınarak belirlenebileceği, dolayısıyla eşik hesaplamalarında birden fazla pay grubunun bulunduğu ortaklıklarda bir pay grubunun eşği aşmasının uygun olacağı belirtilerek, üye ülkelere bir kolaylık da düzenlendiği görülmektedir²⁹⁷ (Yönerge m. 15/3 ve m. 16/3).

Yönerge m. 15/4 ve m. 16/3 uyarınca, ortaklıktan çıkarma ve satma haklarının kullanılması, pay alım teklifinin kabulü için tanınan sürenin sona ermesinden itibaren 3 aylık hak düşürücü süreye bağlanmıştır. Payların satışına ilişkin adil bedel için, hakların doğumuna sebep olan pay alım teklifinde ödenmiş olan bedelin, adil bedel olarak kabul edileceği düzenlenmiştir. Bununla birlikte, gönüllü pay alım teklifi söz konusu olduğu hallerde, pay alım teklifi bedelinin adil bedel olarak kabulü için, teklifin yöneltmiş olduğu pay sahiplerinin en az %90'ı tarafından kabul edilmiş

²⁹⁶ Grubun Avrupa Komisyonu tarafından 2001 yılında başkanlığa atadığı Prof. Jaap Winter nedeniyle bu ad verilmiştir.

²⁹⁷ Eşğin belirlenmesinde pay gruplarının dikkate alınması, pay alım teklifinde bulunan açıısından her bir pay grubunda %90 eşği aşması gerektiği ve bu durumun eşğe ulaşmayı güçleştirdiği yönünde bkz. Ventoruzzo, **Freeze-Outs**, s. 890.

olması gerekmektedir. Aksi halde, adil bedel, bağımsız bilirkişilerin yapacakları değerlendirme sonucunda belirlenen bedel olacaktır. Bu bedel, pay alım teklifi fiyatını da geçebilecektir.

Yönerge, üye devletlerin pay alım teklifi ile bağlantılı olmayan hallerde de çıkarma hakkının tanınmasına izin vermektedir.

B. ÇIKARMA HAKKININ ÖNGÖRÜLME NEDENLERİ

1. Menfaat Çekişmelerinin Çoğunluk Pay Sahibi Lehine Çözümlemesi

Anonim ortaklıklarda menfaat çekişmeleri pay sahipleri arasında olabileceği gibi, pay sahipleri, yöneticiler, alacaklılar ve çalışanlar arasında da görülebilir²⁹⁸.

Farklı hukuk sistemlerinde hangi gruplar arasındaki çekişmelerin baskın olabileceği değişiklik göstermektedir. Doktrinde de, dağınık (*dispersed ownership*) ve yoğunlaşmış pay sahipliği yapılarının olduğu iki tip ortaklık bulunduğu kabul edilmektedir²⁹⁹. Dağınık pay sahipliği yapısına sahip ortaklarda çok sayıda pay sahibi bulunurken, yoğunlaşmış pay sahipliği (*concentrated ownership*), ortaklık sermayesinin birkaç kişi elinde toplanmasıdır. Bu iki sistemde de asıl konu, ortaklar arasında menfaat çekişmelerinin dengelenmesidir. Dağınık pay sahipliği, ABD ve İngiltere’de sıkça rastlanan bir sistemken³⁰⁰, Türkiye’nin de içinde bulunduğu Kıta Avrupası’nda pay sahibi sayısının az olup sermayenin büyük oranda birkaç pay sahibinde bulunduğu yoğunlaşmış pay sahipliği görülmektedir³⁰¹.

Anonim ortaklıklarda kural olarak genel kurulda sermaye payının çoğunluğuna sahip olan pay sahipleri ortaklığın yönetilmesini de elinde bulundurur (TTK m. 418, 421). Azınlık pay sahiplerinin korunması amacıyla yapılan düzenlemeler neticesinde, azınlığın çoğunluğa karşı korunması gündeme gelmiştir. Bununla birlikte azınlık ve çoğunluk arasındaki menfaat dengesinin sağlanması için zaman zaman çoğunluğun

²⁹⁸ Paslı, **a.g.e.**, s. 30.

²⁹⁹ Palanduz, **a.g.e.**, s. 32.

³⁰⁰ Luca Enriques/Paolo Volpin, “Corporate Governance Reforms in Continental Europe”, **Journal of Economic Perspectives**, C. 21, S.1, 2007, s. 117.

³⁰¹ İsmail Kırca / Feyzan Hayal Şehirli Çelik / Çağlar Manavgat, **Anonim Şirketler Hukuku, C. I**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2013, s. 255.

da korunması isabetli olacaktır. Bunun sağlanabilmesi için kullanılacak yöntemlerden biri azınlığın ortaklıktan çıkarılmasıdır.

Azınlık pay sahipleri, genel kurul kararlarının iptali veya butlanın tespiti için kötü niyetle dava açarak, kanun ve esas sözleşmeyle kendilerine tanınan hakları kötüye kullanabilir³⁰². *Moroğlu*'na göre, ortaklığa zarar verme kastı veya şahsi menfaatlerin ortaklığa kabul ettirilmesini teminen dava tehdidini kullanmak kötü niyete örnek teşkil etmektedir³⁰³. Kural olarak, iptali istenen bir genel kurul kararı yönetim kurulu tarafından uygulanabilir. Bununla birlikte, TTK m. 449 uyarınca, mahkeme, yönetim kurulunun görüşünü alarak dava konusu kararın geri bırakılması yönünde karar alabilir. Bu durumda, kötü niyetle açılan davanın enerji, masraf ve zaman açısından olumsuz sonuçlar yaratabileceği aşikârdır.

Hâkim pay sahibi payların devri için azınlıktaki pay sahipleriyle müşterek bir zeminde anlaşmak zorunda kalacak ve azınlık pay sahiplerinin zararını genel hükümler uyarınca tazmin edecektir³⁰⁴. Her durumda tek pay sahibi olmak hâkim pay sahibi olmaktan avantajlı bir durum yaratmaktadır.

Azınlıktaki pay sahipleri olumsuz sonuçlar doğurabilecek davranışlar içinde olmasa bile, genel kurul için davet, toplantı yeri, bilgi alma hakkının kullanılması için yapılacak işlemler gibi masrafların yapılması da gerekecektir.

SerPK m. 27'de düzenlenen çıkarılma hakkı, menfaat çekişmelerini çözmek kadar engellemeye de yönelik bir araçtır³⁰⁵.

2. Halka Açık Anonim Ortaklık Yükümlülüklerinden Kurtulma

Halka açık anonim ortaklıklar, kurumsal yönetim ilkelerine uyulması (SerPK m. 17), genel kurul toplantıları için uyulması gereken usullere uyulması (SerPK m. 29), kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine uyum (SerPK m. 14-15) ve kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinden doğan sorumluluk gibi yükümlülükleri yerine

³⁰² Karayalçın, **a.g.e.**, s. 361.

³⁰³ Moroğlu, **Hükümsüzlük**, s. 337-338.

³⁰⁴ Çelik, **Çıkarılma**, s. 198; Orak Çelikboya, **a.g.e.**, s. 55.

³⁰⁵ Çelik, **Çıkarılma**, s. 193; Palanduz, **a.g.e.**, s. 37.

getirmek zorundadır. Bunların yerine getirilmesi de masraflı olmasının yanı sıra zaman ve insan emeği harcanmasını da gerekli kılar³⁰⁶.

Halka açık anonim ortaklıklar açısından yatırımcı grubunun normal bir anonim ortaklığa göre daha geniş olması ve görece düşük maliyetle sermaye elde edilmesi³⁰⁷ gibi avantajları bulunmakla birlikte, halka açık statüyü korumak açısından yukarıda belirtildiği gibi birçok mali külfet de bulunmaktadır. Bu sebeple halka açık anonim ortaklık, halka açıklık statüsünden çıkarak kapalı bir anonim ortaklık haline gelmeyi (*going private*) düşünebilmektedir. Burada da uygulanabilecek yöntemlerden biri, hâkim ortağın diğer pay sahiplerini ortaklıktan çıkararak tek pay sahibi olarak kapalı anonim ortaklığı sürdürmesidir³⁰⁸.

Payları bir borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıkların piyasa değeri birçok sebeple her an değişebilir. Bu sebeple, halka açık statüden çıkarak halka kapalı hale gelme ve borsa kotundan çıkma hem hâkim pay sahipleri hem de çıkarılan küçük pay sahiplerinin haklarının korunması açısından da faydalı olabilir³⁰⁹.

Bunlarla birlikte, bir halka açık anonim ortaklığın kapalı hale gelmesi repütasyonu ve bilinirliğinin azalması anlamına gelecek şekilde de doktrinde yorumlanmaktadır³¹⁰.

³⁰⁶ Merzuze Tunçay, **Halka Açık Anonim Şirketlerin Halka Kapalı Hale Dönüşmesi (Going Private)**, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara 2003, s. 14, <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/411> (Son Erişim Tarihi: 18.02.2019); Mustafa İsmail Kaya, “Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma Hakkı (Squeeze-Out Right)”, **Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XI, S. 1-2, 2007, s. 311; Tolga Ayoğlu, **Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2008, s. 103-104; Senem Mutlu Uşaklı, **Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010, s. 92 vd.

³⁰⁷ Uygulamada, Kurul ve Borsa İstanbul’a ödenen ücretler, bağımsız denetim ve diğer danışmanlara ödenen hizmet bedelleri (özellikle sınır ötesi işlemlerde yabancı danışmanlara ödenen ücretler astronomik rakamlara ulaşabilmektedir) ile karşılaştırıldığında bir bankadan alınabilecek krediye ilişkin masrafların daha az olabildiği görülmektedir.

³⁰⁸ Aslan, **a.g.e.**, s. 7.

³⁰⁹ Tunçay, **a.g.e.**, s. 14-15. Karababa, **a.g.e.**, s. 83, dn. 179.

³¹⁰ Fernán Restrepo, **Do Freezeouts Affect the Performance of the Controlling Shareholder?: An Empirical Analysis**, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper Series, 2014, s. 21.

3. Şirketler Topluluğunda Tam Hâkimiyetin Sağlanmasına Hizmet Etmesi

Şirketler topluluğunda bir sermaye şirketinin sermaye ve oy haklarının doğrudan veya dolaylı olarak tamamına sahip olan hâkim şirket, topluluğun belirli ve somut politikalarına da sadık kalarak, bağlı şirkete kayıp yaşatacak nitelikte de olsa, bağlı şirketi yönlendirip yönetimine ilişkin talimat verebilecektir³¹¹. Buradaki ana kıstas payların ve oy haklarının tamamına sahip olunmasıdır. Aksi durumda azınlık pay sahipleri alınmak istenen kararları etkileyebilecek güce sahip olamasalar da yine de hâkim pay sahibi karşısında bir tehdit olarak var olmaktadır³¹².

Karşılaştırmalı hukukta da durum pay ve oy haklarının %100'üne sahip olunan bağlı ortaklıklar açısından hâkim ortaklık istediği şekilde yönetimi devralıp diğer pay sahiplerini ortaklık dışına çıkarabilmektedir³¹³.

4. Pay Sahiplerinin Ortaklıktan Çıkarılmasının Ekonomik Açıdan Değerlendirilmesi

Pay alım teklifi halka açık anonim ortaklıklarda pay sahiplerinin ortaklıktan çıkarılması yöntemlerinden birini teşkil eder. Özellikle AB hukukunda pay alım teklifi ile bağlantılı olarak ortaklıktan çıkarma hakkının doğduğunu incelemiştik³¹⁴.

Pay alım tekliflerinin ortaklık hâkimiyetinin verimli bir şekilde el değiştirmesine imkan sağladığı (*efficient transfer of control*) ve bu şekilde karlılığın arttığına ilişkin birçok çalışma bulunmaktadır³¹⁵. Pay alım teklifi ortaklığı beklenen ölçüde iyi yönetemeyen yöneticilerin değişmesine ve daha etkin ve verimli bir yönetime kavuşulmasına da hizmet etmektedir³¹⁶. Verimli bir ortaklık kontrolü

³¹¹ Gül Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmesi**, İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2004, s. 421 vd.

³¹² Çelik, **Çıkarılma**, s. 195, dn. 76; Karababa, **a.g.e.**, s. 79.

³¹³ Elst/Steen, **a.g.e.**, s. 198.

³¹⁴ Bkz. Bölüm 2.I.A.2b

³¹⁵ Burkart/Panunzi, **a.g.e.**, s. 8; Manavgat, **Aleni Pay**, s. 15.

³¹⁶ Burkart/Panunzi, **a.g.e.**, s. 8; Sibel Hacımahmutoğlu, "Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi ve Ortaklık Yöneticileri Üzerindeki Etkileri", **BATİDER**, C. XXIII, S. 31, 2016, s. 261.

pazarı³¹⁷ olmaksızın pay alım teklifi bu şekilde bir sonuca ulaşılmasına yardım edemeyecektir.

Pay alım teklifinin her zaman faydalı olmadığına ilişkin görüşler de vardır. Yeni gelen yöneticiler her zaman başarılı olmayabilir. Ayrıca pay alım teklifi de her zaman karın arttırılması amacıyla yapılmayabilir³¹⁸.

Doktrinde baskın görüş, ortaklık yönetiminin verimliliğini arttırmayı amaçlayan pay alım teklifi olduğundan bu konudaki tartışmaları incelemek isabetli olacaktır.

Hâkim pay sahibi olmaktan daha elverişli olan tek pay sahibi olma durumudur. Bunu bilen azınlıkta kalan pay sahipleri, pay alım teklifi sonrası tek pay sahibi olma amacıyla hâkim pay sahibinin daha yüksek bedel ödeyerek kendilerini ortaklıktan çıkarabileceği düşünerek, pay alım teklifini kabul etmeyecektir. Burada devreye girecek çıkarma hakkı ile, pay alım teklifini kabul etmeyerek başarısızlığa uğratan küçük pay sahipleri, çıkarma hakkının koşulları sağlandığı anda onlar için öngörülen bedel karşılığı ortaklıktan çıkmak durumunda kalacaktır³¹⁹.

Ortaklık değerinin daha yüksek olduğunu düşünerek, pay alım teklifinde önerilenden daha yüksek bir bedelde payı olduğunu düşünenler veya pay alım teklifi sonrası yeni yönetimin ortaklık değerini daha yükseğe çekeceğini düşünen pay sahipleri de vardır. Çıkarma hakkı pay alım teklifi sonrası ortaya çıkan değer artışından münhasıran veya en büyük oranda teklifi yapan ortağın yararlanmasını sağlayacaktır. Pay alım teklifleri sonucunda bunu kabul etmeyecek pay sahiplerinin ortaklığın değerli halinden yararlanma olasılıkları son derece azdır çünkü ortaklıktan çıkarılmaları büyük oranda gerçekleşecektir.

Satma hakkı 2004/25/EC sayılı Yönergesi'nde de düzenlendiği gibi çıkarma hakkının tamamlayıcısıdır. İki hakkın doğumu ve kullanılma şartları aynıdır. Satma hakkı, azınlıktaki pay sahiplerini koruyan ve hâkim pay sahibinin haksız olarak

³¹⁷ İngilizce karşılığı *theory of the market for corporate control* olan ortaklık kontrolü pazarı teorisi, yöneticilerin performansı ile payların piyasa değerinin orantılı olarak arttığını ve bunun da yöneticilerin performansı için bir denetim yolu olduğu teoridir. Hacımahmutoğlu, **Ortaklığın Kontrolü Pazarı**, s. 257 vd.

³¹⁸ Manavgat, **Aleni Pay**, s. 17-18; Palanduz, **a.g.e.**, s. 42.

³¹⁹ Burkart/Panunzi, **a.g.e.**, s. 18-19; Elst/Steen, **a.g.e.**, s. 196-197.

hakimiyetini kullanmasına engel olan adeta bir emniyet supabı rolünü üstlenmektedir³²⁰.

Satma hakkı, pay alım teklifinin ortaklık değerini artırmayacağı düşünülen pay alım tekliflerinden pay sahiplerini korumaktadır. Şöyle ki, daha sonra satma hakkının doğabileceğini bilen ortak, şartlarını beğenmediği bir pay alım teklifini kabul etmeyebilecektir.

Türkiye’de yoğunlaşmış pay sahipliği yaygın olduğu için, çıkarma hakkının pay alım teklifine bağlanmadan yapılabilmesi ve pay alım teklifi dışında da başka faydaları olduğunu göstermesi bakımından isabetlidir.

Çıkarma ve satma hakları, hem ortaklar arasındaki menfaat çekişmelerini ortadan kaldırmak hem de pay alım tekliflerinde, yukarda açıkladığımız teşviklerle tekliflerin verimsiz sonuç doğurmasını veya verimli tekliflerin başarısız olmasını önlemek gibi faydalar sağlamaktadır.

C. ÇIKARMA HAKKININ MÜLKİYET HAKKINI İHLAL EDİP ETMEDİĞİ KONUSU

Anonim ortaklık pay sahiplerinin payları, para ile değerlendirebildikleri³²¹ için, bu payların mülkiyet hakkı koruması altında olduğu açıktır. Çıkarma hakkının kullanılması yoluyla azınlık pay sahiplerinin rızası hilafına payların ellerinden alınması mülkiyet hakkına açık bir müdahale teşkil eder³²². Bahsi geçen müdahalenin hukuka aykırı olup olmadığının tespiti için Anayasa ve AİHS’nin ilgili hükümlerinin incelenmesi yerinde olacaktır.

1982 Anayasası’nın mülkiyet hakkını düzenleyen m. 35 uyarınca, herkesin, mülkiyet ve miras haklarına sahip olduğu, bu hakların ancak kamu yararı amacıyla,

³²⁰ Sönmez, **a.g.e.**, s. 23; Bektaş, **a.g.e.**, s. 755, Kaya, **Ayrılma Hakkı**, s.95 vd.

³²¹ 1982 Anayasası 35. Madde gerekçesi. Gerekçe için bkz. Yıldırım M. Ramazanoğlu, **Farklı Bir Bakışla Anayasa Gerçeği**, İstanbul 2012, s. 233-234. https://www.tbmm.gov.tr/arama_komisyonlari/bilisim_internet/docs/sunumlar/SAYIN%20YILDIRIM%20MEHMET%20RAMAZANOGLU/08_05%20-%20E-Kitap-Anayasa-Analizi-Son.pdf (Son Erişim Tarihi: 18.02.2019)

³²² Burak Gemalmaz, Avrupa İnsan Hakları Sözleşmesi’nde Mülkiyet Hakkı, İstanbul: Beta Yayınları, 2017, s. 245 vd.; Palanduz, **a.g.e.**, s. 48; Karacan, **Ortaklıktan Çıkarma**, s. 226 vd.; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 46; Orak Çelikboya, **a.g.e.**, s. 48.

kanunla sınırlanabileceği belirtilmiştir. Mülk kavramı 35. maddede tanımlanmamakla birlikte, Anayasa m. 35 gerekçesinde; “(M)ülkiyet(in) anayasal güvence altına alınması tek tek menkul ve taşınmaz malları, para ile değerlendirilebilen hakları ve mal varlığını toplu olarak ve tabii olarak üretim araçlarını içeren bir teminatır. Bu teminat hukuk devletinin gereğidir. Bu teminat mülkiyetin kamu yararı amacıyla sınırlanmasına engel değildir.” denilmektedir. Parayla değerlendirilebilen ortaklık payının da Anayasa m. 35 uyarınca mülkiyet hakkı koruması altında bulunduğu şüphe götürmezdir³²³. Çıkarma hakkı SerPK m. 27’de düzenlendiğinden azınlık pay sahiplerinin mülkiyet hakkı üzerinde yapılacak işlemin kanunda düzenlendiği aşikârdır.

1982 Anayasası’nın temel hak ve özgürlüklerin sınırlandırılmasına ilişkin m. 13 uyarınca, temel hak ve hürriyetler, özlerine dokunulmaksızın yalnızca Anayasa’nın ilgili maddelerinde belirtilen sebeplere bağlı olarak ve ancak kanunla sınırlanabileceği, bu sınırlamaların, Anayasanın sözüne ve ruhuna, demokratik toplum düzeninin ve lâik Cumhuriyetin gereklerine ve ölçülülük ilkesine aykırı olamayacağı belirtilmektedir. Mülkiyet hakkına ilişkin bir sınırlandırma da ancak sınırlamanın bir kanuna dayandırılması suretiyle yapılabilecektir.

Türkiye’nin de taraf olduğu AİHS’nin Ek 1 No’lu Protokolü’nün 1. maddesi, “(h)er gerçek ve tüzel kişinin mal ve mülk dokunulmazlığına saygı gösterilmesini isteme hakkı vardır. Bir kimse, ancak kamu yararı sebebiyle ve yasada öngörülen koşullara ve uluslararası hukukun genel ilkelerine uygun olarak mal ve mülkünden yoksun bırakılabilir.” hükmünü düzenlemiştir.

Çıkarma hakkıyla mülkiyet hakkı üzerinde oluşturulan sınırlamanın hakkın özüne dokunup dokunmadığı, kamu yararı amacı taşıyıp taşımadığı ve kamu yararı amacı için ölçülü olup olmadığının incelenmesi yerinde olacaktır.

Ortaklık bünyesindeki çoğunluk pay sahibi ile azınlıkta kalanlar arasındaki menfaat çekişmelerinin ortadan kaldırılması ve tam hâkimiyetin sağladığı

³²³ Pay sahibinin eşya olarak nitelendirilebilecek fiziki pay senedi üzerinde mülkiyet hakkına ilişkin bkz. Huriye Kubilay, “Kaydileştirilmesi Gereken Pay Senetlerini Merkezi Kayıt Kuruluşuna Teslim Etmeyen Kişilerin Hukuki Durumu, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2013, C. XVII, S. 1-2, s. 816-817.

faydalardan yararlanmak çıkarma hakkının kullanılmasıyla amaçlanan durumlardır. Bu durumda, çıkarma hakkının piyasa verimliliğini sağlayarak sonucunda kamu yararına hizmet ettiğini söylemek yanlış olmayacaktır.

Bir hakkın kullanılmasını son derece zorlaştıran veya hakkın kullanılmasını imkânsız hale getiren hükümlerin hakkın özüne dokunduğu kabul edilmektedir³²⁴. Çıkarma hakkında pay sahiplerine payları karşılığında bir bedel ödenmesi öngörüldüğünden, mülkiyet hakkının özüne dokunma yasağı da ihlal edilmemektedir.

Hakkın doğması için aranan hâkimiyet eşiğinin yüksek olarak belirlenmesi ve azınlık pay sahiplerine payları karşılığında adil bir bedel ödenmesi söz konusu olduğu için hakkın kullanılmasının ölçülülük kriteri içinde değerlendirilebileceği düşünülmektedir.

Avrupa İnsan Hakları Komisyonu'nun ortaklıktan çıkarmanın mülkiyet hakkının ihlali olmadığına ilişkin simge kararı, *Bramelid and Malmström v. Sweden*³²⁵ davasında, hâkim ortağa azınlıktaki pay sahiplerini ortaklıktan çıkarma hakkı tanıyan kanun hükmünün kamu yararına hizmet ettiği açıkça belirtilmektedir.

Çıkarma hakkının mülkiyet hakkına olumsuz bir müdahale içermemesi için dikkat edilmesi gereken en önemli husus, ortaklıktan çıkarılan pay sahiplerine payları karşılığında verilecek bedelin nasıl belirleneceğidir³²⁶. Türk hukukunda çıkarma hakkı kullanım bedelinin belirlenmesine ilişkin detaylı açıklamalar 2.V.A bölümünde incelenecektir.

³²⁴ Bülent Tanör/Necmi Yüzbaşıoğlu, **1982 Anayasasına Göre Türk Anayasa Hukuku**, İstanbul: Beta Yayınları, 2018, s. 161-162.

³²⁵ Kararın tam metni için bkz. <http://echr.ketse.com/doc/8588.79-8589.79-en-19821012/view/> (Son Erişim Tarihi: 18.02.2019).

³²⁶ Çıkarma hakkında kullanım bedellerinin belirlenme usullerinin payların gerçek değerini yansıtmayabileceği ve bu sebeple ölçülülük ilkesine ters düşebileceği görüşünde bkz. Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 50; Karacan, **Ortaklıktan Çıkarma**, s. 233.

II. ÇIKARMA VE SATMA HAKKININ BENZER KAVRAMLARLA İLİŞKİSİ VE KARŞILAŞTIRILMASI

TTK ve SerPK, anonim ortaklıklarda pay sahiplerinin kendi istekleriyle paylarını devretmelerinin yanı sıra payların satımı, ortaklıktan ayrılma, payların satın alınması, ortaklıktan çıkarmaya yönelik bazı düzenlemeler de öngörmektedir. Çıkarma hakkının benzer kavramlarla ilişkisi, benzerlik ve farklılıkları bu başlık altında incelenecektir.

A. AYRILMA HAKKI

Ayrılma hakkı, önemli nitelikteki bazı genel kurul kararlarına muhalif olup bu muhalefetlerini tutanağa geçirten pay sahiplerine, ortaklık tarafından paylarının tümü için adil bir bedel ödenmesi üzerine ortaklıktan çıkma hakkı olarak tanımlanabilecektir³²⁷.

Ayrılma hakkı çalışmamızın ilk bölümünü oluşturduğu ve tüm detaylı açıklamalarımız bu bölüm içinde yer aldığından bu başlık altında çıkarma ve satma hakkıyla ilgili benzerlik ve farklılıkları ele alacağız.

Ayrılma hakkı ve satma hakları, bu haklarını kullanmak isteyen pay sahibi tarafından ortaklığa yöneltilecek tek taraflı irade beyanı ile kullanılırken, çıkarma hakkı hâkim pay sahibinin inisiyatifi ile kullanılabilir.

Bedellerin ödenmesine ilişkin olarak; çıkarma ve satma haklarında bedel hâkim pay sahibi tarafından ödenir ve çıkarılan pay sahiplerinin payları itfa edildikten sonra yeni çıkarılacak paylar da hâkim pay sahibine ait olur. Ayrılma hakkında pay sahiplerinin tüm payları ortaklık tarafından satın alınmaktadır.

Ayrılma hakkı ortaklık yapısında önemli değişiklikler yaratacak işlemlere ilişkin kararların alındığı genel kurul toplantılarında, bu kararlara muhalif kalan pay sahiplerinin paylarının tümünü satarak ortaklıktan çıktığı bir düzenlemedir. Ortaklıktan çıkarma ve satma haklarında olduğu gibi hâkim pay sahibinin

³²⁷ Benzer tanımlar için Özdoğan, **a.g.e.**, s. 707; Sönmez, **a.g.e.**, s. 8; Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 4; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 128.

bulunmasına da gerek yoktur. Ayrılma hakkı bu yönüyle, satma hakkına kıyasla azınlıkta kalan pay sahipleri için daha geniş bir koruma alanı sağlamaktadır.

B. ZORUNLU PAY ALIM TEKLİFİ

Zorunlu pay alım teklifi, ortaklığın yönetim kontrolünü elde eden çoğunluk pay sahibinin, azınlıkta kalan pay sahiplerinin paylarını satın almak için teklifte bulunma yükümlülüğünü ifade eder. Ayrıca, önemli nitelikteki işlemlerden doğan zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğü de bulunmaktadır.

Çalışmamızın birinci bölümünde ayrılma hakkının benzer kavramlarla ilişkisi ve karşılaştırılması açıklanırken zorunlu pay alım teklifine ilişkin detaylı açıklamalar yer aldığından³²⁸ burada çıkarma ve satma haklarıyla benzerlik ve farklılıkları ele alınacaktır.

Zorunlu pay alım teklifinin yapılabilmesi için yönetim kontrolünün elde edilmesi gerekirken, ortaklıktan çıkarma ve satma haklarının kullanılabilmesi için belirli bir sermaye ve pay oranına sahip olunarak hâkimiyet eşliğinin geçilmesi gerekmektedir.

Satma hakkında olduğu gibi, ortaklıkta kalmak istemeyen pay sahibi teklifi tüm payları için kabul etmek zorundadır.

Azınlıkta kalan pay sahiplerinin tekliften önce tek taraflı irade beyanları ile satım sözleşmesinin kurulmasını isteme imkânları yoktur. Bunun için mutlaka zorunlu pay alım teklifinin yapılmış olması gerekir. Hâlbuki satma hakkının kullanılabilmesi için şartlar oluşunca tek taraflı irade beyanı yeterlidir.

C. SATMA HAKKI

Satma hakkı, çıkarma hakkının doğumuna sebep olan şartlarda doğan bir haktır. SerPK m. 27/2 ve Çıkarma ve Satma Tebliği m. 4 uyarınca, pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dâhil olmak üzere başka bir şekilde sahip olunan payların halka açık ortaklığın oy haklarının %98'ine veya daha fazlasına

³²⁸ Bkz. Bölüm 1.II.C.

ulaşması durumunda azınlıkta kalan pay sahipleri, paylarının adil bir bedel karşılığında satın alınmasını pay sahibinden talep edebilir.

Satma hakkı ve çıkarma hakkı doğma koşulları aynı olduğundan, bu koşullar oluştuğunda satma haklarının kullanılması için öngörülen 3 aylık hak düşürücü süre tamamlanmadan çıkarma hakkı kullanılamaz³²⁹. Sürenin bitiminde satma hakkını kullanmayan pay sahipleri için, hâkim pay sahibi çıkarma hakkını kullanabilir³³⁰.

Satma hakkı, azınlık ve çoğunluk arasındaki menfaat çekişmelerine çoğunluk açısından sonuç getiren çıkarma hakkının, azınlığı koruyan karşılığı niteliğindedir.

Satma hakkı hakkın öngörülme amacı nedeniyle pay sahiplerinin tüm payları için kullanılmalıdır.

Türk hukukunda azınlık ve çoğunluğu koruyan haklar bir arada düzenlenmekte ve azınlık ve çoğunluğun menfaat dengesinin korunması bu şekilde güvence altına alınmaktadır. Şöyle ki, önemli nitelikte işlemlerin gerçekleşmesi halinde ortaklıkta yer almak istemeyen pay sahiplerine tanınan ayrılma hakkı (SerPK m. 24), ayrılma hakkını kullanıp kullanmadığına bakılmaksızın yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisabı üzerine zorunlu pay alım teklifinde bulunma (SerPK m. 26) ve hâkimiyet doğrudan %98'e ulaşırsa çıkarma ve satma³³¹ haklarının kullanılması söz konusu olacaktır.

D. BİRLEŞMELERDE ORTAKLIKTAN AYRILMA AKÇESİ

Ortak olma durumunun devamlılığı ilkesine TTK m. 141/1 hükmü uyarınca, ayrılma akçesi³³² ile istisna getirilmiştir. TTK m. 141/1, birleşme sözleşmesinde

³²⁹ Satma ve çıkarma hakları aynı anda kullanılamaz. Bu yönde, Burak Adıgüzel, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2017, s. 96. Karşıt görüşte, Tekin Memiş/Gökçen Turan, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2015, s. 143. *Manavgat*, Tebliğ ile hak düşürücü süre öngörülemeyeceğini belirtmiş ve hükmü eleştirmiştir, *Manavgat*, **Halka Arz**, s. 98

³³⁰ Karababa, s. 145.

³³¹ Satma hakkının pay alım teklifi sonrası ortaklıkta azınlık durumundaki pay sahiplerine ortaklıkta kalma tercihlerini yeniden değerlendirme imkanı verdiği görüşünde bkz. Nusret Çetin/Hatice Ebru Töremiş/Zeynep Cantimur, **6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistemik Analizi**, Yetkin Yayınları, Ankara 2014, s. 184.

³³² Ayrılma akçesine ilişkin detaylı açıklamalar için bkz. Bölüm 1.II.D.

belirtilmek şartıyla azınlık pay sahiplerine ayrılma akçesi olarak ortaklıktan ayrılma konusunda yenilik doğuran bir hak niteliğindedir³³³. Azınlık pay sahiplerine ortaklıktan çıkma olanağı sağlaması ile SerPK m. 27/2'de düzenlenen satma hakkına benzemektedir. Her iki hak da azınlıkta kalan pay sahibine ortaklıktan çıkma olanağı sağlayan bireysel hak niteliğindedir.

Satma hakkında olduğu gibi, birleşmedeki ayrılma hakkında da ayrılma akçesi almayı seçen pay sahibi gibi bu hakkın tüm paylar için kullanılması gerekmektedir.

Satma hakkının kullanılmasından farklı olarak birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesinin düzenlenmiş olması gerekir. Satma hakkı kanundan doğan, pay sahiplerinin veya pay sahiplerinin hâkim ortak statüsü kazanması veya bu konumdayken ek pay almaları sonucu kullanılabilen bir haktır.

Ayrılma akçesi TTK Gerekçesi uyarınca, nakit olmak zorunda olmayıp, karşılık olarak başka bir ortaklık payı, pay senedi veya menkul değer verilebileceği belirtilmektedir. Ayrılma akçesinin payların gerçek değerine denk gelecek şekilde belirlenmesi TTK m. 141/1'de düzenlenirken, Çıkarma ve Satma Tebliği m. 6'da satma hakkında adil bedelin hesaplanmasının payları borsada işlem gören ve görmeyen ortaklıklar için ayrı ayrı hesaplandığı belirtilmektedir. Pay bedellerinin Türk Lirası olarak tam ve nakden ödenmesinin de zorunlu olduğu belirtilmektedir.

Pay bedellerinin kimin tarafından ödeneceği konusuna gelince; ayrılma akçesinde birleşmeye katılan ortaklıklar tarafından bu amaçla ayrılan bütçeden ödenmesi³³⁴ beklenirken, satma hakkında pay sahiplerinin tüm paylarının hâkim ortak ve birlikte hareket ettikleri kişiler tarafından satın alınması gerektiği düzenlenmektedir (SerPK m. 27/2).

Birleşme sözleşmesinde, çoğunluk pay sahiplerinin bazı azınlık pay sahiplerine sadece ayrılma akçesi ödenmesini öngörmek suretiyle, azınlıktaki pay sahiplerini ortaklıktan çıkarma olanağı ise TTK m. 141/2 hükmünde düzenlenmiştir.

³³³ TTK Gerekçe, m. 141/1.

³³⁴ Yeşiltepe, **Çıkarma Satma**, s. 166.

Uluslararası literatürde *squeeze-out merger*³³⁵ veya *cash-out merger* (*freeze-out merger*) yani ortağın çıkarılması suretiyle birleşme kurumu TTK'da düzenlenmektedir. Bu düzenleme de SerPK m. 27/1'de düzenlenen ortaklıktan çıkarma hakkına benzemektedir. Ancak SerPK'daki ortaklıktan çıkarmada, hâkim pay sahibi dışında kalan tüm pay sahiplerinin çıkarılması için bu hakkın kullanılmasına izin verilmektedir. Hâlbuki ayrılma akçesi düzenlemesinde, tüm pay sahiplerine değil de bazı pay sahiplerine ayrılma akçesi verilmesi söz konusu olabilmektedir.

Ortaklıktan çıkarmada, hakkın kullanılabilmesi için bir hâkim ortak olması ve bu ortağın ortaklıkta sahip olduğu oy haklarının en az %98 oranına ulaşmış olması gerekmektedir. Hâkim ortağın diğer pay sahiplerini ortaklıktan çıkarabilmesi için bir genel kurul kararının alınmasına da gerek yoktur. Hâkim ortak, Kanun'dan doğan hakkını kullanmaktadır.

Pay bedellerinin hesaplanma şekli ve ödenme biçimi de iki hak açısından farklılıklar göstermektedir.

Ortaklıktan çıkarmada, hâkim ortak çıkarma hakkını kullanınca, ortaklığın kapalı anonim ortaklığa dönüşmesi ve borsa kotundan çıkması gündeme gelmektedir. Ayrılma akçesinin verilmesinde ise, birçok pay sahibi birleşme neticesinde ortaklıktan ayrılabilmesi için, devrolan halka açık anonim ortaklığın halka açıklık statüsünü devralan ortaklığa taşınması söz konusu olamayabilir³³⁶.

E. ŞİRKETLER TOPLULUĞUNDA HÂKİM ORTAKLIĞIN SATIN ALMA HAKKI

Şirketler topluluğunda, bağlı ortaklıktaki azınlık pay sahiplerinin haklarını kötüye kullanarak ortaklığın faaliyetlerini engellemeleri halinde, hâkim ortaklığa belirli şartların varlığı halinde, bağlı ortaklıkta sorun oluşturan azınlık pay sahiplerinin paylarını satın alarak ortaklıktan çıkarma hakkı tanınmıştır.

³³⁵ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 682, p. 24-08. Yeşiltepe de "ihraçlı birleşme" terimini kullanmaktadır, bkz. **Çıkarma Satma**, s. 167.

³³⁶ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 682, p. 24-08, s. 684, p.24-14.

TTK m. 208 uyarınca, hâkim ortaklık, doğrudan veya dolaylı olarak bir sermaye şirketinin³³⁷ paylarının ve oy haklarının en az yüzde doksanına sahipse, azınlık ortaklığın çalışmasını engelliyor, dürüstlük kuralına aykırı davranıyor, fark edilir sıkıntı yaratıyor veya pervasızca hareket ediyorsa, hâkim ortaklık azınlığın paylarını varsa borsa değeri, yoksa gerçek değerle veya genel kabul gören bir yöntemle göre belirlenecek değer üzerinden satın alabilecektir.

Bu hakkın kullanılması açısından, hâkim ortaklığın, bağlı ortaklığın hem paylarının hem de oy haklarının %90'ına sahip olması gerekir³³⁸. Ayrıca, azınlık pay sahiplerinin kusurlu hareketleri ile ortaklık faaliyetlerini dürüstlük kurallarına aykırı olarak zorlaştırmaları gerekmektedir³³⁹.

Doktrinde satın alma hakkının mahkeme tarafından mı yoksa hâkim ortağın azınlığa yapacağı tek taraflı bir bildirimle mi yapılacağı tartışmalıdır. Mahkemeye başvurulması fikri baskın gelmiştir³⁴⁰.

SerPK m. 27/3 uyarınca, TTK m. 208'de düzenlenen hâkim ortaklığın satın alma hakkı, halka açık anonim ortaklıklarda uygulanmamaktadır.

SerPK m. 27'de düzenlenen çıkarma hakkı açısından karşılaştırma yapıldığında, öngörülen eşiklerin farklı olduğu görülmektedir. Çıkarma hakkında sahip olunan ortaklık paylarına ilişkin oy hakları, ortaklıktaki oy haklarının %98'ine ulaşmak durumundayken, TTK m. 208'de hâkimiyet eşiği en az %90'dır. Halka açık ortaklıklarda eşiğe ulaşmak yeterliyken, TTK m. 208'de azınlığın kusurlu davranışlarıyla ortaklıkta sıkıntı yaratıyor olması³⁴¹ gerekir.

³³⁷ TTK m. 208'in uygulama alanına anonim ortaklık yanı sıra limited, sermayesi paylara bölünmüş komandit gibi diğer sermaye şirketleri de girer.

³³⁸ Çift eşik düzenlemesi için bkz. Orak Çelikboya, **a.g.e.**, s. 104.

³³⁹ Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 162.

³⁴⁰ Kendigelen, **İlk Tespitler**, s.162; Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 441 vd.

³⁴¹ Orak Çelikboya, **a.g.e.**, s. 43.

TTK m. 208'de sadece sıkıntı yaratan azınlık pay sahipleri çıkarılabilirken, SerPK M. 27'de hâkim ortak dışındaki tüm pay sahipleri³⁴² ortaklıktan çıkarılacaktır.

TTK m. 208 uyarınca, satın alma hakkı mahkeme aracılığı ile kullanılırken, çıkarma hakkında hâkim ortak, hâkim ortak konumuna sahip olduğu ortaklığa bildirimde bulunacaktır.

F. HÂKİM ORTAKLIĞIN HÂKİMİYETİNİ HUKUKA AYKIRI KULLANDIĞI HALLERDE PAY SAHİBİNİN PAYINI SATMA HAKKI

Anonim ortaklıklarda hâkim ortaklığın hâkimiyetini hukuka aykırı kullanması halinde pay sahibinin payını satma hakkı konusunda genel açıklamalarımıza çalışmamızın ilk bölümünde yer vermiştik³⁴³. Burada çıkarma ve satma haklarıyla benzerlik ve farklılıkları ele alınacaktır.

TTK m. 202/1/a uyarınca, şirketler topluluğunda, hâkim ortaklık, hâkimiyetini bağlı ortaklığı kayba uğratacak şekilde kullanırsa, bu kayıp o faaliyet yılı içinde fiilen denkleştirilmeli veya kaybın ne zaman ve nasıl denkleştirileceğine ilişkin bilgi verilerek en geç o faaliyet yılı sonuna kadar bağlı ortaklığa denk bir değerde istem hakkı verilmelidir.

Kaybın denkleştirilmemesi veya istem hakkı tanınmaması halinde, bağlı ortaklığın pay sahipleri, hâkim ortaklıktan veya onun kayba sebep olan yönetim kurulu üyelerinden ortaklığın zararını tazmin etmelerini isteyebilirler. Bu davada hâkime, talep üzerine veya re'sen³⁴⁴ somut olayda hangisi hakkaniyete uygun düşerse, tazminat veya davacı pay sahiplerinin paylarının hâkim ortaklık tarafından satın alınması veya uygun başka bir çözüme karar verilmesi yetkisi verilmiştir (TTK m. 202/1/b).

³⁴² Orak Çelikboya, **a.g.e.**, s. 45.

³⁴³ Bkz. Bölüm 1.II.E.2.

³⁴⁴ Kendigelen, pay sahibinin paylarının satın alınmasını talep etmemiş olması halinde, mahkemenin re'sen bu yönde karar vermesinin mülkiyet hakkına müdahale anlamı taşıdığını belirtmektedir. Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 186.

Mahkeme, payların satın alınması yönünde karar verirse, davacı pay sahiplerinin paylarının tamamının³⁴⁵ hâkim ortaklık tarafından satın alınması gerekmektedir. Bağlı ortaklıktaki azınlık pay sahiplerinin paylarının satın alınmasını hâkim ortaklıktan talep etmeleri için, mahkemenin bu yönde bir karar vermesi gerekir. SerPK m. 27/2'deki satma hakkı açısından mahkeme kararına gerek bulunmamaktadır. Bu dava hakkının çıkarma hakkıyla benzeyen bir yönü bulunmamaktadır.

G. HÂKİM TEŞEBBÜSÜN HAKSIZ ÖNEMLİ İŞLEMLERİNDE PAY SAHİBİNİN PAYINI SATMA HAKKI

Anonim ortaklıklarda hâkim teşebbüsün haksız önemli işlemlerinde pay sahibinin payını satma hakkı konusunda genel açıklamalarımıza çalışmamızın ilk bölümünde yer vermiştik³⁴⁶. Burada çıkarma ve satma haklarıyla benzerlik ve farklılıkları ele alınacaktır.

TTK m. 202/2 uyarınca, belirli kararların alınmasına genel kurulda karşı çıkan veya alınan yönetim kurulu kararlarına³⁴⁷ itiraz eden bağlı ortaklık pay sahiplerine hâkim teşebbüsten tazminat veya paylarının satın alınmasını talep edebilecekleri ayrı bir dava türü düzenlenmiştir. Bu davanın TTK m. 202/1/b'den farkı, burada açıkça payların satın alınması talep edilebilmektedir.

Payların satın alınması talebiyle açılan davanın kabul edilmesi halinde, mahkeme payların satın alınmasında ödenmesi gereken değeri de belirleyecektir.

Bu düzenlemenin SerPK m. 27/2'de düzenlenen satma hakkına benzediği düşünülmektedir. Satma hakkında, şartlar oluşunca, doğrudan payları sahip olunan ortaklığa başvurularak kullanılabilirken, TTK m. 202/2'de mahkemeye başvurmak gerekir. Hem satma hakkı hem de TTK m. 202/2'de pay sahibinin sahip olduğu tüm paylar için satın alma işlemi gerçekleştirilir.

³⁴⁵ Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 385.

³⁴⁶ Bkz. Bölüm 1.II.E.3.

³⁴⁷ Bu hükümde, birleşme, bölünme, tür değiştirme, fesih, menkul kıymet çıkarılması ve önemli esas sözleşme değişikliği önemli kararlara örnek olarak sayılmıştır. Bkz. Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 299 vd.

TTK m. 202/5 uyarınca, birleşme, bölünme ve tür değiştirmede ortaklara tanınan diğer haklar saklı tutulmuştur. Bu sebeple, şartları varsa, TTK m. 141 ve SerPK m. 24 hükümlerindeki haklardan da yararlanılabilecektir.

H. HAKKI SEBEPLERLE FESİH DAVASINDA AZINLIĞIN MAHKEMECE ORTAKLIKTAN ÇIKARILMASI

Anonim ortaklıklarda haklı sebeplerle fesih davasında mahkemenin takdirıyla ortaklıktan çıkarılma konusunda genel açıklamalarımıza çalışmamızın ilk bölümünde yer vermiştik³⁴⁸. Burada çıkarma ve satma haklarıyla benzerlik ve farklılıkları ele alınacaktır.

Haklı sebeple fesih davasında, davacı pay sahiplerinin mahkeme tarafından ortaklıktan çıkarılmasına karar verilmesi halinde, çıkarma ve satma haklarında olduğu gibi pay sahiplerinin ortaklık sıfatları sona erecektir. SerPK m. 27 ve TTK m. 531 azınlık pay sahiplerini koruma amacına hizmet etmektedir. Çıkarma hakkında bir haklı sebebe ihtiyaç duyulmadan hâkim ortağa hâkimiyete dayalı ortaklıktan çıkarma hakkı tanınmaktadır.

I. ISKAT

Anonim ortaklıklarda ıskat konusunda genel açıklamalarımıza çalışmamızın ilk bölümünde yer vermiştik³⁴⁹. Burada çıkarma ve satma haklarıyla benzerlik ve farklılıkları ele alınacaktır.

Sermaye borcunu zamanında ödemeyen pay sahipleri ıskat ile pay sahipliğinden çıkarılırlar. Pay sahibinin pay sahipliği sıfatı sona ererek, ortaklıkla ilişkisi kesilmekle birlikte, pay mevkiî yeniden doldurulmak üzere korunmaktadır.

Iskat, çeşitli pay sahipleri gruplarını değil ortaklık sermayesinin temini ve korunması³⁵⁰ için düzenlenmiştir. Bu yönüyle çıkarma ve satma hakkından ayrılır.

³⁴⁸ Bkz. Bölüm I.II.F.

³⁴⁹ Bkz. Bölüm I.II.G.

³⁵⁰ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 180.

İskata konu olan paylar için eski pay sahibine bir ödeme yapılmadığı gibi³⁵¹, pay sahibinin ödenmeyen kısmı ödemesi söz konusudur.

İskat kararı ortaklık yönetim kurulu tarafından verilirken, ortaklıktan çıkarmada hâkim ortak bu kararı vermektedir. İskat kararı yalnızca ödenmesinde temerrüde düşülmüş paylar için verilebilir. Buna karşılık ortaklıktan çıkarma doğrudan hâkim ortak dışında kalan pay sahiplerine uygulanan bir yaptırımdır³⁵². İskat yaptırımı ile karşılaşan pay sahibinin tüm payları ıskata konursa ortaklıkla ilişkisinin kesilmesi gündeme gelebilecektir.

III. HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA ÇIKARMA VE SATMA HAKKININ UYGULAMA ALANI, HUKUKİ NİTELİĞİ VE TABİ OLDUĞU KOŞULLAR

A. Halka Açık Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakkının Uygulama Alanı

Türk hukukunda SerPK m. 27 çıkarma ve satma haklarını düzenlenmektedir. Buna göre, SerPK m. 27/1 uyarınca, *“pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dâhil olmak üzere başka bir şekilde sahip olunan payların halka açık ortaklığın oy haklarının SPK tarafından belirlenen orana veya daha fazlasına ulaşması durumunda, paya sahip olan bu kişiler açısından azınlıkta kalan pay sahiplerini ortaklıktan çıkarma hakkı doğacağı”* hüküm altına alınmıştır.

SerPK m. 27/2’de ise *“birinci fıkrada yer alan şartlar çerçevesinde ortaklıktan çıkarma hakkının doğduğu durumlarda, azınlıkta kalan pay sahipleri açısından satma hakkı doğacağı”* hükme bağlanmıştır.

Her iki hakkın da halka açık anonim ortaklıklarda doğacağı ifade edilmiştir. Halka açık anonim ortaklıklar, payları borsada işlem gören ortaklıklar ve pay sahibi beş yüzü aşmış olması nedeniyle halka açık sayılan anonim ortaklıkları kapsadığından, çıkarma ve satma haklarının halka açık ve halka açık sayılan anonim

³⁵¹ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 179.

³⁵² Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 180.

ortaklıklarda doğabilecek haklar olduğu ve halka kapalı ortaklıklarda doğamayacağı kanun hükmünde açıktır.

SerPK’da çıkarma hakkının doğması halinde, hâkim ortağın SPK tarafından belirlenen süre içinde, azınlıkta kalan ortakların paylarının iptalini ve bunlar karşılığı çıkarılacak yeni payların kendilerine satılmasını ortaklıktan talep edebileceği (SerPK m. 27/1/2. cümle) düzenlenmiştir. Satma hakkının doğması durumunda ise, azınlık pay sahipleri, SPK tarafından belirlenen süre içinde, paylarının adil bir bedel karşılığında satın alınmasını hâkim ortaktan talep edebilecekleri (SerPK m. 27/2) düzenlenmiştir. Bu hükümlerden hareketle, halka açık anonim ortaklıkların payları dışında kalan diğer sermaye piyasası araçlarının SerPK m. 27 hükmü dışında kalacağını söylemek yanlış olmayacaktır.

B. Halka Açık Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakkının Hukuki Niteliği

1. Türk Hukuku’nda Çıkarma Hakkının Hukuki Niteliği

Halka açık anonim ortaklıklarda hâkim ortağın azınlık pay sahiplerini ortaklıktan çıkarma hakkını düzenleyen SerPK m. 27/1’de “*pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dâhil olmak üzere başka 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 hakkı doğacağı, bu kişilerin Kurulca belirlenen süre içinde, azınlıkta kalan ortakların paylarının iptalini ve bunlar karşılığı çıkarılacak yeni payların kendilerine satılmasını ortaklıktan talep edebilecekleri*” düzenlenmiştir. Çıkarma ve Satma Tebliği m. 4/1 uyarınca, çıkarma hakkının doğumu “*sahip olunan paylara ilişkin oy haklarının, ortaklığın oy haklarının yüzde doksan sekizine ulaşmasına*” bağlanmıştır.

Ortaklıktan çıkarma hakkını kullanacak hâkim ortağın yapması gereken tek işlem, bu hakkın kullanılacağına ilişkin ortaklığa yapacağı yazılı başvurudur (Tebliğ m. 5/6). %98’lik eşiğin aşılması dışında SerPK tarafından belirlenen başkaca koşul bulunmamaktadır. Ortaklıktan çıkarma hakkının kanundan doğan, tek taraflı irade beyanı ile kullanılan ve yenilik doğurucu bir hak olduğu söylenebilecektir.

Çıkarma hakkı, azınlık payların hâkim ortağa devrini değil, bu payların iptali ve bunlar karşılığında çıkarılacak yeni payların hâkim ortağa satışını ifade ettiğinden buradaki yenilik doğurucu hakkın kurucu nitelikte olduğunu savunan *Karababa*³⁵³ ve *Palanduz*'a³⁵⁴ katılıyoruz. Belirtildiği gibi, çıkarma hakkının sonucu, payların iptali ve yeni payların satışı olduğundan burada bozucu değil kurucu yenilik doğurucu hakkın varlığından³⁵⁵ bahsedilmelidir.

Yenilik doğuran haklar kural olarak şarta bağlanamaz³⁵⁶. Hakkın şarta bağlanması ancak borçlunun hukuki bir belirsizlikte bırakılmadığı ve borçluya zarar vermediği zaman mümkün olabilir. Çıkarma hakkı şarta bağlanırsa, azınlık pay sahiplerinin belirsizlik içerisinde kalması söz konusu olabileceğinden şarta bağlanamayacağı kanaatindeyiz³⁵⁷.

Yenilik doğuran haklar hak düşürücü süreye bağlıdır³⁵⁸. Çıkarma hakkı, satma hakkının kullanımına ilişkin üç aylık hak düşürücü sürenin sona ermesini takiben üç işgünü içinde kullanılması gereken bir haktır. Burada üç işgünü de hak düşürücü süredir.

Çıkarma hakkının kullanılması ile birlikte ortaklığın Çıkarma ve Satma Tebliği'nde düzenlenen yönetim kurulunun diğer ortakların paylarının iptali, söz konusu paylar yerine çıkarılacak yeni payların ihracı amacıyla karar alarak ihraç belgesi onayı için SPK'ya başvuru, daha sonrasında Borsa İstanbul ve MKK'ya başvurulması ve ticaret siciline tescil gibi yükümlülükleri vardır. Çıkarma hakkının kullanılması ile ortaklığın bu yükümlülükleri yerine getirme borcu kendiliğinden doğmaktadır.

³⁵³ Karababa, **a.g.e.**, s. 197.

³⁵⁴ Palanduz, **a.g.e.**, s. 71; Karşı görüşte, Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 53.

³⁵⁵ Yenilik doğuran haklara ilişkin, Vedat Buz, *Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar*, Ankara: Yetkin Yayınları, 2005, s. 1 vd.; M. Kemal Oğuzman/Nami Barlas, **Medeni Hukuk (Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar)**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2018, s. 157-158.

³⁵⁶ Oğuzman/Barlas, **a.g.e.**, s. 566.

³⁵⁷ Aynı yönde, Palanduz, **a.g.e.**, s. 75.

³⁵⁸ Oğuzman/Barlas, **a.g.e.**, s. 567.

Hakkın kullanılması açısından ortaklık paylarının neredeyse tamamına sahip olunması gerektiğinden çıkarma hakkının pay sahipliğine bağı bir hak olduğu söylenebilir³⁵⁹.

Türk hukukunda vazgeçilmez hak, pay sahibinin rızası ile bile sınırlanması ve kaldırılması mümkün olmayan, kanunen tanınmış ve sınırları çizilmiş ve bu sebeple herkese mutlak olarak eşit şekilde uygulanan haklardır³⁶⁰. TTK m. 447 uyarınca vazgeçilmez hakların kullanımını kanuna aykırı şekilde kısıtlayan ve kaldıran genel kurul kararları da batıldır. Ortaklıktan çıkarma hakkı, mutlak emredici bir kanun hükmüne dayanıyor olup, hakkın doğması pay sahibinin bile rızası dışındadır. Ortaklıktan çıkarma hakkı eşit işlem ilkesinin mutlak uygulamasını da gerektiren³⁶¹ vazgeçilmez bir hak olarak karşımıza çıkmaktadır.

Ortaklıktan çıkarma haklarının kullanılması halinde, azınlık pay sahipleri ortaklıktan çıkarılmakta ve bunlara ait paylar ortaklık tarafından iptal edilerek, iptal edilen paylar yerine çıkarılan yeni payların hâkim ortağa satışı gerçekleştirilmektedir. Bu şekilde, hâkim ortak para ile ölçülebilen bir değere sahip olduğundan bu hakların malvarlıksal haklar kategorisinde değerlendirilebileceği söylenebilir.

2. Türk Hukuku'nda Satma Hakkının Hukuki Niteliği

Ortaklıktan çıkarma hakkıyla beraber doğan satma hakkı SerPK m. 27/2'de düzenlenmiştir. Buna göre, “(b)irinci fıkrada yer alan şartlar çerçevesinde ortaklıktan çıkarma hakkının doğduğu durumlarda, azınlıkta kalan pay sahipleri açısından satma hakkı doğacağı” hüküm altına alınmıştır. Bu hak bir pay sahipliği hakkıdır. Pay sahibi olmayanlar tarafından kullanılamayacaktır. Pay sahipliği sona eren, bu sıfatı hiç kazanmamış (intifa hakkı sahipleri, opsiyon hakkı sahipleri) tarafından kullanılamayacağı açıktır. Ayrıca emredici olarak mutlak bir şekilde kanundan doğan bir haktır.

³⁵⁹ Hasan Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi**, C. II, Ankara: Adalet Yayınevi, 2014; Yeşiltepe, Çıkarma ve Satma, s. 54.

³⁶⁰ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 348, p.14-28.

³⁶¹ Bu yönde detaylı açıklamalar için Şükrü Yıldız, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004, s. 34, dn. 37.

Ortaklıkta pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dahil olmak üzere herhangi bir şekilde sahip olunan paylara ilişkin oy haklarının %98'e ulaşması veya bu konumdayken ek pay alınması durumunda hakim ortak açısından çıkarma hakkı doğmaktadır. Bu tanımdan TTK m. 411 uyarınca teknik anlamda bir azınlık aranmadığını anlıyoruz. Ortaklıktan çıkarma hakkının doğması üzerine diğer ortaklar açısından da satma hakkı doğmaktadır. Satma hakkının kullanılabilmesi için tek bir paya bile sahip olmak yeterlidir. Hakkın kullanılabilmesi için herhangi bir mahkeme kararı veya genel kurul kararına da ihtiyaç yoktur. Hakkın kullanılması için yapılması gereken üç aylık hak düşürücü süre içinde ortaklığa yapılacak tek taraflı irade beyanıyla yazılı başvuruda bulunulmasıdır. Satma hakkı bu sebeple tek taraflı irade beyanıyla kullanılabilen bireysel bir haktır.

Satma hakkı, mutlak emredici nitelikte, pay sahibinin rızasına bakılmaksızın ve pay sahibinin kendi rızasıyla bile sınırlandırılmayan vazgeçilmez bir haktır. Vazgeçilemez haklar açısından uygulama alanı bulan eşit işlem ilkesi uyarınca, satma hakkının belirli grup paylara imtiyaz olarak tanınması da mümkün değildir. Ayrıca, esas sözleşme ile hakkın kullanımının kısıtlanması mümkün değildir. Kısıtlanması durumu emredici hükümlere aykırı olacağından geçersizlik söz konusu olacaktır.

Satma hakkı, bu hakkı kullanan pay sahibine, payların hâkim ortağa devri karşılığında adil bedel talep etme imkânı verir. Bu sebeple, malvarlıksal bir haktır. Sahibine tek taraflı irade beyanıyla yeni bir hukuki ilişki kurma imkânı tanıdığından, maddi değeri olan yenilik doğuran bir hak olarak da nitelendirilebilecektir.

IV. ORTAKLIKTAN ÇIKARMA VE SATMA HAKLARININ DOĞMASI

A. Genel Olarak

Halka açık anonim ortaklıklarda çıkarma ve satma hakları SerPK m. 27'de düzenlenmiştir. Hâkim durumdaki pay sahipleri için çıkarma hakkı doğarken, azınlıktaki pay sahipleri açısından da satma hakkı doğmaktadır.

Türk hukuku açısından çıkarma hakkının doğumu pay alım teklifine bağlanmamış olmakla birlikte, pay alım teklifi sonucunda eşige ulaşılması halinde çıkarma hakkının kullanılabilceği belirtilmiştir³⁶². Çıkarma ve Satma Tebliği m. 4/1 uyarınca, “(p)ay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dâhil olmak üzere herhangi bir şekilde sahip olunan paylara ilişkin oy haklarının, ortaklığın oy haklarının %98’ine ulaşması veya bu konumda iken ek pay alınması durumunda, hâkim ortak açısından sahip oldukları payların imtiyazlı olup olmadığı dikkate alınmaksızın diğer pay sahiplerinin tamamını ortaklıktan çıkarma hakkı, diğer ortaklar açısından da paylarını hâkim ortağa satma hakkı doğar.” denilerek eşik belirlenmiş ve %98 oranındaki eşige ulaşanların “hâkim ortak” olacakları belirtilmiştir.

Çıkarma ve Satma Tebliği uyarınca, çıkarma hakkı sadece hakim ortak konumuna gelinmesiyle doğmaz, ayrıca, çıkarma hakkı süresi içinde kullanılmasa dahi hakim ortak konumundakilerin ek pay almasıyla çıkarma hakkı yeniden doğacaktır.

Ayrıca çıkarma hakkının doğabilmesi için öncelikle satma hakkının kullanılmasına ilişkin üç aylık hak düşürücü sürenin dolması (Tebliğ m. 5/6) ve ortaklık paylarının iki yıl süreyle borsada işlem görmüş olması (Tebliğ m. 9) da gerekmektedir.

B. Hâkim Ortak Konumu ve Kazanılması

1. Hâkim Ortak Kavramı

Ortaklıktan çıkarma hakkı doğumu, hâkim ortak konumuna ulaşılması veya hâkim ortak konumundayken pay sahibinin yeni pay alması halinde gerçekleşir.

Çıkarma ve Satma Tebliği m. 3/1/ç uyarınca hâkim ortak “Birlikte veya tek başına ortaklığın oy haklarının en az %98’ine sahip olan gerçek ya da tüzel kişiler” olarak tanımlanmıştır. Burada sadece ortaklıktaki oy haklarının %98’ine sahip olunması hâkim ortak olmak için yeterli gibi anlaşılrsa da, SerPK m. 27/1 ve Çıkarma ve Satma Tebliği m. 4/1 birlikte incelendiğinde, hâkim ortak konumunun

³⁶² Sönmez, a.g.e., s. 52-53; Yeşiltepe, Çağrı, s. 110.

kazanılması için ortaklıktaki oy haklarının %98'ine sahip olunmasının yanında bu payların mülkiyetine de sahip olunmasının gerektiği anlaşılmaktadır. Bu sebeple, intifa hakkı sahibi olarak oy haklarını kullanma yetkisine sahip olanlar, hâkim ortak olarak nitelendirilemeyeceklerdir³⁶³.

Çıkarma ve Satma Tebliği m. 4/2'de oy haklarında imtiyazın da dikkate alınmayacağı belirtilerek, bir pay bir oy kuralının esas alındığı görülmektedir.

Hâkim ortak tek bir gerçek veya tüzel kişiden oluşabileceği gibi, birlikte hareket etmek suretiyle de eşik aşılıarak hâkim ortak olunabilir. Kamu kurum ve kuruluşlarının pay sahibi olduğu ortaklıklarda, ilgili kamu kurum ve kuruluşlarının aksi yönde bir talepleri olmadığı sürece, Çıkarma ve Satma Tebliği m. 8/1 uyarınca, Tebliğ hükümlerinin uygulanmayacağı hüküm altına alınmıştır.

Yatırım ortaklıkları³⁶⁴ açısından da kural olarak yatırım ortaklıklarının halka açık olması gerekmektedir. Çıkarma ve Satma Tebliği m. 8/2 uyarınca, çıkarma hakkı kullanılarak yatırım ortaklıklarının borsa kotundan çıkarılması ve dolayısıyla SerPK kapsamı dışına çıkarılmalarına engel olunduğunu düşünüyoruz³⁶⁵. Ayrıca, yatırım ortaklıklarının bir halka açık anonim ortaklıkta hâkim ortak durumuna geldikleri anda çıkarma hakkını kullanamayacakları da düzenlenmiştir.

2. Hâkim Ortaklığın Kazanılması

a. Hakim Ortak Konumunun Birlikte Hareket Ederek Kazanılması

Birlikte hareket eden kişiler, Çıkarma ve Satma Tebliği m. 3/1/a uyarınca “(O)rtaklığın yönetim kontrolüne sahip olmak amacıyla açık ya da zımni, sözlü ya da yazılı bir anlaşmaya dayanarak işbirliği yapan gerçek ya da tüzel kişiler” olarak tanımlanmıştır. Birlikte hareket etmenin varlığından bahsedebilmek için, iki veya daha fazla gerçek veya tüzel kişinin; (i) ortaklığın yönetim kontrolüne sahip olmak

³⁶³ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 60.

³⁶⁴ SerPK m. 48/1 uyarınca, “(Y)atırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, girişim sermayesi yatırımları ile Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla, paylarını ihraç etmek üzere kurulan sabit veya değişken sermayeli anonim ortaklıklardır.”

³⁶⁵ Aynı yönde, Karacan, **Ortaklıktan Çıkarma**, s. 181; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 61.

amacıyla hareket etmeleri ve (ii) bu amacı gerçekleştirmek için bir anlaşmaya dayanarak iş birliği yapmaları gerekmektedir. Bu iki şart gerçekleştikten sonra, iki veya daha fazla gerçek veya tüzel kişinin doğrudan veya dolaylı olarak ellerinde bulunan paylara bağlı oy haklarının toplamının %98 oranına ulaşması halinde hâkim ortak olduklarına kanaat getirilmektedir.

Birlikte hareket eden kişilerden bahsedebilmek için “yönetim kontrolüne sahip olma” amacıyla olmalarından bahsedilmektedir. Yönetim kontrolü, kural olarak ortaklıktaki oy haklarının çoğunluğuna sahip olan pay sahiplerindedir. Oy haklarının çoğunluğuna sahip olan pay sahipleri ayrıca ortaklığı yöneten yönetim kurulu üyelerini seçme ve azletme yetkisine de sahiptir. Anonim ortaklığın tüm malvarlığını ve elde edilen karın ekonomik geleceğini belirleme yetkisi, kontrolü elinde bulunduran pay sahiplerine aittir³⁶⁶.

SerPK m. 26/1, doğrudan veya dolaylı olarak, ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, genel kurulda yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunmasını yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul etmektedir. Bununla birlikte, ortaklığın oy haklarının %50’sinden fazlasına sahip olunsa da, imtiyazlı payların varlığı nedeniyle, yönetim kurulu üye sayısının çoğunluğunu belirleme yetkisi yoksa yönetim kontrolünden bahsedilemez.

Çıkarma ve Satma Tebliği m. 3/1/k’da SerPK m. 26’ya paralel bir düzenlemeyle yönetim kontrolü tanımını şu şekilde yapmaktadır: “...*ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına veya genel kurulda yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğuna karşılık gelen sayıda üyelikler için aday gösterme hakkı veren imtiyazlı payların çoğunluğuna sahip olunması*”dır.

Ortaklıkta yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazına sahip gruplar bulunuyorsa, yönetim kontrolünün sağlanması için bu pay gruplarında oy çoğunluğunun elde edilmesi gerekir. Ortaklıkta aday gösterme imtiyazına sahip

³⁶⁶ Ali Paslı, “Anonim Ortaklıkta Kontrol Sahibinin Özel Durumu”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, C. 66, S. 2, 2008, s. 345.

gruplar bulunmuyorsa, ortaklıktaki oy haklarının %50'sinden fazlasını tek başına elinde bulunduran ortak yönetim kontrolüne tek başına sahip olur³⁶⁷.

Hâkim ortak konumunun birlikte hareket etmek suretiyle kazanılması için, birlikte hareket eden kişilerin yönetim kontrolünü elde etme amacı olması gerekmektedir. Sadece çıkarma hakkını kullanmak amacıyla kurulan işbirlikleri, pay sahiplerinin hâkim ortak sıfatını kazanmalarına yetmeyecektir³⁶⁸.

Birlikte hareket eden kişilerin varlığından bahsedebilmek için, bu kişiler arasında yönetim kontrolünün elde edilmesi maksadıyla bir anlaşmanın varlığı gerekmektedir. Bu kişiler arasındaki ilişkinin tarafların sürekli uyum içinde hareket etmelerini gerektirecek yapıda, “*yeterli derecede emin bir temele oturmuş olması*” gerekmektedir³⁶⁹. Sadece bazı genel kurul toplantılarında aynı yönde oy kullanılmasına yönelik anlaşmalar veya benzer geçici birlikte kararlar, çıkarma hakkına yönelik birlikte hareket etme anlamına gelmeyecektir.

Çıkarma ve Satma Tebliği, birlikte hareket etmeye yönelik anlaşmanın hukuki niteliği konusunda suskun kalmaktadır. Birlikte hâkimiyetin varlığında TTK m. 195'e göre, şirketler topluluğunda sürekli ve sağlam bir temele oturmuş işbirliği gerekir. TTK m. 195 gerekçesinde de, şirketler topluluğu bağlamında pay sahipleri sözleşmesi veya oy sözleşmeleri³⁷⁰ ile birden fazla kişinin hâkimiyeti birlikte kurmalarından bahsedilmektedir. Çıkarma hakkı açısından da bu sonuca ulaşılabilir. Belirtilen anlaşmalar şekle tabi değildir, sözlü veya zımni de olabilir³⁷¹.

Ortaklıktan çıkarma hakkının kullanılmak istenmesi halinde, birlikte hâkimiyet halinde çıkarma hakkının kimin tarafından kullanılacağı gibi konular tereddüt yaratabilir. Burada, birlikte hareket eden kişiler arasında, çıkarma hakkının

³⁶⁷ Kendigelen, **İmtiyaz**, s. 38.

³⁶⁸ Manavgat, **Halka Arz**, s. 67, Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 65, Karababa, **a.g.e.**, s. 210, 237; Palanduz, **a.g.e.**, s. 108.

³⁶⁹ Gül Okutan Nilsson, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Şirketler Topluluğu Hukuku**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2009, s. 149.

³⁷⁰ Oy sözleşmesi, oy hakkının belirli bir yönde kullanılması veya kullanılmaması taahhüdünü içeren sözleşmedir. Türk hukukunda düzenlenmemekle beraber, sözleşme serbestisi kuralına uygun olarak geçerli kabul edilmektedir. Detaylı bilgi için bkz. Erdoğan Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015, s. 3 vd.; s. 21 vd.; Okutan Nilsson, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 172.

³⁷¹ Manavgat, **Halka Arz**, s. 67.

kullanılmasına yönelik bir adi ortaklığın bulunduğu kabul edilmektedir³⁷². Birlikte hareket eden kişiler hâkimiyete birlikte sahip oldukları için çıkarma hakkını da birlikte kullanmalıdır. Ortaklığa birlikte başvurup, pay bedellerini birlikte ödemeleri gerekecektir³⁷³.

Çıkarma hakkını kimin kullanacağı ve bedeli kimin ödeyeceği konusunda, doktrinde, tarafların kendi aralarında anlaşma yapabileceği kabul edilmektedir³⁷⁴. Bu halde, tarafların çıkarma hakkının kullanılmasından sonra yeni çıkarılacak payların kime ait olacağı hususunu da ortaklığa bildirmeleri gerekecektir³⁷⁵.

Satma hakkının kullanılması açısından da SerPK m. 27/2, azınlıkta kalan pay sahiplerinin, paylarının satın alınmasını Kurulca belirlenen orana veya daha fazlasına sahip olan gerçek veya tüzel kişilerden ve bunlarla birlikte hareket edenlerden talep edebileceklerini düzenlemiştir. Bu nedenle satma hakkını kullanmak isteyen pay sahipleri de bu haklarını birlikte hareket eden pay sahiplerinin tamamına karşı ileri sürebilecektir.

b. Hâkim Ortak Konumunun Pay Alım Teklifi Sonucunda Kazanılması

Pay Alım Teklifi Tebliği m. 4/1/k uyarınca, pay alım teklifi, bir ortaklığın paylarını elinde bulunduran pay sahiplerine, söz konusu ortaklığın paylarının tamamını ya da bir kısmını gönüllü ya da zorunlu olarak devralmak üzere yapılan ve hedef ortaklığın yönetim kontrolünün ele geçirilmesi ile sonuçlanan ya da bu amacı taşıyan, hedef ortaklığın kendisi tarafından yapılanlar dışındaki satın alma teklifidir³⁷⁶.

SerPK m. 26/1 uyarınca, halka açık ortaklıklarda yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesi hâlinde, iktisap eden ortak diğer

³⁷² Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 68; Palanduz, **a.g.e.**, s. 110.

³⁷³ Karacan, **Ortaklıktan Çıkarma**, s. 184; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 94; Karababa, **a.g.e.**, s. 212.

³⁷⁴ Manavgat, **Halka Arz**, s. 68; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 68; *Karacan*'a göre bu anlaşma zorunludur, **Ortaklıktan Çıkarma**, s. 184.

³⁷⁵ Uygulamada, birlikte hareket edenlerden çıkarma hakkını kullanmak üzere seçilenin kamuya açıklandığı bir örnek için bkz. Türk Ekonomi Bankası A.Ş.'nin 17.11.2014 tarihli Özel Durum Açıklaması <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/396611> (Son Erişim Tarihi: 18.02.2019).

³⁷⁶ Manavgat, **Aleni Pay**, s. 7; Paslı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, s. 216-217.

ortakların paylarını satın almak üzere teklifte bulunmakla zorundadır. Zorunlu pay alım teklifi yanında, gönüllü pay alım teklifinde de bulunulabilir. Çıkarma hakkı her iki pay alım teklifi sonucunda da doğabilir.

SerPK m. 27 ve Çıkarma ve Satma Tebliği m. 4 uyarınca, hâkimiyet eşiğine (%98) pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek suretiyle de ulaşılması mümkündür.

Pay alım teklifi, Türk hukukunda, diğer hukuk sistemleriyle karşılaştırıldığında, piyasayı düzenleyici bir etki sergilememektedir. Çıkarma hakkı sadece pay alım teklifi çerçevesinde düzenlenmemekte ve pay alım teklifi, çıkarma hakkının doğumuna sebep olan hâkimiyet eşiğine ulaşılmasında mevcut hâkim pay sahibinin sermaye payı ve oy hakkının artırılmasına hizmet etmektedir.

c. Hâkimiyetin Farklı Yollarla Pay Edinilerek Kazanılması

Birleşme yoluyla hâkimiyet eşiğini sağlayacak şekilde bir ortaklığın kontrolü sağlanabilir. Birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesi öngörülmemişse, koşullar sağlandığı takdirde çıkarma hakkı da kullanılabilir³⁷⁷. *Palanduz*'un da belirttiği ve bizim de katıldığımız gibi, dürüstlük kuralına aykırı olmadıkça, sadece bazı pay sahiplerinin ortaklıktan çıkarılması için birleşme yapılması mümkün olabilir³⁷⁸.

Ortaklık kontrolünü sağlamak amacıyla pay devri (*takeover*) yapılırken, pay alım teklifi, blok satış ve münferit alımlar yapılabilir³⁷⁹. Türkiye gibi yoğunlaşmış pay sahipliğinin yaygın olduğu sistemlerde blok satış ile ortaklıkların devralındığı görülmektedir.

Borsada veya borsa dışında blok satış, münferit alımlar dışında, trampa ve bağışlamayla³⁸⁰ ve miras, cebri icra ve eşler arası mal rejimi yollarıyla³⁸¹ pay edinilmesi mümkündür.

³⁷⁷ Karababa, **a.g.e.**, s. 241.

³⁷⁸ Palanduz, **a.g.e.**, s. 120.

³⁷⁹ Manavgat, **Aleni Pay**, s. 8; Paşlı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, s. 208; Yeşiltepe, **Çağrı**, s. 12 vd.

³⁸⁰ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 72.

Sermaye artırımlarında rüçhan hakkının kısıtlanması veya devralınması halinde de sermaye artırımını sonucunda (TTK m. 461/2, 4) hâkimiyet eşiğine ulaşılabilir.

3. Hâkim Ortağın Ek Pay Alımı

Çıkarma ve satma haklarının doğmuş olması, hak sahipleri tarafından kullanılmalari zorunluluğunu getirmez. Diğer bir deyişle, azınlık pay sahipleri satma hakkını ve hâkim pay sahibi çıkarma hakkını kullanmayabilir. Çıkarma ve Satma Tebliği m. 5/6 uyarınca, satma hakkının kullanılması için üç ay ve çıkarma hakkının kullanılması için üç işgünü hak düşürücü süre öngörölmüştür. Bu süreler içinde haklar kullanılmazsa her iki hak da son bulur.

Bununla birlikte, ortaklıktan çıkarma hakkını süresi içinde kullanmayan hâkim ortak, bu konumuna hâlel gelmeden, daha sonra ek pay alırsa, ortaklıktan çıkarma hakkı yeniden doğacaktır. Kuşkusuz, azınlık pay sahipleri için satma hakkı da yeniden doğmuş olacaktır. Başka bir deyişle, çıkarma ve satma haklarına ilişkin süreç yeniden başlamış olur.

Çıkarma ve Satma Hakkı Tebliği m. 5/1 uyarınca, hâkim ortak satma haklarının kullandırıldığı üç aylık hak düşürücü süre içinde, satma hakkının kullanılması neticesinde almış olduğu paylar hariç, ek pay alımında bulunamayacaktır. Bu sebeple, hâkimiyet eşiğine ulaşıldıktan sonra gerçekleşecek ek pay alımları, ancak satma hakkının tamamının kullanılmadığı ve hâkim pay sahibinin de çıkarma hakkını kullanmadığı durumlarda gerçekleşebilecektir.

4. Oy Haklarının Hesaplanması

SerPK m. 27'de %98 oranındaki hâkimiyet eşiğine, pay sahibinin sahip olduğu paylar ve oy haklarının oranlanarak bulunduğu belirtilmiştir. Bununla birlikte, Çıkarma ve Satma Tebliği m. 4/2 uyarınca, oy haklarına ilişkin oranın tespitinde, hâkim ortağın sahip olduğu doğrudan ve dolaylı payların dikkate alınacağı, oy hakkında imtiyazlar ve paylar üzerinde intifa veya alım hakkı olan kişilerin sahip

³⁸¹ Karababa, a.g.e., s. 230, 239.

olduğu oy hakkının dikkate alınmayacağını düzenlenmektedir. Bu durumda, oy hakkında imtiyaz olmayacağından her bir pay bir oy olarak hesap edilecektir³⁸².

Çıkarma ve Satma Tebliği m. 3/1/ç'de hâkim ortak tanımı yapılırken, birlikte veya tek başına ortaklığın oy haklarının en az %98'ine sahip olan gerçek ve tüzel kişiler belirtilmiştir. Tebliğ m. 4'te ise hâkim ortağın sahip olduğu dolaylı ve doğrudan paylar dikkate alınarak oy hakları hesaplandığından, imtiyazlı payların sadece her bir pay başına bir oy hakkı tanıdığı³⁸³, intifa ve alım hakkı olmayan paylardan edinerek %98 üzerinde sermaye ve dolayısıyla oy hakkına sahip olunması gerektiğini belirten ve bu sebeple Tebliğ m. 3/1/ç ve m. 4'ün uyumlu olduğunu vurgulayan *Palanduz*'un her iki görüşüne de katılıyoruz³⁸⁴.

Çıkarma ve Satma Tebliği m. 4'te belirtilen hesaplama esaslarının SerPK m. 27 ile uyumlu olmadığı ve Tebliğ'in SerPK'ya aykırı düzenleme içerdiği görüşündeki *Yeşiltepe*'ye katılmıyoruz. *Yeşiltepe*'ye göre³⁸⁵, SerPK hâkimiyet göstergesi olarak oyu esas almış fakat Tebliğ payı esas alarak hakkın kullanılmasını zorlaştırmıştır. SerPK m. 27 hesaplama yöntemini ayrıntılı olarak açıklamadığından Tebliğ m. 4'ün

³⁸² Karacan, *Ortaklıktan Çıkarma*, s. 185; Yeşiltepe, *Çıkarma ve Satma*, s. 60; Karababa, *a.g.e.*, s. 218; Palanduz, *a.g.e.*, s. 97.

³⁸³ Akfen Holding A.Ş.'nin 23.12.2015 tarihli KAP açıklamasında yer alan karar konuya ilişkin birçok meseleyi içerdiğinden ilginçtir. "22.12.2015 tarihinde Hamdi Akın tarafından Kamuyu Aydınlatma Platformu'na ("KAP") iletilen özel durum açıklamasında; - Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nin Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği (Tebliğ) çerçevesinde 22.12.2015 tarihi itibarıyla Akfen Holding A.Ş. (Şirket)'nin toplam paylarının; Hamdi Akın'ın %79,36'sına ve oy haklarının %84,12'sine, Selim Akın %3,14'üne ve oy haklarının %3,33'üne, Akın'ın Makina Sanayi ve Ticaret A.Ş. %0,40'ına ve oy haklarının %0,43'üne, Akfen Turizm Yatırımları ve İşletmecilik A.Ş. %0,40'ına ve oy haklarının %0,43'üne, Akfen Altyapı Danışmanlık A.Ş. %8,31'ine ve oy haklarının %8,81'ine sahip olduğu,- Sözkonusu hesaplama; (i) A grubu imtiyazlı hisselerin oy imtiyazları hesaba katılmadığı ve (ii) Şirket'in geri alım programı çerçevesinde edildiği, SPK'nun olumlu kararı uyarınca 20 Ocak 2016'da yapılacak Şirket Olağanüstü Genel Kurulunda sermaye azaltımına dair sermaye maddesi tadili ortakların onayına sunulacak olan 14.819.314 adet payın, pay oranında hesaba katılrsa da, oydan yoksunlukları değerlendirilerek Şirket'in toplam oy hakkı hesaplamasına dâhil edilmediği,- Toplam oy hakkı olarak belirtilen oranların, oy hakkı imtiyazına sahip hisselerin değerlendirmeye alınmadığı oranlar, oy hakkı olarak belirtilen oranların geri alım programı çerçevesinde alınmış payların dahil edilmediği oranlar olduğu,- Birlikte hareket eden ortakların Şirket'in toplam pay/oy oranının %97,11'ine, hâkim ortak konumuna ulaşmış, Tebliğ'de düzenlenen satma hakkı ile ortaklıktan çıkarma hakkının kullanılacağı hususları duyurulmuştur." Kararın metni için: <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/490752> (Son Erişim Tarihi: 18.02.2019)

³⁸⁴ Palanduz, *a.g.e.*, s. 99, 100. Karşı görüşte Yeşiltepe, hakim ortak konumunun kazanılması için ortaklıktaki payların en az %98'inin elde edilmesi gerektiği yönünde, *Çıkarma ve Satma*, s. 80; Karababa da her bir payın aynı zamanda oy hakkı verdiğini belirtmiştir. Oydan yoksun paylar da söz konusu olabileceğinden bu ifadeye katılmıyoruz. Karababa, *a.g.e.*, s. 207.

³⁸⁵ Yeşiltepe, *Çıkarma ve Satma*, s. 80.

kanuna aykırı bir düzenleme yaptığı söylenemez. Bu sebeple Tebliğ ile SerPK m. 27'ye aykırı bir düzenleme yapıldığını düşünmüyoruz.

Oy hakkında imtiyazın hesaba katılmasının yerindeligi konusu çıkarma hakkının yöneldigi amaçla ilişkilendirilmiştir. Çıkarma hakkının amacı, hâkim pay sahibinin azınlık olmadan rahatça karar alması olarak düşünülürse, hâkimiyetin oy haklarıyla yakın ilişkisi nedeniyle, imtiyazların hesaplamaya dâhil edilmesi uygun olacaktır³⁸⁶. Diğer taraftan, sadece oy haklarına dayalı bir hâkimiyet eşiği belirlenince de, sermaye payı görece daha yüksek olan ama oy hakları imtiyazlar nedeniyle düşük olan azınlık pay sahipleri, ortaklığa yapmış oldukları yatırıma bakılmaksızın ortaklıktan çıkarılabileceklerdir. Bu sebeple, imtiyazların hesaplamaya katılması, çoğunluğun hâkimiyetine yardım etse de, azınlığın menfaatleri açısından gereken koruma sağlanamamaktadır. Çıkarma hakkının ekonomik işlevlerini yerine getirmesi kullanılabilir olmasıyla gerçekleşebilir. İmtiyazların hesaba hiç katılmaması da bu durumu güçleştirmektedir. Bu sebeple, doktrinde, hâkimiyet eşiğinin bir miktar daha düşürülmesi veya imtiyazların hesaplamaya katılması, ancak bunlara ek olarak sermaye payı açısından da asgari bir eşik belirlenmesinin yerinde olacağı belirtilmektedir³⁸⁷.

Ortaklıkta farklı pay gruplarının varlığı halinde hesaplamanın bundan nasıl etkileneceği hususunda Çıkarma ve Satma Tebliği'nde herhangi bir düzenleme yapılmamıştır. Bir diğer konu da, çıkarma hakkının belli pay grupları için kullanılıp kullanılmayacağıdır. Tebliğ m. 6 uyarınca pay grupları için yapılan tek düzenleme, payları borsada işlem gören ve görmeyen ortaklıklar açısından çıkarma bedelinin hesaplanmasının farklılık göstereceğidir. Doktrinde, farklı pay grupları olması halinde, eşiğe ulaşıp ulaşılmadığının tespitinin her bir pay grubu açısından ayrı ayrı hesaplanarak, hakkın şartın sağlandığı her bir pay grubu için kullanılması savunulmuştur³⁸⁸. Tebliğ m. 4'te hesaplama yöntemi verilmişken, bu hükmün lafzını ve amacını aşacak şekilde her bir pay kategorisi için ayrı hesaplama önerisinin uygun olmayacağı görüşündeki *Palanduz*'a biz de katılıyoruz³⁸⁹. Tüm pay grupları için tek

³⁸⁶ Manavgat, **Çıkarma ve Satma**, s. 97.

³⁸⁷ Eşiğin hesaplanmasında pay ve oy haklarının birlikte dikkate alınmasının yeri olacağı görüşünde Manavgat, **Çıkarma ve Satma**, s. 96

³⁸⁸ Karababa, **a.g.e.**, s. 226-227.

³⁸⁹ Palanduz, **a.g.e.**, s. 102.

bir hesaplama yöntemi ile toplam oy hakları üzerinden eşiğe ulaşılarak, çıkarma hakkının payların tamamı için kullanılması gerekir.

Çıkarma hakkının tüm pay grupları için uygulanması gerekliliği, hakkın amacıyla da yakından ilişkilidir. Çıkarma hakkının amacı belirli azınlık ortakların ortaklıktan çıkarılması değil, ortaklığın borsadan çıkarak halka kapalı bir hale getirilmesidir. Bu sebeple azınlık pay sahiplerinin tüm paylarına yönelik olmalıdır³⁹⁰. Çıkarma ve Satma Tebliği de m. 4/1’de “diğer pay sahiplerinin tamamını ortaklıktan çıkarma hakkı” ve m. 5/7’de “diğer ortakların paylarının iptali” düzenlemeleri ile yalnızca bu yönde uygulamaya imkân vermektedir.

AB Mevzuatında, pay alım teklifi sonucunda yalnızca belli pay gruplarında eşiği aşan hâkim ortak tarafından, eşiği aştığı pay gruplarında kalan paylar için ortaklıktan çıkarma hakkını kullanabileceği düzenlenmiştir (Yönerge m. 15/3). Türk hukukunda, çıkarma hakları yalnızca pay alım teklifi sonucuna bağlanmadığından ve yukarıda da açıkladığımız hakkın farklı kullanım amaçları nedeniyle, tüm paylar için çıkarma hakkı kullanılması isabetlidir³⁹¹.

a. Dolaylı Pay Sahipliğinin Hesaplanması

Dolaylı pay sahipliği kavramı, bir pay sahibinin tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle birlikte, hâkimiyeti altında tutmakta olduğu başka bir ortaklığın, hedef ortaklık paylarına sahip olması olarak tanımlanabilecektir. Bu kapsamda hâkimiyet, hedef ortaklık paylarının bir kısmını elinde bulunduran ortaklığın, yönetim kurulunda karar almaya yetecek sayıdaki yönetim kurulu üyesini belirleme gücü olarak karşımıza çıkar. Ancak bir ortaklığın yönetim kontrolünün elde edilmesiyle, başka bir ortaklığın sahip olduğu hedef ortaklık paylarına bağlı oy hakları kontrol edilebilecektir.

Pay sahibinin hedef ortaklıkta dolaylı pay sahibi olması için sermaye ortaklığı olmasına gerek yoktur, gerçek kişi de olabilir.

³⁹⁰ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s.99; Manavgat, **Çıkarma ve Satma**, s. 97; Karababa, **a.g.e.**, s. 226-227.

³⁹¹ Aynı yönde, Palanduz, **a.g.e.**, s. 103.

Hâkimiyet altında tutulan ortaklığın ana ortaklık olması halinde, bu ana ortaklığa bağlı yavru ortaklıklar aracılığı ile kontrol edilen hedef ortaklık payları da dolaylı pay olarak kabul edilecek ve bu paylara bağlı oy hakları da hesaplamada dikkate alınacaktır³⁹². Bir üçüncü kişinin pay sahibi hesabına elinde bulundurduğu paylar da dolaylı olarak sahip olunan pay olarak dikkate alınmalıdır³⁹³.

b. Paylar Üzerinde İntifa ve Alım Hakkı Bulunması Hali

Çıkarma ve Satma Tebliği m. 4/2, paylar üzerinde intifa veya alım hakkı olan kişilerin sahip olduğu oy haklarının dikkate alınmayacağını düzenlemektedir.

Hâkim pay sahibinin başka bir kişinin payı üzerinde intifa hakkına sahip olması halinde, pay üzerinde intifa hakkı sahibi olmak payın mülkiyetine sahip olmak anlamına gelmeyeceğinden, intifa hakkı ile sahip olunan oy hakları, hâkimiyet eşliğinin belirlenmesinde hâkim pay sahibi açısından hesaba katılmayacaktır. Tebliğ'in lafzı da "intifa hakkı olan kişilerin oy haklarının dikkate alınmayacağı" şeklindedir.

İntifa hakkının başka bir kişi lehine verildiği hallerde, sahibi lehine oy haklarının hesaplamaya dâhil edilip edilmeyeceği bu konuda tartışılan noktalardan biridir. TTK m. 432/2 uyarınca, pay üzerinde intifa hakkı bulunması halinde, taraflarca aksi kararlaştırılmadıkça, oy hakkının intifa hakkı sahibi tarafından kullanılacağı belirtilmiştir. Bu sebeple doktrinde de, eğer oy haklarının pay sahibi tarafından kullanılacağı kararlaştırılmışsa, Tebliğ m. 4/2 hükmü uygulanmadan, oy haklarının pay sahibi lehine hesaplanması gerektiği savunulmaktadır³⁹⁴.

Alım hakkı, tek taraflı bir beyan ile başkasının mülkiyetinde bulunan bir değeri, malikin o anki iradesine bakılmadan, satın alma imkânı tanıyan bir haktır³⁹⁵. Alım hakkı sahibinin bu hakkı kullanması kendi inisiyatifindedir. Bu hak kullanıldığı

³⁹² Okutan Nilsson, **Paysahipleri Sözleşmesi**, s. 425.

³⁹³ Okutan Nilsson, **Paysahipleri Sözleşmesi**, s. 425.

³⁹⁴ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s.86; Karababa, **a.g.e.**, s. 223; Palanduz, **a.g.e.**, s. 116.

³⁹⁵ Haluk Tandoğan, **Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri**, C. I/1, İstanbul 2008, s. 274

zaman, hak sahibi ile muhatap arasında bir satış sözleşmesi kurulmaktadır³⁹⁶. Alım hakkında, alım hakkının kullanılarak payın mülkiyetinin devredilmesine kadar paylara ait oy hakkı malikte kalır. Bu aşamada alım hakkının hak sahibi tarafından kullanılacağı da belli değildir³⁹⁷.

Çıkarma ve Satma Tebliği m. 4/2 uyarınca, payın üzerinde alım hakkı olan kişilerin sahip olduğu oy hakkı kullanılmadığından, oy hakkının pay sahibi lehine hesaplama dâhil edileceği açıktır. Yalnızca alım hakkı olduğu için bu paylara ilişkin oy haklarının hesaplama katılmaması, eşiğe ulaşılmasını zorlaştırarak, ortaklıktan çıkarma ve satma haklarının kullanılmasını engelleyeceği yönünden eleştirilmiştir. Bu durum aynı zamanda, paya ilişkin her hakkı kullanan ve hâkimiyete sahip olacak pay sahibinin satma hakkının kullandırılmasına yönelik yükümlülüklerinden kurtulmasına da sebep olurdu³⁹⁸. Üzerinde alım hakkı olan paylara ilişkin oy hakları her hâlükârda ortaklığa ilişkin toplam oy hakları hesaplamasında yer almalıdır.

c. Hakim Ortak Lehine İntifa Hakkına Bağlı Oy Haklarının Durumu

Hâkim ortağa ait paylar üzerinde intifa hakkı olması durumunda, bu paylara bağlı oy hakları hâkimiyet eşiğinin saptanmasında dikkate alınmayacaktır. Ancak bu durumda da üzerinde intifa hakkı bulunan paylar toplam oy haklarının hesaplanmasında dikkate alınmalıdır.

İntifa hakkına bağlı oy haklarının hâkim ortaklık statüsünün kazanılmasında dikkate alınması halinde ortaklık paylarının küçük bir kısmına sahip olan pay sahipleri bile hâkim ortak konumuna gelerek ortaklıktan çıkarma haklarını kullanabileceklerdir. Bu durum ortaklıktan çıkarma hakkının amacına aykırılık teşkil

³⁹⁶ Tandoğan, **a.g.e.**, s.279; Ortaklık payları üzerinde alım hakkı tanınca, sözleşmenin esaslı unsurları olan sözleşmeye konu pay adedi ve fiyat olduğu hususunda bkz. Okutan Nilsson, **Paysahipleri Sözleşmesi**, s.228

³⁹⁷ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 89; Karababa, **a.g.e.**, s. 223; Palanduz, **a.g.e.**, s. 116.

³⁹⁸ Yeşiltepe, Tebliğ m. 4'ü, alım hakkına ilişkin payların pay sahibi yönünden de hesaplamada dikkate alınmayacağını yorumlamakta ve bu durumun da isabetsiz olduğunu belirtmektedir, Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 88-89.

edecektir. Bu yüzden sahip olunan paylara ilişkin oy haklarının göz önüne alınarak hesaplama yapılması isabetlidir³⁹⁹.

5. Hakların Kullanımına İlişkin Sınırlama

Çıkarma ve Satma Tebliği m. 9 uyarınca, ortaklık paylarının borsada işlem görmelerini takiben iki yıl süreyle ortaklıktan çıkarma ve satma hakkı kullanılmayacaktır. Paylarının küçük bir kısmını halka arz eden ortaklıklar açısından bu düzenlemenin isabetli olduğunu, aksi halde hâkim pay sahibinin payları borsadan satın alarak ortaklıktan çıkarma hakkını kullanmaya çalışarak küçük yatırımcıları mağdur edebileceğini söyleyebiliriz. *Yeşiltepe*'ye göre, iki yıllık süre hesabında, hem hâkimiyet eşiğinin geçilmesi hem de ek pay alımı ayrı ayrı değerlendirilmeli ve her birinin ortaya çıkmasından itibaren iki yıllık süre dolmadan hakların doğmamış olduğu kabul edilmelidir⁴⁰⁰.

V. KULLANIM BEDELİNİN BELİRLENMESİ VE ÇIKARMA VE SATMA HAKLARININ KULLANIM PROSEDÜRÜ

Çıkarma ve satma haklarının kullanılması açısından en tartışmalı konu bedelin tespitidir. Çıkarma ve satma hakkı kullanım bedellerinin Türk hukukunda uygulanan hesaplama usulüyle başlayacağımız bu bölümde, konuya ilişkin Amerikan hukuku ve AB hukukundaki düzenlemeleri ve ardından her iki hakkın kullanım prosedürlerini açıklayacağız.

A. Türk Hukuku Açısından Bedelin Belirlenmesi

Ortaklıktan çıkarma ve satma hakkının düzenlendiği SerPK m. 27/1 uyarınca, çıkarma hakkının kullanılması halinde, ödenecek bedel ayrılma hakkının düzenlendiği SerPK m. 24'e göre belirlenecektir.

³⁹⁹ Yeşiltepe, *Çıkarma ve Satma*, s. 89.

⁴⁰⁰ Yeşiltepe, *Çıkarma ve Satma*, s. 90

SerPK m. 24/1'e göre, payları borsada işlem gören ortaklıklarda ayrılma hakkı, söz konusu önemli nitelikte işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki (açıklanan tarih hariç olmak üzere) otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması alınarak belirlenecektir. SerPK m. 27/1'in atfıyla, ortaklıktan çıkarma hakkının kullanılmasında da, ortaklıktan çıkarılacak pay sahiplerine ödenecek bedel, ortaklıktan çıkarma ve satma haklarının doğduğunun hâkim ortak tarafından ilk defa kamuya açıklandığı tarihten önceki (açıklanan tarih hariç olmak üzere) otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması alınarak belirlenecektir.

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar açısından, SerPK m. 24/4 uyarınca, ayrılma hakkını kullanım bedelinin hesaplanmasına ilişkin usul ve esaslar SPK tarafından belirlenecektir. Bu düzenleme ayrıntılı olarak Ayrılma Hakkı Tebliği m. 10/2'de düzenlenmiştir. Buna göre, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda ayrılma hakkı fiyatı ile bu fiyatın adil ve makul olduğu, Değerleme Standartları Tebliği uyarınca hazırlanacak değerlendirme raporu ile saptanacaktır. SerPK m. 27/1'in atfıyla, çıkarma hakkı için ödenecek bedel de Değerleme Standartları Tebliği⁴⁰¹ uyarınca hazırlanacak değerlendirme raporu ile belirlenecektir.

Değerleme raporları bağımsız denetim kuruluşları tarafından, Uluslararası Değerleme Standartları'nca⁴⁰² atıfta bulunulan pazar yaklaşımı, gelir yaklaşımı ve maliyet yaklaşımı yöntemlerinden⁴⁰³ ortaklık için uygun bulunanlar kullanılarak değerlendirme raporu hazırlanır. Raporda hangi yöntemlerin seçildiği de gerekçeli olarak anlatılır ve yöntemlerle ilgili bilgi verilir (UDS 105, 10.1).

⁴⁰¹ Bkz. Bölüm 1.V.A.5.

⁴⁰² Güncel versiyon için bkz. <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf> (Son Erişim Tarihi: 20.02.2019)

⁴⁰³ Değerleme yaklaşımları kısaca şu şekilde açıklanmaktadır: 1) Pazar yaklaşımı, varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder (UDS 105, 20.1). 2) Gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir (UDS 105, 40.1). 3) Maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir (UDS 105, 60.1)

Hangi yöntemin uygulanacağına somut olay dikkate alınarak karar verilir (UDS 105, 10.2-10.3). Ayrıca işletmelerin ve işletme paylarının değerlemesinde üç değerlendirme yaklaşımı da birlikte kullanılabilir gibi, maliyet yaklaşımı, gelir ve pazar yaklaşımına kıyasen daha az kullanılmaktadır.

Çıkarma hakkının kullanılması halinde, azınlık pay sahiplerine ödenecek satım bedelini ayrılma hakkı bedeline kıyasen belirlemeyi düzenleyen SerPK, satma hakkı kullanılmasında pay sahiplerinin paylarının karşılığı olarak hâkim ortaktan talep edecekleri adil bedelin hesaplama yöntemini göstermemiştir.

Çıkarma ve Satma Tebliği, ortaklıktan çıkarma ve satma hakkı kullanım bedellerinin hesaplama yöntemini birbirlerinden farklı olarak m. 6'da düzenlemektedir.

Tebliğ m. 6/2'de ortaklıktan çıkarma hakkının kullanım bedeli şöyledir:

“a) Payları borsada işlem gören ortaklıklar için;

- 1) Borsada işlem gören pay gruplarının her biri için, hakim ortak konumunun kazanıldığı veya hakim ortak konumunda bulunup ek pay alındığının kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması,*
- 2) Borsada işlem görmeyen pay gruplarının her biri için; işlem gören sadece bir pay grubu bulunması durumunda bu gruba ilişkin olarak bu fıkranın (a) bendinin (1) numaralı alt bendi hükmü çerçevesinde tespit edilen fiyat, işlem gören birden fazla pay grubu bulunması durumunda ise bu gruplara ilişkin olarak bu fıkranın (a) bendinin (1) numaralı alt bendi hükmü çerçevesinde tespit edilen fiyatların aritmetik ortalaması,*

b) Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için, her bir pay grubuna ilişkin fiyatın tespiti amacıyla hazırlanan değerlendirme raporunda belirlenen bedel dikkate alınır.”

Tebliğ m. 6/3'e göre, satma hakkı kullanımına ilişkin adil bedelin belirlenme yöntemi şöyledir:

a) Payları borsada işlem gören ortaklıklar için bu maddenin ikinci fıkrası çerçevesinde hesaplanacak fiyat, her bir pay grubuna ilişkin fiyatın tespiti amacıyla hazırlanan değerlendirme raporunda belirlenen bedel, hâkim ortak konumunun kazanıldığı veya hâkim ortak konumunda bulunup ek pay alındığının kamuya açıklandığı tarihten önceki bir yıl içinde Kanununun 26 ncı maddesi çerçevesinde zorunlu pay alım teklifi yapılmış ise bu fiyat ile hâkim ortak konumunun kazanıldığı veya hâkim ortak konumunda bulunup ek pay alındığının kamuya açıklandığı tarihten önceki son altı ay, bir yıl ve beş yıl içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatlarının ortalaması karşılaştırılarak bulunan en yüksek bedel,

b) Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için bu maddenin ikinci fıkrası çerçevesince hazırlanan değerlendirme raporunda belirtilen bedel ile hâkim ortak konumunun kazanıldığı veya hâkim ortak konumunda bulunup ek pay alındığının kamuya açıklandığı tarihten önceki bir yıl içinde Kanununun 26 ncı maddesi çerçevesinde zorunlu pay alım teklifi yapılmış ise bu fiyatın karşılaştırılarak bulunan en yüksek bedel olarak kabul edilir.”

Kullanma bedeline ilişkin hesaplama yöntemlerini değerlendirdiğimizde, satma hakkı bedeli belirlenirken farklı parametreler kullanıldığı için çıkarma hakkı bedelinden daha yüksek olma olasılığı vardır⁴⁰⁴. Çıkarma hakkı bedelinin daha düşük

⁴⁰⁴ Çıkarma hakkının satma hakkına göre daha düşük değerde belirlendiği uygulama örnekleri için bkz. Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin 13.10.2015 tarihli KAP özel durum açıklaması (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/473087> ,Son Erişim Tarihi: 21.02.2019); Türkiye Ekonomi Bankası A.Ş.'nin 16.12.2014 tarihli KAP özel durum açıklaması (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/401243>, Son Erişim Tarihi: 21.02.2019); Asil Çelik Sanayi ve

olacağı düşüncesiyle, ortaklıktan ayrılmak isteyen pay sahipleri daha düşük bir bedelle ortaklıktan ayrılmak yerine, ortaklıktan ayrılmayı istemedikleri halde satma haklarını kullanabileceklerdir. Fakat uygulamada hâkim ortak ortaklıktan çıkarma hakkını kullanıp kullanmayacağı bilgisini işlemde önce kamuya açıklamak zorunda olduğu için satma hakkının baskı yaratma olasılığı bulunmamaktadır. Bununla birlikte, çıkarma hakkının kullanılacağı durumlarda, azınlık pay sahipleri açısından satma hakkının kullanım bedeli hakkın kullanımı açısından belirleyici rol oynayabilecektir⁴⁰⁵. Bizim de katıldığımız gibi, doktrinde her iki hakkın fiyatının belirlenmesi usulünün aynı olması gerektiği savunulmaktadır⁴⁰⁶.

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar açısından; Çıkarma ve Satma Tebliği m. 6/2/b uyarınca, her bir pay grubuna ilişkin fiyatın tespiti amacıyla değerlendirme raporu hazırlanacaktır. Değerleme raporunun ortaklık tarafından, ilk satma hakkı talebinin gelmesinden itibaren 1 ay içinde hazırlanması gerekmektedir. Doktrinde, değerlendirme raporunun hâkim ortak tarafından hazırlanması gerektiğini öne sürenler⁴⁰⁷ olsa da Tebliğ m. 5/2 hükmü açık olduğundan bu görüşe katılmıyoruz.

Değerleme raporunun zamanlaması sürecin yetişmemesine neden olabilecek şekilde tartışmalıdır. Şöyle ki, rapor ilk satma talebinin ulaşmasını takip eden 1 ay içinde hazırlanacaktır. Satma hakkının kullanılması için üç aylık hak düşürücü süre bulunduğundan, ilk satma talebinin bu hak düşürücü sürenin sonlarına doğru gelmesi halinde, rapor hakkın kullanım süresi içinde yetişmeyebilir. Hatta çıkarma hakkının da üç aylık sürenin sonundaki üç iş günü içinde kullanılması gerektiğinden rapor o süreye bile yetişemeyebilir.

Ticaret A.Ş.'nin 08.09.2017 tarihli KAP özel durum açıklaması (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/628854>, Son Erişim Tarihi: 21.02.2019)

⁴⁰⁵ *Manavgat*, satma hakkı kullanım bedelinin çıkarma hakkı kullanım bedelinin bir parçası haline getirildiğini belirtmiştir (*Manavgat*, **Halka Arz**, s. 73); *Karacan* da iki hakkın kullanma bedelindeki farklılık nedeniyle hakların yarıştığını belirterek, düzenlemeyi eleştirmektedir. (*Karacan*, **Ortaklıktan Çıkarma**, s. 189)

⁴⁰⁶ *Manavgat*, **Halka Arz**, s. 74; *Palanduz*, **a.g.e.**, s. 138.

⁴⁰⁷ Yeşiltepe, *Çıkarma ve Satma*, s. 100-101; *Karababa*, **a.g.e.**, s. 249, dn. 735; *Karşı görüşte*, *Palanduz*, **a.g.e.**, s. 139.

Tebliğ m. 7/3 uyarınca, satma hakkının kullanımı amacıyla ortaklığa başvuruda bulunulması sırasında değerlendirme raporu sonucuna göre pay bedeli belli değil ise, altıncı maddede belirtilen diğer kriterlere göre belirlenen fiyatların satma hakkı talebinde bulunulduğuna ilişkin bilgi ile birlikte kamuya açıklanması gerekmektedir. Çıkarma hakkı açısından böyle bir düzenleme yoktur. Satma hakkı açısından da farklı zamanlarda başvuru yapan her pay sahibine farklı bedel ödenmesi söz konusu olabilecektir. Rapor düzenlenmeden bu şekilde bir sistemin uygulanmasını isabetli bulmamaktayız.

Değerleme raporu ilk talep ortaklığa ulaştıktan sonra hazırlatıldığı için, satma hakkını bu şekilde ilk kullanacak pay sahibi pay bedeli bilemeyecektir. *Manavgat*'a göre, rapor hazırlanmadan başvuru yapanlar raporda belirlenen değerden de yararlanamayacaklardır⁴⁰⁸. Uygulamada rapor hazırlanmadan kişilere ödeme yapılmadığı görülmektedir⁴⁰⁹. Çıkarma hakkını kullanacak hâkim pay sahibi açısından da eşiğe ulaşacak pay alımını yapmaya karar vermeden önce satma ve çıkarma hakkı kullanım bedeli bilgisinden yoksun olması eleştirilmiştir⁴¹⁰.

Azınlık pay sahiplerini çıkarma nedeniyle artık elde edemeyecekleri değere ilişkin tazmin edebilmek için kendilerine ortaklığın öngörülebilir gelecekteki değerinin de dikkate alınması gerektiği savunulmaktadır⁴¹¹. Bununla birlikte ortaklık hâkimiyetindeki değişikliğin sebep olduğu değer artışından da azınlık pay sahiplerinin yararlanmaması gerektiği kabul edilmektedir. Bu sebeple, örneğin payları borsada işlem gören ortaklıklarda, hâkim ortak konumunda olunup ek pay alındığının kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması gibi yatırımcı gözüyle oldukça eleştirilen sınırlı bir fiyatlama dönemi esas alınarak, ortaklık hâkimiyetindeki değişikliğin payın değeri üzerindeki etkisi hesaba katılmaksızın fiyat belirlenmektedir⁴¹². Savunulan bir diğer görüşte, çıkarma bedeli hesaplanırken pay

⁴⁰⁸ Manavgat, **Halka Arz**, s. 75.

⁴⁰⁹ Bu duruma örnek olarak Türk Ekonomi Bankası A.Ş.'nin 17.11.2014 tarihli KAP özel durum açıklaması (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/396611>), (Son Erişim Tarihi: 21.02.2019)

⁴¹⁰ Manavgat, **Halka Arz**, s. 76.

⁴¹¹ Thompson, s. 427; Manavgat, **Halka Arz**, s. 75.

⁴¹² Palanduz, **a.g.e.**, s. 143.

sahiplerine kontrol priminin tersine azınlık indirimi yapılması gerektiğidir⁴¹³. Bu görüşe, azınlık pay sahiplerinin mülkiyet hakkına müdahalenin tazmin edilmesi için gereken denkleştirmenin sağlanmadığı gerekçesiyle katılmıyoruz.

Payları borsada işlem gören ortaklıklar açısından, Çıkarma ve Satma Tebliği m. 6/2/a/1, çıkarma bedelinin, borsada işlem gören pay gruplarının her biri için, hâkim ortak konumunun kazanıldığı veya hakim ortak konumundayken ek pay alındığının kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalamasıdır. Borsada işlem görmeyen pay gruplarının değeri borsada işlem gören pay gruplarının fiyatından hareketle belirlenir. Doktrinde, fiyatın belirlenmesinde kullanılan 30 günlük sürenin çok kısa olduğu ve bu şekilde adil bir bedel oluşturulmadığı eleştirilmektedir. Sürenin kısalığı ve hâkim pay sahibinin çıkarma hakkını borsa endeksinin düşük dönemde kullanması azınlık üzerinde düşük fiyatla paylarını satmak zorunda kalması riskini yaratmaktadır⁴¹⁴. Bizim de katıldığımız *Palanduz*'un savunduğu fikre göre, çıkarma hakkı öncesinde satma hakkı kullanılacağından ve bu hakkın kullanım bedeli hesaplamasının çok daha uzun dönemi içine alan ve bu dönemlere ilişkin fiyatlardan en yüksekini belirlendiği bir sisteme dayalı olması nedeniyle, hakim pay sahibinin azınlık pay sahipleri üzerinde manipülasyon yapma riski oldukça azalmaktadır⁴¹⁵.

Borsada oluşan fiyat günlük ve geçici değişikliklerden etkilenerek ortaklığın herhangi bir etkisi olmadan artıp azalabilmektedir⁴¹⁶. Bu sebeple doktrinde, borsadaki fiyat ortalamalarının değerlendirilmesi raporuyla birlikte değerlendirilmesi önerilmektedir⁴¹⁷.

Çıkarma ve Satma Tebliği m. 5/6 uyarınca, çıkarma hakkını kullanacak hâkim ortak, ortaklığa yapacağı başvuru sırasında, çıkarma bedelinde bir banka teminat

⁴¹³ Kaya, Ayrılma Hakkı, s. 283; Palanduz, **a.g.e.**, s. 143.

⁴¹⁴ Karacan, **Ortaklıktan Çıkarma**, s.233; Manavgat, **Halka Arz**, s. 77; Karababa, **a.g.e.**, s. 249; Palanduz, **a.g.e.**, s. 143; *Yeşiltepe*, ölçütün payın değerini yansıtmaya ihtimalinin düşük olduğunu belirterek, Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı m. 40'ta öngörülen değişikliğin kabul edilmesi gerektiğini belirtmiştir. *Yeşiltepe*, **Çıkarma ve Satma**, s. 50, 122-123.

⁴¹⁵ Palanduz, **a.g.e.**, s. 144.

⁴¹⁶ Karababa, **a.g.e.**, s. 251.

⁴¹⁷ Manavgat, **Halka Arz**, s.77.

mektubunu sunmalı veya çıkarma bedeli fonunu özel bir hesapta bloke etmelidir. Uygulamada, teminatın verilmemesi veya eksik verilmesi halinde başvuru tamamlanmamış sayılacaktır.

Bedele itiraz konusuna gelince; SerPK m. 27'de satma ve çıkarma hakkı bedeline ilişkin bir itiraz imkânı öngörülmemektedir. TTK m. 191 uyarınca, birleşme, bölünme ve tür değiştirmede ortaklık paylarının ve ortaklık haklarının inceleme davası kurumunun çıkarma ve satma hakkı bedellerine itiraz için de kıyasen kullanılabileceği doktrinde savunulmaktadır⁴¹⁸. Davada talep, bedelin mevzuata uygun belirlenip belirlenmediğinin tespiti ve adil bedelin belirlenerek azınlık pay sahiplerine ödenmesi olacaktır. Pay sahiplerinin ortaklığa dönmeleri bu dava ile talep edilemeyecektir⁴¹⁹.

Davalı taraf çıkarma hakkını kullanan taraf olan hâkim ortak olacaktır. Dava neticesinde adil bedelin daha yüksek olmasına karar verilirse, aradaki farkı da hâkim ortak ödeyeceğinden davalının hâkim ortak olması isabetlidir⁴²⁰.

TTK m. 191/2 uyarınca, ortaklık paylarının ve ortaklık haklarının incelemesi davasında alınacak karar, davacı ile aynı hukuki durumda bulunmaları şartıyla, bölünmeye veya tür değiştirmeye katılan tüm pay sahipleri için hüküm doğurur. Çıkarma bedeline ilişkin dava sonucundaki kararın da aynı hukuki durumdaki tüm pay sahiplerine uygulanması gerektiği konusundaki doktrindeki hâkim görüşe katılıyoruz⁴²¹.

⁴¹⁸ Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 43; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 124. Karababa, **a.g.e.**, s. 277 vd.; Palanduz, **a.g.e.**, s. 146.

⁴¹⁹ Davanın eda davası niteliğinde olduğu görüşünde bkz. Yurdal Özatlan, **Anonim Şirket Birleşmelerinde Ortaklık Paylarının ve Ortaklık Haklarının İncelenmesi Davası (Denkleştirme Davası)**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2014, s. 168; Karababa, **a.g.e.**, s. 280-281; İnşai dava niteliğinde olduğu yönünde bkz. Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, **Ortaklıklar I**, s. 177, p. 181c.

⁴²⁰ Karababa, **a.g.e.**, s. 545.

⁴²¹ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 125; Palanduz, **a.g.e.**, s. 147; Karşı görüşte, Karababa, **a.g.e.**, s. 286.

Çıkarma ve satma hakkı bedelinin incelenmesi davasının usul ve esaslarının düzenlenmesi amacıyla TTK m. 191'deki benzer bir dava hakkının SerPK m. 27'de de düzenlenmesi gerekmektedir⁴²².

B. Karşılaştırmalı Hukuktaki Düzenleme ve Yaklaşımlar

ABD hukukunda, birleşmeler sonucu ortaklıktan çıkarılmada, mahkemeler birleşme işlemini bütünüyle hakkaniyete uygunluk denetimi (*entire fairness review*) açısından incelemektedir. Bu davalarda, çıkarma hakkı ile sonuçlanan pay alım teklifi ve birleşmenin, yönetim kurulu üyeleri ve hâkim ortak tarafından özen ve sadakat yükümlülüğüne uygun olarak yapılıp yapılmadığı incelenmektedir. Bu incelemede, çıkarılmadaki müzakere süreci ve çıkarılan pay sahiplerine ödenen bedelin (*fair dealing and fair price*) hakkaniyete uygun olup olmadığı incelenir⁴²³.

Bu bağlamda ABD'de, Türk hukukunda olduğu gibi, bedelin nasıl belirleneceğine ilişkin maddi hukuk kuralları yerine, adil şekilde belirlenmesine yönelik kurallar öne çıkmaktadır. Çıkarma sonucunda birleşme, hâkim pay sahibinin kendi yararına gerçekleştirdiği bir işlem (*self-dealing*) olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle, mahkemeler, ortakların çoğunluğunun verdiği bir kararla çıkarma ve buna ilişkin bedeli hakkaniyete aykırı bulmamaktadır⁴²⁴. Çıkarmanın pay alım teklifi sonrasında gerçekleştirilmesi halinde, taraflar pay alım teklifi bedelini kabul edip etmemek konusunda kendi iradelerine göre karar alabileceklerinden mahkemeler teklif kapsamında önerilen ve daha sonra çıkarma hakkı bedeli olan bedelin adil olup olmadığını incelememektedir⁴²⁵.

DGCL § 262'de düzenlenen ayrılma hakkı, birleşme sonucunda ortaklıktan çıkarılan pay sahiplerinin çıkarmaya ilişkin hukuk aykırılıkları dava etmeleri yerine kullanabilecekleri bir araçtır. Burada mahkeme, sadece adil bedelin tespitini ve bu bedelin çıkarılan pay sahibine ödenmesini karara bağlamaktadır. Borsada işlem

⁴²² Manavgat, **Halka Arz**, s. 80.

⁴²³ *Weinberger v. UOP* kararı için Ventoruzzo, **Freeze-Outs**, s. 861.

⁴²⁴ *In re MFW Shareholders Litigation*, 67 A. 3d 496 (Delaware Chancery Court 2013)

⁴²⁵ *Solomon v. Pathe Communications*, 672 A. 2d 35 (Del. 1996); Karacan, **Ortaklıktan Çıkarma**, s. 43-44; Palanduz, **a.g.e.**, s. 133.

gören paylar için ayrılma hakkı kullanılamayacağı, bunların borsada kolaylıkla satılabileceğine ilişkin borsa istisnası kuralı (*market-out exception*), Delaware’de ortağın çıkarılması suretiyle birleşmede istisnanın istisnası olarak uygulanmaz ve bunlara ayrılma hakkı bedeli ödenir. *Karacan*, bunun nedeni olarak bazı payların derinliği olmayabileceğini ve piyasadaki değer gerçeği yansıtmayabileceğini belirtmiştir⁴²⁶.

Avrupa Birliği’nde 2004/25/EC Yönergesi uyarınca, çıkarılan pay sahiplerinin adil bir bedel karşılığı ortaklıktan çıkarılmasını üye devletler temin edecektir. Çıkarma bedelinin pay alım teklifinde yapılan ödeme tipinde veya nakit olarak ödenmesi gerekmektedir. Zorunlu pay alım teklifinde, teklif fiyatının adil bedel olduğu kabul edilir. Gönüllü pay alım teklifinde, Yönerge m. 15/5 uyarınca, teklif kapsamındaki oy hakkına sahip payların en az %90’ını temsil eden sermaye piyasası araçlarının edilmesi durumunda, önerilen fiyatın adil bedel olduğu kabul edilir. Kanaatimizce, Türk hukukunda da bu yönde bir uygulama isabetli olacaktır.

Karşılaştırmalı hukukta, genel olarak, satma ve çıkarma haklarının bir pay alım teklifini takiben ortaya çıktığı hallerde, teklifte geçerli olan fiyat esas alınmaktadır.

C. Hakların Kullanılmasına İlişkin Prosedür

Avrupa Birliği hukukunda, ortaklıktan çıkarma ve satma haklarının kullanılma prosedürüne ilişkin Yönerge bir düzenleme içermemektedir. Temel detaylar açıklandıktan sonra, üye devletlere kendi ulusal hukuklarıyla uyumlu düzenleme yapma yükümlülüğü verilmiştir.

ABD’de ise çıkarma hakkı pay alım teklifi veya birleşme sonucunda doğmaktadır. Çıkarma işlemi birleşme sonucunda gerçekleştiğinden ödenen bedel, SerPK düzenlemesi yerine TTK m. 141’de düzenlenen ayrılma akçesi konusuyla daha bağlantılıdır.

⁴²⁶ Karacan, **Ortaklıktan Çıkarma**, s. 37.

Türk hukukunda ortaklıktan çıkarma ve satma hakkının hukuki dayanağı SerPK m. 27 hükmü de hakların ne şekilde kullanılacağı yönünde bir düzenleme yapmamıştır. Hakların kullanılma prosedürü Çıkarma ve Satma Tebliği'nde düzenlenmektedir.

Çıkarma ve Satma Tebliği m. 5/1 uyarınca, hakların kullanılmasına ilişkin prosedür, hakim ortak tarafından kamunun aydınlatılması ile başlar ve bu açıklama tarihinden itibaren satma hakkının kullanılması için üç aylık hak düşürücü süre işlemeye başlamaktadır. Tebliğ m. 5/6 uyarınca, ortaklıktan çıkarılma hakkı, satma hakkının kullanılmasına ilişkin üç aylık sürenin bitmesinden itibaren üç iş günü içinde kullanılmalıdır. *Karacan*'a göre, çıkarma hakkının kullanımı, satma hakkının önce kullandırılması nedeniyle, geciktirici şarta bağlanmıştır⁴²⁷.

1. Kamunun Aydınlatılması

Kamunun aydınlatılması, yatırımcıların zamanında, tam ve doğru bilgi edinmesini ve bu sayede sermaye piyasalarının güvenli, şeffaf, adil ve rekabetçi bir ortamda işlemesine yardımcı olmaktadır⁴²⁸. SerPK m. 15/1'de düzenlenen "kamunun aydınlatılmasında özel durumlar" başlıklı hükmüne göre, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler, ihraççılarca veya ilgili taraflarca kamuya açıklanması gerekmektedir. SerPK, özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin esas ve usulleri düzenleme görev ve yetkisini SPK'ya vermiştir. SPK, payları borsada işlem gören halka açık ortaklıklar için hazırlanan "Özel Durumlar Tebliği (II-15.1)"⁴²⁹ ve payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklar için hazırlanan "Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği"ni (II-15.2)"⁴³⁰ yayımlamıştır.

⁴²⁷ *Karacan*, **Ortaklıktan Çıkarma**, s. 189.

⁴²⁸ Kamuyu aydınlatma ilkesine ilişkin bkz. Yanlı, **Halka Açık Anonim Şirketler**, s. 95 vd.; Manavgat, **Halka Arz**, s. 187 vd., Ali Paşlı, **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**, İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2005, s. 243 vd.; Memiş / Turan, **a.g.e.**, s. 33 vd. Adıgüzel, **Sermaye Piyasası**, s. 109 vd.

⁴²⁹ Bkz. 23.01.2014 tarih ve 28891 sayılı RG.

⁴³⁰ Bkz. 23.01.2014 tarih ve 28891 sayılı RG.

Satma ve çıkarma haklarının kullanım süreci, kamunun aydınlatılmasıyla başlamaktadır. Satma hakkının kullanılması bakımından hak düşürücü süre, çıkarma hakkının kullanılması için beklenecek üç aylık sürenin başlangıcı, hâkim ortağın hâkim ortak konumunu kazandığı ve bu konumdayken ek pay alındığının kamuya açıklanma anıdır. Hakların doğduğu anın bilinmesi pay sahiplerinin haklarını kullanıp kullanmayacakları ve süreci takip açısından oldukça önemlidir.

Satma hakkının başlangıcı olan sürenin hâkim ortağın inisiyatifine bırakılarak kamuya açıkladığı andan itibaren başlaması doktrinde eleştirilmiştir⁴³¹.

Özel Durumlar Tebliği m. 26 uyarınca, SPK gerekli gördüğü durumlarda, kamunun zamanında, tam ve doğru olarak aydınlatılması amacıyla, ihraççılardan ve/veya ilgili taraflardan açıklama yapmasını isteyebilir (II-15.2 sayılı Tebliğ m. 9). Hâkim ortak açıklama yapmayarak azınlık pay sahiplerinin satma haklarını kullanmalarını geciktirmeye çalışırsa, SPK açıklama yapılmasını talep edebilir.

Çıkarma ve Satma Tebliği m. 7/1'de hâkim ortağın kamuya açıklaması gereken hususlar belirtilmiştir. Hâkim ortak konumunun kazanılması veya bu konumdayken ek pay alınması, bu konumun kaybedilmesi, ortaklıktan çıkarma hakkının kullanılmasına karar verilmesi ve hakkın kullanım bedeli kamuya açıklanmalıdır.

Ayrıca, ortaklığın da kamuya açıklaması gereken hususlar Tebliğ m. 7/2'de sayılmaktadır:

a) Ortaklıktan çıkarma hakkının kullanımı talebinde bulunulması amacıyla ortaklığa başvurulması, ortaklıktan çıkarma süreci ve ortaklıktan çıkarma sürecinin sonuçlarına ilişkin bilgi,

b) Satma hakkının doğması, satma hakkının kullanımı talebiyle ortaklığa başvuruda bulunulması halinde, başvuru geldiği sürece günlük olarak, bu hakkı kullanmayı talep eden ortakların sayısı, sermayedeki pay oranları ile toplam satma hakkı bedeli,

⁴³¹ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 93.

c) Bedelin tespitine ilişkin olarak hazırlanan değerleme raporunun özet veya sonuç kısmı dâhil satma hakkı bedeli,

ç) Satma hakkının kullanım süresi sonucunda, bu hakkı kullanan ortakların sayısı ve sermayedeki pay oranları ile hâkim ortağın sermayedeki pay oranı.

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda, Tebliğ m. 5/11 uyarınca, hâkim ortağın yapacağı açıklama, hâkim ortağın ortaklıktan çıkarma hakkını kullanacağı, ortaklıktan çıkarma hakkının kullanılması sebebi ile payların iptal edileceğini ve pay sahibi olan ortakların satım bedeli karşılığında sahip oldukları pay senetlerinin imhası için ortaklığa başvurmaları gerektiği bilgilerini içermelidir. Bunlar aynı zamanda, ortaklık merkezinin bulunduğu yerde yayımlanan en yüksek tirajlı yerel süreli yayınlardan birinde veya ulusal bir gazetede de ilan edilecektir.

Bütün bu açıklamalar özel durumlara ilişkin her iki Tebliğ’de belirtilen usul ve esaslara uygun olarak yapılacaktır.

2. Satma Hakkı Prosedürü

Hâkim ortak konumunun kazanılması veya bu konumdayken hâkim ortağın ek pay alması halinde doğan satma hakkı, hâkim ortağın bu durumu kamuya açıklamasıyla kullanılabilir hale gelmektedir. Açıklama yapıldığı andan itibaren üç aylık hak düşürücü süre içinde hakkın kullanılma talebi ortaklığa iletilmelidir. Hâkim ortağa kullanma talebinde bulunulması imkânı yoktur. Çıkarma hakkının doğması 3 aylık hak düşürücü sürenin tamamlanmasına bağlıdır. Bu süre içinde çıkarma hakkı kullanılamaz.

Tebliğ m. 5/1 uyarınca, hâkim ortak, üç aylık sürede satma hakkını kullananlardan aldığı paylar dışında ek pay alımında bulunamaz. Hâkim ortak üç aylık sürede hâkim ortak konumunu kaybetse dahi satma hakkını kullanmak isteyenlerin paylarını satın almak zorundadır.

Hâkim ortak statüsü kaybedilince, doktrinde de belirtildiği gibi çıkarma hakkını kullanma şartı yitirileceğinden, artık çıkarma hakkı kullanılamayacaktır⁴³².

Satma hakkının öngörülme amacı da göz önünde bulundurulunca tüm paylar için ve kayıtsız, şartsız olarak kullanılması gerekmektedir. Çıkarma ve satma hakları yenilik doğuran haklar olduğu için şarta bağlanamazlar⁴³³.

Satma hakkı kullanılmasıyla sonuç doğuran bir haktır. Hâkim ortak pay bedellerini ödemezse, bedelin ödenmesi için dava açılacağı gibi, SerPK m. 103'teki idari para cezası yaptırımını da gündeme gelebilecektir⁴³⁴. Hâkim ortaklık statüsü birlikte hareket eden kişilerce sağlanmışsa, birlikte hareket edenler satma hakkını kullanan kişiye karşı müteselsilen sorumludur.

Satma hakkının kullanılması talebiyle ortaklığa başvurulunca, ortaklık, başvuranların ortaklık sıfatını ve başvurunun usule uygun olup olmadığını araştıracaktır. Usulüne uygun ilk başvuruyu takiben bir ay içinde ortaklık, pay değerlerinin tespiti amacıyla, SPK düzenlemelerine uygun olarak değerlendirme raporu hazırlatarak (Tebliğ m. 5/2), raporun özet ve sonuç kısmı dâhil satma hakkı bedelini kamuya açıklamalıdır (Tebliğ m. 7/2/c). Satma hakkı kullanım talebi anında, değerlendirme raporu sonucuna göre pay bedeli belli değilse, Tebliğ m. 6'da belirtilen kriterlere göre belirlenen fiyatların ortaklık tarafından satma hakkı talebinde bulunulduğu bilgisiyyle kamuya açıklanması gerekmektedir (Tebliğ m. 7/3).

Tebliğ m. 5/3 uyarınca, pay sahiplerinin satma hakkı kullanım talepleri, talebin kendisine ulaşmasını izleyen en geç bir ay içinde ve her halükarda değerlendirme raporu sonuçlarının kamuya açıklanmasını takip eden en geç üç iş günü içinde, ortaklık tarafından iadeli taahhütlü mektupla veya noter aracılığı ile hâkim ortağa bildirilecektir.

⁴³² Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 99; Karababa, **a.g.e.**, s. 257; Hakimiyetin ortaklığa başvurulduğu ana kadar devam etmesi gerektiğini belirten *Palanduz*'a katılıyoruz, **Palanduz**, **a.g.e.**, s. 156.

⁴³³ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 94-95.

⁴³⁴ *Yeşiltepe*, burada sadece satma hakkını kullanmış davacı pay sahipleri lehine hüküm verilebileceğini belirtmektedir. **Çıkarma ve Satma**, s. 98.

Ortaklık, satma hakkının kullanımında hâkim ortakla paylarını satmak isteyen ortaklar arasında aracı durumundadır. Hâkim ortak, satma hakkı kullanım talebinin kendisine ulaşmasını izleyen en geç üç iş günü içinde pay bedellerini Türk Lirası olarak tam ve nakden ortaklık hesabına yatıracaktır. Satma hakkını kullanmak isteyen ortakların sahip oldukları payların bedeli, pay bedellerinin hâkim ortak tarafından ortaklık hesabına yatırılmasını takip eden en geç ikinci iş günü ortaklık tarafından ödenir ve ödeme ile birlikte pay devir işlemleri sonuçlandırılır. Satma hakkı yatırım kuruluşu vasıtasıyla kullanılabilir.

3. Hâkim Ortağın Ortaklığa Başvurusu

Hâkim ortak, satma hakkının sona ermesini takip eden en geç üç iş günü içinde ortaklığa başvurmalıdır. Tebliğ m. 5/6 uyarınca, ortaklığa yapılacak yazılı başvuruda; hâkim ortağın adı soyadı/unvanı, adresi, satım bedeli ile banka teminat mektubuna veya ortaklıktan çıkarma hakkı için kullanılacak fonun özel bir hesapta bloke edildiğine ilişkin belgeye yer verilecektir.

Çıkarma hakkının kullanılabilmesi için, ortaklıktan çıkarılan pay sahiplerinin payları iptal edilecek ve ortaklık, yeni payları çıkarıp hâkim ortağa satma yükümlülüğünü yerine getirecektir. Çıkarılan pay sahiplerinin pay sahipliği, SPK tarafından onaylanan ihraç belgesinin ticaret siciline tescili noktasında sona erecektir (Tebliğ m. 5/9).

4. Ortaklık Tarafından Yerine Getirilecek İşlemler

Yönetim kurulu, çıkarma hakkını kullanan hâkim ortağın bu statüde olup olmadığını, ek pay alımı söz konusuysa bunun doğruluğunu araştırmalıdır. Başvuru belgelerinin incelenmesi yönetim kurulunun özen yükümlülüğü kapsamındadır. Ayrıca hakkın süresi içinde ve usulüne uygun olarak kullanılıp kullanılmadığının da araştırılması gerekir. Gerekli koşulların sağlandığı anlaşılınca⁴³⁵, çıkarma hakkı kullanım talebinde bulunulduğu ve ortaklıktan çıkarma süreci ve sonuçları kamuya açıklanacaktır.

⁴³⁵ Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar açısından değerlendirme raporunun başvuruya eklenip eklenmediği, payları borsada işlem gören ortaklıklar açısından fiyatların aritmetik ortalamasının alınıp alınmadığı tespitinin de özen borcu kapsamında değerlendirilmesi gerektiği görüşünde bkz. Karababa, **a.g.e.**, s. 259, dn. 757; karşı görüşte, Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 102, dn. 232.

Ortaklık, hâkim pay sahibinin çıkarma hakkını kullanmasıyla, azınlık pay sahiplerinin paylarını itfa edecek, bunların yerine yeni paylar çıkaracak, bu kapsamda SPK'ya başvuracak ve pay sahiplerine çıkarma hakkı bedellerini ödeyecektir.

a. Sermayenin Eş Zamanlı Artırılması ve Azaltılması

Hakim ortağın çıkarma hakkını kullanmak üzere ortaklığa başvurusu sonrasında, ortaklık yönetim kurulu, Tebliğ m. 5/7 uyarınca, “diğer ortakların paylarının iptali ile söz konusu paylar karşılığında çıkarılacak yeni payların ihracı amacıyla karar alarak” ihraç belgesinin⁴³⁶ onaylanmasını teminen Tebliğ ekinde yer alan belgelerle⁴³⁷ SPK'ya başvuracaktır.

⁴³⁶ Pay Tebliği m. 2/3 uyarınca, halka açık ortaklıkların sermaye artırımı suretiyle çıkarılan paylarının halka arz edilmeksizin satışında ihraç belgesi hazırlanmasını ve bu ihraç belgesinin SPK tarafından onaylanmasını zorunlu tutmaktadır. İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği (II-5.1) m. 4/1/ğ uyarınca ihraç belgesi, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihraç edilmesi durumunda, yurt dışında gerçekleştirilecek ihraçlarda veya İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği hükümleri çerçevesinde duyuru metni hazırlanan sermaye piyasası aracı ihraçları hariç olmak üzere ihraççıların izahname hazırlanmaksızın gerçekleştireceği her türlü sermaye piyasası aracı ihracında, çıkarılacak sermaye piyasası araçlarının niteliği ve satış şartları hakkındaki bilgileri içeren belgedir.

⁴³⁷ Başvuru belgeleri şu şekildedir:

1. Yürürlükte bulunan tüm değişiklikleri içeren ve tek bir metin haline getirilmiş, ortaklığı temsile yetkili kişilerce imzalı esas sözleşme,
2. Esas sözleşmede yer alan pay gruplarına ve bu gruplara tanınan imtiyaz ve kısıtlamalara ilişkin bilgiler,
3. Hakim ortağın adı soyadı/unvanı, adresi ve satım bedeli,
4. Pay değerlerinin tespiti amacıyla Kurulun ilgili düzenlemelerine göre hazırlanmış değerlendirme raporu,
5. Türkiye’de bankacılık faaliyetinde bulunma yetkisine sahip bir banka tarafından verilen teminat mektubuna veya ortaklıktan çıkarma hakkı için kullanılacak özel bir hesapta bloke edilmiş fona ilişkin bilgi ve belgeler,
6. Yönetim kurulunun diğer ortakların paylarının iptali ile söz konusu paylar karşılığında çıkarılacak yeni payların ihracına ilişkin kararı,
7. İhraç belgesi,
8. Esas sermaye sistemindeki ortaklıklarda sermaye maddesinin değişikliğine ilişkin madde tadil tasarısı,
9. Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklarda, Kanununun 18 inci maddesinin yedinci fıkrası uyarınca tescil ve ilan ettirilecek çıkarılmış sermayeyi gösteren esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin yeni şekli,
10. Ortaklığın mevcut sermayesinin ödendiğinin tespitine ilişkin mali müşavir raporu,
11. Ortaklığın son durum itibarıyla yüzde beş ve üzeri pay sahiplerini gösterir şekilde ortaklık yapısı ile mevcut yönetim kurulu üyeleri hakkında bilgi,
12. Ortaklığın yaptığı son sermaye artırımı tescilinin ilanına ilişkin TTSG,
13. Ortaklığı temsile yetkili kişilerin noter onaylı imza sirküleri,

Tebliğ m. 5/8'de hâkim ortağa tahsisli olarak yapılacak sermaye artırımını değinilmiş fakat payın itfası veya sermaye azaltımına değinilmemiştir. Tebliğ'deki ifadeler muğlak ve TTK kavramlarına uygunluk göstermediği için sürecin nasıl ilerleyeceği belli değildir⁴³⁸.

Sermaye artırımını yapılması Tebliğ'de düzenlenmekle birlikte, eğer azaltım yapılmazsa çıkarma hakkına ilişkin süreç tamamlanınca sermayenin başlangıca göre artması söz konusu olacaktır. Bununla birlikte, hâkim pay sahibinin ortaklığa ödediği meblağın bir bölümüyle sermaye artırımını yapılacak ve sonra çıkarılan pay sahiplerine bu miktar ödenecektir. Bu durum da kağıt üzerinde sermaye artmış gözükse de ortaklığın malvarlığında bir değişiklik olmamasına ve malvarlığının korunması ilkesine aykırı davranılmasına sebep olacaktır⁴³⁹.

Bizim de katıldığımız görüşe göre, çıkarma hakkının kullanılmasıyla, çıkarılan payların itfa edilmesi yani payların iptali söz konusu olacak ve bu sebeple eş zamanlı olarak sermayenin artırımını ve azaltımını yapılarak, ortaklık sermayesinin çıkarma hakkı kullanılırken, rakamsal olarak değişmesinin önüne geçilmelidir⁴⁴⁰.

Sermaye azaltımını yapılması durumunda alacaklılara çağrı yapılması gerektiğinden (TTK m. 474) çıkarma hakkı kullanımında da gerekip gerekmeyeceğine bakacak olursak, halka açık anonim ortaklıklar açısından, Pay Tebliği m. 19/10 uyarınca, fon çıkışı gerektirmeyen sermaye artırımlarında alacaklılara çağrı yapılmasına gerek olmadığını görmekteyiz. Çıkarma hakkı bakımından fon çıkışı olmakla birlikte eş anlı fon girişi de bulunduğundan, ortaklık malvarlığında işlem öncesi ve sonrası durumunda bir değişiklik meydana gelmemesi sebebiyle alacaklılara çağrı yapılmasına da gerek olmayacaktır.

Sermaye artırım ve azaltım kararı, çıkarılan pay sahiplerinin paylarının ortadan kalktığı anda hüküm ifade edecektir. Bu zaman da bizim de katıldığımız, doktrindeki

14. Kurulca istenecek diğer bilgi ve belgeler.

⁴³⁸ Tebliğ ifadeleri eleştirileri için bkz. Karacan, **Ortaklıktan Çıkarma**, s. 199; Manavgat, **Halka Arz**, s. 81; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 102; Palanduz, **a.g.e.**, s. 160.

⁴³⁹ Aynı yönde, Palanduz, **a.g.e.**, s. 160.

⁴⁴⁰ Aynı yönde bkz. Manavgat, **Halka Arz**, s. 80-81; Adıgüzel, **Sermaye Piyasası**, s. 95; Palanduz, **a.g.e.**, s. 161; Karşı görüşte, Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 113.

baskın görüşe göre⁴⁴¹, Tebliğ hükümleri uyarınca, ihraç belgesinin ortaklık tarafından ticaret siciline tescil edilme anı olacaktır. Bu anda paylar da ortadan kalkmış olmaktadır. Bu kuralın Tebliğ ile değil de SerPK m. 27’de düzenlenmesi gerekmektedir.

Çıkarma hakkının kullanım prosedüründe çıkarılan payların iptali ve onlar yerine çıkarılacak yeni payların çıkarılma usulü Tebliğ’de detaylı olarak düzenlenmelidir.

Çıkarma hakkının kullanılmasına ilişkin eş anlı sermaye artırımı ve azaltımı kararlarının hangi yetki organ tarafından alınması gerektiği konusu da tartışmalıdır.

TTK m. 408, genel kurulun devredilemez görev ve yetkileri arasında esas sözleşmenin değiştirilmesi sayılmıştır. Çıkarma hakkının kullanımı sırasında eş anlı sermaye artırımı ve azaltımı uygulanması gerektiği için, esas sözleşmenin de değiştirilmesi, yapılan işlemlerin sermayeye ilişkin maddede belirtilmesi ve dolayısıyla “sermaye” maddesinin tadili gerekecektir. Ortaklık kayıtlı sermaye sistemini kabul etmişse, esas sözleşmede belirtilen sermaye tavanına kadar yönetim kurulu sermaye artırım kararı verebilecektir (TTK m. 460, SerPK m. 18/2).

Kanaatimizce, her ne kadar eş anlı sermaye artırım ve azaltımına ilişkin hangi yetkili organ tarafından karar verileceği, TTK, Ticaret Sicil Yönetmeliği ve SerPK tarafından belirtilmemiş olsa da, söz konusu işlemlerin yapılması için esas sözleşme değişikliği yapılması gerekeceğinden, bu kararların genel kurul tarafından alınması gerekmektedir.

b. SPK’ya Başvuru

Çıkarma ve Satma Tebliği m. 5/7 uyarınca, yönetim kurulu, alacağı azınlık pay sahiplerinin paylarının iptali ve bunlar yerine çıkarılacak yeni payların ihracı kararının ardından, ihraç belgesinin onayı için SPK’ya başvuracaktır.

⁴⁴¹ Karacan, **Ortaklıktan Çıkarma**, s. 201; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 111; *Karababa*, sicilin fonksiyonlarının Tebliğ ile düzenlenmesinin hukuken mümkün olmadığını belirtmekle birlikte, payların ihraç belgesinin ticaret siciline tescil ile ortadan kalkacağını belirtmiştir, *Karababa*, **a.g.e.**, s. 270; Palanduz, **a.g.e.**, s. 165.

Payları borsada işlem gören ortaklıklar açısından, SPK'ya başvurulurken aynı zamanda payların borsa kotundan çıkarılması için borsaya da başvuruda bulunulacaktır. Tüm payların borsa kotundan çıkarılmasına yönelik başvuru yapılacaktır. Borsa kotasyonundan da çıkılınca, ortaklık halka açık anonim ortaklık statüsünü kaybeder. SerPK m. 33/5 uyarınca, SPK bazı şartların varlığı halinde, halka açık anonim ortaklıkları re'sen Kanun kapsamından çıkarabilir. Çıkarma ve Satma Tebliği m. 5/13'teki özel düzenleme uyarınca, çıkarma hakkının kullanıldığı ortaklıklar SPK tarafından re'sen SerPK kapsamından çıkarılır.

Tebliğ'de ihraç belgesi başvurusu için bir süre öngörölmüş olmamakla birlikte, Pay Tebliği m. 13, sermaye artırımında halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek pay satışlarında ihraç belgesinin Kurulca onaylanmasına ilişkin başvuru, yetkili organ kararının alınmasından itibaren otuz gün içerisinde yapılması gerektiği düzenlenmiştir. Çıkarma hakkı açısından da otuz günlük süreye uyulmalıdır.

Çıkarma ve Satma Tebliği m. 5/7 uyarınca, SPK'ya yapılacak başvuru sermaye artırımına sadece hâkim ortağın katılması gerektiğinden tahsisli sermaye artırımına⁴⁴² yönelik olarak yapılacaktır. Pay Tebliği m. 13 uyarınca, kural olarak tahsisli satışlar borsanın ilgili pazarında veya piyasasında gerçekleştirilir ve aksi SPK tarafından uygun görülmedikçe satış fiyatı borsa düzenlemelerine veya payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda yetkili kuruluş tarafından hazırlanacak fiyat tespit raporunda belirlenir. Çıkarma ve Satma Tebliği m. 5/7'de çıkarma hakkı kullanılırken yapılacak tahsisli sermaye artırımlarında toptan satışlar pazarında uygulanan fiyat marjlarının uygulanmayacağı isabetli olarak belirtilmiştir. Çünkü çıkarma hakkı kullanım bedeli Tebliğ m. 6'da belirtilmektedir.

Başvurunun ne kadar sürede tamamlanacağı da Tebliğ'de düzenlenmemekle birlikte, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 19/1'de ihraç belgesinin onaylanmasına ilişkin başvuruların, bilgi ve belgelerin SPK'ya sunulmasından itibaren on iş günü içinde karara bağlanacağı belirtilmektedir. Bilgi ve belgelerde

⁴⁴² Pay Tebliği m. 13/1 uyarınca, tahsisli sermaye artırımı, halka açık ortaklıklarca yapılan bedelli sermaye artırımlarında halka arz edilmeksizin yapılan pay satış türlerinden biridir. Diğerleri ise nitelikli yatırımcıya satıştır.

eksiklik bulunması halinde, SPK bunların tamamlanması için on günlük süre verecek⁴⁴³ ve bu süre belgelerin tamamının sunulduğu tarihte işlemeye başlayacaktır.

SPK başvuruya ilişkin hakkın kullanımının mevzuata uygunluğunu, hakkın kullanım bedelinin usulüne uygun olarak belirlenip belirlenmediğini⁴⁴⁴ ve ihraç belgesinin mevzuata uygun olarak tutarlı ve anlaşılabilir şekilde hazırlanıp hazırlanmadığını denetleyecektir. SPK, çıkarma hakkı bulunmamasına ve Tebliğ koşulları gerçekleşmemesine rağmen, ihraç belgesini onaylarsa, SerPK m. 134 uyarınca idare mahkemesinde kararın iptaline yönelik dava açılabileceği gibi, bu işlem nedeniyle bir zarar da doğmuşsa, İYUK m. 12-13 uyarınca tam yargı davası da açılabilecektir⁴⁴⁵.

SPK tarafından onaylanan ihraç belgesinin, onaydan itibaren 3 iş günü içinde ticaret siciline tescili ve TTSG'de yayımlanmasıyla (Tebliğ m. 5/9), azınlık pay sahiplerinin çıkarma hakkına konu payları da tescille iptal edilmiş sayılmaktadır. SPK onayını takip eden 3 iş günü içinde hâkim ortak, diğer pay sahiplerini ortaklıktan çıkarmaya ilişkin toplam bedeli banka hesabına yatıracaktır (Tebliğ m. 5/8). SPK'ya ödenecek Kurul ücreti hâkim ortak tarafından ödenecektir. Ücret de çıkarma hakkı kullanım bedeli üzerinden hesaplanacaktır (Tebliğ m. 5/8).

c. Çıkarma Bedelinin Çıkarılan Pay Sahiplerine Ödenmesi

Payları borsada işlem gören ortaklıklar, Çıkarma ve Satma Tebliği m. 5/10 uyarınca, hâkim ortağın parayı ortaklık hesabına yatırmasını takip eden iş günü bu bedelin hâkim ortak dışındaki ortakların hesabına aktarılması, bu ortakların paylarının iptali ve yeni ihraç edilen payların hâkim ortak hesabına aktarılması talebiyle MKK'ya başvurur. Burada iptal başvurusuyla ifade edilmek istenen, ortadan kalkan payların kayıtlarının MKK nezdinde de silinmesi ve MKK kayıtlarının güncel durumu yansıtmasıdır.

⁴⁴³ *Yeşiltepe*, ek süre verilmesi gerektiğini belirtmiştir, **Çıkarma ve Satma**, s. 110; *Karababa*, çıkarma hakkında hak düşürücü sürelerin varlığı nedeniyle ek sürenin amaca aykırı olduğunu belirtmektedir, **a.g.e.**, s. 262.

⁴⁴⁴ Aynı yönde, *Karacan*, **Çıkarma ve Satma**, s. 200; *Yeşiltepe*, **Çıkarma ve Satma**, s. 110; *Karababa*, **a.g.e.**, s. 261; *Palanduz*, **a.g.e.**, s. 175.

⁴⁴⁵ *Karababa*, **a.g.e.**, s. 302.

Çıkarılan paylara ilişkin bedel, çıkarılan pay sahiplerinin hesaplarına transfer edilmek üzere, ilgili yatırım kuruluşu hesaplarına transfer edilir.

MKK nezdinde izlenen paylara ilişkin çıkarma bedeli, ortaklık tarafından üç yıllık süre boyunca ilgili yatırım kuruluşları vasıtasıyla Takasbank nezdinde açılacak özel bir bloke hesapta nemalandırılmak suretiyle tutulması gerekecektir. Üç yıllık sürenin sonunda hala çıkarılan pay sahiplerine ödenmeyen tutar varsa, ilgili yatırım kuruluşunun Takasbank'a başvurusu üzerine hesaptaki bloke kaldırılır. Hesaptaki miktar, nemalandırılması sonucunda elde edilen tutarla ortaklığa iade edilir. Bu tarihten sonra da pay sahibi olduğunu iddia eden kişiler ortaklığa başvurursa, payların karşılığı ödenecek tutarı ortaklık ödeyecektir⁴⁴⁶.

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar, hâkim ortağın ortaklıktan çıkarma hakkını kullanacağını, ortaklıktan çıkarma hakkının kullanılma sebebi ile payların iptal edileceğini ve pay sahiplerinin satın bedeli karşılığında sahip oldukları pay senetlerinin imha edilmesi için ortaklığa başvurmaları gerektiği KAP'ta bir özel durum açıklamasıyla kamuya duyurulacaktır. Ayrıca, bu durum, ortaklık merkezinin bulunduğu yerde yayımlanan en yüksek tirajlı yerel süreli yayınlardan birinde veya ulusal bir gazetede ilan edilecektir. Pay senetleri teslim edilince, çıkarma bedeli aynı gün içinde tam ve nakden ödenir. Pay senetleri ilgili kuponlarla birlikte noter huzurunda fiziken iptal ve imha edilir ve bu durum noter tarafından düzenlenecek bir tutanakla tespit ettirilir. Söz konusu ortaklıklar; ortaklıktan çıkarma hakkının kullanımına konu olan ve iptal edilmiş sayılan önceki payları, herhangi bir süre sınırı olmaksızın sahiplerinin yapacakları başvuru üzerine satın almakla yükümlüdür (Tebliğ m. 5/11). Burada her ne kadar pay satışından bahsedilmiş olsa da teknik anlamda bir satıştan bahsedilemeyecektir⁴⁴⁷. Burada, iptal edilen paylara ilişkin hesaplanan bedel, kanunen ortaklıktan çıkarılan pay sahiplerine ödenmektedir. Bu sebeple teknik bir satış işleminin olmadığını savunan *Palanduz*'un görüşüne katılıyoruz⁴⁴⁸.

⁴⁴⁶ Bir süre sınırı olmamakla beraber, *Karacan*'ın belirttiği gibi, 2308 sayılı Kanun uyarınca talebin 10 yıllık zamanaşımı süresine tabi olduğu fikrine katılıyoruz. *Karacan*, **Ortaklıktan Çıkarma**, s. 202.

⁴⁴⁷ *Palanduz*, **a.g.e.**, s.179.

⁴⁴⁸ *Palanduz*, **a.g.e.**, s.179.

5. Hakkın Kullanılmasından Vazgeçilme

Hâkim ortağın ortaklığa başvurduğu andan ihraç belgesinin tescil edildiği ana kadar geçen sürede hakkı kullanmaktan vazgeçip vazgeçemeyeceği doktrinde tartışılmıştır. Çıkarma hakkı yenilik doğuran bir hak olduğu için, kullanmakla sonuçlarını doğurup sona ermektedir. Bu sebeple ortaklığa başvuru yapıldıktan sonra bu haktan vazgeçilemeyeceğini savunanlara katılıyoruz⁴⁴⁹.

6. Çıkarma Hakkı Kullanılmasının Sonuçları

Çıkarma hakkı sonucunda, çıkarılan pay sahiplerinin pay sahipliği sona ermekte ve aynı zamanda payları da ortadan kalkmaktadır. Mevcut paylar ortadan kalkarken, yeni paylar çıkarılmakta ve hâkim pay sahibi bunları iktisap etmektedir. Payları iptal edilen azınlık pay sahipleri alacak hakkına sahip olmakta ve diğer hakları ortadan kalkmaktadır. Paylar üzerinde imtiyaz varsa bunlar da ortadan kalkar ve bunlar da hâkim ortağa geçmez.

a. Borsa Kotundan Çıkma

Payları borsada işlem gören ortaklıklar için, MKK sürecinin tamamlanmasını takiben, azınlıkta kalan pay sahiplerinin tamamı ortaklıktan ayrılmakta, ortaklıkta hakim ortak dışında başka pay sahibi ve borsada işlem görecek pay da kalmamış olacaktır⁴⁵⁰. Bunun üzerine, Borsa İstanbul, ilgili ortaklığın borsa kotundan çıkma başvurusunu değerlendirir ve payların kottan çıkarılmasına ve işlem görmelerinden sürekli men edilmelerine karar verir. Borsa İstanbul, bu kararı KAP'ta duyurur ve karar da duyuruyu izleyen ilk iş günü yürürlüğe girer (Tebliğ m. 5/12).

b. Ortaklığın SerPK Kapsamından Çıkması

Tebliğ m. 5/13 uyarınca, hâkim ortağın ortaklıktan çıkarma hakkını kullandığı ortaklıklar, SPK tarafından re'sen SerPK kapsamından çıkarılır ve böylece ortaklığın halka açık olma statüsü son bulur. Halka açık ortaklıklar SerPK kapsamından, Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği uyarınca belirtilen esaslara uygun olarak

⁴⁴⁹ Palanduz, **a.g.e.**, 180.

⁴⁵⁰ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 114.

ıkarlar. Bu Tebliğ'in m. 10/8'i, *Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca ortaklıktan çıkarma veya satma hakkının doğması durumunda, bu hakların kullanılmasına ilişkin süreler bitmeden Kanun kapsamından çıkma başvurusu yapılamayacağı* düzenlenmiştir. Bu sebeple, çıkarma ve satma süreleri tamamlanana kadar ortaklığın SerPK kapsamından çıkma süreci tamamlanamayacaktır.



SONUÇ

Ayrılma ve ortaklıktan çıkarma hakları karşılaştırmalı hukukta 19. yüzyıldan beri var olan ve bu süreç içinde mahkeme kararları ile günün gelişen ihtiyaçlarına uygun gelişim göstermiş haklardır. Türk hukukunda ise halka açık anonim ortaklıklar açısından bu haklar ilk kez SerPK ile düzenlenmiştir. SPK'ya verilen yetki ile ayrılma hakkına ilişkin usul ve esasları belirleyen Ayrılma Hakkı Tebliği ve ortaklıktan satma ve çıkarma haklarına ilişkin usul ve esasları belirleyen Çıkarma ve Satma Tebliği çıkarılmıştır.

Ayrılma hakkı ve ortaklıktan çıkarma haklarının ortaya çıktığı ve içtihatlarla geliştiği ABD hukuku ve AB hukukunda bu konuların gelişimi ve bugün geldikleri durum, hukukumuzda bu kurumların gelişimine yol göstermektedir.

Ayrılma hakkı ve ortaklıktan çıkarma hakkına ilişkin düzenlemeler bu konularla ilgili hukuki sorunların çözümünde doktrinle birlikte önemli rol oynamaktadır.

Çalışmamızda ele alınan bazı hususlar ve ulaşılan birtakım önemli sonuçlar ana hatlarıyla aşağıdaki gibi özetlenebilecektir:

1. ABD'de mahkeme kararları ve eyaletlerdeki düzenlemelerle geliştirilen ayrılma hakkına ilişkin ilk hukuki düzenlemeler 19. yüzyılda ortaya çıkmış, aynı dönemlerde Kıta Avrupası'nda ilk kez İtalya'da düzenlenmiştir.
2. Ayrılma hakkı ile hâkim ortağın yönettiği halka açık anonim ortaklıklarda paylarını borsada satma olanağı bulunmayan hâkim ortak dışındaki pay sahiplerinin payları için likidite sağlanması ve ortaklığın kontrolüne sahip olmayan pay sahiplerinin korunması amaçlanmaktadır.
3. Ayrılma hakkı, Türk hukukunda ilk kez AB mevzuatına uyum sağlama amacıyla 2012 tarihli SerPK m. 24 ile halka açık anonim ortaklıklar bakımından düzenlenmiştir. Bu hükme göre, SerPK m. 23'te belirtilen önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılıp olumsuz oy

kullanan ve bunu tutanağa işleyen pay sahiplerine paylarını adil bedel üzerinden ortaklığa satarak ortaklıktan ayrılma hakkı tanınmış; Ayrılma Hakkı Tebliği ile de hakkın kullanılmasına ilişkin usul ve esasları düzenlenmiştir.

4. SPK mevzuatında ayrılma hakkının tanındığı önemli nitelikteki işlemler ele alındığında, listenin ayrılma hakkını düzenleyen diğer ülke hukuklarına göre oldukça geniş olduğu görülmektedir. Ortaklığın birleşme, bölünme işlemlerine taraf olması, tür değiştirmesi ve sona erme kararı alması, imtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi, Borsa kotundan çıkma kararı alması, faaliyet konusunun tümüyle veya önemli ölçüde değiştirilmesi, ilişkili taraflarından önemli ölçüde malvarlığı edinmesi veya kiralaması, yapmayı planladıkları bedelli sermaye artırımlarında ortaya çıkan nakit sermaye koyma borcunun, ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlara mahsup edilmek suretiyle yerine getirilmesi, yapmayı planladıkları bedelli sermaye artırımlarında, sermaye artırımından elde edilecek fonun ortaklığın mevcut sermayesini aşması ve SPK'nın ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili taraflara olan ve ortaklığa nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan borçların kısmen veya tamamen ödenmesinde kullanılacak olması hallerinde önemli nitelikte işlem söz konusu olacaktır.
5. Ayrılma Hakkı Tebliği önemli nitelikte işlemleri sınırlı sayı prensibine bağlamamıştır. SPK'nın takdir yetkisinin hukuk güvenliğini zedelediği yönünde görüşler varsa da tüm önemli kararların SerPK ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nde belirtilememe ihtimaline karşılık, SPK'nın hâkim ortak dışındaki pay sahiplerini koruyucu nitelikte önemli karar belirlemesinin hakkaniyete uygun sonuçlar oluşturabileceği kanaatindeyiz.
6. Kanun koyucunun önemli nitelikte işlemlerin karara bağlanacağı ve ayrılma hakkının doğacağı genel kurul toplantıları için, halka açık anonim ortaklıklar bakımından toplantı yapılması ve karar alınmasını SerPK m. 29/6 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 7/1 düzenlemeleri ile ağırlaştırıcı nisaplarla düzenlemeye gittiği açıktır.

7. Birleşme işlemleri açısından, ayrılma hakkı tıpkı ABD hukuku Delaware düzenlemelerinde (DGCL § 262) olduğu gibi Türk Hukuku'nda da SerPK m. 24 ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 9 düzenlemesi ile hem devralan hem de devrolunan ortaklık pay sahiplerine tanınan bir haktır. Bu ortaklıkların pay sahipleri arasında bir ayırım yapılmadığı görülmektedir.
8. Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1/e uyarınca, bölünen ortaklığın ortaklık yapısının korunduğu yeni ortaklık kurulması suretiyle bölünme işlemleri, kolaylaştırılmış usulde birleşme ve bölünme işlemleri sonucunda ayrılma hakkı doğmayacaktır. Birleşme ve Bölünme Tebliği m. 13 uyarınca kolaylaştırılmış birleşmeler için ayrılma akçesi öngörülmesi zorunlu olduğundan ayrıca ayrılma hakkının zorunlu tutulmamış olması isabetlidir. Bununla birlikte SerPK'da bölünme işlemi için bir sınırlama veya pay sahiplerini koruyucu bir düzenleme öngörülmemiştir. Bölünmede ayrılma hakkının doğmadığının kabulü pay sahiplerinin korunması açısından elverişli değildir. Bölünme için SerPK mevzuatında pay sahiplerini koruyucu alternatif düzenleme yapılması yerinde olacaktır.
9. SPK ve Borsa İstanbul'un ikincil düzenlemelerinin, önemli nitelikteki kararlardan biri olan borsa kotundan çıkmaya ilişkin ayrı düzenlemeler getirmeleri doktrinde eleştirilmiştir. Ayrıca, Ayrılma Hakkı Tebliği ve Çıkarma ve Satma Tebliği'nin zorunlu pay alım teklifi ve çıkarma satma haklarına ilişkin aynı sonucu doğuran farklı düzenlemeler getirmeleri isabetli değildir. Bizim de katıldığımız görüşe göre olması gereken Ayrılma Hakkı Tebliği ve Çıkarma ve Satma Tebliği'nde getirilen hak ve yükümlülüklerin doğduğu durumlarda aynı sonuca ulaşan birbirinden farklı düzenlemeler yerine bunlardan sadece bir düzenlemenin uygulanması yönünde düzenleme yapılmasıdır.
10. İlişkili taraflarla yapılan kiralama ve malvarlığı satın alma işlemlerinde, Ayrılma Hakkı m. 6/3'te yer verilen ve işleme konu malvarlıkları Tebliğ'de belirtilen önemlilik kriteri karşılanmasa bile yönetim kurulunun önemlilik kriterine ilişkin değerlendirme yapma sorumluluğu, ayrılma hakkını kötüye

kullanmak isteyen pay sahipleri tarafından ortaklıktan ayrılma gerekçesi olarak kullanılabilmesi ve bu konuda karar alma durumunda olan ortaklıklar açısından ayrılma hakkı kullanımının getireceği riskler bakımından işleyişi olumsuz yönde etkileyebilecek bir düzenlemedir.

11. Ayrılma Hakkı Tebliği ile SPK tarafından, SerPK’da önemli nitelikte kabul edilerek ayrılma hakkına neden olan işlemler arasında sayılan imtiyaz öngörme, mevcut imtiyazların kapsam ve konusunu değiştirme veya borsa kotundan çıkarma gibi işlemler için ayrılma hakkı yerine pay alım teklifi zorunluluğu getirilmiştir.
12. Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12 ile listelenen, normal şartlarda ayrılma hakkı doğurması gerekecek birtakım işlemler (bölünme, ilişkili taraf lehine malvarlığı üzerinde aynı hak tesisi gibi) ayrılma hakkından istisna tutulmuştur.
13. Payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkı kullanım fiyatı borsa fiyatı ile değil de değerlendirme raporu ile belirlenir ve değerlendirme raporu sonrası ortaya çıkan fiyatı uygun bulmayan pay sahipleri pay bedelinin tespiti için dava açabilir. ABD hukukunda düzenlendiği gibi, kullanım fiyatını uygun bulmayan pay sahiplerinin halka açık anonim ortaklığa başvurarak kullanım fiyatına ilişkin ek ödeme talep etmeleri ve bunun kabul görmemesi halinde dava açma haklarını kullanması daha isabetli olabilir.
14. Çıkarma ve satma hakkı, Türk hukukunda ilk kez AB mevzuatına uyum sağlama amacıyla 2012 tarihli SerPK m. 27 ile halka açık anonim ortaklıklar bakımından düzenlenmiştir. AB’de pay alım teklifi sonucunda hâkim ortak konumuna gelen pay sahibinin diğer pay sahiplerini ortaklıktan çıkarması söz konusuysen, Türk hukukunda hâkimiyet eşliğine ulaşmayı sağlayan hukuki işlemin mutlaka pay alım teklifi olmasına gerek yoktur. Paylar, blok satış ve münferit alımlarla veya miras, icra, eşler arası mal rejimi hükümlerinin uygulanması ile elde edilmiş olabilir. Bu açıdan Türk Hukuku’nun AB’ye göre daha esnek bir anlayışta olduğunu söyleyebiliriz.

15. Çıkarma ve Satma Tebliği m. 4 uyarınca çıkarma hakkı, “*sahip olunan paylara ilişkin oy haklarının, ortaklığın oy haklarının %98’ine ulaşması veya bu konumda iken ek pay alınması durumunda*” doğar. Oy haklarına ilişkin oranın tespitinde imtiyazlar, üzerinde intifa ve alım hakkı olan paylardan doğan oylar dikkate alınmayacaktır. Hakkın doğması için oy haklarının yanı sıra sermaye payının da en az %98’inin elde edilmiş olması gerekir. Dolaylı hâkimiyet durumunda, sermaye payının en az %98’inin elde edilmesine bakılmaksızın yalnızca oy haklarının %98’e ulaşması yeterli olacaktır.
16. Çıkarma hakkı kanun hükmü olarak emredici ve tarafların iradesinden bağımsız olarak düzenlendiği için, esas sözleşme değişikliği veya genel kurul kararı ile koşulları ve kullanılma usulü değiştirilemez.
17. Çıkarma hakkının mülkiyet hakkı ihlaline sebep olmaması için dikkat edilmesi gereken husus, çıkarma hakkı kullanım bedellerinin nasıl belirleneceğidir.
18. AB mevzuatında, %90 - %95 arasında belirlenen hâkimiyet eşiği, Türk hukukunda %98 olarak belirlenmiştir. Hâkimiyet eşiğinin yüksek olması, azınlığın paylarının iradesi dışında elinden alınmasını zorlaştırarak küçük yatırımcının korunmasını sağlamaktadır. Bununla birlikte, satma hakkı da çıkarma hakkının doğum sebepleriyle doğduğundan, eşiğin yüksek belirlenmesi, paylarını satarak etkisiz kaldığı bir ortaklıktan ayrılmak isteyen azınlığın ortaklıktan ayrılmasını güçleştirecektir. Bu sebeplerle hâkimiyet eşiği yüksek olup, çıkarma ve satma haklarının kullanımını rahatlatmak için daha düşük bir eşik belirlenmesi yerinde olacaktır.
19. Kullanma bedeline ilişkin hesaplama yöntemlerini değerlendirdiğimizde, satma hakkı bedeli belirlenirken farklı parametreler kullanıldığı için çıkarma hakkı bedelinden daha yüksek olma olasılığı vardır. Çıkarma hakkı bedelinin daha düşük olacağı düşüncesiyle, ortaklıktan ayrılmak isteyen pay sahipleri daha düşük bir bedelle ortaklıktan ayrılmak yerine, ortaklıktan ayrılmayı istemedikleri halde satma haklarını kullanabileceklerdir. Fakat uygulamada hâkim ortak ortaklıktan çıkarma hakkını kullanıp kullanmayacağı bilgisini

işlemden önce kamuya açıklamak zorunda olduğu için satma hakkının baskı yaratma olasılığı bulunmamaktadır. Bununla birlikte, çıkarma hakkının kullanılacağı durumlarda, azınlık pay sahipleri açısından satma hakkının kullanım bedeli hakkın kullanımı açısından belirleyici rol oynayabilecektir. Bu sebeple, doktrinde bizim de katıldığımız görüşe göre, her iki hakkın fiyatının belirlenmesi usulünün aynı olması gerektiği savunulmaktadır.

20. SerPK m. 27’de satma ve çıkarma hakkı bedeline itiraza ilişkin herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. TTK m. 191 uyarınca, birleşme, bölünme ve tür değiştirmede ortaklık paylarının ve ortaklık haklarının incelenmesi davasının çıkarma ve satma hakkı bedellerine itiraz için de kıyasen kullanılacağı doktrinde savunulmaktadır. Biz de bu görüşe katılmakla birlikte, davaya ilişkin düzenlemenin ayrıca SerPK m. 27’de de düzenlenmesi gerektiğini düşünüyoruz.

21. Çıkarma ve Satma Tebliği m. 5/7 uyarınca, hâkim ortağın başvurusu üzerine öncelikle ortaklık yönetim kurulu, “diğer ortakların paylarının iptali ile söz konusu paylar karşılığında çıkarılacak yeni payların ihracı amacıyla karar alarak” SPK’ya başvuracaktır. Tebliğ m. 5/8’de hâkim ortağa tahsisli olarak yapılacak sermaye artırımını değinilmiş fakat payın itfası veya sermaye azaltımına değinilmemiştir. Kanaatimizce, çıkarma hakkının kullanılmasıyla, çıkarılan payların itfa edilmesi yani payların iptali söz konusu olacak ve bu sebeple eş zamanlı olarak sermaye artırımını ve azaltımını yapılacaktır. Bu şekilde, çıkarma hakkı kullanılırken ortaklık sermayesinin rakamsal olarak değişmesi de söz konusu olmayacaktır.

KAYNAKÇA

- ADIGÜZEL Burak, “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XVIII, S. 2, 2014, s. 1-51. (ADIGÜZEL, **Ayrılma Hakkı**)
- ADIGÜZEL Burak, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2017. (ADIGÜZEL, **Sermaye Piyasası**)
- AKIN İrfan, “TTK M. 208 Kapsamında Anonim Şirketlerde Azınlığın Ortaklıktan Çıkarılması”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XVII, S. 1-2, 2013, s. 1-19.
- ALTAN Derin, “Sermaye Piyasasında Pay Sahiplerinin Ayrılma Hakkı ve Önemli Nitelikteki İşlemler”, **Banka ve Finans Hukuku Dergisi**, C. 3, S. 11, 2014, s. 117-161. (ALTAN, **Ayrılma Hakkı**)
- ALTAN Derin / ACAR Nil, “Yeni Bir Alternatif Yatırım Aracı: Birleşme Amaçlı Ortaklıklar”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 16, S. 1, 2014, s. 251-268.
- ARICI Mehmet Fatih, **Ticari İşletmenin Aktif ve Pasifi ile Devri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2008.
- ARKAN Sabih, “İngiliz Hukukunda Ortaklık Türleri”, **BATİDER**, C. 8, S. 3, 1976, s. 101-111.
- ASLAN Ayşegül, **Hâkim Ortağın Azınlık Paylarını Satın Alma Hakkı (Squeeze-Out Right)**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, 2005.
- AYOĞLU Tolga, **Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2008. (AYOĞLU, **Halka Arz**)
- AYOĞLU Tolga, “Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi”, **Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 2, 2013, s. 219-252. (AYOĞLU, **AO Fesih**)
- AYOĞLU Tolga, “Önemli Miktarda Şirket Varlığının Satışında Genel Kurul Kararının Hukuki Niteliği”, **Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 5, S. 1, Haziran 2017, s. 93-104
- BAHTİYAR Mehmet, **Ortaklıklar Hukuku**, 13. Bası, İstanbul: Beta Yayınları, 2019. (BAHTİYAR, **Ortaklıklar**)

- 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: Bankacılık Enstitüsü Yayınları, 2015, s. 751-825.
- BURKART Mike C. / PANUNZI Fausta, “Mandatory Bids, Squeeze-Out, Sell-Out and the Dynamics of the Tender Offer Process” June 2003, **ECGI Law Working Paper**, No. 10/2003, s. 2, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=420940
- BUZ Vedat, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, Ankara: Yetkin Yayınları, 2005.
- CARNEY William J., “Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes”, **American Bar Foundation Research Journal**, Vol. 5, No. 1, Winter 1980, s. 69-132.
- CLARK Robert C., **Corporate Law**, Boston: Little Brown, 1986.
- COŞTAN Hülya, **Anonim Ortaklıklarda Bölünme**, Ankara: Turhan Kitabevi, 2004.
- ÇAMOĞLU Ersin, “Anonim Ortaklığın Haklı Sebep Feshi”, **Prof. Dr. Yavuz Alanguya İçin Armağan**, İstanbul, 2007, s. 667-684.
- ÇANGA BELBER Eda, **Karşılaştırmalı Hukuk Işığında Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Önemli Nitelikte İşlemler**, Ankara: Legal Yayıncılık, 2017.
- ÇELİK Aytekin, **Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma**, Ankara: Seçkin Yayınevi, 3. Bası, 2013. (ÇELİK, Çıkarılma)
- ÇELİK Aytekin, “Halka Açık Anonim Ortaklık Statüsünün Kaybedilmesi”, **Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 13, S.1, 2005, s. 559-592.
- ÇELİK Aytekin, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’na Göre Anonim Şirketlerin Haklı Sebep Feshi”, **BATİDER**, 2009, C. XXV, S. 4, s. 559-592.
- ÇELİKBOYA Kerem, **Ticari İşletmenin Devri**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2017.
- ÇETİN Nusret / TÖREMİŞ Hatice Ebru / CANTİMUR Zeynep, **6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun Sistemik Analizi**, Ankara: Yetkin Yayınları, 2014.
- ÇETİNKAYA Yunus, **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkı**, T.C. Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2016.

- DEVELİ Bilge, “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Ayrılma Akçesi”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XVII, S. 1-2, 2013, s.443-489.
- DOMANIÇ Hayri, **Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması TTK Şerhi, Cilt II**, Temel Yayınları, İstanbul, 1988.
- ELST Christoph Van Der /STEEN Lientje Van Den, “Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights”, **European Company & Financial Law Review**, C. 6, S. 4, 2009, s. 391-439.
- ENRIQUES Luca / VOLPIN Paolo, “Corporate Governance Reforms in Continental Europe”, **Journal of Economic Perspectives**, C. 21, S.1, 2007, s. 117-140.
- ERDEM Nuri, “6102 sayılı “Yeni” TTK’ya Göre Anonim Ortaklık Pay Sahiplerinin “Müktesep” (Kazanılmış) Hakları”, **Regesta**, C. 2, S. I, 2012, s. 29-44.
- FISCHEL Daniel R., “The Appraisal Remedy in Corporate Law”, **American Bar Foundation Research Journal**, Vol. 8, No. 4, Autumn 1983, s. 875-904.
- GEMALMAZ Burak, **Avrupa İnsan Hakları Sözleşmesi’nde Mülkiyet Hakkı**, İstanbul: Beta Yayınları, 2017.
- GILSON Ronald J./BLACK Bernard S., **The Law and Finance of Corporate Acquisitions**, Westbury-New York: Foundation Press, 1995.
- GODSHALL Randolph B. /HENDRICKS Douglas L., “Singer v. Magnavox: Delaware Imposes Restrictions on Freeze-out Mergers”, **California Law Review**, Vol. 66, 1978, s. 128-135.
- HACIMAHMUTOĞLU Sibel, “AT Komisyonu’nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme”, **BATİDER**, C. XXI, S. 1, 2001, s. 95-138.
- HACIMAHMUTOĞLU Sibel, “Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi ve Ortaklık Yöneticileri Üzerindeki Etkileri”, **BATİDER**, C. XXIII, S. 31, 2016, s. 257-289.
- HAMAMCIOĞLU Esra / BİÇER Levent, “Anonim Ortaklık Genel Kurul Toplantılarında Uygulanan Yetersayılar ve Bazı Değerlendirmeler”, **Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 12, S. 149-150, Ocak 2017, s. 71-134.
- HAMAMCIOĞLU Esra / BİÇER, Levent, “Anonim Ortaklıklarda Genel Kurulun Devredilemez Yetkileri Kapsamında Önemli Miktarda Şirket Varlığının

Toptan Satışı ve Uygulama Alanı (TTK m. 408/2-f)", **Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 1, S. 1, Haziran 2013, Sayfa: 33-52

HELVACI Mehmet, **Anonim Ortaklıkların Bölünmesi (Yeniden Yapılandırma Modeli Olarak Bölünme)**, İstanbul: Beta Yayınları, 2004.

HERTIG Gerard, "Revamping the EU Corporate and Takeover Law Agenda - and Making it a Model for the U.S., Law and Economic Workshop, **University of California**, 2004/20, http://repositories.cdlib.org/berkeley_law_econ/spring2004/20/ (Son Erişim Tarihi: 20.12.2018)

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

İMREGÜN Oğuz, **Amerikan Ortaklıklar Hukukunun Ana Hatları**, İstanbul: İÜHF, 1968.

JARVIS Charles H., "Corporations: Sale of Assets: Dissenting Shareholders' Appraisal Right in Absence of Appraisal Statute", **California Law Review**, Vol. 46, No. 2, 1958, s. 283-290.

KALODIMOS Jonathan / LUNDBERG Clark, Appraisal Rights: A Use or Abuse of Takeover Law? August 2016, https://cba.lmu.edu/media/lmucollegeofbusinessadministration/responsiv esite/research/Lundberg_Appraisal%20rights.pdf (Son Erişim Tarihi: 20.02.2019)

KANDA Hideki / LEVMORE Saul; "The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law", **University of California Los Angeles Law Review**, Vol. 32, 1985, s. 429-473.

KARABABA Serdar, **(Mukayeseli Hukuk ve Türk Hukuku Açısından) Anonim Ortaklıkta Satın Alma (Squeeze-out) ve Çıkarma Hakları**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2016.

KARACAN Ali İhsan, **Ortaklıktan Çıkarma: Sermaye Piyasası Hukuku Açısından Bir İnceleme**, İstanbul: Legal Yayıncılık, 2015 (KARACAN, **Ortaklıktan Çıkarma**)

KARACAN Ali İhsan, **Sermaye Piyasası Hukuku Yazılar Cilt I**, İstanbul: Legal Yayıncılık, 2017 (KARACAN, **SPH I**).

KARAHAN Sami, **Anonim Şirketlerde Tasfiye**, Konya: Mimoza Yayıncılık, 1998.

KARAHAN Sami, "Halka Açık Anonim Ortaklık Statüsünün Kazanılması", **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C. 21, S. 2, Aralık 2001, s. 27-61.

KARAYALÇIN Yaşar, “Anonim Şirkette Çoğunluk Azınlık İlişkisi Bakımından Kontrol (Blok) Satışı ve Geri Alım Önerisi”, **Prof. Dr. Haluk Tandoğan’ın Hatırasına Armağan**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1990, s. 347-398.

KAYA Barış, **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı**, İstanbul: Beta Yayınları, 2018. (KAYA, **Ayrılma Hakkı**).

KAYA Mustafa İsmail, “Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma Hakkı (Squeeze-Out Right)”, **Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XI, S. 1-2, 2007, s. 307-332. (KAYA, **Çıkarma Hakkı**).

KENDİGELEN Abuzer, **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, İstanbul: Beta Yayınları, 1999 (KENDİGELEN, **İmtiyaz**).

KENDİGELEN Abuzer, “Ticaret Şirketlerinde Nev’i Değişirme, Ticaret Kanunumuzun Düzenlemesi, Tatbikat ve Doktrin Tutumu”, **Makalelerim, Ticaret Hukuku Kürsüsünde Onbeş Yıl**, İstanbul: Arıkan Basım, 2001.

KENDİGELEN Abuzer, **Türk Ticaret Kanunu, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2012 (KENDİGELEN, **İlk Tespitler**)

KERVANKIRAN Emrullah, “Sermaye Piyasası Kanununda Pay Sahibinin Ortaklıktan Çıkma ve Çıkarılması”, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun Getirdiği Yenilikler ve Uygulamasının Değerlendirilmesi Konferansı, **Bildiri Metni**

KIRCA İsmail / ŞEHİRALİ ÇELİK Feyzan Hayal / MANAVGAT Çağlar, **Anonim Şirketler Hukuku**, C. I, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2013.

KOLCUOĞLU Umut, **Sermaye Piyasası Hukuku’nda Zorunlu Çağrı**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009.

KREBS Christian A., “Freeze-Out Transactions in Germany and the U.S.: A Comparative Analysis”, **German Law Journal**, C. 13, S. 8, 2012, s. 941-978.

KUBİLAY Huriye, ”Kaydileştirilmesi Gereken Pay Senetlerini Merkezi Kayıt Kuruluşuna Teslim Etmeyen Kişilerin Hukuki Durumu”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XVII, S. 1-2, 2013, s. 805-829.

LATTIN Norman D., “Remedies of Dissenting Stockholders Under Appraisal Statutes”, **Harvard Law Review**, Vol. 45, No. 2, 1931, s. 233-270.

LETSOU Peter V., “The Role of Appraisal in Corporate Law”, **Boston Corporate Law Review**, C. 39, No. 1, 1998, s. 1121-1174.

- LOONEY Jr., W. F., "Dissenting Minority Shareholder's Right of Appraisal", **Boston College Legal Review**, Vol. 4, No. 1, 1962, s. 85-97.
- MAHONEY Paul G. / WEINSTEIN Mark I., "The Appraisal Remedy and Merger Premiums", **University of Southern California Law School**, Los Angeles: Working Paper No: 99-5, 1999, s. 1-45.
- MANAVGAT Çağlar, **Aleni Pay Alım Teklifi**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 64, 1997. (MANAVGAT, **Aleni Pay**)
- MANAVGAT Çağlar, **Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2016. (MANAVGAT, **Halka Arz**)
- MANAVGAT Çağlar, "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakkı Sermaye Piyasası Hukukunda Yeni Yaklaşımlar", **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi**, C.1, S. 2, Kasım 2015, s. 93-106. (MANAVGAT, **Çıkarma ve Satma**)
- MANNING Bayless, "The Shareholders's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker", **The Yale Law Journal**, Vol. 72, No. 2, 1962, s. 223-265.
- MEMİŞ Tekin / TURAN Gökçen, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2015
- MOROĞLU Erdoğan, "Anonim Ortaklıklarda Azınlık Pay Sahiplerinin Korunması ve Haklı Nedenlerle Fesih", **Halil Arslanlı'nın Anısına Armağan**, İstanbul, 1978, s. 463-477.
- MOROĞLU Erdoğan, **Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, 6. Baskı, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2012.
- MOROĞLU Erdoğan, **Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı**, 3. Bası, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2015.
- MOROĞLU Erdoğan, **Oy Sözleşmeleri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015.
- MUTLU UŞAKLI Senem, **Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010.
- NARBAY Şafak / KESİCİ Buğra, "Ticaret Ortaklıklarında Yapısal Değişiklik Kararına Karşı Öngörülen İptal Davası Üzerine Karşılaştırmalı Bir İnceleme", **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuk Dergisi**, S. 1, 2015, s. 107 vd.
- NOMER ERTAN Fusun, "Anonim Ortaklığın Haklı Sebep Hakkında Fesih Davası – TTK 531 Üzerinde Düşünceler", **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, 2015, C. LXXIII, S. 1, s. 421-440.

- OĞUZMAN M. Kemal / BARLAS Nami, **Medeni Hukuk (Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar)**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2018.
- OKUTAN NILSSON Gül, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmesi**, İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2004. (OKUTAN NILSSON, **Paysahipleri Sözleşmesi**).
- OKUTAN NILSSON Gül, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Şirketler Topluluğu Hukuku**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2009. (OKUTAN NILSSON, **Şirketler Topluluğu**).
- OKUTAN NILSSON Gül, **Sermaye Piyasası Hukukunda Birleşme Amaçlı Ortaklık**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2016.
- ORAK ÇELİKBOYA Leyla, **Türk Ticaret Kanunu Madde 208 Uyarınca Anonim Şirketlerde Satın Alma Hakkı**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2017.
- ÖZATLAN Yurdal, **Anonim Şirket Birleşmelerinde Ortaklık Paylarının ve Ortaklık Haklarının İncelenmesi Davası (Denkleştirme Davası)**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2014.
- ÖZDOĞAN Ayşegül, “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı” **Cumhuriyetin 80. Yılına Armağan**, C. 2, Ankara: SPK Yayınları, 2004, s. 691-764.
- ÖZKORKUT Korkut, “Sermaye Piyasası Kurulu’nun 10.08.2011 Tarih ve 26/767 Sayılı İlke Kararı ile Tüm Borsa Şirketlerinin Kendi Paylarını İktisap Edebilmeleri Mümkün Hale Gelmiş Midir?”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C. XXVII, S. 3, Eylül 2011, s. 17-39.
- PALANDUZ Seda, **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ortaklıktan Çıkarma Hakkı**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2019.
- PASLI Ali, **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**, İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2005.
- PASLI Ali, “Anonim Ortaklıkta Kontrol Sahibinin Özel Durumu”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, C. 66, S. 2, 2008, s. 345-357.
- PASLI Ali, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009.
- PINTA, Leonardo, “The U.S. and Italy: Controlling Shareholders’ Fiduciary Duties in Freeze Out Mergers and Tender Offers”, **NYU Journal of Law & Business**, C. 7, 2011, s. 931-977.
- POROY Reha / TEKİNALP Ünal / ÇAMOĞLU Ersin, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 10. Bası, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2005.

- POROY Reha / TEKİNALP Ünal / ÇAMOĞLU Ersin, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 11. Bası, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009.
- POROY Reha/TEKİNALP Ünal / ÇAMOĞLU Ersin, **Ortaklıklar Hukuku I**, 13. Bası, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2014 (POROY / TEKİNALP / ÇAMOĞLU, **Ortaklıklar I**).
- POROY Reha/TEKİNALP Ünal / ÇAMOĞLU Ersin, **Ortaklıklar Hukuku II**, 13. Bası, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2017 (POROY / TEKİNALP / ÇAMOĞLU, **Ortaklıklar II**).
- PULAŞLI Hasan, **Şirketler Hukuku Şerhi**, C. I, Ankara: Adalet Yayınevi, 2014.
- PULAŞLI Hasan, **Şirketler Hukuku Şerhi**, C. II, Ankara: Adalet Yayınevi, 2014.
- RESTREPO Fernán, **Do Freezeouts Affect the Performance of the Controlling Shareholder?: An Empirical Analysis**, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper Series, 2014 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=24188846) (Son Erişim Tarihi: 20.12.2018)
- RICHARDS Helen M., “Cede & Co v. Technicolor Inc: A Whole New Ball Game For Dissenting Shareholders”, **Delaware Journal of Corporate Law**, Vol. 14, 1989, s. 999-1023.
- RÜZGAR Eser, “Anonim Şirketin Azlık Tarafından Feshine İlişkin Dava ile İlgili İsviçre Federal Mahkemesi Kararlarının Değerlendirilmesi”, **TAAD**, Y. 5, S. 16, 2014, s. 337-371.
- SEVİ Ali Murat, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, 3. Bası, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2014.
- SEMERCİ VURALOĞLU Tuğba, **Sermaye Piyasası Kanunu’na Göre Anonim Ortaklıkta Ayrılma Hakkı**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık A.Ş., 2018.
- SIEGEL Mary, “Back To The Future: Appraisal Rights In The Twenty-First Century”, **Harvard Journal On Legislation**, Vol. 32, No. 79, 1995, s. 79-143.
- SÖNMEZ Yusuf Z., **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı**, İstanbul: Beta Yayınları, 2009.
- SUMER Ayşe, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısında Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi”, **Marmara Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C. XXVIII, S. 1, 2010, s. 171-179.
- SUNGURTEKİN ÖZKAN Meral, “İnşai Karar ve Özellikleri”, **75. Yaş Günü İçin Prof. Dr. Baki Kuru Armağanı**, Ankara: Şen Matbaa, 2004.

SWIGGART William, “Chapter 156D – Massachusetts’ New Business Corporation Act”, **The Independent Counsel**, 2004, (Çevrimiçi) <http://www.aigclaw.org/tic93.html>, (Son Erişim Tarihi: 11.03.2019)

ŞAHİN Ayşe, **Anonim Ortaklığın Haklı Nedenle Feshi**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2013.

T.C. Avrupa Birliği Genel Sekreterliği, **Avrupa Birliği Terimleri Sözlüğü**, Ankara: Matus Basımevi, 2009.

TANÖR Bülent / YÜZBAŞIOĞLU Necmi, **1982 Anayasasına Göre Türk Anayasa Hukuku**, İstanbul: Beta Yayınları, 2018.

TARHAN Damla Gül, **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler ve Sonuçları**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2018.

TARHAN Damla Gül, “Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşme İşlemleri Açısından Ayrılma Hakkı ve Ayrılma Akçesi”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C. 33, S. 1, Mart 2017, s. 211-258.

TEKİNALP Ünal, **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, 4. Bası, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015. (TEKİNALP, **Sermaye Ortaklıkları**)

TEKİNALP Ünal, “Birleşmede Ayrılma Akçesi”, **REGESTA**, C. II, S. 1, 2012, s. 21-27.

TEKİNALP Ünal, “Anonim Ortaklığın Haklı Sebeplerle Alternatif Çözümlü Fesih Davasının Bazı Usuli Sorunları, Ersin Çamoğlu’na Armağan, İstanbul, 2013. (TEKİNALP, **Usuli Sorunlar**)

THOMPSON Robert B., “Squeeze Out Mergers And The “New” Appraisal Remedy”, **Washington University Law Review**, Vol. 62, No. 3, 1984, s. 415-434.

TUNÇAY Merzuke, **Halka Açık Anonim Şirketlerin Halka Kapalı Hale Dönüşmesi (Going Private)**, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara 2003, <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/411> (Son Erişim Tarihi: 18.02.2019).

TURAN Gökçen, “İhtiyari Ayrılma Akçeli Birleşme Hakkında Bazı Tartışmalı Noktalar”, **Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı**, Ankara, 2015, s. 583-612.

TURAN Gökçen, “6362 Sayılı Kanun’da Halka Açık Ortaklık Pay Sahiplerine Tanınan Ayrılma Hakkı”, **Legal Hukuk Dergisi**, C. 12, S. 139, Temmuz 2014, s. 75 -116. (TURAN, **Ayrılma Hakkı**)

- TURAN Gökçen, “SPKN m. 24’e İstinaden Ayrılma Hakkını Kullanan Ortak Ayrıca TTK m. 202/2’ye Dayanarak Dava Açabilir Mi?”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, C. 75, 2018, s. 723-740.
- TÜRK Hikmet Sami, **Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesinde ‘Nevilerin Aynı Olması’ Koşulu**, Ankara: Bankacılık ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1986.
- TÜRKYILMAZ İsmail, **Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2015.
- UZUNALLI Sevilay, **Anonim Şirkette İşletme Konusu**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2013.
- ÜNAL Oğuz Kürşat, **Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 1999.
- VENTORUZZO Marco, “Cross-border Mergers, Change of Applicable Corporate Laws and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Rights under Italian Law (Withdrawal)”, **European Company and Financial Law Review**, Research Paper No. 16, 2007 (VENTORUZZO, **Withdrawal**)
- VENTORUZZO Marco, “Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals”, **Virginia Journal of International Law**, C. 50, S. 4, 2010, s. 841-917 (VENTORUZZO, **Freeze-Outs**)
- VRIES Pieter P., **Exit Right of Minority Shareholders in a Private Limited Company**, Deventer, 2010.
- WELCH Edward P. / TUREZYN Andrew, “**Folk on the Delaware General Corporations Law**”, Boston, 1994.
- WERTHEIMER Barry M., “The Purpose of the Shareholders’ Appraisal Remedy”, **Tennessee Law Review**, C. 65, 1998, s. 661-690 (WERTHEIMER, **Appraisal**)
- WERTHEIMER Barry M.; “The Shareholders’ Appraisal Remedy And How Courts Determine Fair Value”, **Duke Law Journal**, C. 47, S. 4, 1998, s. 613-712 (WERTHEIMER, **Fair Value**)
- YANLI Veliye / OKUTAN NILSSON Gül, “Şirketin Kendi Paylarını İktisabına İlişkin 10.08.2011 Tarih ve 26/767 Sayılı SPK İlke Kararının 6762 Sayılı TTK Çerçevesinde Değerlendirilmesi”, **Arslanlı Bilim Arşivi**, 2012.
- YANLI Veliye, “Halka Açık Şirketlerde Önemli Nitelikteki İşlemler”, **İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 6, S. 2, 2016, s. 459-472.

YEŞİLTEPE Salih Önder, **AB ve Türk Hukuku'nda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2009. (YEŞİLTEPE, **Çağrı**)

YEŞİLTEPE Salih Önder, **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakları**, 2. Bası, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2015. (YEŞİLTEPE, **Çıkarma ve Satma**)

YILDIZ Şükrü, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004.

YÜKSEL Sinan, Anonim Ortaklığın Haklı Nedenle Feshi Davasında Davalı Sıfatı Üzerine Düşünceler, **Prof. Dr. Hamdi Yasaman'a Armağan**, İstanbul, 2017, s. 863-881.

Çevrimiçi Kaynakça

<http://mevzuat.spk.gov.tr/> (Son Erişim Tarihi: 20.11.2018)

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf, (Son Erişim Tarihi: 21.01.2019).

<http://echr.ketse.com/doc/8588.79-8589.79-en-19821012/view/> (Son Erişim Tarihi: 18.02.2019).

<http://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/DynamicContentFiles/T%C3%BCrkiye%20Muhasebe%20Standartlar%C4%B1/TMSTFRS2016Seti/TMS24.pdf> (Son Erişim Tarihi: 24.01.2019).

<https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:142:0012:0023:EN:PDF> (Son Erişim Tarihi: 21.02.2019).

<https://www.debrauw.com/wp-content/uploads/2016/06/Guide-to-Public-Takeovers-in-Europe-2016.pdf> (Son Erişim Tarihi: 21.01.2019).

<https://www.gedik.com/bilgi-egitimler/yatirimci-sozlugu/beta-katsayisi> (Son Erişim Tarihi: 21.01.2019).

<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/396611> (Son Erişim Tarihi: 18.02.2019).

<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/490752> (Son Erişim Tarihi: 18.02.2019).

<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/619272> (Son Erişim Tarihi: 20.02.2019).

https://www.tbmm.gov.tr/arastirma_komisyonlari/bilisim_internet/docs/sunumlar/SAYIN%20YILDIRIM%20MEHMET%20RAMAZANOGLU/08_05%20-%20E-Kitap-Anayasa-Analizi-Son.pdf (Son Erişim Tarihi: 18.02.2019)

[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-518-5074?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-518-5074?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1), (Son Erişim Tarihi: 21.01.2019).

www.kazanci.com (Son Erişim Tarihi: 21.01.2019).



ÖZGEÇMİŞ

17.09.1979 tarihinde Samsun'da doğan Damla Doğancalı, lise eğitimini Samsun'da tamamladıktan sonra 2004 yılında Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi'nden mezun olmuştur. Yaklaşık 14 yıldır İstanbul'un önde gelen hukuk bürolarında avukat olarak çalışmakta ve Türk ve uluslararası müvekillere şirketler hukuku, sermaye piyasaları, birleşme ve devralma, banka finans, beyaz yaka suçları alanlarında hukuki danışmanlık hizmetleri sunmaktadır.



TEZ ONAY SAYFASI

Üniversite : T.C. GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
Enstitü : SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
Hazırlayanın Adı Soyadı : Damla Doğancalı
Tez Başlığı : Türk ve Karşılaştırmalı Sermaye Piyasası Mevzuatında Ayrılma ve Ortaklıktan Çıkarma Hakkı
Savunma Tarihi : 23 / 05 / 2019
Danışmanı : Prof. Dr. Tolga Ayoğlu

JÜRİ ÜYELERİ

Unvanı, Adı Soyadı

İmza

Prof. Dr. Tolga Ayoğlu

Doç. Dr. S. Anlam Altay

Dr. Öğr. Üyesi Fatih Aydoğan

Enstitü Müdürü

Prof. Dr. M. Yaman ÖZTEK