

**İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI**

DOKTORA TEZİ

**HALKA AÇIK ORTAKLIKLARDA PAY
SAHİPLERİNİN ORTAKLIKTAN AYRILMA
HAKKI**

Barış KAYA

2502100157

**TEZ DANIŞMANI
PROF. DR. ARSLAN KAYA**

İSTANBUL 2017



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



DOKTORA
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : BARIŞ KAYA

Numarası : 2502100157

Anabilim Dalı /
Anasanat Dalı / Programı : ÖZEL HUKUK

Danışmanı : PROF.DR.ARSLAN KAYA

Tez Savunma Tarihi : 23.02..2018

Saati : 14:00

Tez Başlığı : HALKA AÇIK ORTAKLIKLARDA PAY SAHİPLERİNİN ORTAKLIKTAN AYRILMA HAKKI

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 50. Maddesi uyarınca yapılmış,
sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜNE / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF.DR.ARSLAN KAYA		Kabul
2- PROF.DR.ABUZER KENDİGELEN		Düzeltilme
3- PROF.DR.MEHMET BAHTİYAR		Kabul
4- PROF.DR.VELİYE YANLI		Kabul
5- DOÇ.DR.ALİ PASLI		Düzeltilme

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF.DR.N.FÜSUN NOMER ERTAN		
2- DOÇ.DR.TOLGA AYOĞLU		

ÖZ

HALKA AÇIK ORTAKLIKLARDA PAY SAHİPLERİNİN ORTAKLIKTAN AYRILMA HAKKI

BARIŞ KAYA

Tezimizin konusu “Halka Açık Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı” olup, Türk hukukunda ilk defa 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu düzenlemeleri ile bu hak pay sahiplerine anonim ortaklıklarda pay devrinin alternatifi olarak ortaklıktan ayrılmayı sağlayan bir pay sahipliği hakkı olarak tanınmıştır. Sermaye Piyasası Kanunu ve ikincil düzenlemelerinde ayrılma hakkı, geniş bir liste halinde ortaklıkların önemli nitelikteki işlemlere ilişkin alacakları genel kurul kararları bağlamında geniş bir uygulama alanı bulacak şekilde tanınmıştır. Söz konusu yenilik bu çalışmayı yapmamızı sağlayan başlıca etken olmuştur. Karşılaştırmalı hukukta 19. yüzyıla uzanan bir geçmişi olan bu hak, özellikle hakka kaynaklık eden ABD hukukunda, anonim ortaklıklarda oy birliği ilkesinden oy çokluğu ilkesine geçilmesi neticesinde azınlık pay sahiplerinin kaybettikleri ortaklık kararlarını engelleme yetkilerine karşılık olarak menfaatlerini koruyucu bir mekanizma olarak ortaya çıkmıştır. Tez içerisinde üç temel bölümde konu incelenmiş olup öncelikle ilk bölümde ayrılma hakkının tarihsel gelişimi, karşılaştırmalı hukuktaki gelişim süreci ve benzer diğer hukuki hak ve mekanizmalarla olan ortak yönleri ve farklılıkları, özellikleri, amaç ve işlevleri bağlamında ele alınmıştır. Bu şekilde okuyucuya hakkın genel kapsamı hakkında bilgi verilmesi amaçlanmıştır. İkinci bölümde ise Sermaye Piyasası Kanunu ve ikincil mevzuattaki düzenlemeler karşılaştırmalı hukuk ile birlikte detaylı olarak ele alınarak incelenmiş, analiz edilmiş ve okuyucuya tezin esas konusunu oluşturan halka açık ortaklıklarda hakkın düzenlenişi konusunda derinlikli bilgi verilmiştir. Son bölümde ise bu sefer hakkın kullanılmasına ilişkin Sermaye Piyasası Kanunu ve ikincil mevzuatın hükümleri, halka açık ortaklıklar bağlamında yine kaynak hukuklar ve karşılaştırmalı hukuktaki benzer düzenlemelerle birlikte ele alınmış ve konumuzu ilgilendiren mevzuatın incelenmesi tamamlanmıştır. Ayrıca inceleme kapsamındaki ilgili mevzuatta tespit edilen eksiklik ve aksaklıklar karşılaştırmalı hukukla

mukayese edilerek değerlendirilmiş ve bunlara ilişkin öneriler de gerek ilgili bölümlerde gerek de sonuç bölümünde okuyucunun bilgisine sunulmuştur.

Anahtar Kelimeler: Halka açık anonim ortaklık, ayrılma hakkı, önemli nitelikteki işlem, Sermaye Piyasası Kanunu, karşılaştırmalı hukuk.



ABSTRACT

APPRAISAL RIGHT OF SHAREHOLDERS IN PUBLICLY HELD CORPORATIONS

BARIŞ KAYA

The topic of this thesis is the “Appraisal Right of Shareholders In Publicly-Held Corporations”. As an alternative exit right to the sale of shares in joint-stock corporations , such an appraisal right is provided to shareholders for the first time in the history of Turkish Law by the newly regulated provisions of the Capital Markets Law No. 6362. The Capital Markets Law and its related regulations have provided a long list of important decisions of corporations that causes the usage of appraisal right, and as a result, frequent exercise is expected. Thus, the said facts have caused the main motivation for the preparation this thesis. It can be said that the appraisal right, having a history going back to the 19th century especially in the US law as the country of origin of this right, is evolved as a mechanism to prevent the interests of the minority shareholders against the majority as a response to the evolution of unanimity voting rule to majority voting. This thesis is comprasing of three basic chapters. First chapter focuses on the right’s; historical background, evolution in the comperative law, common aspects and differencies among the other similar functioning rights and procedures, and characteristics, aims and functions. Thus, the aim of the first chapter is providing a basic knowledge to the reader about the right. The second chapter, as the main text of this thesis, focuses on the new appraisal right regulations of the capital market law, the related provisions in publicly-held corporations with reference to the comparative law regulations. The last chapter focuses on the provisions of the capital market laws in terms of usage of appraisal right in publicly-held corporations again with reference to the comparative law regulations. Additionally, the loop-holes and the inconsistiences observed in the related regulations are exposed by compairing with the comphrative law and our related suggestions are inserted both in the related chapters and in the conclusion part.

Key Words: Publicly-held corporation, appraisal right, important decision, Capital Markets Law, comparative law.



ÖNSÖZ

Halka açık ortaklıklarda pay sahiplerinin ayrılma hakkı konulu bu tez metni yaklaşık dört senelik yoğun bir çalışma ve araştırma neticesinde hazırlanmıştır. Bu çalışma esnasında birçok üniversite ve kurum kütüphanesinden yararlanılmış, özellikle SPK hukuk müşavirliği başta olmak üzere çeşitli kurum ve akademisyenlerden destek alınmıştır.

Çalışmanın tamamlanabilmesi için her aşamada destek ve katkı sağlayan hocalarıma, başta tez danışmanım Prof. Dr. Arslan Kaya olmak üzere teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca çeşitli vesilelerle bu çalışmaya katkı sağlayan tüm meslektaş ve akademisyen arkadaşlarıma da şükranlarımı sunarım.

İstanbul, 01.12.2017

İÇİNDEKİLER

ÖZ	i
ÖNSÖZ	v
İÇİNDEKİLER	vi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

AYRILMA HAKKININ KAVRAMSAL VE KURAMSAL TEMELLERİ

I. AYRILMA VE AYRILMA HAKKI KAVRAMLARI.....	5
II. AYRILMA HAKKININ TARİHSEL GELİŞİMİ.....	15
A. ABD Hukuku.....	15
1. Hakkın Doğmasına Neden Olan Etkenler	15
2. Hakkın Gelişimi ve Kanunlaşma Süreci	17
3. Hakka Yönelik Eleştiriler ve Alternatif Mekanizmalar	20
4. Ayrılma Hakkına İlişkin Mevzuat ve İçtihatlardaki Gelişmeler.....	22
B. Alman Hukuku.....	24
C. İsviçre Hukuku.....	26
III. AYRILMA HAKKI İLE BENZERİ HUKUKİ HAK VE MÜESSESELERİN KARŞILAŞTIRILMASI.....	26
A. Ortaklıktan Çıkarma ve Satın Alma Hakları.....	26
B. Satma Hakkı.....	30
C. Pay Alım Teklifi.....	31
1. Tanımı ve Hukuki Niteliği.....	31
2. Pay Alım Teklifi Fiyatına İlişkin Esaslar.....	33
3. Ayrılma Hakkı ile Karşılaştırılması.....	35

D. Esas Sözleşmesel Bağlam Hükümleri Uyarınca Devre Konu Nama Yazılı Paylar Üzerindeki Ortaklık ve Diğer İlgililerin Devralma Hakkı.....	36
E. Birleşme Sözleşmesinde Kararlaştırılan Ayrılma Akçesini Talep Hakkı.....	38
1. Ayrılma Akçesini Talep Hakkının Kullanımı ve İşleyiş Süreci.....	44
2. Ayrılma Akçesinin Belirlenmesi ve Ödenmesi.....	46
F. Ortaklıklar Topluluğuna İlişkin Hükümlerde Yer Verilen Çıkma veya Çıkarılma Sonucu Doğurabilecek Düzenlemeler.....	49
1. Genel Kapsam	49
2. Bağlı Ortaklığın Uğradığı Kaybın Denkleştirilmemesi Nedeniyle Açılan Davada Pay Sahiplerinin İhracı.....	50
3. Hâkimiyetin Kötüye Kullanılmasından Kaynaklanan Payların Satın Alınmasını Dava Hakkı.....	55
4. Hâkimiyetin Kötüye Kullanılması Nedeniyle Açılacak Alternatif Çözümlü Tazminat Davasının İşleyişi	58
5. Hâkimiyetin Kötüye Kullanılması Dolayısıyla Alınan Kararlar Neticesinde Açılacak Satın Alma Talepli Davanın İşleyişi	61
6. Azınlığın Bağlı Ortaklıktan İhracı.....	66
G. Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi Davasında Davacı Pay Sahiplerinin Çıkarılması.....	68
1. Mehaz İsviçre Hukukundaki Düzenleme	75
2. Fesih Davasının İşleyiş Süreci	77
IV. AYRILMA HAKKININ AMAÇ VE FONKSİYONU.....	85
A. Azınlığın Korunması.....	86
1. Veto Hakkının Tazmini.....	87
2. Adil Değer Üzerinden Payın Nakde Çevrilerek Ayrılma İmkânı Sağlaması.....	88
B. Çoğunluğun Korunması.....	89
C. Diğer Görüş ve Değerlendirmeler.....	90

V. AYRILMA HAKKININ ÖZELLİKLERİ	92
A. Pay Sahipliğine Dayanan Bir Hak Olması.....	92
1. Hakkın Kullanımı İçin Oy Hakkına Sahip Olmanın Gerekli Olup Olmadığı	92
2. İntifa Hakkı Sahiplerinin Durumu.....	95
3. Bağlam Hükümleri Çerçevesinde Yapılan Devirlerde Ayrılma Hakkının Kullanımı.....	96
B. Vazgeçilemez Nitelikte Hak Olması.....	99
C. Bireysel Bir Hak Olması.....	100
D. Ortaklıktan Talep Edilebilmesi.....	101
E. Ortaklık Yönünden Satın Alma Yükümlülüğü Doğurması.....	102
F. Önemli Nitelikteki Kararlara Muhalif Kalmayı Gerektirmesi.....	105
1. Genel Anlamda Önemli Nitelikteki Karar Kavramı	105
2. Ayrılma Hakkına Konu Olan Kararların Nitelikleri	106
a. Önemli Kararlar.....	109
b. Ayrılma Hakkının Tanındığı Kararların Sınırlı Sayıda Olup Olmadığı ve Hakkın Kapsamının Genişletilmesi.....	110
G. Payların “Adil Değer” Üzerinden Alınması Yükümlülüğü Doğurması.....	118
H. Emredici Nitelikte Oluşu.....	119
1. Konunun Genel Anlamda Tahlili.....	119
2. Ayrılma Hakkının İşleyişine İlişkin Hükümlerin Hakkın Emredici Karakteri Açısından Değerlendirilmesi.....	120

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRK HUKUKUNDA HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIK PAY SAHİPLERİ İÇİN ÖNGÖRÜLEN AYRILMA HAKKI DÜZENLEMELERİNİN GENEL ANLAMDA TAHLİLİ

I- HALKA AÇIK ORTAKLIKLAR HAKKINDA GENEL DEĞERLENDİRME .	124

A. Halka Açık Ortaklık Kavramı.....	124
B. Halka Açık Anonim Ortaklık Statüsünün Kazanılması.....	125
1. Payları Halka Arz Edilmiş (veya Edilen) Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz.....	126
2. Payları Halka Arz Edilmiş Sayılan Halka Açık Anonim Ortaklıklar.....	127
II. SERMAYE PİYASASI KANUNU VE İKİNCİL MEVZUATININ AYRILMA HAKKINI DOĞURAN DÜZENLEMELERİ VE BU KAPSAMDA ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMLER	133
A. Genel Kapsam.....	133
B.Önemli Nitelikteki İşlemler.....	135
1. Mevzuattaki Düzenlenişi.....	135
2. Doğrudan Önemli Nitelikte Kabul Edilerek Ayrılma Hakkı Tanınan İşlemler.....	139
a. Birleşme.....	139
b. Bölünme	148
c. Tür Değiştirme	154
d. Sona Erme	160
e. Sermaye Artırımından Gelen Fonla İlişkili Taraflara Olan Nakit Dışı Borçların Ödenmesi	164
f. Halka Açıklık Statüsünden Çıkma.....	168
3. Doğrudan Önemli Nitelikte Kabul Edildiği Halde Tebliğ Düzenlemesi ile Pay Alım Teklifine Tabi Tutulan İşlemler.....	170
a. İmtiyaz Tanınması ve Mevcut İmtiyazlarda Değişiklik Yapılması..	171
b. Borsa Kotundan Çıkma	180
c. Birleşme İşlemine İlişkin Yeni Tebliğ Düzenlemesi	190
4. Önemlilik Kriterini Karşıladığı Takdirde Önemli Kabul Edilen İşlemler	198
a. Malvarlığı Üzerindeki Önemli Nitelikteki Tasarruf ve Kiraya Verme İşlemleri.....	192

b. İlişkili Taraflardan Malvarlığı Edinilmesi ve Kiralanması	199
c. Faaliyet Konusunun Değiştirilmesi	202
5. Tebliğ Düzenlemesi İle Ayrılma Hakkından İstisna Edilen İşlemler.....	207
6. Önemli İşlemlere İlişkin Kararlar.....	221

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

AYRILMA HAKKININ KULLANILMASI VE İŞLEYİŞ SÜRECİ

I. HAKKIN KULLANILMA ŞARTLARI	225
A. Maddi Şartlar	225
1. Pay Sahibi Olunması	225
2. Önemli Nitelikteki İşleme İlişkin Karar Alınması	226
B. Şekli Şartlar	227
1. Genel Kurul Toplantısına Katılma Halinde	227
a. Genel Kurul Toplantısı İçin Yapılması Gerekenler	228
b. Karara Muhalif Kalma ve Muhalefet Şerhini İşlettirme	230
2. Genel Kurul Toplantısına Katılamama Durumunda	232
3. SerPK m. 33/4 ve II-16.1 Sayılı Tebliğ m. 5/5'te Düzenlenen Ayrık Durum	235
II. KARŞILAŞTIRMALI HUKUKTA AYRILMA HAKKININ KULANILMASINA VE İŞLEYİŞİNE İLİŞKİN DÜZENLEMELER	236
A. ABD Hukuku	236
B. Alman Hukuku	239
C. İsviçre Hukuku	243
D. Kanada Hukuku	244
E. İtalyan Hukuku	247
F. İngiliz Hukuku	248

G. Fransız Hukuku.....	249
H. Avrupa Birliği Mevzuatı.....	250
III. AYRILMA HAKKI KULLANIM FİYATININ TESPİTİ	251
A. Adil Değer Kavramı.....	257
1. Pay Değeri Kavramı	257
2. Adil Değerin Belirlenmesinde Dikkate Alınacak Ölçütler.....	258
3. Payın Niteliği ve Değeri Arasındaki İlişki	260
B. Karşılaştırmalı Hukukta Değer Tespit Yöntemleri.....	262
1. ABD Hukuku.....	262
2. Alman Hukuku	264
3. İtalyan Hukuku	264
IV. HAKKIN KULLANILMASINDA/KULLANDIRILMASINDA İZLENECEK YÖNTEM.....	265
V. AYRILMA HAKKININ SAHİP OLUNAN PAYLARIN TAMAMI İÇİN KULLANILMASI ZORUNLULUĞU	269
VI. AYRILMA HAKKININ DİĞER PAYSAHİPLİĞİ HAKLARINA ETKİSİ....	272
A. Ayrılma Hakkının Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı Dışında Sahip Olduğu Dava Haklarına Etkisi.....	272
B. Ayrılma Hakkının Kullanılmasının Dava Hakkı Dışındaki Pay Sahipliği Haklarına Etkisi.....	277
VII. AYRILMA HAKKI KULLANIM FİYATININ TESPİTİ DAVASI.....	278
A. Türk Hukukundaki Düzenlemeler... ..	278
B. Davanın Niteliği.....	281
C. Davaya İlişkin Usuli Meseleler.....	283
SONUÇ	286
KAYNAKÇA.....	297
ÖZGEÇMİŞ.....	339

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	Avrupa Birliği
ABA	American Bar Association
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
A.e.	Aynı eser/yer
AET	Avrupa Ekonomik Topluluğu
A.g.e.	Adı geçen eser
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
ALI	American Law Institute
AMF	Autorité Marchés Financiers
AO	Anonim Ortaklık
Art.	Article/Artikel
AT	Avrupa Topluluğu
AÜHFD	Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
AÜEHFD	Atatürk Üniversitesi Erzincan Hukuk Fakültesi Dergisi
Ayrılma Tebliği	Sermaye Piyasası Kurulu'nun II-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği (RG 24.12.2013/28861)
b.	Bent
BankK	Bankacılık Kanunu
Batider	Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
BGH	Bundesgerichtshof
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch

Birleşme Tebliği

Sermaye Piyasası Kurulu'nun II-23.2 sayılı
Birleşme ve Bölünme Tebliği (RG
28.12.2013/28865)

BIST

Borsa İstanbul

BK

6098 Sayılı Türk Borçlar Kanunu

bkz.

Bakınız

Botschaft

Botschaft zum Bundesgesetz Über Fusion,
Spaltung, Umwandlung und Vermögensüber
tragung, vom 13. Juni 2000, BBI 2003 4337

BörsG

Börsengesetz (Almanya)

bs.

Basım

bsk.

Baskı

BVerfG

Bundesverfassungsgerichts

c.

Cümle

C.

Cilt

CA

Company Act

CBCA

Canada Business Corporation Act

C.c.

Codice Civile

Ch.

Chapter

CMF

Conseil des Marchés Financiers

COB

Commission des Opérations de Bourse

Çıkarma Tebliği

Sermaye Piyasası Kurulu'nun II-27.2 sayılı
Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği
(RG 12.11.2014/29173)

DGCL/Del.GCL

Delaware General Corporations Law

Diss.

Dissertation

dpn.

Dipnot

E.

Esas

EC

European Community

Ed.

Edition

EEC

European Economic Community

eSerPK	28/7/1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
eTK	29/06/1956 tarihli ve 6762 sayılı Mülga Ticaret Kanunu
EÜHFD	Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
f.	Fıkra
FusG	Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung
GK	Genel Kurul
GKTY	Anonim Şirketlerin Genel Kurul Toplantılarının Usul ve Esasları İle Bu Toplantılarda Bulunacak Gümrük ve Ticaret Bakanlığı Temsilcileri Hakkında Yönetmelik
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
HAAO	Halka Açık Anonim Ortaklık
HD	Hukuk Dairesi
HMK	6100 Sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu
Hrsg	Herausgeber
İ.İ.B.F.	İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
İkt. ve Mal. Der.	İktisat ve Maliye Dergisi
inc.	İnceleyiniz
İÜHF	İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi
İÜHFM	İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası
K	Karar
karş.	Karşılaştırınız
KO	Kollektif Ortaklık
KK	Kooperatifler Kanunu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
KVK	Kurumlar Vergisi Kanunu
LO	Limited Ortaklık

m./md.	Madde
MBCA	Model Business Corporations Act
MÜHF-HAD	Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
No.	Numara
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OR	Obligationenrecht
p.	Page
pp.	Pages
Pay Tebliği	Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği (RG 22.06.2013/28865)
RG	Resmi Gazete
Rn.	Randnummer
s.	Sayfa
S.	Sayı
SE	Societas Europaea
Sec.	Section
SerPK	6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SPBKmO	Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Ortaklık
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
TC	Türkiye Cumhuriyeti
TM	4721 Sayılı Türk Medeni Kanunu
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
TMSK	Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu
TK	6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu
TK'56	1956 Tarihli Türk Ticaret Kanunu
TTSG	Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
UDS	Uluslararası Değerleme Klavuz

UmwG	Umwandlungsgesetz
vb.	ve benzeri
vd.	ve devamı
VKŞ	Varlık kiralama şirketi
Vol.	Volume
WpüG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
YK	Yönetim Kurulu
YKD	Yargıtay Kararları Dergisi
y.y.	Yüzyıl
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
II-16.1 no'lu Tebliğ	Sermaye Piyasası Kurulu'nun Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 30.12.2013/28867)
II-22.1 no'lu Tebliğ	Sermaye Piyasası Kurulu'nun Geri Alınan Paylar Tebliği (RG. 03.01.2014/28871)
II-26.1 no'lu Tebliğ	Sermaye Piyasası Kurulu'nun Pay Alım Teklifi Tebliği (RG. 23.01.2014/28891)
II-27.2 no'lu Tebliğ	Sermaye Piyasası Kurulu'nun Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği (RG. 12.11.2014/29173)
III-61.1 no'lu Tebliğ	Sermaye Piyasası Kurulu'nun Kira Sertifikaları Tebliği (RG. 07.06.2013/28670)

GİRİŞ

Sermaye ortaklıkları arasında yer alan HAAO'larda hâkim olan çoğunluk ilkesi ve onun doğal sonucu olarak azınlık ve çoğunluk pay sahipleri arasında ortaya çıkan menfaat uyumsuzluklarının halli meselesi bu ortaklıklara ilişkin hukukun en önemli meselelerindendir. Aynı zamanda yaşayan bir hukuk süjesi olan ve diğer sermaye ortaklıkları ile birlikte çok fazla ortak, alacaklı ve ilgili çevresine sahip bulunan HAAO'larda bu mesele çok daha fazla önem kazanmakta, yalnızca azınlık ve çoğunluk arasındaki çıkar çatışmalarının dengelenmesi değil, aynı zamanda bu çok geniş ilgili çevresinin ortaklıkla olan menfaat ve ilişkilerinin karşılıklı olarak uzlaştırılmasını sağlayacak düzenlemeler getirilmesi gereği kendisini göstermektedir.

Söz konusu gereklilik karşısında kanun koyucular tarafından özellikle pay sahiplerinin ve azınlık pay sahiplerinin HAAO'ya ilişkin haklarının korunması ve işlerlik kazandırılması amacı ile çok çeşitli vazgeçilmez veya müstesna hak niteliğinde mali, yönetime katılma, aydınlatıcı ve koruyucu haklar oluşturulmuştur. Bu haklar sayesinde ortaklığın menfaatleri ön planda tutularak bireysel ve azınlık pay sahiplerinin bu tür ortaklıkların ekonomik işleyişi, faaliyetleri ve organizasyonel planlamalarını sekteye uğratmaması amaçlanmıştır.

Bu amaçla hukuk sistemleri tarafından, çoğunluğun azınlığın paylarını satın alması ya da azınlığın paylarını çoğunluğa satma hakları gibi hakların yanı sıra, ortaklık açısından önemli nitelikte olan ve çoğunlukla bir takım yapısal değişikliklere neden olan önemli nitelikteki karar ve işlemlere karşı bundan ekonomik olarak doğrudan etkilenecek/etkilenebilecek konumda olan pay sahiplerine paylarını normal devir yolu dışında ortaklığa satarak devretme ve böylelikle pay karşılığını tam olarak alarak ortaklıktan ayrılma hakkı tanınması düzenlenmiştir. Bu hak sayesinde hem ortaklığın azınlığın engellemelerine karşı koyarak kendi faaliyetleri açısından önemli kararları alabilmesi olanağı sağlanmakta, hem de söz konusu satın alma ve satma haklarına nazaran ortaklıktaki kontrol değişikliklerinden bağımsız olarak pay sahiplerinin ekonomik çıkarları açısından uygun görmedikleri kararlara karşı, bu kararların etkilerinden zarar görmeden, ortaklıktan çıkma imkânına kavuşmaları sağlanmaktadır.

Bu açıdan kapalı AO'lara nazaran çok daha fazla sayıda ve küçük yatırımcı konumunda olan pay sahiplerinin bünyesinde yer aldığı HAAO'larda ayrılma hakkı daha fazla işlerlik kazanmaktadır. Zira bu tür ortaklıklardaki pay sahiplerinin ortaklıktan beklentisi genelde tamamen ekonomik olmakta, ortaklık ve yönetimiyle bağları ve ilgileri oldukça zayıf bulunmaktadır. Böyle bir ortamda ortaklıktaki yatırımını alınacak önemli nitelikteki karar ya da işlem nedeniyle tehlikede gören ya da yeteri kadar kârlı görmeyen pay sahipleri açısından bu hak daha da önemli hale gelmektedir.

Ayrılma hakkına karşılaştırmalı hukukta ilk olarak Amerikan ve İtalyan hukuklarında yer verilmiştir. On dokuzuncu yüzyılın ikinci yarısından itibaren anılan hukuk düzenlerinde ayrılma hakkına ilişkin düzenlemeler yer almış ve bu hak mahkeme kararlarına konu yapılmıştır. Ancak tarihsel açıdan bu hakkın esasen ABD hukuku kaynaklı bir hak olduğu da ifade edilebilir. Sonrasında ise Kanada, Almanya, gibi ülke mevzuatlarında yerini almıştır¹.

Türk hukukunda ise, gerek TK'56 gerekse de eSerPK döneminde ne Ticaret Kanunu'nda ne de sermaye piyasası mevzuatında böyle bir hakka yer verilmiştir. Ancak doktrinde, hukuksal alanda kaydedilen gelişmelere binaen, ortaklıklar hukuku alanında, özellikle de sermaye piyasası mevzuatında bu hakkın diğer bir takım yeni pay sahipliği haklarının yanı sıra tanınması gerektiği ifade edilmiştir².

Bu gelişmelerin neticesinde Türk kanun koyucusu tarafından SerPK'da ayrılma hakkına ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir. TK hükümlerine bakıldığında, AO'lar açısından TK'nın ayrılma hakkı ile sonuç anlamında benzerlik gösteren bir takım mekanizmaları, birleşme ve ortaklıklar topluluğuna ilişkin olarak tanıdığı görülmektedir.

¹ Bkz. aşağıda s. 15-26, 236-251.

² Ayşegül Özdoğan, "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı", **Cumhuriyetin 80. Yılına Armağan**, SPK Yayınları, Yayın No.147, C.2, Ankara 2004, s. 748 vd.; Yusuf Ziyaeddin Sönmez, **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı**, Beta Basım, İstanbul 2009, s. 171 vd.; Hülya Çoştan, **Anonim Ortaklıklarda Bölünme**, Turhan Kitabevi, Ankara 2004, s.88. Ayrılma hakkının halka kapalı ortaklıklarda da tanınmasının isabetli olacağı yönündeki görüş için bkz. İbrahim Bektaş, "Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı ve Pay Alım Teklifi Zorunluluğu", **Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı**, Bankacılık Enstitüsü Yayınları, Ankara 2015, s. 760. Yazar tarafından halka kapalı ortaklıklar bakımından bu ihtiyacın, pay devir kolaylığı açısından yaklaşıldığında, daha fazla olacağı ifade edilmektedir.

Esasen bu tezin konusunun tespitinde etkili olan SerPK ve ikincil mevzuata bakıldığında ise, ayrılma hakkının HAAO'lar açısından çok kapsamlı ve detaylı şekilde düzenlemelere tâbi tutulduğu görülmektedir. Bu anlamda SerPK'da ayrılma hakkı m. 24'de, m. 23'de sayılan önemli nitelikteki birleşme, bölünme, tür değiştirme, sona erme, önemli nitelikteki konu değişikliği, malvarlığının önemli bir bölümünün devredilmesi, kiraya verilmesi ya da aynı hakla takyit edilmesi gibi önemli nitelikteki işlemlere has olarak düzenlenmiştir. Ancak yine aynı maddelerin hükümlerinde bunlarla sınırlı olmamak üzere, SPK'nın bu hakkın kullanılacağı işlemleri belirleme ve kimi işlemleri bu haktan muaf tutma yetkisine atıf yapılmıştır. Bu hükümlere dayanarak SPK tarafından yayınlanan Ayrılma Tebliği m. 5'de saydığımız söz konusu işlemlere ek olarak, ilişkili taraflardan önemli ölçüde malvarlığı edinilmesi ve kiralanması, yapılacak sermaye artırımlarında elde edilecek fonun ilişkili taraflara olan nakit dışı borçların ödenmesinde kullanılması işlemleri ayrılma hakkının tanındığı işlemler olarak kabul edilmiştir.

Açıkladığımız üzere SerPK döneminde ilk defa ve ayrıntılı olarak düzenlemelere konu olan ayrılma hakkı, bu çalışmanın hazırlanması sebebinin teşkil etmektedir. Bunun doğal sonucu olarak konuya ilişkin SerPK ve ikincil mevzuatı ön plana alınmış, öncelikli ve detaylı olarak incelenmiş, aynı zamanda bir AO olan HAAO'lar hakkında da okuyucuya AO'ya nazaran farklılıkları bağlamında temel nitelikte bilgi verilmesi tercih edilmiştir.

Ancak HAAO'ların özel nitelikteki sermaye piyasası mevzuatı hükümlerinin yanı sıra TK'nın AO'ya ilişkin hükümlerinin de uygulama alanı içerisinde oldukları değerlendirildiğinde, incelememiz TK'nın AO'ya ilişkin hükümleri de dikkate alınarak hazırlanmıştır. Bu kapsamda konu incelenirken diğer ortaklık türlerine, bu ortaklıklarda ayrılma hakkının tanınıp tanınmadığı meselelerine sadece konu tanıtılırken belirli açılardan yaklaşmış, çalışmanın kapsamı nedeniyle bu konular inceleme dışı tutulmuştur.

Öte yandan ayrılma hakkının kullanımı ortaklıkların birleşme, bölünme, tür değiştirme, sona erme gibi önemli nitelikteki belirli işlemleri gerçekleştirmesi hallerine münhasır olarak tanınmış olup, her biri başlı başına birer tez konusu olacak genişlikteki bu konulara çalışma kapsamında derinlemesine ve tüm yönleriyle birlikte değinilmesi beklenemez. Anılankonular ancak ayrılma hakkına sebep olma

nedenleri ve hakkın kullanılmasında gösterdikleri özellikler açısından tahlil edilmeye çalışılmıştır.

Çalışma planı açısından ise incelememiz öncelikle genel anlamda ayrılma hakkının tanıtıldığı ilk bölüm ile başlamaktadır. Bu bölümde kavramsal olarak ayrılma hakkının tahlili, karşılaştırmalı hukuktaki tarihsel geçmişi, önde gelen Anglosakson ve Kara Avrupası ülke hukuklarındaki kabul edilişi ve gelişimi, teorik altyapısı, özellikleri, işlevleri ve belirli açılardan ilişkili kabul edilecek olan satın alma, ortaklıktan çıkarma, pay alım teklifi gibi hak ve müesseselerle olan ilişkisi ve karşılaştırmasına yer verilmiştir. Ayrıca HAAO'lar açısından da uygulama alanı bulan, TK hükümleri uyarınca; birleşme ve ortaklıklar topluluğuna ilişkin maddelerde yer verilen pay sahibinin talebiyle ayrılma neticesinin doğumuna neden olan hükümlerin ve bu açıdan karşılaştırmaya değer bulduğumuz AO'nun haklı sebeple feshi gibi düzenlemelerin tahlilinden oluşmaktadır.

İkinci bölümde ise HAAO'larda, yeni tarihli sermaye piyasası mevzuatında ilk kez yer verilen ayrılma hakkı detaylı şekilde analiz edilmiştir. Bu kapsamda öncelikle HAAO'lar, AO'lara nazaran gösterdikleri farklılıklar bağlamında ana hatlarıyla ve tanıtıcı mahiyette ele alınmıştır. Bunun sonrasında ise SerPK hükümleri ve daha ayrıntılı düzenleme içeren Ayrılma Tebliği hükümleri kapsamında esasen Türk sermaye piyasası mevzuatı uyarınca ayrılma hakkı; bu hakkı doğuran işlemler, yine aynı mevzuat uyarınca hakkın doğmadığı kabul edilen haller, ayrılma hakkı yerine pay alım teklifi gibi başkaca müesseseleri doğuran haller gibi konular açısından ele alınmıştır. Tüm bu konular incelenirken kaynak yabancı hukuk sistemlerindeki mevzuat açısından da konuya yaklaşılmış ve bu hukuk sistemlerindeki düzenlemeler ile bütünlük içerisinde, ilgili o hukuk sistemlerinin Türk mevzuatı ve diğer mevzuatlarla farklılıkları da ortaya konulmaya çalışılmıştır.

İncelemenin üçüncü bölümünde ise, ayrılma hakkı; hakkın kullanımı, fiyatın belirlenmesi, buna ilişkin dava hakları, hakkın kullanımının diğer haklara olan etkileri gibi konular açısından incelenmiştir. Yine bu bölümde de anılan hükümlere kaynaklık eden yabancı ülke hukukları değerlendirmemiz kapsamında ele alınmış ve bu mevzuat da tahlil edilmeye çalışılmıştır.

Çalışmamız en nihayetinde incelemelerimize ilişkin değerlendirme ve çıkarımlarımıza yer verdiğimiz sonuç bölümü ile tamamlanmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

AYRILMA HAKKININ KAVRAMSAL VE KURAMSAL TEMELLERİ

I. AYRILMA VE AYRILMA HAKKI KAVRAMLARI

Ortaklıktan ayrılma; ortaklığın fesih ya da infisahına yol açmadan mevcut ortakların ortaklıkla olan hukuksal ilişkilerini kesmeleri şeklinde tarif edilebilir¹. Kural olarak, ortakların ortaklıktan ayrılması ortaklığın varlığını etkilemez; ortaklık, varlığını diğer ortaklar arasında devam ettirir. Böylelikle ayrılma, ayrılan ortakla diğer ortaklar ve ortaklık arasındaki hukuki ilişkinin sona erdirilmesi sonucunu doğurur². Ancak doktrinde, söz konusu kavramın ağırlıklı olarak kullanılmadığı, bunun yerine çıkma, çıkarılma, ortaklık payının devri, yeni ortak alınması gibi kavramların ortaklar arasındaki değişiklikler başlığı altında incelendiği görülmektedir³.

Her ne kadar sermaye ortaklıkları arasında yer alan SPBKmO ve limited ortaklıklara ilişkin olarak TK'da çıkma ve çıkarılmaya ilişkin hükümler (m. 577/a, 595/5, 612, 638 - 640) yer alsa da bu hukuki terminolojinin daha ziyade şahıs ortaklıklarına ilişkin olduğu söylenebilir. Zira doktrinde, ortaklıktan çıkma ve çıkarılma kavramları esasen şahıs ortaklıklarıyla alakalı olarak kullanılmaktadır⁴. Bu itibarla ayrılma; ortak tarafından talep edildiğinde çıkma, ortaklık tarafından talep edildiğinde ise çıkarma şeklinde ifade edilmektedir⁵. Bu tür ortaklıklarda ortakların

¹ Hayri Domaniç, **Adi-Kollektif ve Komandit Şirketler**, 4. bs., Temel Yayınları, İstanbul 1988, s. 368.

² Ersin Çamoğlu, **Kollektif Ortaklıkta Haklı Sebep Kavramı ve Ortağın Haklı Sebep ile Çıkarılması**, İstanbul Üniversitesi Yayınları, İstanbul 1976, s. 2-3.

³ Oğuz İmregün, **Kollektif, Komandit ve Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Ortaklıkları**, Yasa Yayınları, İstanbul 1989, s. 87, 173, 195 - 196; Fatih Bilgili, Ertan Demirkapı, **Şirketler Hukuku**, 9. bs., Dora, Bursa 2013, s. 164; Mehmet Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, 12. bs., Beta Basım, İstanbul 2017, s. 93 vd.; Karş. ve Bkz.: Ünal Tekinalp, **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, 3. bs., Vedat Kitapçılık, İstanbul 2015, s. 327-328, N. 14-03. Yazar, açıkça, yürürlükteki TK'da ayrılma hakkının pay sahiplerine tanındığından bahsederek, hangi hallerde bu hakkın söz konusu olduğunu liste halinde belirtmiştir.

⁴ Domaniç, **Kollektif**, s. 368; Çamoğlu, **Kollektif**, s. 2,3; İmregün, **Kollektif**, s. 87, 173, 195 - 196; Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 164; Bahtiyar, **Ortaklıklar**, s. 94.

⁵ Çıkma hakkı sayesinde dileyen ortağa kendi isteği neticesinde ortaklık paylarını ortaklığa devrederek ortaklıktan ayrılma imkânı sağlanmış olmaktadır. Bkz. Bilgili, Demirkapı, **a.g.e.**, s. 164; Bahtiyar, **Ortaklıklar**, s. 94.

şahsi sorumlulukları ön planda olup, ortağın ayrılması hem ortaklığın hem de ortaklıkta kalan diğer ortakların menfaatlerini doğrudan etkiler⁶.

Sermaye ortaklıklarını en karakteristik şekilde temsil eden anonim ortaklıklarda ise, ayrılma prensip olarak pay devri yoluyla gerçekleşmektedir⁷. TK'56 döneminde anonim ortaklıklar hukukunda, şahıs ortaklıklarına ilişkin mevzuatta düzenlendiği anlamıyla pay sahiplerinin çıkma ve çıkarılmasına ilişkin düzenleme bulunmamaktaydı. Dolayısıyla, bu hukuki olanakların anonim ortaklıklar alanında yerlerini pay devrine bıraktığı tespiti doktrinde yapılmaktaydı⁸.

Ancak ileride ayrıntılı olarak inceleneceği üzere TK ile anonim ortaklıklar hukukunda; ortaklıklar topluluğunda hâkimiyetin hukuka aykırı kullanılması neticesinde gerçekleştirilen işlemlere karşı düzenlenen payların hâkim teşebbüs tarafından satın alınması davasında (m. 202/2) ve seçimlik hak olarak birleşmede (m. 141/1) pay sahiplerinin ortaklıktan çıkması; birleşmedeki zorunlu ayrılma akçesi (m. 141/2), ortaklıklar topluluğunda azınlığın hukuka aykırı hareketleri (m. 208) ve hâkimiyetin hukuka aykırı kullanılması (m. 202/1-b) bağlamında, pay sahibinin AO'dan ıskatında⁹ (m. 482, 483), NYP¹⁰'lere ilişkin bağlam hükümleri (m. 493,

⁶ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 2. Bu açıklamalardan hareketle yazar tarafından ayrılma hakkının esas itibarıyla şahıs ortaklıklarına ilişkin hükümlerde düzenlenmiş olduğu ifade edilmiştir. Nitekim anılan yazar tarafından dipnot açıklamasında, kollektif şirkette ortakların ayrılmasına ilişkin TK 56'da yer alan 195 ilâ 205. (TK 253-262) maddelere ve sermaye şirketlerine ilişkin 476. (TK 565), 520. (TK 595) ve 551. (TK 538, 540-542) maddelere bu yargıyı desteklemek üzere işaret edilmiştir. Hangi anlamda kullanıldığı metinden kesin olarak anlaşılamamakla birlikte, kanaatimizce bu tezin konusunu oluşturan ve SerPK ile Türk ortaklıklar hukuku mevzuatına giren ayrılma hakkı ile şahıs ortaklıklarına ilişkin olarak, özellikle çıkma hakkından hareketle, bu alanda da aynı içerikte bir ayrılma hakkının tanınmış olduğunu ileri sürmek isabetli değildir. Zira aşağıda ilerleyen bölümlerde inceleneceği üzere en temel tanımı ile anonim ortaklıklarda bazı önemli genel kurul kararlarına muhalif kalan pay sahiplerine, paylarını ortaklığa satarak, ortaklıkla olan ilişkilerin sona erdirmeye imkânı sağlayan ayrılma hakkı, şahıs ortaklıklarına ilişkin özelliklerden doğan çıkma hakkıyla hakkın doğumu, kullanım şekli, bunlara ilişkin özellikler gibi açılardan farklılık göstermektedir. Ayrılma hakkının genel tanımı açısından Bkz. Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 707.

⁷ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 2.

⁸ Gül Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, İstanbul 2003, s. 24. Yazar sadece çıkma hakkı açısından ifadede bulunmuştur.; Mehmet Bahtiyar, "Anonim Ortaklıkta Payların Üçüncü Kişilere Satılması Durumunda Diğer Ortaklara Önalım Hakkı Tanıyan Anasözleşme Hükümleri ve Etkileri", **Batider**, 2001, C.XXI, S.2, s. 96; Ünal Tekinalp, (Reha Poroy/Ersin Çamoğlu), **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 12. bs, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2010, s.440, N. 848. Yazar açıklamalarında, anonim ortaklıklar alanında; çıkmanın sonuçları itibarıyla pay devri (pay sahibinin bütün paylarının devri durumunda), çıkarılma kavramının ise, ıskata (pay sahibinin tüm payları hakkında uygulanması halinde) benzetilebileceğini savunmaktadır.

⁹ İskatın teknik anlamda çıkarılma olarak nitelendirilip nitelendirilemeyeceği konusu tartışmalı olmakla birlikte çıkarılma olarak gören görüş açısından yaklaşıldığında çıkarılma hallerine ilişkin

494, 495) çerçevesinde ve AO'nun haklı sebeple feshi davasında (m. 531) pay sahiplerinin ortaklıktan çıkarılması düzenlenmiştir.

HAAO'lar alanında ise, SerPK (md. 24) ve Ayrılma Tebliği ile ilk defa pay sahiplerinin ayrılma hakkı düzenlenmiştir¹¹. Ayrıca yine SerPK md. 27 hükmü ile HAAO'larda, pay sahiplerini ortaklıktan çıkarma hakkı düzenlenmiştir.

AO'lar ve HAAO'lar alanında, pay sahibinin ortaklıktan ayrılması, esasen bu alanda hâkim ilke olan, pay devir serbestisi ilkesi¹² uyarınca pay sahiplerinin paylarını satıp devretmeleri sonucu gerçekleşmektedir.

Ancak AO'lar ve özellikle de HAAO'larda, bazen kamu yararı, bazen de ortaklığın ve ortakların korunması amacıyla pay sahibinin devir serbestisi çeşitli durumlarda sınırlandırılmıştır¹³.

Yukarıdaki açıklamalar doğrultusunda ayrılma, farklı bir yaklaşımla bir an için genel bir üst kavram olarak, pay sahibi ya da ortakların, ortaklıktan ayrılmasına yol açan çıkma, çıkarılma vs. durumların tümüne verilebilecek ortak bir ad olarak kabul edilebilir¹⁴. Nitekim TK'da, LO'lara ilişkin maddelerin beşinci bölüm

listeye dâhil edilmesi uygun olacaktır. Bu konuda bkz. Bilgili, Demirkapı, **a.g.e.**, s. 164. Yazarlar tarafından, ıskat, pay sahibinin AO'dan çıkarılması olarak ifade edilmiştir. Benzer tanım için bkz. Yusuf Ziya Taşkan, "Şirketlerde Sermaye Taahhüdünü Yerine Getirmeyenlere Uygulanabilecek Yaptırımlar", **Yaklaşım**, S. 81, 1999, s. 140-144. Buna karşılık doktrinde Tekinalp tarafından ıskat çıkarma benzeri bir durum olarak tanımlanmaktadır. Karş. Tekinalp vd., **Ortaklıklar 2010**, s. 440, N. 848a. İskatın çıkarma ile farklı kavramlar olduğu yönünde detaylı açıklama ve karşılaştırmalar için bkz. Cenker Değirmenci, **Anonim Ortaklıkta İskat**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2006, s. 14-15.

¹⁰ Nama yazılı pay.

¹¹ HAAO'larda, SerPK'nun 26. maddesi ile düzenlenen zorunlu pay alım teklifi de ayrılma hakkının kullanılmasına yol açan durumlar arasında sayılmıştır. Bkz: Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 328, N. 14-03. Her ne kadar yazar tarafından bu durum ayrılma hakkını doğuran durumlar arasında gösterilmişse de, kanaatimizce bu çalışmada, ileride ayrıntılı olarak inceleneceği üzere, pay alım teklifi özellikleri itibari ile ayrılma hakkının kullanılmasına yol açmaz. Zorunlu pay alım teklifi açısından ayrıca bkz. İsmail Türkyılmaz, **Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2015, s. 7-33; Çağlar Manavgat, **Alenî Pay Alım Teklifi**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 64, Ankara 1997, s. 224 vd.

¹² Bu ilke hakkında bilgi için bkz. Ali Murat Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2014, s. 53.

¹³ Ömer Teoman, **Yaşayan Ticaret Hukuku**, C. I, 8. Kitap, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1997, s. 92; Hayri Domaniç, **Anonim Ortaklıklar Hukuku ve Uygulaması**, TTK Şerhi II, Temel Yayınları, İstanbul 1988, s.1346; Hasan Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi**, C. III, 3. bs., Adalet Yayınevi, Ankara 2018, s. 2053 vd.; Oğuz İmregün, **Anonim Ortaklıklar**, 2. bs., Kurtulmuş Matbaası, İstanbul 1970, s. 270 vd.; Sevi, **Pay Devri**, s. 248 vd.; Murat Yusuf Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, Birinci Basıdan Tıpkı Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2014, s. 35 vd.

¹⁴ Hayri Domaniç, **Türk Ticaret Kanunu Şerhi**, C.I, Temel Yayınları, İstanbul 1988, s. 668; Ünal Tekinalp, (Reha Poroy/Ersin Çamoğlu), **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 10. bs., Vedat

başlığında ayrılma kavramı kullanılmış olup bu başlık altında hem çıkma hem de çıkarılmaya ilişkin hükümlerin yer aldığı, dolayısıyla ayrılma kavramının her iki kavramı de içine alacak şekilde bir üst kavram olarak kullanıldığı görülmektedir.

Ancak bu durumda yaptığımız bu genelleyici tespit, çalışmanın konusu olan ayrılma hakkı kavramının içeriğini belirleme konusunda oldukça yetersiz kalacaktır. Zira bu tanımlama herhangi özel ve teknik hukuki bir durumu ifade etmekten oldukça uzak bir genelleme mahiyetinde olacaktır. Kaldı ki, LO'lara ilişkin anılan başlığın altında yer alan m. 641/2 hükmünde ise, ayrılma hakkı ifadesi geçmekte olup burada kastedilenin sadece çıkma hakkı olduğu, hükümde çıkarılmaya ilişkin bir düzenlemenin yer almadığı da vurgulanmalıdır¹⁵. Dolayısıyla aslında ayrılma kavramının buna ilişkin LO'ya ilişkin TK hükümleri bağlamında ne derece bilinçli kullanıldığı da oldukça tartışmalı bir görüntü arz etmektedir.

Oysa SerPK m. 24¹⁶'te yer verilen ayrılma hakkı, kural olarak ortaklığın önemli nitelikteki işlemlere ilişkin kararlarına muhalif kalan pay sahiplerinin paylarını ortaklığa satmalarını ifade etmektedir. Bu madde bağlamında, ayrılma hakkıyla ilgili olarak, pay devri nedeniyle ortakların paylarını üçüncü şahıslara ya da pay sahiplerine satmalarından farklı ve özellikli bir duruma işaret edildiği görülmektedir. Zaten ayrılma hakkının ortaya çıkmış olduğu hukuk düzenlerindeki tanımı da bu yöndedir¹⁷.

Öte yandan, yukarıda bahsedildiği üzere, AO'lar ve HAAO'larda pay devir serbestisinin sınırlandığı durumlar bulunmaktadır ve bu durumlarda pay sahibinin

Kitapçılık, İstanbul 2005, s. 896, N. 1675. Ayrılma kavramının daha da geniş bir kapsamı olduğu yönündeki görüş için bkz. Bektaş, **Ayrılma Hakkı**, s. 752.

¹⁵ Ayrıntılı değerlendirmeler için bkz. Kendigelen, **Türk Ticaret Kanunu, Değişiklikler, Yenilikler, İlk Tespitler**, 2. bs, On İki Levha Yayınevi, İstanbul 2012, s. 556-557.

¹⁶ “(1) 23 üncü maddede belirtilen önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılıp da olumsuz oy kullanan ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahipleri, paylarını halka açık ortaklığa satarak ayrılma hakkına sahiptir.”

¹⁷ Paul Pieter de Vries, **Exit Rights of Minority Shareholders in a Private Limited Company**, Kluwer, Groningen, 2010, p. 10.; John Robert, B., Thompson, “Exit, Liquidity and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law”, **Georgetown Law Journal**, Vol. 84:1, 1995-1996, p. 11,18; Marco Ventoruzzo, “Cross-border Mergers, Change of Applicable Corporate Laws and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Rights under Italian Law”, Bocconi University-Institute of Comparative Law "Angelo Sraffa", Legal Studies Research Paper Series, **Research Paper No:16**, Milan 2007, s.60; Julie Gwyn Hudson, “The Exclusivity of the Appraisal Remedy Under the New North Carolina Business Act: Deciding the Standard of Review for Cash-Out Mergers”, **North Carolina Law Review**, Vol. 69, 1991, p. 501-502; Peter V. Kunz, “Das neue Fusionsgesetz“, **Entwicklungen im Gesellschaftsrecht I**, Ed. Florian S.Jörg/Olivier Arter, Stämpfli, Bern 2006, s. 195.

payının devri ile ortaklıktan ayrılması bir takım farklı görünümelerde gerçekleşmektedir. Bu farklı görünümlerin genel bir tahlili de ortaklıktan ayrılma ve buradan yola çıkarak ayrılma hakkı kavramlarının nitelendirilmesinde önem taşımaktadır.

Bu görünümlerden pay sahibinin payını kanun gereği ancak belirli kişilere devredebilmesi sınırlaması en başta TK'da yer alan bağlam hükümleri çerçevesinde gerçekleşmektedir. TK m. 491 vd. maddelerde nama yazılı paylara ilişkin olarak kanuni bağlam, m. 492'de esas sözleşme ile öngörülebilecek bağlam, m. 493'te borsaya kote edilmemiş nama yazılı paylar ve m. 495'te ise borsaya kote edilmiş nama yazılı paylar olmak üzere ve özellikle HAAO'lar alanına ilişkin bağlam sınırlamaları yer almaktadır¹⁸. Bu sınırlamalar uyarınca, pay sahibinin pay devri yoluyla ortaklıktan ayrılmasının, esas sözleşmede yer verilecek anılan maddelerde zikredilen nedenlerle, ortaklık tarafından bir anlamda önlenebildiği söylenebilir. Bu sınırlamalara Bankacılık Kanunu¹⁹, Sigortacılık Kanunu²⁰ gibi ilgili kanun ve diğer ikincil mevzuatta da rastlanmaktadır.

Pay sahibinin devir zorunluluğuna ilişkin olarak ise, örnek gösterilebilecek hükümlerden biri TK m. 493/4 hükmüdür. Bu hüküm uyarınca, pay sahibi, payların; miras, mirasın paylaşımı, eşler arasındaki mal rejimi hükümleri veya cebrî icra gereği iktisap edilmesi durumlarında, ortaklık söz konusu payların gerçek değerlerini ödemeyi önerdiği takdirde, paylarını ortaklığa devretmek zorundadır. TK ile uygulamamıza giren m. 208 hükmü uyarınca da; eğer hâkim ortaklık; iştirak ettiği sermaye ortaklığı paylarının ve oy haklarının doğrudan veya dolaylı olarak en az %90'ına sahip ise, bağlı ortaklıktaki azınlık ortaklığın çalışmasını engelliyor, dürüstlük kuralına aykırı davranıyor, fark edilir sıkıntı yaratıyor veya pervasızca

¹⁸ TK'56 dönemi açısından bkz. Teoman, **Yaşayan Ticaret Hukuku**, C.I, s. 92-93; Domaniç, **Anonim Ortaklıklar**, s. 1346; Akın, **Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 35 vd. ile 126 vd.; Necdet Uzel, **6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa Göre Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2013, s. 66-79 vd.

¹⁹ 01.11.2005 tarih ve 25983 (Mükerrer) sayılı RG'de yayımlanmıştır. Nitekim anılan Kanun m. 18/4 "*Ortak sayısının beşten aşağı düşmesine yol açan işlemler ile izin alınmadan yapılan pay devirleri pay defterine kaydolunmaz. Bu hükme aykırı olarak pay defterine yapılan kayıtlar hükümsüzdür.*" hükmünü haizdir.

²⁰ 07.04.2001 tarih ve 24366 sayılı RG'de yayımlanmıştır. Nitekim anılan Kanun m. 9/3 "*Birinci ve ikinci fıkra hükümlerine aykırı olarak izin alınmaksızın yapılan hisse devirleri pay defterine kaydolunmaz.*" hükmünü haizdir.

hareket ediyorsa, hâkim pay sahibinin talebi üzerine azınlık pay sahipleri paylarını hâkim pay sahibine satmak zorundadır²¹. Benzer şekilde TK ile mevzuata dâhil olan m. 202/1 hükmü uyarınca, ortaklıklar topluluğunda hâkimiyetin kötüye kullanılması neticesinde bağlı ortaklık pay sahibi tarafından açılan denkleştirme davasında mahkeme davacı pay sahibinin paylarının hâkim ortaklık tarafından satın alınmasına hükmedebilir²². Yine yeni bir düzenleme olarak TK m. 531'e göre AO'nun haklı sebeple feshinin azınlık pay sahibi/sahipleri tarafından talep edilmesi durumunda mahkeme davacı pay sahibinin/sahiplerinin ortaklıktan çıkarılmasına karar verebilir²³. Nihayet SerPK m.27 hükmü uyarınca pay sahiplerinin HAAO'larda, SPK tarafından belirlenen oranda²⁴ sermaye payını temsil eden oy haklarına ulaşması halinde azınlık pay sahiplerini ortaklıktan çıkarma hakkı bulunmaktadır.

Pay sahibinin, bazı hallerde paylarını devretmek istediği takdirde, paylarının diğer pay sahipleri ya da ortaklık tarafından satın alınması zorunluluğuna ilişkin olarak ise, kendisine tanınan bu hakkın çeşitli görünümde ortaya çıktığı görülmektedir. Bu farklı görünümeler şu şekilde listelenebilir: Pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu²⁵, azınlık pay sahiplerini çıkarma hakkının doğduğu durumlarda azınlık pay sahiplerinin paylarını satma hakkı, birleşme sözleşmesinde seçimlik ayrılma akçesinin öngörüldüğü durumlarda pay sahibinin ayrılma akçesini

²¹ Bu maddeye ilişkin olarak gerekçede, kabul edilme amacının, kişisel nedenlerle çoğunluğun iradesiyle karar alınıp uygulanmasına engel olan, ortaklığı bunaltan ve engelleyen davranışlara son verilmesi ve böylelikle ortaklık içi barışın sağlanması olduğu ifade edilmiştir. Bkz. **Türk Ticaret Kanunu Madde Gerekçeleri**, Madde 208.

²² Bazı yazarların ayrılma hakkı olarak değerlendirdiği TK m. 202/1 hükmü çalışmanın birinci bölümünde değerlendirilecektir. Söz konusu yazarlar için (örnek kabilinden) bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 328, N. 14-03, Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 191 vd.

²³ Kimi yazarlarca ayrılma hakkı olarak değerlendirilen bu hüküm çalışmanın birinci bölümünde değerlendirilecektir. Söz konusu yazarlar için bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 328, N. 14-03; Bahtiyar, **Ortaklıklar**, s. 380-381; Şükrü Yıldız, "TTK Tasarısına Göre Anonim Şirketin Haklı Sebeplerle Feshi", **Prof. Dr. Ergon A. Çetingil ve Prof. Dr. Rayegan Kender'e 50. Birlikte Çalışma Yılı Armağanı**, İÜHF, İstanbul 2007, s. 1199.

²⁴ Nitekim bu maddeyle ilgili olarak çıkarma hakkının ayrıntılarının düzenlendiği SPK'nın II-27.2 sayılı Tebliği (12.11.2014 tarih ve 29173 sayılı RG'de yayımlanmıştır.) hazırlanmıştır. İleride s. 181-183'de detaylı olarak irdelenecektir. Söz konusu orana ilişkin detaylı tahliller için bkz. Serdar Karababa, **(Mukayeseli Hukuk ve Türk Hukuku Açısından) Anonim Ortaklıkta Satın Alma (Squeeze Out) ve Çıkarma Hakları**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2016, s. 215-229.

²⁵ 2499 sayılı eSerPK döneminde çağrıda bulunma yükümlülüğü şeklinde adlandırılan ve SPK'nın Seri: IV, No: 44 sayılı Tebliği ile (02.09.2009 tarih ve 27337 sayılı RG'de yayımlanmıştır.) düzenlenen bu yükümlülük, SerPK m. 26 ile kanuni düzenlemeye kavuşturulmuş ve "pay alım teklifi zorunluluğu" şeklinde ifade edilmiştir. Ayrıntılı açıklama açısından bkz. **18/6/2012 tarih ve B.02.0.KKG.0.10/101-541/2663 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Gerekçeleri**, Madde Gerekçeleri, Madde: 26. Ayrıca söz konusu Tebliğ de SPK'nın II-26.1 sayılı Tebliği ile (23.1.2014 tarih ve 28891 sayılı RG'de yayımlanmıştır) yürürlükten kaldırılmıştır.

tercih ederek ayrılmayı talep etmesi, ortaklıklar topluluğunda hâkimiyetin kötüye kullanılması neticesinde yapılan önemli esas sözleşme değişikliği nedeniyle bağlı ortaklık pay sahibinin mahkemeden paylarının hâkim teşebbüs tarafından satın alınmasını talep etmesi ve önemli nitelikteki işlemlere ilişkin olarak pay sahiplerinin paylarını ortaklığa satarak ayrılma hakkı.

Zorunlu pay alım teklifinde, yönetim kontrolünün, buna ilişkin payların elde edilmesi ya da pay sahipleri arasındaki anlaşmalarla elde edilmesi durumunda hâkimiyeti ele geçiren pay sahipleri, azınlıktaki pay sahiplerinin paylarını satın almak üzere teklifte bulunmak zorunda olup, bu durumda azınlık pay sahiplerinin paylarını satarak ortaklıktan fiilen ayrılma hakkı bulunmaktadır. Böylelikle, ortaklık yönetiminin kontrolünün değişmesi nedeniyle azınlık pay sahiplerine bu değişiklikten pay fiyatı anlamında olumsuz yönde etkilenmeden ve ortaklık içi mücadelelerin önüne geçerek paylarını kontrol değişikliğine yol açan satış fiyatı üzerinden eşit şartlar altında satarak, ortaklıktan fiilen ayrılma hakkı tanınmaktadır²⁶.

Azınlık pay sahiplerinin paylarının hâkim durumdaki pay sahipleri tarafından satın alınmasını talep hakkı (satma hakkı) ise, yukarıda değinildiği üzere SerPK m. 27 ile HAAO'lara ilişkin olarak mevzuatımıza girmiş bulunmaktadır. Bu hak ile HAAO'larda pay alım teklifi sonrasında azınlık haline gelen pay sahiplerine ortaklıkta kalıp kalmama konusunda bir kez daha inisiyatif kullanabilme imkânı sağlanmaktadır. Böylelikle, aynı maddede düzenlenen hâkim duruma gelen pay sahiplerine, azınlık pay sahiplerini çıkarma hakkına paralel bir düzenleme olarak, satma hakkı tanınmış olmaktadır²⁷. Tezimizin konusunu oluşturan ve pay sahiplerinin önemli nitelikteki ortaklık işlemlerine muhalif kalmaları neticesinde paylarını ortaklığa satma hakkı ise, ayrılma hakkı adı altında ilk defa olarak sermaye piyasası mevzuatımızda düzenlenmiştir.

Bu açıklamalar neticesinde, AO ve HAAO'lar alanında pay sahibinin tümüyle paylarının devri geniş anlamıyla AO'dan ayrılma anlamına da geldiğine göre, önemli nitelikteki işlemlere muhalif kalma durumunda payların ortaklığa satılmasının özel

²⁶ Ayrıntılı bilgi için Bkz. İlhan Dinç, **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, Legal Yayınevi, İstanbul 2006, s.228 vd.; Çağlar Manavgat, **Alenî Pay Alım Teklifi**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 64, Ankara, 1996, s.121. Bkz. aşağıda s. 31 vd.

²⁷ Ayrıntılı açıklama açısından bkz. **SerPK Gereçekçeleri**, Madde Gereçekçeleri, Madde: 27. Genel açıklamalar için bkz. Manavgat, **Pay Alım Teklifi**, s.125-126. Bkz. aşağıda s. 30 vd.

olarak ayrılma hakkı olarak adlandırılmasının ne ölçüde isabetli olduğu tartışılır bir konudur.

Kaldı ki, bu tartışmadan da öte, pay sahibinin, paylarını, pay alım yükümlülüğü öngörülen hallerde dilediği takdirde satabilmesine ilişkin olan hakları - yani zorunlu pay alım teklifi ve azınlığın paylarının hâkim pay sahipleri tarafından satın alınmasını talep etme hakları- için de ayrılma hakkı başlığının kullanılıp kullanılamayacağı daha da önemli bir tartışmadır.

Ancak kanaatimizce, yukarıda değinilen her iki tartışmalı konu analiz edildiğinde şu tespitlere varılabilir: Öncelikle pay sahibinin tüm paylarını devretmesi her ne kadar ortaklıktan ayrılması sonucunu doğursa ve bu durum AO ve HAAO'larda pay sahibinin belirli kanuni istisnalar dışında hakkı da olsa, bunun ayrılma hakkı olarak adlandırılmasının özellikli ve ayırt edici bir hukuki anlamı olmayacaktır. Esasen böyle bir adlandırma sadece geniş hukuki haklar kümesine işaret edecek olup, bu alanda uzman bir kimseye dahi bununla hangi hukuki duruma işaret edildiğine ilişkin bir fikir vermeyecektir.

Pay alım yükümlülüğü öngörülen hallerde zorunlu pay alım teklifi ve diğer pay sahiplerinin paylarını satma haklarının da ayrılma hakkı olarak adlandırılıp adlandırılmayacağı sorununa ise, kanaatimizce şu şekilde yaklaşmak doğru olacaktır: Her iki hak da SerPK m. 24'te düzenlenen hak gibi pay sahibine payını satma imkânı vermekte, alıcı taraflar için alım yükümlülüğü öngörmekte ve, işlev olarak da azınlık pay sahiplerini koruma gibi amaçsal benzerliklere sahip olsa da, her iki hakkı doğuran şartlar ve bu hakların kullanılma koşulları farklılık göstermektedir.

Öte yandan, pay alım yükümlülüğü öngörülen hallerde zorunlu pay alım teklifi ve azınlığa düşen pay sahiplerinin paylarını satma hakları tahlil edildiğinde her iki hakta da pay alım yükümlülüğünün daha ön planda olduğu görülmektedir²⁸. Kaldı ki, önemli nitelikteki işlemlere muhalif kalan pay sahiplerinin paylarını ortaklığa satarak ayrılması hakkının da diğer haklardan ayrılabilmesi için hukuki bir isimlendirmeyi gerektirdiği açıktır.

²⁸ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 8.

Çalışmanın birinci bölümünde detaylı olarak incelenecek olan ve doktrinde birçok yazarın²⁹ ayrılma hakkı olarak değerlendirdiği TK m. 141/1 ve 202/2 hükümlerine ilişkin olarak da bu başlık altında şu ön tahlillerimizi ifade etmeyi uygun görmekteyiz.

Birleşme sözleşmesinde seçimlik bir hak olarak kararlaştırılan ayrılma akçesini tercih ederek birleşme dışı kalan pay sahipleri ortaklıktan ayrılmış olmaktadır. Ancak bu ayrılma, incelediğimiz ve SerPK mevzuatı ile tanınan ayrılma hakkından farklıdır. Zira öncelikle bu şekilde ayrılma ile ayrılma hakkının tanınmasının ardındaki *ratio legis* birbirinden farklıdır. Ayrılma hakkında önemli nitelikteki işleme muhalif kalan pay sahiplerine kanunen verilmiş bir hak bulunmakta iken, birleşme işlemindeki ayrılmada birleşmeye taraf ortaklıklarca kararlaştırıldığı takdirde ve sözleşmesel temelli olarak bir ayrılma imkânı sunulmaktadır.

Ortaklıklar topluluğunda hâkimiyetin kötüye kullanılması neticesinde bağlı ortaklıkta gerçekleştirilen önemli nitelikteki esas sözleşme değişiklikleri karşısında dava yoluyla pay sahibi tarafından talep edilen ayrılma ile ayrılma hakkı, yararlanma şartları olarak birbirine çok yakın olmasına rağmen; ortaklıklar topluluğunda tanınan satın almayı talep davasının dayanağı olan temel motif hâkimiyetin kötüye kullanılması neticesinde pay sahibinin mağdur edilmesinin önlenmesi iken, ayrılma hakkı, genel geçer şekilde ortaklığın gerçekleştireceği önemli işler açısından yatırımcı konumundaki pay sahibine yatırımı konusunda esneklik kazandırmaktadır. Kaldı ki, ortaklıklar topluluğunda ayrılma imkânından faydalanılması için talebin mahkemeye dava yoluyla sunulması ve hâkimiyet nedeniyle önemli esas sözleşme değişikliğinin haklı sebebinin bağlı ortaklık açısından bulunmadığının kanıtlanması gerekmektedir. Yani temelde mağduriyetin giderilmesi amaçlı ve ortaklıklar topluluğuna özgüdür.

²⁹ Her iki hüküm açısından bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 328, N. 14-03; Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 187 vd., s. 245 vd.; Nusret Çetin, Hatice Ebru Töremiş, Zeynep Cantimur, **6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistematiik Analizi**, Yetkin Yayınları, Ankara 2014, s. 46 vd.; TK m. 202/2 açısından anılan yazarlara ilâveten bkz. Burak Adıgüzel, "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı", **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XVIII, 2014, S. 2, s. 4; Karababa, **Satın Alma Hakkı**, s. 137 vd.

Netice itibariyle anılan TK hükümleri kanımızca AO'lar veya HAAO'lara ilişkin olarak ayrılma hakkını düzenleyen hükümler olarak değerlendirilemez³⁰. Dolayısıyla ayrılma hakkı bu hükümlerde düzenlendiğinden daha farklı özellikler gösteren ve temellere dayanan bir hak görünümündedir. Nitekim bu hak, ileride³¹ detaylı olarak inceleneceği üzere, ortaklıkta azınlık ve çoğunluk pay sahipleri arasındaki menfaatlerin dengelenmesi, ortaklığın karşılaştığı önemli nitelikteki işleme ilişkin lehte ve aleyhte yaklaşıma sahip pay sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarını bir ölçüde önleyerek işlemin gerçekleştirilmesini sağlayıcı, yani işlem menfaatini, dolayısıyla ortaklık menfaatini gözetici işlevi ve aynı zamanda başkaca bir takım işlevleri haiz gerekli, önemli bir pay sahipliği hakkı niteliğindedir.

Ayrılma hakkının isimlendirilmesine ilişkin olarak ise, “çekilme”, “çıkma”, gibi kavramların da kullanılabileceği düşünülebilir.

Ancak yukarıda, başlangıçtaki açıklamalarımızda değinildiği üzere, “çıkma” kavramı daha ziyade şahıs ortaklıklarıyla ilgili olarak kullanılmakta olup -AO ve HAAO'lar alanında da TK, SerPK ve SPK mevzuatlarıyla ortakların çıkmasına ilişkin düzenlemeler kabul edilmiş olsa dahi- bu kavramın esasen şahıs ortaklıklarını da çağrıştıran bir kavram olması nedeniyle, bizce bu hakkı ifade etmek için “ayrılma” kavramının kullanılması daha isabetlidir³².

“Çekilme” kavramı ise katıldığımız görüş³³ uyarınca daha ziyade istifa müessesini çağrıştırmakta olup, bizce söz konusu hakkı tanıtmakta ve belirlemede yetersiz kalacaktır.

Öte yandan, doktrinde³⁴ “ayrılma” kavramı söz konusu hakkı ifade etmek üzere kullanılmaktadır. Bunun yanı sıra TK'da, SerPK'da ve bunların gerekçelerinde ayrılma hakkı kavramı kullanılmıştır³⁵.

³⁰ Bektaş, **Ayrılma Hakkı**, s. 760.

³¹ Bkz. aşağıda s. 85 vd.

³² Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 327-328, N. 14-03; ancak bu hakkı ifade etmek üzere doktrinde çıkma hakkı kavramı da yoğun bir şekilde kullanılmıştır. TK'nın ayrılma imkânı sağlayan hükümleri açısından bkz. ve karşı: Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 514; ayrıca bkz. Yaşar Karayağçın, “Anonim Şirkette Çoğunluk- Azınlık İlişkisi Bakımından Kontrol (Blok) Satış ve Genel Alım Önerisi”, **Prof. Dr. Haluk Tandoğan'ın Hatırasına Armağan**, Bank. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 1990, s. 389.

³³ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 8.

³⁴ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 327-328, N. 14-03; Hikmet Sami Türk, **Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesinde “Nevilerin Aynı Olması” Koşulu**, Bank. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 1986, s. 68, Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 708.

II. AYRILMA HAKKININ TARİHSEL GELİŞİMİ

A. ABD Hukuku

Ayrılma hakkının ortaya çıkışı incelendiğinde, bu hakkın 19. yy'ın ikinci yarısında ilk önce ABD hukukunda düzenlemelere ve mahkeme kararlarına konu olduğu gözlemlenmektedir. Adı geçen hukuk sisteminde bu hak, ilk olarak şirket birleşmeleriyle, şirket malvarlığının devri işlemleriyle ilgili olarak düzenlenmiştir³⁶. Dolayısıyla hakkın doğumuna yol açan etkenleri değerlendirirken, birleşme kurumunun 19. yy'ın ikinci yarısında geçirdiği değişim ve bu değişime yol açan ekonomik gelişmeler ve sanayileşme hareketlerini dikkate almak doğru bir yaklaşım olacaktır³⁷.

1. Hakkın Doğmasına Neden Olan Etkenler

19. yy'da ABD ortaklıklar hukuku alanında hâkim olan sözleşme ilkesi³⁸ uyarınca, ortaklık sözleşmesi, devletle ortaklık arasında olduğu kadar pay sahipleri arasında akdedilmiş olan ve bu sözleşmenin tarafı olanların tümünün rızası olmadan ya da sözleşmede aksi kararlaştırılmış olmadıkça değiştirilemeyen bir hukuki metindir³⁹. Bu ilkenin kabul edilmesinin arka planındaki sebebin pay sahiplerinin ortaklığın günlük işleri ve işleyişi hususunda yetkilerinin bulunmaması, bu alanın tamamen yöneticilerin inisiyatifine bırakılmış olması, ayrıca tedbirli yönetici

³⁵ Bkz. **17.10.2005 Tarihli Türk Ticaret Kanunu Genel Gerekçesi**, Madde Gerekçeleri, Madde 141; SerPK Gerekçesi, m. 24.

³⁶ Mary Siegel, "Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-first Century", **Harvard Law Journal**, S. 32, 1995, s. 87-88; Robert Charles Clark, **Corporate Law**, Little Brown, Boston 1986, s. 443-444; Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 708; Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 9

³⁷ Siegel, **Appraisal Rights**, s. 86; Robert B. Thompson, "Exit, Liquidity and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law", **The Georgetown Law Journal**, Vol. 84/1, 1995, s. 11.

³⁸ William J. Carney, "Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes", **American Bar Foundation Research Journal**, Vol. 5, No. 1 (Winter, 1980), p. 78.

³⁹ Eliot J. Weis, "The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective", **New York University Law Review**, 1981, s. 627. Yazar tarafından bu anlayışı yansıtan mahkeme içtihatlarına örnek olarak *Wright v. Oroville Gold, Silver, & Copper Mining Co.*, 40 Cal. 20 (1870), kararı ile *Kean v. Johnson*, 9 N.J. Eq. 401 (1853), kararları gösterilmiştir. Bu kararlarda, ABD mahkemeleri, ortaklık sözleşmesinin değiştirilmesine yol açabilecek veya dolaylı olarak bu amaca hizmet edebilecek varlık transferi gibi hususlarda da oybirliğiyle karar alınması gerektiğini açık şekilde ortaya koymuşlardır.

Aslında bu yaklaşımın bireysel olarak pay sahibinin istismarına açık olduğu, karar alınmasının sağlanması için parasal veya benzeri şekillerde tatmin edilmesinin gerekeceği hususunda bkz.: George S. Geis, "Articles Internal Poison Pills", **New York University Law Review**, Vol. 87:1169, 2009, s. 1177-1178.

kuralının (*business judgement rule*⁴⁰) yöneticileri koruyucu bir işlev görmesi neticesinde, yöneticilerin sahip olduğu bir anlamda sınırsız görünen yetkilerin dengelenmesi olduğu ifade edilebilir. Böylelikle yöneticilerin seçimi ve önemli nitelikteki işlemler için tüm pay sahiplerinin oy hakkına sahip olması amaçlanmıştır⁴¹.

Daha sonra ise, *Trustees of Dartmouth College v. Woodward*⁴² kararı ile bu görüş değişmeye başlamıştır. Bu değişikliğe sebep olan ilk etken, kamunun iştirak ettiği AO'larda, devletin ortaklık sözleşmesini değiştirme hakkının saklı olduğu görüşünün ileri sürülmesidir⁴³. Bu karardan sonra ise, ABD'de AO'lar, çoğunluğun kararı ile ortaklık sözleşmelerinin değiştirilebileceğine ilişkin hükümlere yer vermeye başlamışlardır. Mahkemeler de bu gelişmelere paralel olarak, oyçokluğuyla karar almayı pay sahibinin bireysel anlamda sahip olduğu kabul edilen sözleşmesel haklarının ihlali olarak değerlendirme eğiliminden uzaklaşarak, tek bir pay sahibinin çoğunluğun iradesinin gerçekleşmesini önleyip önleyemeyeceği konusunu değerlendirmeye başlamışlardır.

Ancak bu gelişmeye rağmen; birleşme, varlık transferi ve *consolidation*⁴⁴ işlemleriyle ilgili olarak oybirliği şartı geçerliliğini korumaya devam etmiştir. Bu dönemde istisnai olarak mahkemelerce; ortaklığın iflâs durumunda bulunması hâlinde, çoğunluk pay sahiplerinin, ortaklık mallarını satarak paraya çevirmelerine,

⁴⁰ Söz konusu kural hakkında ayrıntılı açıklamalar ve kuralın TK açısından değerlendirilmesi açısından bkz. Sibel Hacımahmutoğlu, "The Business Judgement Rule: İşadamı Kararı mı Yoksa Ticari Muhakeme Kuralı mı?", *Batider*, C. XXX, S. 4, 2014, (99-145), s. 99 vd; Sevgi Bozkurt Yaşar, *Anonim Şirketlerde İşadamı Kararı İlkesinin (Business Judgement Rule) Uygulanması*, Beta Yayınları, İstanbul 2015, s. 5-10, 259 vd.

⁴¹ Helen M. Richards, "Cede & Co. v. Technicolor, Inc.: A Whole New Ball Game For Dissenting Shareholders", *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 14, 1989, p. 1001-1002.

⁴² Siegel, *Appraisal Rights*, s. 86; Carney, *Fundamental Corporate Changes*, s. 81.

⁴³ Bu görüş Justice Story tarafından savunulmuştur. Bkz. Siegel, *Appraisal Rights*, s. 86; Carney, *Fundamental Corporate Changes*, s. 75-83.

⁴⁴ ABD ortaklıklar hukuku alanında konsolidasyon, iki ya da daha fazla ortaklığın yeni bir ortaklık çatısı altında birleşmesi (yeni kuruluş yoluyla birleşme) anlamına gelmekte olup, bu kelimenin İngiliz hukukundaki karşılığı *amalgamation* terimidir. Bkz. Black's Law Dictionary, 2. bs., (Çevrimiçi) <http://thelawdictionary.org/>, (Son Erişim Tarihi: 24 Ocak 2014). Mary Siegel, "An Appraisal of The Model Business Corporation Act's Appraisal Rights Provisions", *Law and Contemporary Problems*, Vol. 74, s. 232, dpn. 8; Sönmez, *Ayrılma Hakkı*, s. 12, dpn. 47. Tezimizde, ABD Hukukuyla ilgili açıklamalarımızda, özel olarak vurgulanması gerekmedikçe, birleşme kavramını adı geçen kavramı da içerecek şekilde kullanacağız.

ortaklığı tasfiye etmelerine ve geriye kalan nakdin pay sahiplerine dağıtılmasına ilişkin karar alabilecekleri kabul ediliyordu⁴⁵.

Bu şekildeki uygulama sözleşme hukuku ile de uyumlu idi. Zira sözleşme hukuku uyarınca, sözleşmenin amacının elde edilmesinin ortadan kalkması durumunda tarafların sözleşmeyi yerine getirme yükümleri ortadan kalkıyordu. 19. yy. sonuna doğru mahkemeler, iflâs durumundaki AO'nun başka bir AO tarafından devralınması işleminde, satın alınan AO'daki azınlık paylarının söz konusu AO'daki çoğunluğun kararıyla, alıcı AO'nun piyasa değeri bulunan hisse senetleri karşılığında satışına cevaz vermiş ve böylelikle azınlık pay sahipleri alıcı AO'nun pay sahibi olmuşlardır⁴⁶.

2. Hakkın Gelişimi ve Kanunlaşma Süreci

Zamanla ortaklığın iflâs halinde bulunmasına ilişkin kural mahkemelerce esnetilmiş ve nihayetinde günümüzde geçerli ilke olan çoğunluk kararıyla şirket varlıklarının nakit ya da hisse senedi karşılığında satılabileceği noktasına gelinmiştir.⁴⁷ Pay sahiplerinin çoğunluk kararıyla ortaklık sözleşmesini değiştirebilmesi ve şirket varlıklarını satabilmesi yönündeki gelişmeler ABD Ortaklıklar Hukukunda, *de facto merger* olarak adlandırılan, Türkçe “fiili birleşme” olarak ifade edebileceğimiz, aslında hukuken birleşme işlemi olarak kabul edilemeyecek bir sonucu da ortaya çıkarmıştır. Bu tür bir birleşmede, ortaklığın tüm malvarlığı diğer bir ortaklığa devredilmekte, malvarlığı devredilen ortaklık ise, infisah etmektedir. Öğretide Carney⁴⁸ tarafından, bu şekilde bir birleşmenin aslında yukarıda değinilen *consolidation* kavramına karşılık gelen yeni ortaklık kuruluşu şeklinde bir birleşme olduğu, zira burada çoğunluk pay sahibinin ortağı olduğu yeni ortaklığa varlık devrinin söz konusu olduğu ifade edilmiştir. Ancak bu tür işlemler çoğu kez mahkemelerce devir karşılığında devredilen ortaklık pay sahiplerine

⁴⁵ Siegel, **Appraisal Rights**, s. 87.

⁴⁶ Örnek bir karar olarak, *Southern Pacific Co. v. Bogert*, gösterilebilir. Bkz: Weis, **Take Out Mergers**, s. 629-630. Bu davada, çoğunluk ortaklığın tasfiyesine karar vermiş ve ortaklık malvarlığının kendi kurduğu yeni ortaklığa devrini onaylamıştır. Ancak azınlığa yeni ortaklıkta pay vermemiştir. Temyiz mahkemesi ise, böyle bir durumda azınlığın satışın semerelerinden adil bir şekilde yararlanması gerektiğine işaret etmiştir.

⁴⁷ Siegel, **Appraisal Rights**, s. 88; Carney, **Fundamental Corporate Changes**, s. 89.

⁴⁸ Carney, **Fundamental Corporate Changes**, s. 89, dpn. 78.

devralan ortaklık paylarının verilmediği durumlarda anıldığı şekilde bir birleşme olarak kabul edilmemiştir⁴⁹.

Uygulamada mahkemelerce gerçekleştirilen içtihat değişikliği sonucu⁵⁰, birleşme ve malvarlığı devirlerinde cevaz verilen çoğunluk kararının yeterli olduğu içtihadı sayesinde, bugünkü anlamıyla ayrılma hakkının tanınması konusunda sadece tek bir eksik taraf kaldı. Bu eksik taraf ise, böyle durumlarda azınlığa paylarını nakit karşılığı satabilme imkânının tanınmasıdır. Gerçi bu imkândan dava yolunu tercih eden pay sahipleri yararlanıyordu, ancak dava yolu, pay sahipleri açısından riskli ve pahalı bir yol olması, ortaklıklar açısından ise, tedirgin edici bir süreç olması sebepleriyle tatmin edici değildi. Bu gelişmelerin neticesinde, mahkeme kararlarının çizmiş olduğu yol doğrultusunda federal düzeyde eyaletlerce ayrılma hakkı konusunda yasal düzenlemeler yapılmaya başlanmıştır⁵¹. Güncel olarak ise, tüm eyaletlerde ayrılma hakkına ilişkin düzenlemeler mevcuttur.

Ancak yapılan bu yasal düzenlemelere ilişkin tarihsel süreç incelendiğinde birleşmelerin çoğunluk kararıyla yapılabileceğine ilişkin kanunların kabulü ile ayrılma hakkının düzenlendiği kanunların her eyalette tam olarak birbirine paralel zamanlamayla yürürlüğe girmediği görülmektedir⁵².

Ayrılma hakkının ABD Ticaret Hukuku'nda geçirmiş olduğu evrim hakkında, bu evrimin aslında ABD Hukuku'nun geçen yüzyılda geçirdiği evrimle özdeş olduğu, zira söz konusu evrimle birlikte daha durağan bir hukuktan daha dinamik bir hukuka, mülkiyet hakkını merkeze alan bir hukuktan talebe odaklanan bir hukuka,

⁴⁹ Yazar tarafından buna örnek mahkeme kararları olarak *Butler v. New Keystone Copper Co.*, 10 Del. Ch. 371, 93 A. 380 (Del. Ch. 1915); *Traer v. Lucas Prospecting Co.*, 124 Iowa 107, 99 N.W. 290 (1904) kararları gösterilmiştir. Bkz. Carney, **Fundamental Corporate Changes**, s. 89, dpn. 78.

⁵⁰ Bu içtihat değişikliğine ilişkin olarak Pennsylvania Yüksek Mahkemesi'nin 1858 yılında *Lauman v. Lebanon Valley R. R. Co* davasında verdiği karar önemli bir role haizdir. Bkz. Bayless Manning, "The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker", **The Yale Law Journal**, Vol. 72, No. 2, 1962, s. 230, dpn. 20. Bu kararda mahkeme; henüz ayrılma hakkının düzenlenmesine ilişkin yasal düzenlemenin bulunmadığı bir tarihte, dava konusu birleşme işlemine, birleşme işleminin önlenmesi için dava açan ayrılan bir pay sahibine, hissesiyle orantılı ödeme yapılması ve bunun da şirket tarafından güvenceye alınması şartıyla cevaz vermiştir.

⁵¹ Hatta 1927 sonlarına kadar en az 20 eyalette birleşme işlemlerinde azınlık pay sahiplerine ayrılma hakkına ilişkin ödeme yapılabileceğine ilişkin yasal düzenlemeler yapılmıştır. Bkz. Carney, **Fundamental Corporate Changes**, s. 94, dpn. 102.

⁵² Bkz. Thompson, **Exit**, s. 57-58. Yazar tarafından makalesinin ekinde sunulan tablo 3 incelendiğinde 19.yy. sonuna doğru birleşmelere ilişkin kanuni düzenlemelere sahip olan 12 eyaletten sadece beşinde eş zamanlı denebilecek düzenlemelerin mevcut olduğu görülmektedir.

bireye odaklanan bir hukuktan grupsal haklara odaklanan bir hukuka geçildiği tespiti doktrinde yapılmıştır⁵³. Hatta bu görüş uyarınca ayrılma hakkını düzenleyen kanunlar, yalnızca ABD Hukuku'ndaki bu genel eğilim ve gelişimin yasal alanda örneğini teşkil etmektedir. Dolayısıyla bu kanunlar olmasaydı dahi mahkemelerce yine de çoğunluğun lehine içtihat oluşturulacaktı.

ABD'de ayrılma hakkının kanunlaşma sürecine bakıldığında ayrılma hakkına ilişkin ilk kanunların 1890 yılında New York, 1891 yılında Maine, 1893 yılında Kentucky, 1896 yılında New Jersey, 1899 yılında Delaware eyaletlerinde kabul edildiği tespit olunmuştur⁵⁴. Ayrılma hakkına ilişkin kanuni düzenlemelerin tüm ABD eyaletlerince geniş çapta kabulü ise, 1920 ve 1930'lu yıllarda gerçekleşmiştir⁵⁵. Nitekim 1900'lü yılların başında çalışmalarına başlamış olan Ortak Eyalet Kanunları Hazırlama Komisyonu tarafından, ayrılma hakkına Yeknesak Anonim Ortaklıklar Kanunu'nda⁵⁶ -*The Uniform Business Corporation*⁵⁷ Act- yer verilmesi, ancak 1927 yılında mümkün olabilmıştır.

⁵³ Manning, **Appraisal Remedy**, s. 229.

⁵⁴ Her ne kadar doktrinde Sönmez tarafından Thompson'un makalesine (Bkz. Thompson, Exit) atıfla, "Bu çerçevede önce Illinois Eyaleti'nde, 1867 yılında, birleşme işleminde ayrılma hakkı kanunî düzenlemeye kavuşturulmuş; bunu, Maryland (1868), Missoiri (1870) ve Louisiana (1874), yine birleşme işlemleri ile sınırlı olmak üzere izlemiştir." şeklinde bir açıklamaya yer verilmişse de, Sönmez'in atıf yaptığı makale sayfasında bu açıklamasına ilişkin bir bilgiye rastlanmamıştır. Üstelik kendi makalesinin 14. sayfasında, dpn. 52 ve yine makalesinin eki olan 3 numaralı tabloya atıfla, Thompson tarafından bizzat, bizim de yukarıdaki açıklamalarımızda değindiğimiz şekilde, yasal düzenlemelere ilişkin tarihsel süreçte, birleşmelerin çoğunluk kararıyla yapılabileceğine ilişkin kanunların kabulü ile ayrılma hakkının düzenlendiği kanunların kabulünün tam olarak eş zamanlı gerçekleşmediğine ilişkin açıklamada bulunmaktadır. Ayrıca Sönmez'in ifadesinin hilafına, Sönmez'in ifade ettiği eyaletlerde ve tarihlerde, ayrılma hakkına ilişkin kanunların değil de birleşme işlemlerinin çoğunluk kararıyla yapılabilmesine ilişkin kanunların kabul edilmiş olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle Sönmez'in tespitinden farklı olarak ayrılma hakkına ilişkin kanunların kabul edildiği eyaletler ile ilgili öncelik sıralamasında farklı bir liste ve tarih sıralamasına yer vermeyi uygun gördük. Bkz. ve Karş. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 11.

⁵⁵ 1950'lere kadar hala ayrılma hakkı konusunda adım atmakta direnen az sayıda eyalet olduğu tespitinde bulunmaktadır. Bkz. Thompson, **Exit**, s. 14, dpn. 54.

⁵⁶ Bu kanun, model kanun niteliğinde hazırlanmış olup eyaletler için örnek niteliğindedir. Az sayıda eyalet tarafından benimsenerek kendi mevzuatlarına aktarılmış, ancak genel anlamda kabul görmemiştir. 1943 yılında adı **MBCA** olarak değiştirilmiş, 1957'de ise ilgili komisyon tarafından geri çekilmiştir. Söz konusu kanun; bu çalışmanın ilgili kısımlarında irdelenecek olan, **ABA** tarafından hazırlanan ve geniş çapta örnek alınan **MBCA** ile benzer isim taşımasına rağmen farklı metinlerdir. MBCA ile ilgili detaylı bilgi ve değerlendirmelere aşağıda yer verilecektir. Bkz. aşağıda s. 22 vd.

⁵⁷ Corporation kelimesi prensip olarak Türk Hukuku'ndaki anonim ortaklığı ifade ettiğinden (nitekim aynı yönde bkz: Oğuz Kürşat Ünal, **Menkul Kıymetler Hukuku, Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler**, Ban. ve Tic. Huk. Ens., Ankara 1987, s. 60) çalışmamızda anılan ifadeyi anonim ortaklık olarak kullanmayı tercih ettik.

3. Hakka Yönelik Eleştiriler ve Alternatif Mekanizmalar

20. yy.'da ortaklıkların ve piyasaların gelişmesi, ortaklık paylarının, ödenebilir bir meta olarak görülmesine yol açmış ancak her ne kadar bu gelişmeye paralel bir mekanizma olarak ortaya çıkmış olsa da, ayrılma hakkı, henüz bu sürecin önemli bir parçası olamamıştı.

Bu dönemde ayrılma hakkı doktrinde de eleştirilere hedef olmuştur. Özellikle Manning⁵⁸ tarafından ayrılma hakkına ilişkin kanuni düzenlemeler ortaklığın işleyişine engel teşkil eden, uygulanması zor şekilde tanımlanmış ve bu yasal düzenlemelerle hakkın kullanım alanının gelişigüzel olarak genişlediği ve bunun rahatsız edici olduğu tespitinde bulunulmuştur. Yazara göre, sadece pay sahibinin durumunu gerçekte ciddi şekilde etkileyen hallerde ayrılma hakkı tanınmalı ve bu konuda seçici olunmalıdır.

Bu gelişmelerin ışığında ayrılma hakkı bu dönemde genelde tercih edilen bir yöntem olmamıştır. Özellikle birleşme işlemlerine yöneltilen itirazların bunda payı büyük olmuştur. Öte yandan diğer bir neden de pay sahiplerinin birleşme işlemlerine alışkın olmamasıdır. Onlar için asıl olan, eski ortaklığa ait pay senetlerini yeni ortaklığın pay senetleriyle değiştirmek olmuştur⁵⁹. Ayrıca bu yıllarda birleşme yerine varlık satışı yöntemi daha çok tercih edilen, daha moda olan bir yeniden yapılandırma modelidir. Bunun arkasında yatan başlıca etken ise, birleşme düzenlemelerinin eyaletler arası işlemlerde uygulanamamasıdır.⁶⁰

Diğer yandan ortaklık yöneticileri de ayrılmaya ilişkin kanuni düzenlemelerden sıyrılmak amacıyla *triangular merger* denilen üç taraflı birleşme gibi alternatif yöntemlere yönelmişlerdir. ABD Ortaklıklar Hukuku'nda üç taraflı (üç köşeli) birleşme, birleşme nedeniyle birleşmeye katılan ortaklıkların pay sahiplerine, birleşmeye katılan ortaklıkların payları dışında üçüncü bir taraf olarak başka bir ortaklığın paylarının verilmesi şeklinde tarif edilebilir⁶¹. Genelde bu türlü

⁵⁸ Manning, **Appraisal Remedy**, s. 241.

⁵⁹ George S. Hills, "Consolidation of Corporations by Sale of Assets and Distribution of Shares", **California Law Review**, May 1931, Vol. 19, Issue 4, p. 349-350.

⁶⁰ Hills, **Consolidation**, s. 349-350.

⁶¹ Stephen H. Schulman, Alan Schenk, "Shareholders' Voting and Appraisal Rights in Corporate Acquisition Transactions", **The Business Lawyer**, Vol. 38, 1983, p. 1532.

birleşmelerde iştirak konumundaki ortaklık tarafından, ana ortaklığının payları, birleşme işlemi karşılığı olarak ilgili pay sahiplerine verilmektedir⁶².

Bunlara ilâve olarak uygulamada *de facto* doktrini olarak adlandırılan ve mahkeme içtihatları yoluyla ayrılma hakkına ilişkin kanuni düzenlemelerin, ayrılma hakkının tanındığı birleşme işlemlerinin yanı sıra varlık satışı ve devri işlemleri gibi işlev olarak benzerlik taşıyan işlemlerde de uygulanmasına yönelik çabalar başarıya ulaşamamıştır.⁶³

Her ne kadar ilk kez hukuki literatüre girişi 1904'lere kadar uzansa da, ilk dönemlerinde çok nadir başvurulmuş *freeze-out* işlemlerini de burada irdelemek gerekir. Söz konusu ifade azınlığı ortaklıktan çıkarmaya yönelik birleşme işlemlerini ifade etmek için kullanılmaktadır⁶⁴. Ancak bu tür birleşme işlemlerini ele alırken öncelikle bu tür işlemlerin yapılmasına tarihsel olarak olanak sağlayan *short form merger* adı verilen kolaylaştırılmış birleşmelere değinmek gerekmektedir.

Kolaylaştırılmış birleşmede, ana ortaklığın iştiraki olan ortaklıkta %90'ın üzerinde paya sahip olması durumunda, genel kurulun onayı gerekmeksizin, ana ortaklığın yönetim kurulu kararı ile birleşme işlemi gerçekleştirilebilmekte olup, ana

⁶² Robert B. Thompson, "The Case For Iterative Statutory Reform: Appraisal and The Model Business Corporation Act", **Law And Contemporary Problems**, Vol. 74, 2011, s. 256; Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, s. 104, N.1421. Yazar, bu tür birleşmeye karar verilmeden önce iktisap edilecek başka ortaklık payları için yapılacak ödemenin vergi hukuku açısından incelenmesi gerektiği üzerinde durmaktadır.

⁶³ Hariton v. Arco Elecs., Inc., 188 A. 2d 123 (Del. Sup. Ct. 1963) davasında, davacı Arco pay sahibinin; davaya konu olan Arco ortaklığına ait payların başka bir ortaklığa, o ortaklığa ait payların Arco pay sahiplerine belirli bir değişim oranına göre verilmesi ve neticesinde Arco'nun tasfiyesinin kararlaştırılmış olduğu satış işleminin, gerçekte ayrılma hakkına ilişkin ödemeden kaçınılmak amacıyla yapılmış olan bir *de facto* birleşme işlemi olduğu ve genel kurulda söz konusu işleme onay vermeyen pay sahiplerine ayrılma hakkına ilişkin ödeme yapılması gerektiği yönündeki talebi; gerek ilk derece gerekse de temyiz mahkemesi tarafından, bir ortaklığın mal varlığının diğer bir ortaklığın payları karşılığında satılabileceği ve satış neticesinde satıcı ortaklığın iradi olarak tasfiyeye girebileceği, bu durumda, her ne kadar birleşme ile aynı amaca hizmet etse de, söz konusu halin Delaware Şirketler Kanunu'nun farklı hükümlerine tabi olduğu ve birleşmeyi düzenleyen hükümlerde yer alan ayrılma hakkının doğmayacağı gerekçesiyle reddedilmiştir. Bkz: "Corporate Fusion by Sale of Assets and Dissolution Held Free from Delaware Statutory Right of Appraisal despite Claim of "De Facto" Merger", **Columbia Law Review**, Vol. 63, No. 6 (Jun., 1963), pp. 1135-1142. Kanaatimizce mahkemelerin söz konusu yaklaşımı yerinde değildir, zira esasen burada ayrılma hakkı düzenlemelerinden sıyrılma, adeta kanunu dolanmak kastıyla yapılan bir işlem söz konusudur. Dolayısıyla yargı organlarınca böyle bir işlemin himâye görmesi, yatırımcı konumundaki pay sahiplerinin çıkarları korunması açısından isabetli değildir.

⁶⁴ Hudson, **Appraisal Remedy**, s. 502.

ortaklığın yönetim kurulu, azınlık pay sahiplerinin payları karşılığının sadece nakit olarak ödenmesini kararlaştırabilmektedir⁶⁵.

Yukarıda bahsedildiği üzere, azınlık pay sahiplerinin ortaklıktan çıkarılmasına yönelik birleşme işlemlerini genel olarak ifade eden *freeze out merger* ya da *squeeze out merger* kavramları⁶⁶, ABD Hukuku'nda *short form merger* ve *cash-out merger*⁶⁷ kavramlarını da kapsayan genel nitelikte ve çoğu zaman aynı anlama gelecek şekilde kullanılan kavramlardır⁶⁸.

Azınlığın çoğunluk kararlarına karşı koyabilme gücü, birleşmelere ilişkin kanunların giderek liberalleşmesi neticesinde çıkarmalı birleşmelere cevaz veren kanunlarının kabul edilmeye başlamasıyla zayıflamıştır. Bu konuda ilk olarak Florida eyaletinde, 1925 yılında, Ortaklıklar Kanunu revize edilerek düzenleme yapılmıştır. Bundan sonra ise, Arkansas, California, Ohio ve Louisiana eyaletleri mevzuatlarında benzer yönde değişiklikler yapmışlardır⁶⁹.

Ancak 1960'lara kadar normal birleşmelerde azınlığın nakit ödemesi karşılığında çıkarılmasına ilişkin kanuni düzenlemeler hayata geçirilmemiş olduğundan, pratikte çoğunluğun azınlığı çıkarma yönündeki girişimleri başarısız olmuştur. Bu konudaki yasal düzenlemeler incelendiğinde ise, ilk düzenleme New York eyaletinde 1961 yılında gerçekleştirilmiş olup, bu eyaleti Delaware ve New Jersey eyaletleri izlemiştir⁷⁰.

4. Ayrılma Hakkına İlişkin Mevzuat ve İctihatlardaki Gelişmeler

Ayrılma hakkına ilişkin kanuni düzenlemeler içerisinde 20. yy. ortalarında bir proje olarak ortaya çıkmış olan ve ABD anonim ortaklıklar hukukunun yeknesaklaştırılması amacıyla ABA tarafından hazırlanan MBCA çok önemli bir role sahiptir. Yeknesak bir anonim ortaklıklar kanununun hazırlanması yönündeki ciddi

⁶⁵ Robert B. Thompson, "Squeeze Out Mergers and The New Appraisal Remedy", **Washington University Law Quarterly**, 1984-1985, Vol. 62, Number 3, p. 418, supra note 11.

⁶⁶ *Freeze out* ya da *squeeze out* kavramları ise, çoğunluğun, azınlığı nakit ya da nakit haricindeki enstrümanlar kullanarak ortaklıktan çıkarması durumlarını ifade etmektedir. Keza kimi yazarlarca bu kavramların yerine *take out* kavramı da kullanılmaktadır. Bkz. Thompson, **Squeeze Out Mergers**, s. 415; *Freeze out* kavramı açısından bkz. James Vorenberg, "Exclusiveness of the Dissenting Stockholder's Appraisal Right", **Harvard Law Review**, Vol. 77, 1964, p. 1192-1193.

⁶⁷ Bu kavram azınlığın nakit karşılığı olarak ortaklıktan çıkarılmasını ifade etmek için kullanılmaktadır. Bu yönde bkz. Thompson, **Squeeze Out Mergers**, s. 415, dpn. 2.

⁶⁸ Thompson, **Squeeze Out Mergers**, s. 415; ayrıca bkz. Sönmez, **Ayrılma**, s. 12, dpn. 47.

⁶⁹ Elliot J. Weiss, "The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective", **New York University Law Review**, 1981, s. 632.

⁷⁰ Weiss, **Take Out Mergers**, s. 648.

ihtiyaç üzerine, çalışmalarına 1940 yılında başlayan ABA'nın anonim ortaklıklar komitesi, Fedaral Anonim Ortaklıklar Kanunu adıyla ilk taslak metni 1943 yılında sunmuştur. 1946 yılında ise, gelen talep üzerine, eyaletlerin örnek alacağı bir metin oluşturmak üzere çalışmalarına devam etmiş ve 1946 yılında çalışmalarını tamamlayarak MBCA'yı sunmuştur. Aynı sene bu model kanun metni yayımlanmıştır⁷¹. MBCA, günümüze kadarki süreçte çeşitli tarihlerde revize edilmiştir.

Bu gelişmelerin dışında ayrılma hakkı konusunda tarihi süreçte ilgili mevzuatta çok çeşitli değişiklikler ve yenilikler gerçekleşmiştir. Özellikle ayrılma hakkının sınırlandırılması konusunda; *market out* istisnası olarak bilinen ve payları ulusal borsalarda işlem gören ya da pay sahibi sayısı 2000'in üzerinde olan AO'larda ayrılma hakkının uygulanmaması şeklinde ifade edilebilecek olan istisna, ayrılma hakkının neredeyse tüm eyaletlerde kabul edilerek uygulandığı bu süreçte, eyaletlerin yarıya yakın kısmının kanunlarında yerini almıştır⁷².

Ancak bu istisnanın çoğunluk tarafından istismarı tehlikesinin ciddi şekilde ortaya çıkması üzerine, ortaklık yönetici ve çoğunluk hissedarlarının adil olmayan karar ve uygulamaları söz konusu olduğunda kimi mahkemeler, Federal Menkul Kıymetler Kanunu'nda yer alan hilenin önlenmesine ilişkin 10b-5 hükmünü uygulamaya başlamışlardır. Zira ABD hukukunda, anılan kişilerin ortaklığa ve azınlık pay sahiplerine karşı özen borcu bulunduğu kabul edilmektedir⁷³.

Nitekim bu dönem için referans içtihat niteliğindeki *Green v. Santa Fe Indus., Inc.* davasında Delaware Yüksek Mahkemesi, Federal Menkul Kıymetler Kanunu'nun 10b-5 maddesini uygulayarak çoğunluğun özen borcuna aykırılıkta bulunduğu hükmetmiştir⁷⁴.

Bu kararı izleyen dönemde *Singer v. Magnavox Co.* davasında yüksek mahkeme bu sefer normal birleşmede, işlemin tek amacı azınlığı çıkarmak ise, bunu

⁷¹ Ray Garret, "History, Purpose And Summary Of The Model Business Corporation Act", **The Business Lawyer**, Vol. 6, No. 1, American Bar Association, 1950, p. 1.

⁷² Siegel, **Appraisal Rights**, s. 96.

⁷³ Thompson, **Squeeze Out Mergers**, s. 419.

⁷⁴ **A.e.**, s. 419, dñn. 16. Bu davada, kolaylaştırılmış birleşmelerde Federal Menkul Kıymetler Kanunu'nun hilenin önlenmesine ilişkin hükmünün uygulanamayacağı yönünde karar verilmişse de, kararın özen borcuna aykırılığa dayandırılmış olması kendisinden sonra gelecek kararları etkilemesi açısından önemlidir. Weiss, **Take Out Mergers**, s. 627.

özen borcuna aykırılık teşkil ettiğine hükmetmiştir. Yani bu karar ile karara kadarki süreçte *Stauffer v. Standard Brands, Inc.*; *David J. Greene & Co. v. Schenley Industries, Inc.* ve *Havender v. Federal United Corp.*, kararları gibi örnek içtihatlarla oluşmuş olan, pay sahiplerinin birleşme işlemlerindeki yegane hakkının ayrılma hakkı olduğu, şayet birleşme işleminde pay sahibine ayrılma hakkı tam anlamıyla tanınmış ise, hukuken yeterince korunmuş olacağı görüşünü değiştirmiştir. Buna göre normal şekildeki birleşmelerde, yegâne amaç şayet azınlığı çıkarmak ise bu amaç başlı başına hukuka aykırı kabul edilmelidir⁷⁵.

Bu karardan sonra 1983 yılında verilen *Weinberger v. UOP, Inc.* kararında ise yüksek mahkeme bu kez 1977 tarihli *Singer v. Magnavox Co.* davasındaki içtihadını da değiştirmiş ve mülga içtihadında yer alan ve birleşme işleminin adil olup olmadığına ilişkin ticari gerekler açısından irdelenmesi olarak anlaşılabilecek olan *business purpose test* değerlendirmesini de bırakarak, ayrılma hakkına ilişkin parasal talebin pay sahibinin temel ekonomik hakkını oluşturduğunu ifade etmiştir⁷⁶.

Karardan sonraki süreçte de ayrılma hakkının uygulamadaki seyri temelde *Weinberger* kararında belirlenen esaslar doğrultusunda ilerlemiştir.

B. Alman Hukuku

Alman Hukuku'nda ayrılma hakkı, ABD ve İtalya⁷⁷ gibi bu hakka kaynaklık eden ülkelere nazaran çok daha sonraki tarihlerde kanuni düzenlemelere konu olmuştur.

⁷⁵ A.e., s. 658, 659, 660. Bu kararın, ilk defa *Sterling v. Mayflower Hotel Corporation* kararında telaffuz edilen, dürüstlük kuralına tamamen uygun olması değerlendirmesi şeklinde ifade edilebilecek olan *entire fairness test* ve yukarıda (bkz. aynı sayfa) açıklanan *business purpose test* kavramlarının doğmasına yol açtığı doktrinde ifade edilmiştir. Bkz: Hudson, **Appraisal Remedy**, s. 517. Bu kavramlar hakkında detaylı açıklamalar için bkz. Randolph B. Godshall, Douglas L. Hendricks, "Singer v. Magnavox: Delaware Imposes Restrictions on Freeze-out Mergers", **California Law Review**, Vol. 66, 1978, p. 128-135; Carolyn Berger, Thomas J. Allingham, "A New Light on Cash-Out Mergers: Weinberger Eclipses Singer", **The Business Lawyer**, 1983, Vol 39, p. 2.

⁷⁶ Thompson, **Exit**, s. 23.

⁷⁷ Kara Avrupası Hukuku'nda ayrılma hakkına ilişkin ilk düzenlemenin İtalyan Hukukunda yapıldığı gözlemlenmektedir. 1882 tarihli İtalya Krallığı Ticaret Kanunu'nda m. 154/III-IV'te ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin hükümler mevcuttur. Bu kanunda paylı komandit ve anonim ortaklıklarda, ortaklık konusunun değiştirilmesi, sermayenin artırılması, ortaklık süresinin uzatılması ve ortaklıkların birleşmesi hallerinde bu kararları kabul etmeyen pay sahiplerine ayrılma hakkı *diritto di recesso* tanınmıştır. Detaylı bilgi için bkz. Hikmet Sami Türk, **Nevelerin Aynı Olması**, s.66. İtalyan mevzuatındaki güncel düzenlemeler için bkz. Marco Ventoruzzo, "Experiments in Comparative Corporate Law: The Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market for Rules in the Absence of Effective Regulatory Competition", **Texas**

Bu alanda Alman Hukuku incelendiğinde temel olarak ayrılma hakkının iki ana kanunda düzenlendiği görülmektedir. Bunlar 1965 tarihli Paylı Ortaklıklar Kanunu –*Aktiengesetz*- ile 1994 tarihli Yapısal Değişiklikler-*Umwandlungsgesetz* - kanunlarıdır. AktG m. 305 hükmü uyarınca hâkimiyet sözleşmesi nedeniyle paylarının hâkim ortaklık tarafından satın alınması imkânı pay sahiplerine sunulmaktadır. UmwG m. 29, 125 ve 207 hükümleri uyarınca da birleşme, bölünme ve tür değiştirmeye ilişkin alınacak GK kararı bağlamında yine pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınmaktadır⁷⁸.

Bu kanunların yanı sıra 2004 tarihli Avrupa Ortaklığı Uygulamasına İlişkin Kanun'da - *SE-Ausführungsgesetz*- yine pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınmasına ilişkin hükümler mevcuttur.

Ayrıca 2003 tarihli Ortaklıklara İlişkin Kararlar Hakkındaki Usul Kanunun'da⁷⁹ -*Spruchverfahrensgesetz*- yukarıda değinilen kanunlarda yer verilen ayrılma hakkının ve buna ilişkin parasal taleplerin işleyiş süreçlerine ilişkin hükümler yer almaktadır.

Anılan yasal mevzuatın yanı sıra bir takım yüksek mahkeme kararları da ayrılma hakkının gelişimi konusunda önemli rol oynamıştır. Bu kararlara Alman Anayasa Mahkemesi'nin *Hartmann & Braun*⁸⁰, *Moto Meter*⁸¹, *Jenoptik*⁸², Alman Temyiz Mahkemesi'nin, *Macrotron*⁸³, *Philips*⁸⁴ gibi kararları örnek olarak gösterilebilir.

International Law Journal, Vol. 40, 2004, p. 137; Marco Ventrizzo "Cross-border Mergers, Change of Applicable Corporate Laws and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Rights under Italian Law", Bocconi University-Institute of Comparative Law "Angelo Sraffa", Legal Studies Research Paper Series, **Research Paper No:16**, Milan, 2007; Carsten Steinhauer, "Die Reform des Gesellschaftsrechts in Italien", **Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht**, Heft 12 (Seite 353-384), s. 365.

⁷⁸ Her iki kanundaki ilgili hükümlere ilişkin detaylı değerlendirmeler için bkz. aşağıda s. 239 vd.

⁷⁹ Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren, 12. Juni 2003 (BGBl. I S. 838).

⁸⁰ BVerfG ZIP 1999,1804. Karar hâkimiyet sözleşmesi nedeniyle pay sahiplerine yapılacak ödemede payların en az borsa değerinin önerilmiş olması, pay sahiplerine AktG m. 304 ve 305'deki hakların sunulmuş olması açılarından önem taşımaktadır.

⁸¹ BVerfG NJW 2001, 279. Kararın ayrıntıları için bkz. aşağıda s.

⁸² BVerfG NJW 2007, 3265. Karar pay sahiplerinin paylarının hukuki süreçten geçirilerek satma hakkına sahip olduklarına işaret etmektedir.

⁸³ BGHZ 153,47. Kararın ayrıntıları için bkz. aşağıda s. 182, dpn. 160.

⁸⁴ BGHZ 155,10. Karar azınlığın ortaklıktan çıkarılabilmesi için GK kararı alınması ve uygun karşılığın belirlenmesi gerektiğine ilişkindir.

C. İsviçre Hukuku

İsviçre Hukuku'nda bu çalışmada inceleme konusu yaptığımız anlamda ayrılma hakkı bulunmamaktadır. Ancak pay sahiplerinin ortaklıktan ayrılması sonucunu doğuran düzenlemeler Ocak 2004 tarihinde yürürlüğe giren Birleşme Bölünme, Tür Değiştirme ve Devralmalara İlişkin Kanun⁸⁵- *Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung*- ile mevzuata girmiştir.

FusG m. 8 ile bir yenilik olarak pay sahiplerine birleşme sözleşmesinde kararlaştırılması halinde ayrılma akçesini talep etme imkânı tanınmasına ilişkin düzenleme yapılmıştır. Bu düzenleme ile aynı zamanda pay sahipliğinin devamlılığı ilkesine de bir istisna getirilmiştir⁸⁶. Madde hükmü bu imkânı sadece birleşme işlemleri için ve iki alternatif durumu öngörerek düzenlemiştir. Birinci durumda birleşme sözleşmesi; pay sahiplerinin devralan ortaklık paylarını iktisap etmelerini ya da paylarının karşılığı tazminat almalarını, ikinci durumda ise, sadece tazminat almak ile yetinmelerini öngörebilir⁸⁷. Hükümde yer alan *abfindung*- tazminat ifadesi, sadece parasal tazminata karşılık gelmeyip daha geniş bir anlam taşıdığından, buradan hareketle tazminatin başka bir ortaklığın paylarının verilmesi şeklinde olabileceği, böylelikle de, İsviçre Hukuku'nda bu hükümle birlikte üç taraflı birleşme adı verilen birleşme şeklinin uygulanabilmesinin mümkün kılındığı ifade edilmiştir⁸⁸.

III. AYRILMA HAKKI İLE BENZERİ HUKUKİ HAK VE MÜESSESELERİN KARŞILAŞTIRILMASI

A. Ortaklıktan Çıkarma ve Satın Alma Hakları

Ortaklıktan çıkarma hakkı, uluslararası literatürde *-squeeze out right*⁸⁹- olarak adlandırılan, “satın alma hakkı” olarak ifade edilebileceğimiz⁹⁰ azınlık pay

⁸⁵ Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung, vom 3. Oktober 2003 (Stand am 1. Januar 2014).

⁸⁶ Kunz, *Fusionsgesetz*, s. 193.

⁸⁷ Alexander Vogel, Christoph Heiz, Urs R. Behnisch, *FusG: Fusionsgesetz : Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung : Fusionsgesetz artikelweise kommentiert, Änderungen bisherigen Rechts, Kreisschreiben der Eidgenössischen Steuerverwaltung*, Orell Füssli, Zürich, 2005, s. 166.

⁸⁸ Vogel v.d., *FusG*, s. 170.

⁸⁹ Global anlamda bu isimle tanınan hakka, ilk defa İngiliz Hukuku'nda, 1929 yılında Ortaklıklar Kanunu'nda yer verilmiştir. Bkz. 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*, 2009, Vol. 2009/4, p.397.

sahiplerinin paylarını satın alma hakkı ile benzer amaçlarla ihdas edilmiş ve benzer fonksiyonları icra eden bir paysahipliği hakkıdır. SerPK m. 27’de düzenlenerek mevzuatımızda ilk defa kanuni düzenlemeye kavuşturulmuştur. SerPK’da anılan maddeye dayanılarak çıkarılan SPK’nın II-27.2 no’lu Tebliği’nde⁹¹ de aynı şekilde ifade edilmiştir. Satın alma hakkı çoğunluk pay sahibinin, azınlık pay sahiplerini, ellerindeki finansal araçları kendisine devretmeye zorlamasına ve neticesinde çoğunluk pay sahibinin ortaklık paylarının tamamına sahip olmasına olanak sağlayan bir hak olarak tanımlanabilir⁹².

Çıkarma hakkı da, AO’da belirli bir oranda⁹³ hâkimiyet sağlayan pay sahibinin geri kalan azınlık paylarını itfa ettirerek azınlığı ortaklıktan çıkarması sonucunu doğuran kanuni ve yenilik doğuran bir haktır⁹⁴. Ancak her iki hakkın hukuki tahlilinde, satın alma hakkı ile çıkarma hakkının payların devralınması süreci ve icra ettikleri fonksiyonlar anlamında farklılaştıkları görülmektedir. İsviçre sisteminin⁹⁵ kaynaklık ettiği, SerPK ve Çıkarma Tebliği’nde düzenlenen çıkarma

⁹⁰ Bu hakkı satın alma ya da satmaya zorlama şeklinde ifadelerle adlandıranlara örnek olarak bkz. Manavgat, **Pay Alım Teklifi**, s. 345; Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 51; Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s.710; Çetin, Töremiş, Cantimur, **a.g.e.**, s. 184; uzaklaştırma hakkı ifadesi yönünden bkz. Okutan Nilsson, **Pay Sahipleri Sözleşmeleri**, s.430; kanun ifadesine benzer şekilde kullanım yönünden bkz. Hasan Pulaşlı, “Alman Hukukunda Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı”, **Bilgi Toplumunda Hukuk, Ünal Tekinalp’e Armağan**, C. I, Beta Basım, İstanbul 2003, s. 651 vd.

⁹¹ 2/1/2014 tarihli ve 28870 sayılı R.G.’de yayımlanan Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği (II-27.1) yerine çıkarılmıştır.

⁹² Elst v.d., **a.g.e.**, s. 392. Bu tanımın hakkı tüm yönleriyle açıklamaktan uzak olduğu yönünde bkz. Karababa, **Satın Alma Hakkı**, s. 39 vd.

⁹³ Alman Hukukunda AktG m. 327a-327f hükümleri uyarınca ortaklık paylarının %95’ine ulaşan hakim durumdaki pay sahibi kalan azınlığın paylarını nakit karşılığı olarak satın alarak azınlığı ortaklıktan çıkarabilmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Barbara Grunewald, **Münchener Kommentar zum Aktiengesetz**, Hrsg. Wulf Goette, Mathias Habersack, Susanne Kalss, Band. 5, 3. Auflage, C. H. Beck, 2010, Vierter Teil, Rn. 1., (Çevrimiçi), <http://beck-online.beck.de>, (Son Erişim Tarihi: 08.03.2014). WpüG m. 39a-b’de düzenlenen satın alma hakkında ise, aleni pay alım teklifi sonrasında oy hakkına sahip ortaklık sermayesinin en az %95’ine ulaşılması durumunda kalan %5’i oranındaki azınlık paylarının, büyük pay sahibi tarafından mahkeme kararıyla devralınmasına olanak sağlanmaktadır.

⁹⁴ Karababa, **Satın Alma Hakkı**, s. 195; Tekin Memiş, Gökçen Turan, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2016, s. 145; Burak Adıgüzel, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Adalet Yayınevi, Ankara 2017, s. 93. Ayrıca bkz. ve krş. Ali İhsan Karacan, **Ortaklıktan Çıkarma: Sermaye Piyasası Hukuku Açısından Bir İnceleme**, Legal Yayıncılık, İstanbul 2015, s. 180-204. Yazar tarafından farklı bir yaklaşımla TK m. 208’deki ihraç hakkı ve satın alma hakkı da çıkarma hakkı olarak değerlendirilmektedir. Benzer şekildeki değerlendirme için bkz. Salih Önder Yeşiltepe, **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakları**, Seçkin Yayıncılık, 2. bs., İstanbul 2015, s. 24-25.

⁹⁵ İsviçre Hukuku’nda aleni pay alım teklifine binaen BEHG m. 33 hükmü uyarınca ortaklığın oy hakkı veren paylarının en az %98’ine sahip olan pay sahibi ortaklığa karşı açacağı dava yoluyla

hakkının farklılığı, hakkın kullanılması neticesinde çıkarılan azınlığa ait pay senetlerinin (veya payların) satın alınmayarak iptal edilmesinde kendisini göstermektedir⁹⁶. Ayrıca mukayeseli hukukta satın alma hakkının öngörülme amacı, menfaatler dengesinin sağlanarak ortaklık işleyişinin sektöre uğratılmadan etkin kılınması, hızlandırılması ve yeniden yapılanma gibi hedeflerin gerçekleştirilmesi iken, çıkarma hakkının bünyesinde barındırdığı itfa gibi masraflı ve zor bir prosedürle bu amaçları gerçekleştirmesinin güç olduğu ifade edilmektedir⁹⁷. Kanımızca da, atıf yapılan tespit yerindedir. Zira hedef ortaklıkta sermayenin azaltılması suretiyle paylar itfa edilebileceğinden, buna ilişkin GK'da karar alınarak esas sözleşme değişikliği yapılmasından sonra itfa gerçekleştirilecektir. Bu süreçte YK tarafından yerine getirilecek prosedürler söz konusu olacak, yeni çıkarılacak payların ihracına yönelik YK karar alacak ve kararı uygulayarak yeni payları ihraç edebilecektir.

Nitekim bu kapsamda, Çıkarma Tebliği m. 5/7 uyarınca hedef ortaklık YK'sı, geri kalan (azınlık) pay sahiplerinin paylarının iptali ile bu paylar karşılığında çıkarılacak yeni payların ihracı amacıyla karar alacak ve ortaklık adına ihraç belgesinin onaylanmasını teminen Tebliğ'in ek kısmında belirlenen belgelerle birlikte Kurul'a başvuracaktır. Borsa AO'larda söz konusu işlemlerin ikmali ile eşzamanlı olarak ayrıca ortaklık paylarının borsa kotundan çıkarılması için BIST'e başvurulması da gerekecektir. Esas sermaye sistemine tabi ortaklıklarda esas sözleşme değişikliğinin yapılması, bu nedenle GK'nın, TK m. 456/2 hükmü uyarınca karar alması ve bunun akabinde YK'nın, Çıkarma Tebliği m. 5/7 hükmü uyarınca payların iptali ve bunların yerine yenilerinin ihracı yönünde karar alması ve ihraç için Pay Tebliği m. 13'e göre Kurul'a başvurması söz konusu olacaktır. Kurul tarafından ihracın onaylanması üzerine ise, YK, onaylanan ihraç belgesini, payların

geri kalan azınlık paylarının iptalini talep edebilir. Ortaklık, payları iptal edilecek pay sahiplerinin paylarına karşılık teklif edilen pay fiyatının ödenmesi ya da teklif şartlarının yerine getirilmesi karşılığında, ortaklıktan çıkarma hakkını kullanan pay sahibinin adına yeni pay senetlerini bastırır. Bkz. Peter V. Kunz, **Rundflug Über's Schweizerische Gesellschaftsrecht**, Auflage 2, Hrsg. Markus Müller, Pierre Tschannen, Stämpfli, Bern 2012, s. 144-145.

BEHG m.32 uyarınca pay alım teklifi isteğe bağlı yapılabileceği gibi ortaklığın oy hakkı veren paylarının oran olarak üçte birinin aşılması durumunda bu teklifin yapılması zorunludur. Aynı maddede zorunlu teklifin istisnalarına da yer verilmiştir.

⁹⁶ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 52.

⁹⁷ Karababa, **Satın Alma Hakkı**, s. 310.

iptalinin tamamlanması için Çıkarma Tebliği m. 5/9 uyarınca ticaret sicilinde tescil ettirir ve TTSG’de yayınlatır⁹⁸. Kısaca özetlemeye çalıştığımız bu süreç çıkarma hakkının uygulanmasında söz konusu olacak güçlükleri göstermekte ve anılan yargıları doğrulamaktadır.

Satın alma hakkı ile ayrılma hakkı arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır. Şöyle ki, öncelikle satın alma hakkı zorunlu alım hakkı niteliği göstermektedir. Oysaki ayrılma hakkı, zorunlu satım hakkı niteliğindedir. Çıkarma hakkında ise, esasen bir alım satım ilişkisi bulunmamaktadır⁹⁹.

Görülebileceği üzere ortaklıktan çıkarma ve satın alma haklarında, azınlık pay sahipleri, kendi rızaları hilafına çoğunluğu ele geçiren pay sahiplerine veya ortaklığa paylarını devretmek zorunda kalmaktadırlar. Ayrılma hakkı ise, pay sahibine belli durumların gerçekleşmesi halinde ortaklıkta kalma ya da çıkma konusunda seçim hakkı tanıyarak, ayrılmanın tercih edilmesi durumunda ortaklığa payı satın alma yükümlülüğü getirmektedir.

Amaç unsuru açısından da söz konusu haklar arasında belirgin farklılıklar mevcuttur. Şöyle ki, satın alma ve ortaklıktan çıkarma haklarında ortaklığın ve çoğunluk pay sahibinin çıkarlarının korunması hedeflenirken¹⁰⁰, ayrılma hakkında, çoğunluk ve azınlık arasındaki çıkar dengesinin sağlanması¹⁰¹ ve korunması amaçlanmaktadır.

Hakkı kullanan taraflar açısından da farklılık söz konusudur. Satın alma ve çıkarma haklarında hâkim pay sahibi tarafından bu haklar kullanılmaktadır¹⁰². Oysa ayrılma hakkında, hak, önemli nitelikteki karara muhalefet eden (azınlık pay sahipleri) tarafından kullanılmaktadır.

⁹⁸ Bu konuda detaylı açıklamalar için bkz. Karababa, **Satın Alma Hakkı**, s. 264

⁹⁹ Karababa, **Satın Alma Hakkı**, s. 192.

¹⁰⁰ Manavgat, **Pay Alım Teklifi**, s.127. Yazar tarafından haklı olarak, ortaklık içerisinde pay oranı marjinal seviyelere düşmüş olan azınlığın ortaklıkta kalması durumunda, genel kurulda herhangi bir etkinliği bulunmayacak olan böyle bir grubun, ortaklık içerisinde bir takım huzursuzlukların ortaya çıkmasına zemin hazırlayabileceği ifade edilmiştir.

¹⁰¹ Ayrılma hakkının sadece azınlık ve çoğunluk menfaatlerinin korunmasına hizmet etmediği aynı zamanda azınlık pay sahibine uygun görmediği kararlar karşısında ortaklıktan ayrılma seçeneği sunduğu yönünde bkz. Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 711-712.

¹⁰² Kimi hukuk düzenlerinde ise çıkarma hakkına konu paylar iptal edilmektedir. Bkz. bu başlık altında dpn. 95, İsviçre Hukuku’na ilişkin açıklamalar.

B. Satma Hakkı

Pay alım teklifi sonucunda ya da çeşitli şekillerde ortaklık paylarının çoğunluk pay sahiplerince ele geçirilmesi durumunda azınlıkta kalan pay sahiplerinin ortaklıkta kalmaları kendileri için cazip olmaktan çıkabilir ya da yatırımlarıyla ilgili düşünceleri, yeni oluşan pay sahipleri kompozisyonu karşısında değişebilir. Bu gibi şartlar altında, azınlık pay sahiplerinin ortaklıkta devam etmelerini beklemek rasyonel bir yaklaşım olmayacaktır. İşte bu gibi durumlarda azınlık pay sahiplerinin paylarını çoğunluğu ele geçiren pay sahibi-grubuna satabilmesi hakkı “satma hakkı” olarak ifade edilmektedir¹⁰³. Bu hakkın aynı zamanda azınlık pay sahiplerini koruyucu işlevi bulunduğu da söylenebilir. Zira, ortaklık hâkimiyetinin çoğunluk paylarını ele geçiren pay sahibine geçtiği durumlarda azınlık pay sahibinin finansal durumu zarar görme riskiyle karşı karşıya kalmaktadır¹⁰⁴.

Ancak esasen bu hakkın fırsat eşitliğini azınlık pay sahipleri açısından sağlama amaçlı bir müessese olduğunu belirtmemiz gerekir¹⁰⁵. Hakkın düzenlenmesi ile amaçlanan, tam anlamıyla fırsat eşitliğinin sağlanarak, gönüllü ya da zorunlu pay alım teklifini kabul etmeyen pay sahiplerine, hâkimiyetin sağlanması öncesi oluşmuş olan en yüksek ortalama fiyatlar üzerinden paylarını devredebilmek konusunda son bir şans verilmesidir¹⁰⁶.

Türk Hukuku’nda bu hak halihazırda SerPK m. 27/II-b ve anılan maddeye dayanılarak hazırlanmış olan II-27.2 sayılı SPK tebliğinde düzenlenmiştir. HAAO’larda söz konusu Tebliğ uyarınca hâkim pay sahibinin hâkimiyet durumunun

¹⁰³ Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 712; Manavgat, **Pay Alım Teklifi**, s.126; John H Farrar, Nigel Furey, Brenda Hannigan, **Farrar’s Company Law**, London, Butterworths 1991, s. 627; Çetin, Töremiş, Cantimur, **a.g.e.**, s. 184; Memiş, Turan, **a.g.e.**, s. 145; Adıgüzel, **Sermaye Piyasası**, s. 94.

¹⁰⁴ Detaylı bilgi için bkz. Schindler, **Austrittsrecht**, s. 335. Yazar tarafından Fransız Hukuku’nda bu hakka ilişkin eski tarihli düzenlemenin azınlığı koruyucu etkisi açısından Fransız Temyiz Mahkemesi’nin konuya ilişkin “Société financière CIRCE EURL c. Société Sofil et autres” kararına atıf yapılmaktadır.

¹⁰⁵ Aynı yönde bkz. Manavgat, **Pay Alım Teklifi**, s. 116 vd.

¹⁰⁶ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 5, 36; Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 712-713; Manavgat, **Pay Alım Teklifi**, s. 125- 126; Jaap Winter v.d., **Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Brussels**, January 10, 2002, s. 62 vd.; Christoph van der Elst, Lientje van den Steen, ‘Squeezing and Selling-out - a Patchwork of Rules in Five European Member States’, 2007, Volume 4, **European Company Law**, Issue 1, Kluwer, pp. 19-25, s. 24; Mustafa İsmail Kaya, “Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma Hakkı, (Squeeze-out Right)”, **EÜHFD**, C. XI, S. 1-2, Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisinin Kuruluşunun 20. Yılına Armağan, Erzincan, Haziran 2007, s. 307-332, s. 328.

doğduğunun ya da bu durumda iken ek pay alımının yapıldığının kamuya açıklandığı tarihten itibaren üç ay içerisinde azınlık pay sahipleri tarafından satma hakkı kullanılabilir.

Söz konusu Tebliğ m. 6/3 hükmü uyarınca satma hakkına konu paylara ödenecek meblağ, pay senetleri borsada işlem gören HAAO'lar için, aynı hükmün a bendinde yer verilen alternatif fiyatlardan en yükseği ve işlem görmeyen HAAO'lar için ise, yine aynı hükmün b bendinde yer verilen alternatif fiyatlardan en yükseği olarak belirlenmiştir¹⁰⁷ (Bkz. II-27.2 sayılı Tebliğ, m. 6).

Satma hakkı da karşı taraf için satın alma zorunluluğu doğurması, ayrılma hakkı gibi bireysel nitelikte bir hak olması açılarından ayrılma hakkı ile benzerlik göstermektedir.

Ancak satma hakkı neticesinde hakka konu paylar ortaklığa değil de hâkim pay sahibine satılmaktadır. Öte yandan ayrılma hakkında prensiben önemli nitelikteki işlemlere muhalif olma durumu belirleyici etken iken, satma hakkında “kontrol değişikliği” belirleyici konumdadır¹⁰⁸.

Amaç faktörü açısından da her iki hak arasında farklılık vardır. Zira ayrılma hakkının ortaklıklar hukukunda azınlık ve çoğunluk menfaatleri arasındaki dengenin sağlanması, korunması amacına hizmet ettiği söylenebilir. Oysa satma hakkı, pay alım teklifi neticesinde bu imkândan yararlanmamış olan pay sahibine sunulan ikinci bir seçenek niteliğinde olup, burada asıl amacın pay sahibinin bireysel olarak menfaatinin korunması olduğu söylenebilir¹⁰⁹.

C. Pay Alım Teklifi

1. Tanımı ve Hukuki Niteliği

Pay alım teklifi¹¹⁰, ortaklığın yönetim ve sermaye açısından kontrolünün ele geçirilmesi amacıyla ortaklığın pay sahiplerine yapılan aleni teklif olarak tanımlanabilir¹¹¹.

¹⁰⁷ Bu konuda ayrıca bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 390, N. 14-108 .

¹⁰⁸ Aynı yönde bkz. Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 714.

¹⁰⁹ Aynı yönde bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 51.

¹¹⁰ Bu çalışmada, her ne kadar doktrinde kavramı ifade etmek üzere “çağrıda bulunma yükümlülüğü” (bu kullanım için bkz. Salih Önder Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukuku’nda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2011, s. 12); “aleni pay alım teklifi” (bu kullanım için bkz. Kaya, **Çıkarma Hakkı**, s. 312) vb. farklı nitelendirmeler kullanılmakta ise de, konuya ilişkin SPK’nın son ve güncel II-26.1 no’lu

Uluslararası terminolojide *takeover*, çağrı yoluyla hisse senedi toplanmasını; *takeover bid* ise, pay alım teklifi kavramını ifade etmektedir.¹¹²

Pay alım teklifi farklı kıstaslara¹¹³ göre çeşitli ayrımlara tâbi tutulmakta ise de, teklifin ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesi amacıyla yapılması ya da ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesi nedeniyle yapılması ayrımı gönüllü pay alım teklifi ve zorunlu pay alım teklifi ayrımına neden olmaktadır. Bu ayrım ise, hukuk sistemlerince, kontrolün ele geçirilmesi durumunda çağrının yapılması zorunluluğunun öngörülmüş olması ve farklı hukuki sonuçlar bağlanmış olmasından ötürü önem arz etmektedir¹¹⁴.

Gönüllü pay alım teklifi, ortaklığın kontrolünün elde edilmesi amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunularak paylarının satın alınmasını ifade etmektedir¹¹⁵.

Zorunlu pay alım teklifi ise, II-26.1 no'lu Tebliğ m. 11-1'e uygun tanımı ile 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 zorunluluğudur¹¹⁶. Aynı Tebliğ m. 11/2 hükmüne göre, bu zorunluluk ortaklığın pay sahipliği kompozisyonunda hiçbir değişiklik olmasa bile pay sahiplerinin aralarında yapacakları özel yazılı anlaşmalar ile ortaklığın kontrolünü sağlamaları durumunda da gerçekleşir. Böyle bir durumda

Tebliğinde kullanıldığı üzere ve güncel mevzuata sadık kalınarak pay alım teklifi tabirini kullanmayı tercih ettik.

¹¹¹ Bu konuda farklı tanımlar için bkz. Manavgat, **Pay Alım Teklifi**, s. 42; Yeşiltepe, **a.g.e.**, s. 12; Serap Boğa, “**Sermaye Piyasası Kanuna Tabi Anonim Ortaklıklarda Hisse Devri**”, Mersin 2010, s. 93; Çetin, Töremiş, Cantimur, **a.g.e.**, s. 178 vd.; Memiş, Turan, **a.g.e.**, s. 144; Adıgüzel, **Sermaye Piyasası**, s. 87 vd.

¹¹² Avrupa Birliği Hukuku açısından bkz. T.C. Avrupa Birliği Genel Sekreterliği, **Avrupa Birliği Terimleri Sözlüğü**, Ankara 2009, s. 305.

¹¹³ Nakit ya da pay karşılığında, tam ya da kısmî veya hedef ortaklık yönetimi ile uzlaşarak ya da uzlaşmaksızın vb. Bu ayrımlar için bkz. Manavgat, **Pay Alım Teklifi**, s. 10; Dinç, **a.g.e.**, s. 76 vd.

¹¹⁴ Bu açıdan yapılan ayrıma örnek olmak üzere Alman Hukuku'da, WpüG'daki pay alım teklifi türlerine ilişkin olarak bkz. Hartmut Schmidt, Stefan Prigge, “Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz”, **Deutsche Bank Research, Research notes in economics & statistics, No. 02-4**, (Çevrimiçi), <http://hdl.handle.net/>, (Son Erişim Tarihi: 27.03.2014); pay alım teklifi yöntemleri için bkz. Dinç, **a.g.e.**, s. 76 vd.

¹¹⁵ Umut Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukuku'nda Zorunlu Çağrı**, Vedat Kitapçılık, 2009, s. 8; Yeşiltepe, Çağrı, s. 42.; Çetin, Töremiş, Cantimur, **a.g.e.**, s. 180 vd.; Adıgüzel, **Sermaye Piyasası**, s. 92 vd..

¹¹⁶ Benzer yöndeki bir tanım için bkz. Kolcuoğlu, **a.g.e.**, s.7. Yazar tarafından zorunlu çağrı, herhangi bir yöntemle, doğrudan veya dolaylı olarak halka açık bir ortaklığın yönetim kontrolünü ele geçirecek oranda hisse iktisap edenlerin, söz konusu ortaklığın yönetimi dışında kalan diğer hissedarlarına ait hisselerini de satın almak için çağrıda bulunma yükümlülüğü şeklinde tanımlanmıştır.

anlaşma ile kontrolü eline geçiren pay sahiplerinin pay alım teklifi yapma zorunluluğu doğacaktır, ancak hükmün bu haliyle uygulamada çeşitli belirsizlikler doğuracağını söylemek yanlış olmayacaktır. Zira bu husus Tebliğ’de yeterince ayrıntılı düzenlenmemiş olup, söz konusu özel anlaşmadan diğer pay sahiplerinin, Tebliğ m. 14/1-b’de öngörülen durumda olduğu üzere, tam olarak bilgi sahibi olmadıkları hallerde, anlaşmanın taraflarının bir kısmının gizlenmesi veya bu anlaşma uyarınca bir takım manüplatif hareketlere girişilmesi söz konusu olabilecektir.

Zorunlu pay alım teklifi sayesinde kontrolü elinde bulundurmayan pay sahiplerine, ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesi nedeniyle yeni yönetime güven duymamaları ya da kontrol değişikliği nedeniyle paylarının düşük bedelden satılması riskine karşı, kontrolü ele geçiren ile aynı şartlarda paylarını teklifte bulunana karşı satma imkânı verilmektedir. Böylelikle hedef ortaklığın¹¹⁷ kontrolünü ele geçirmek için ödenen ve hedef ortaklığın paylarının piyasa değerinden fazla olan bedel, tüm pay sahipleri tarafından eşit şekilde paylaşılmaktadır¹¹⁸.

Zorunlu pay alım teklifinde merkez kavram kontrolün değişmesi¹¹⁹ ya da başka bir ifadeyle ele geçirilmesi¹²⁰ olup, zorunlu pay alım teklifi buna bağlanan bir sonuç olarak değerlendirilebilir. Bu hukuki prosedürü kabul eden ülkelerin hemen hepsinde bu durumun, ortaklığın belirli orandaki pay ya da oy yüzdesinin elde edilmesi şeklindeki kıstaslara göre tespit edildiği görülmektedir¹²¹.

2. Pay Alım Teklifi Fiyatına İlişkin Esaslar

Pay alım teklifi prosedüründe pay alım teklifi fiyatı da irdelenmesi gereken bir konudur. Zira bu hususun incelenmesi pay alım teklifi prosedürünün düzenlenme

¹¹⁷ Hedef ortaklık terimi pay alım teklifinin yapıldığı ortaklığı ifade etmektedir. Bu terimin tanımı için bkz. II-26.1 no’lu Tebliğ m. 4-f.

¹¹⁸ Sibel Hacımahmutoğlu, “AT Komisyonu’nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme”, **Batider**, 2001, C.XXI, S.1, s. 114.

¹¹⁹ Bu kullanım için bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 45.

¹²⁰ Kullanım için bkz. Yeşiltepe, **a.g.e.**, s.14-16.

¹²¹ Fransa’da oy hakları ya da sermaye bazında %30’luk bir orana ulaşılmış olması gerekmektedir. Almanya’da benzer şekilde % 30’luk oran ancak oy hakları bazında olmak üzere öngörülmüştür. İsviçre’de bu oran oy hakları bazında ortaklık toplamının üçte biridir. İngiltere’de de yine toplam oy haklarının % 30’unun elde edilmesi gerekmektedir. ABD’de ise, üç istisnai eyalet dışında önemli oranda pay elde etmiş pay sahibinin mevcut pay sahipliği oranını yükseltmek istemediği sürece zorunlu pay alım teklifi mecburiyeti bulunmamaktadır. Adı geçen ülkelerin mevzuatlarına ilişkin detaylar açısından bkz. **Public Mergers and Acquisitions Country Q&A Tool**, Resource ID: 4-501-7395, (Çevrimiçi) <http://practicallaw.com/>, (Son Erişim Tarihi: 24 Mart 2014).

amacının ortaya konulması ve ayrılma hakkında paya ödenecek fiyatın belirlenmesine ilişkin esasların değerlendirilmesi açısından önem arz etmektedir.

Pay alım teklifi prosedürünü kabul eden Avrupa ülke mevzuatları incelendiğinde, pay alım teklifinde alım fiyatının, prensip olarak, kontrol değişikliğine yol açan pay alımında ödenen fiyattan daha düşük olmayacak şekilde belirlenmesi anlayışının gözetildiği söylenebilir¹²². Yani kontrol değişikliğine yol açan pay alımında ödenen fiyat ile pay alım teklifinde ödenecek olan fiyat arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Böyle olması da kanımızca doğaldır, zira aksi söz konusu olduğu takdirde, kimi pay sahipleri aleyhine adaletsiz bir şekilde ayrımcılık yapılmış olacaktır. Ancak ilgili ülke mevzuatları incelendiğinde söz konusu fiyatın belirlenmesinde tek kriterin bahsi geçen kriter olmadığı, bunun yanı sıra başka kriterlerin de gözetildiği görülmektedir¹²³.

Buna karşılık bir görüş tarafından fiyatın belirlenmesi hususunda çeşitli ülke mevzuatlarınca benimsenen kriterlerin farklılık gösterdiği ileri sürülmüştür¹²⁴. Bu görüşe göre, kimi ülkelerde kontrol değişikliğine yol açan primden pay sahiplerini eşit olarak yararlandırmak amacıyla fiyat, kontrol primi temel alınarak tespit edilmektedir. Aynı görüş tarafından kimi ülkelerde ise, kontrol priminin temel alınması nedeniyle oluşacak maliyet ve beraberinde getireceği kontrol değişikliği işlemlerine olumsuz etkisi göz önünde bulundurularak, fiyatın, belirli bir zaman aralığı içerisinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyat temel alınarak belirlendiği tespiti yapılmaktadır.

¹²² Konuyla ilgili Avrupa Birliği düzenlemeleri açısından bkz. Elst v.d., **a.g.e.**, s. 421.

¹²³ Örneğin 2004/25/EC sayılı Direktifin 5'nci maddesinin dördüncü fıkrasında, ortalama piyasa değeri, ortaklığın tasfiye değeri ya da malî analizde kullanılan diğer objektif değerlendirme yöntemlerinin de somut olayın özelliklerine göre kullanılabileceği ifade edilmiştir. Bkz. **Official Journal L 142**, 30 April 2004, (Çevrimiçi), <http://eur-lex.europa.eu>, (Son Erişim Tarihi: 01.04.2014); İsviçre Hukuku'nda BEHG m. 32/4'te zorunlu alım teklifi fiyatının ilgili payın borsa fiyatından ve teklifte bulunan tarafından son 12 aylık süreçte teklifte bulunulan ortaklık payları için ödenen en yüksek fiyattan az olamayacağı ifade edilmiştir. Ayrıca bkz. Kunz, **Gesellschaftsrecht**, s. 143-144.; Alman Hukuku'nda zorunlu pay alım teklifinde paylara ödenecek fiyat, teklifte bulunan tarafından teklifin başlangıcından itibaren geriye doğru altı aylık süreçte teklifte bulunan tarafından hedef ortaklık paylarına ödenen veya ödeneceği kabul edilen fiyattan ve aynı zamanda kontrol değişikliğinin açıklandığı tarihten geriye doğru üç ay içerisinde ilgili payların borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatından az olamaz. Bkz. **Public takeovers in Germany**, June 2012, Freshfields Bruckhaus Deringer LLP, s. 15-20, (Çevrimiçi) <http://www.freshfields.com/>, (Son Erişim Tarihi: 02 Nisan 2014).

¹²⁴ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 46-47. Yazar tarafından İtalya, Fransa ve İsviçre düzenlemeleri örnek olarak gösterilmiştir.

Ancak gerek bu tespiti dayanak olarak gösterilen ÷lke düzenlemeleri gerek Avrupa Birliği Hukuku içerisinde yer alan başkaca ÷lke düzenlemeleri incelendiğinde bu tespiti katılmamaktayız. Zira son tahlilde bütün bu bahsi geçen ÷lke hukukları düzenlemelerinde -hem ağırlıklı borsa fiyatı hem de teklifte bulunan tarafından teklif tarihinden itibaren belirli bir süre öncesine kadarki zaman dilimi içerisinde ödenen fiyatı temel alan düzenlemelerde dahi- yukarıda irdelendiği üzere teklif tarihinden geriye doğru belirli bir süre öncesine kadar ödenen ücretten az olmama kriterinin genel geçer olarak belirleyici olduğu gör÷lmektedir.

3. Ayrılma Hakkı ile Kaşılaştırılması

Bütün bu açıklamaların ışığında, zorunlu pay alım teklifi ve ayrılma hakkı arasındaki hukuki ilişki tahlil edildiğinde, iki kurumun da pay alım serbestisinin istisnalarından olduğu gör÷lmektedir. Her iki hukuki süreç de pay sahibine, kendi paylarının karşı tarafça devralınmasını zorlayabilme hakkı sunmaktadır¹²⁵. Ancak, zorunlu pay alım teklifinde satın alma teklifi esasen hâkimiyeti ele geçiren pay sahibi tarafından yapılmakta ve satın alma da bu pay sahibi tarafından yapılmakta iken ayrılma hakkında satma teklifi haktan yararlanacak olan pay sahibi tarafından yapılmakta ve satın almanın muhatabı da ortaklık olmaktadır.

Her iki kurumun düzenleniş amaçları arasında da farklılıklar vardır. Zorunlu pay alım teklifi, esasen kontrol değişikliğinde pay sahibinin korunması ve söz konusu kontrol değişikliğine yol açan işlemin, olumsuz etkilenebilecek azınlık pay sahiplerinin de çıkarları dengelenerek gerçekleştirilmesi, yani pay sahibi ile işlem menfaati arasında karşılıklı denge sağlanması amacına hizmet etmektedir. Ayrılma hakkı ise, ortaklığın taraf olduğu önemli nitelikteki işlemler veya aldığı önemli nitelikteki kararlar neticesinde pay sahibinin korunması, önemli nitelikteki işlem ve kararların bu konumdaki pay sahiplerinden gelebilecek hukuki talepler nedeniyle sürencemeye girmeden gerçekleştirilmesi ve netice itibarıyla ortaklığın da menfaatinin sağlanmasını içeren daha geniş bir amaçlar kümesinin gerçekleştirilmesine hizmet etmektedir.

Ayrıca her iki kurumun işleyiş süreçleri de birbirinden farklılık göstermektedir. Zorunlu pay alım teklifinde ilgili denetleyici ve/veya düzenleyici

¹²⁵ Okutan Nilsson, **Pay Sahipleri Sözleşmeleri**, s. 225. Yani her iki hukuki süreç neticesinde ilgili paylar zorla satılabilmektedir.

kamusal kurumun sürece müdahil olduğu, onun denetimi ve gözetiminde sürecin ilerlediği görülmektedir. Bununla bağlantılı olarak, fiyat da ilgili kamusal nitelikteki kurumun denetimi altında kesinlik kazanmaktadır. Ayrılma hakkında ise, fiyata ilişkin genel prensipler ilgili mevzuatla belirlenmekte, payına ödenecek olan fiyatı uygun bulmayan pay sahipleri bunun düzeltilmesi için mahkemeye başvurmaktadır¹²⁶. Ancak zorunlu pay alım teklifinde de fiyata ilişkin dava açılması söz konusu olabilecektir.

D. Esas Sözleşmesel Bağlam Hükümleri Uyarınca Devre Konu Nama Yazılı Paylar Üzerindeki Ortaklık ve Diğer İlgililerin Devralma Hakkı

Bilindiği gibi AO'lar esas sözleşmelerine koyabilecekleri bağlam hükümleri uyarınca nama yazılı paylarının devrini sınırlayabilirler¹²⁷. TK m. 493/1 hükmü uyarınca, ortaklık esas sözleşmede öngörülmüş önemli bir sebebi ileri sürerek veya devredene, paylarını, başvurma anındaki gerçek değeriyle, kendi veya diğer pay sahipleri ya da üçüncü kişiler hesabına almayı önererek pay devrinin onay istemini reddedebilmektedir.

TK m. 493/4 hükmü uyarınca paylar; miras, mirasın paylaşımı, eşler arasındaki mal rejimi hükümleri veya cebri icra gereği iktisap edilmişlerse, ortaklık, bu pay devrini, payları edinen kişiye paylarını gerçek değeri ile devralmayı önerdiği takdirde reddedebilir.

Öte yandan borsaya kote edilmiş NYP'lerin devrinde ise, TK m. 495/1 hükmü uyarınca m. 493'te yer alan imkân, yani devre konu payların ortaklık ya da diğer ilgililer hesabına satın alınarak devre onay verilmemesi imkânı

¹²⁶ Zorunlu pay alım teklifinde fiyat, teklifin yapılmasından önceki belli bir zaman dilimi içerisinde hedef ortaklık paylarına ödenen en yüksek fiyat ya da borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyat şeklinde ilgili mevzuatta ifadesini bulan kesin, önceden belirli kriterlere göre belirlenmektedir. Bu açıdan ayrılma hakkında fiyatın ise, prensip olarak, bu şekilde önceden belirli ve ilgili mevzuatta ifadesini bulan somut kriterlere göre değil de, somut olayın özelliklerine göre belirli değerlendirme yöntemleri eşliğinde tespit edildiği söylenebilir. Ancak bu konuda farklı düzenlemeler de söz konusudur. Örneğin ayrılma hakkına ilişkin II-23.1 no'lu Tebliğ m. 10'da "*Payları borsada işlem gören ortaklıkların payları için ayrılma hakkı kullanım fiyatı, işlemin ilk defa kamuya açıklandığı tarihten önceki, açıklanan tarih hariç olmak üzere, otuz gün içinde borsada oluşan düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalamasıdır*" denilmek suretiyle borsa AO'ları için mevzuatla kesin ve somut bir kriter getirilmiştir. Detay bilgi için bkz. II-23.1 no'lu Tebliğ m. 10.

¹²⁷ Sevi, **Pay Devri**, s. 249; Akın, **Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 36 vd. ile s. 137 vd.; Uzel, **Bağlam**, s. 111 vd.

tanınmamıştır¹²⁸. Kaldı ki, SerPK m. 137/3 hükmü ile zaten TK'nın anılan hükümleri borsaya kote edilmiş NYP'lerin borsadan iktisabı bakımından uygulanamaz hale gelmiş, böylelikle m. 495/1'deki yüzdesel istisna da borsadan iktisap durumu bakımından ortadan kalkmıştır¹²⁹.

TK m. 493/6 hükmünde ise, payı devralana birinci ve dördüncü fıkrada bahsi geçen devir durumlarında, ortaklık tarafından paylarının gerçek değer üzerinden satın alınması önerildiği takdirde ortaklık ve hükümde sayılan diğer ilgililer lehine bir önalım hakkı tanınmış olmaktadır¹³⁰.

Ayrılma hakkı ile NYP'ler üzerindeki devralma hakkı arasında çeşitli açılardan farklılıklar bulunmaktadır. Şöyle ki, öncelikle nitelik olarak NYP'ler

¹²⁸ SerPK m. 137/3 hükmüyle uygulanamaz hale gelen TK m. 495/1 hükmüne göre böyle bir durumda ortaklık, pay devrini ancak esas sözleşmesinde sermayeyi esas alan ve yüzde ile ifade edilen bir iktisap üst sınırı öngörmüş ve bu üst sınır aşılmışsa reddedebilmektedir.

¹²⁹ Bkz. Memiş, Turan, **a.g.e.**, s. 141; SerPK m. 137/3 düzenlemesi hakkındaki eleştiriler için bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 157, N. 9-131. Tamer Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam) -Die Vinkulierung-**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2016, s. 295-300.

¹³⁰ Buradaki hakkın alım hakkı olduğu yönünde bkz. Şafak Narbay, "6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanuna Göre Anonim Ortaklıkta Pay ve Pay Senetlerinin Devri", **Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XVI, S. 3-4, 2012, s. 224; Rauf Karasu, "T.T.K. Tasarısına Göre Nama Yazılı Payların Devrinin Sınırlandırılması", **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XII, 2008, S. 1-2, s. 137. Ancak doktrinde kimi yazarlarca bu hak önalım hakkı olarak nitelendirilmektedir. Bu hakkın kanuni önalım hakkı olduğu yönünde bkz. Erdoğan Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, 5. Baskı, Vedat, İstanbul, 2015, s. 100; Nihat Taşdelen, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliği Sifatının Kazanılması**, Vedat Yayıncılık, İstanbul 2005, s. 296; Bahtiyar, **Önalım**, s. 84; Ünal Tekinalp, **Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları: Pay Defteri Hukuku İle**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2012, s. 83, N. 9-01 vd. Bu dipnottaki açıklamamızın başında atfı yaptığımız üzere doktrindeki diğer görüş bu hakkı alım hakkı olarak kabul eden görüştür. Zira önalım hakkından söz edebilmek için satış olgusunun varlığı zorunludur. Önalım hakkı bakımından ayrıntılı bilgi için bkz. Kemal Oğuzman, Özer Seliçi, **Eşya Hukuku**, 7. bs., Filiz Kitabevi, İstanbul 1997, s. 410-411; Fikret Eren, "Türk Medeni Kanuna Göre Yasal Önalım Hakkı", **Prof. Dr. Attila Özer'e Armağan, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2008 Cilt. XII, Sayı 1-2, s. 103 vd. Buna göre, TK m. 493'te düzenlenen durumlarda pay edinimi satış dışındaki yollarla -miras, mirasın paylaşımı, eşler arasındaki mal rejimi hükümleri veya cebri icra- gerçekleşmektedir. Dolayısıyla bu hakkı alım hakkı olarak adlandırmak niteliğine daha uygun düşecektir. Alım hakkının özel bir türü olduğu yönündeki görüş için bkz. Şükrü Yıldız, İbrahim Özbay, "Bağlı Nama Yazılı Payların TTK m. 418f.4'de Yazılı Sebeplerle Kazanılmasında Yönetim Kurulu Üyeleri İle Pay Sahiplerine Tanınan Gerçek Değerden Satın Alma Hakkı", **Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu XXII**, Ban ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 2006, s. 10,11. Bağlam hükümlerinin nitelikleri hakkındaki değerlendirmeler açısından bkz. Ünal Tekinalp, "Anonim Ortaklık Paylarının Alım, Önalım, Geriyealım ve Benzeri Haklara Konu Olması", **Medeni Kanun 50. Yıl Sempozyumu**, İstanbul Üniversitesi, s. 345 vd. Ancak, mülga TK döneminden farklı olarak, TK m.493/1 hükmü ile mülga TK m. 418 hükmünde bulunmayan pay sahibinin olağan NYP satışlarında da bu imkânın ortaklığa ve maddede zikredilen diğer ilgililere tanındığı hususu dikkate alınmalıdır.

üzerindeki devralma hakkı, yasal önalım hakkı özelliği göstermekteyken, ayrılma hakkı daha önce değinildiği üzere zorunlu satım hakkı görünümündedir.

Her iki hakkın düzenleniş amacı ve işlevleri de farklıdır. NYP'ler üzerindeki devralma hakkı; pay sahiplerinin mali yeterliliğinin kontrolü, ortaklığın özgün yapısının muhafazası, yabancılaşmanın önlenmesi gibi amaçlara hizmet etmekteyken¹³¹, ayrılma hakkı ortaklık, azınlık ve çoğunluk pay sahipleri arasındaki menfaat dengesinin sağlanması amacıyla hizmet etmektedir.

Hakkı kullanan taraflar açısından da farklılık mevcuttur. Bağlı NYP'ler üzerindeki devralma hakkında, alım ortaklık ve/veya pay sahipleri ve üçüncü şahıslar hesabına gerçekleştirilmekte ve payı devreden ve/veya kanuni yollarla payı edinen payını satma zorunluluğunda bulunmakta iken, ayrılma hakkında azınlık pay sahibi bu hakkı kullanmakta ve payını satın alma yükümlülüğü ortaklık üzerinde doğmaktadır.

Ayrıca hakkı doğuran olaylar bakımından da farklılık söz konusudur. Ayrılma hakkında ortaklık açısından önemli nitelikteki işlemlere muhalif olma durumu hakkın doğumuna yol açmaktadır. Bağlı NYP'lerin devralım hakkında ise, payın üçüncü bir şahsa devri ya da payın kanuni yollarla üçüncü şahıslara intikali hakkın kullanılmasına neden olmaktadır.

E. Birleşme Sözleşmesinde Kararlaştırılan Ayrılma Akçesini Talep Hakkı

TK'da birleşmenin de dâhil olduğu yapısal değişiklikleri düzenleyen m. 134 ilâ m. 194 arasındaki hükümlerin kaynağı FusG'dir¹³². Dolayısıyla birleşmede ayrılma akçesinin kararlaştırılabilmesine ilişkin TK m. 141/1 ve diğer ilgili hükümler ile bunların uygulamasına ilişkin İsviçre hukukunun incelenmesi de önem taşımaktadır. Bu nedenle aşağıdaki açıklamalarımızda konu İsviçre hukuku ile birlikte incelenecektir. TK m. 141/2'de öngörülen, azınlık pay sahiplerinin ihracına

¹³¹ Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 550.

¹³² **TK Madde Gereçekçeleri**, Birleşme, Bölünme, Tür Değiştirme Genel Açıklamalar, 1 ve 2 no'lu fıkralar.

ilişkin zorunlu ayrılma akçesi ise, niteliği gereği pay sahiplerinin ortaklıktan çıkarılmasına ilişkindir¹³³.

TK'da ortaklıktan ayrılma imkânı, yapısal değişikliklere ilişkin işlemlerden yalnızca birleşmede tanınmıştır. Birleşme işleminde¹³⁴ bu imkân, “ayrılma akçesi” olarak adlandırılmıştır. TK m. 141/1'e (FusG m. 8) göre birleşmeye katılan ortaklıklar, birleşme sözleşmesinde, pay sahiplerine, devralan ortaklıkta, pay ve ortaklık haklarının iktisabı ile iktisap olunan ortaklık paylarının gerçek değerine denk gelen bir ayrılma akçesi arasında seçim yapma hakkı tanıyabilirler. Maddeye ilişkin gerekçede¹³⁵ de, birleşmeye muhalif kalan¹³⁶ ortağa devredilen ortaklıktan ayrılma hakkının (fiili ayrılma imkânı hatalı şekilde ifade edilmiştir) tanındığı, birleşmedeki temel ilkenin pay sahibi sıfatının devamlılığı olduğu, ancak bu ilke gerekçe gösterilerek, birleşmeye katılmak istemeyen, birleşmeyi kendi menfaatine aykırı gören devredilen ortaklığın ortaklarını zorla devralan ortaklıkta tutmanın doğru olmadığı belirtilmektedir. Kanımızca bu madde hükmündeki ayrılma akçesini seçebilme imkânını, incelediğimiz SerPK m. 24'te yer verilen, ilk olarak Amerikan hukukunda gördüğümüz ayrılma hakkı ile aynı değerlendirerek bu adla isimlendirmek hukuk tekniği açısından doğru olmayacaktır¹³⁷. Zira, çalışmada tahlil ettiğimiz ayrılma hakkı kavramı; unsurları, tarihsel geçmişi, özellikleri, hakkı

¹³³ Al Kılıç, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşmesi**, Beta Basım, İstanbul 2009, s. 48; Yeşiltepe, **Çıkarma**, s. 158 vd.; Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 76,77; Coştan, **Bölünme**, s. 71 vd.; Cumhur Boyacıoğlu, **Konzern Kavramı**, Nobel Yayınevi, Ankara 2006, s. 272, 273, Akbilek, **a.g.e.**, s. 183 vd., Çelik, **Çıkarılma**, s. 214 vd. Kimi yazarlar tarafından bu hüküm “squeeze-out right” olarak ifade edilmişse de, “squeeze-out merger” işlemi farklı bir işlem olduğundan bu yaklaşıma katılmamaktayız. Anılan yaklaşım için bkz. Tekinalp, **Bağlam**, s. 32, Al Kılıç, **Birleşme**, s. 55, Ahmet Keşli, “Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirme”, **Şirketler Hukuku**, Ed. Sami Karahan, Konya 2012, s. 161, dpn. 2. İsviçre hukukundaki durum için ayrıca bkz. Daniel Lengauer v.d., **Company Law in Switzerland**, Schulthess Verlag, Zürich 2009, s. 78,79.

¹³⁴ Birleşmenin tanımı için bkz. aşağıda s. 121. Ayrıca bkz. Oruç Hami Şener, **Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku Ders Kitabı**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2012, s. 121 vd.; Hasan Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Genel Esaslar**, Güncellenmiş 2. bs., Adalet Yayınevi, Ankara, 2013. s. 63 vd.; Gönen Eriş, **Ticari İşletme ve Şirketler**, C. II, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2014, s. 1900 vd.

¹³⁵ **TK Madde Gereçekleri**, Madde 141, birinci fıkra.

¹³⁶ Sönmez tarafından gerekçedeki muhalif kalma ifadesine rağmen, İsviçre-Türk hukuklarında ayrılma hakkının (katılmamakla birlikte yazar tarafından bu şekilde nitelendirilmektedir) kullanılabilmesi için GK'da muhalif kalınması ve bunun tutanağa geçirilmesinin bir şart olarak öngörülmediği ifade edilmiştir. Bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 187. Ancak gerekçe geçen muhalif kalma ifadesinin birleşme işlemini uygun görmeyerek, ortaklıktan ayrılma iradesine sahip olmak anlamında kullanılmış olabileceği de göz önünde tutulmalıdır.

¹³⁷ Benzer görüş için bkz. Bektaş, **Ayrılma Hakkı**, s. 757.

doğuran sebepler ve *ratio legis* anlamında söz konusu sözleşmeye dayalı seçimlik hak ile bu tespiti yapmaya yetecek şekilde örtüşmemektedir. Gerekçenin ifadesiyle pay sahiplerine sunulan bu yenilik doğrucu seçimlik hak aynı zamanda eski öğretiden ciddi bir sapma olarak nitelendirilmekte, böylelikle pay sahipliğini yeni kurulan veya bünyesinde birleşilen ortaklıkta devam ettirme ilkesine bir istisna getirilmiş olmaktadır¹³⁸.

Öte yandan m. 141/1 hükmünde yer verilen seçimlik hak ile ayrılma hakkı, hakkı doğuran sebepler açısından da birbiri ile benzeşmemektedir. TK m. 141/1 hükmündeki seçimlik ayrılma akçesi, TK m. 146/1-f ve 147/2-d hükümlerinde ifade edildiği üzere, pay sahiplerinin inisiyatifine bırakılan bir seçim hakkı ya da başka bir ifadeyle ayrılma akçesine sahip olma konusunda pay sahiplerine verilen bir kanuni hak değildir. Birleşme işlemine katılan ortaklıklara tanınmış bir seçim hakkıdır¹³⁹. Doktrinde kimi yazarlar TK'nın m. 141/1, m. 146/1-f, m. 147/2-d ve m. 151/5 hükümlerinin açık ifadesine rağmen, böyle bir düzenlemenin ortaklıkların takdirine bırakılmaması gerektiği gerekçesiyle bu hakkı düzenleyen hükümlerin lafzının ortaklığa hakkı tanıma konusunda zorunluluk yükleyecek şekilde değiştirilmesi gerektiği fikrini savunmaktadırlar¹⁴⁰. Hatta bir görüş¹⁴¹, m. 146/1-f'nin ortaklığa birleşme sözleşmesinde ayrılma hakkı tanıma konusunda seçim imkânı sunan "...f) gereğinde 141 inci madde uyarınca ayrılma akçesini..." şeklindeki lafzını zorunluluk olarak yorumlamaktadır. Oysa ifade ettiğimiz üzere kanunda konuyu düzenleyen hükümlerin ve anılan hükmün ifadesi net olup, bu şekilde bir yorum

¹³⁸ Ünal Tekinalp, "Birleşmede Ayrılma Akçesi", **REGESTA**, C. II, S. 1, 2012, s. 22; Hamdi Yasaman, **Anonim Ortaklıkların Birleşmesi**, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 1987, s. 112 vd.; Veliye Yanlı, "Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Anonim Şirket Birleşmeleri", **Şirket Birleşmeleri**, Ed. Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner, Alfa Basım, İstanbul 2004, s. 77 vd.; Pelin Güven, **Türk Rekabet Hukuku ve Avrupa Birliği Rekabet Hukukunda Birleşme ve Devralmaların Denetlenmesi**, Yetkin Yayınları, Ankara 2002, s. 81 vd.

¹³⁹ Tekinalp, **Ayrılma Akçesi**, s. 25.

¹⁴⁰ Erdoğan Moroğlu, **6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Değerlendirme ve Öneriler**, On İki Levha Yayıncılık, 7. bs., İstanbul 2012, s. 87; Şengül Al Kılıç, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşmesi**, Beta Basım, İstanbul 2009, s. 48.

¹⁴¹ Hülya Çoştan, **Anonim Ortaklıkların (Şirketlerin) Birleşme, Bölünme, Nevi Değiştirme (Tür Değiştirme) Yoluyla Yeniden Yapılanmasında Alacaklıların Korunması**, Doktora Tezi, Ankara, 2007, s. 172. Yazar tarafından 2009 yılında kitap halinde yayınlanan doktora tezinin 2007 yılında jüri tarafından kabul edilen halinde bu yaklaşım savunulmakla birlikte, daha sonra kitap olarak yayınlanan metinden bu görüş çıkarılmıştır. Bkz. Hülya Çoştan, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Hükümlerine Göre Anonim Şirketin Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirme Yoluyla Yeniden Yapılanmasında Alacaklıların Korunması**, Ban ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 2009, s. 174.

isabetli görülemez¹⁴². Zira haklı olarak seçimlik bir hak olan ayrılma akçesinin, birleşme sözleşmesinde pay sahipleri için bir zorunluluk olarak öngörülmemesi gerektiği, aksine bir alternatif olarak sunulması gerektiği, buna aykırılığın ise, TK m. 340 anlamında geçersizlik yaptırımına tabi olacağı belirtilmiştir¹⁴³.

TK m. 141/1’de yer verilen ayrılma akçesinin seçimlik hak olarak düzenlenmesinin tek istisnası kolaylaştırılmış birleşme işlemidir. Bu birleşme türü TK ile Türk hukukuna girmiştir. Gerekçeye göre bu hukuki kurum FusG m. 23’ten iktibas edilmiştir. Ancak bu kurum İsviçre hukukuna özgü olmayıp, AB’nin 78/855 sayılı Direktifi’nde de yer almaktadır (Bölüm IV, m. 24-31). Yine ABD hukukunda *short form merger* nitelendirmesi ile yer almaktadır¹⁴⁴. Ancak TK m. 155 uyarınca kolaylaştırılmış birleşme işleminin uygulanabilmesi için birleşmenin tarafı olan ortaklıkların sermaye ortaklığı olmaları gerekmektedir. Yine 155. maddeye göre, devralan sermaye ortaklığının devralınan sermaye ortaklığında, oy hakkı veren payların tamamına veya en az % 90’ına sahip olması halinde anılan hükme göre birleşme için; birleşme raporu hazırlanması, birleşmenin pay sahiplerinin incelemesine sunulması, hatta işlemin genel kurul onayına sunulması gibi prosedürlere gerek kalmadan birleşme işlemi gerçekleştirilebilmektedir¹⁴⁵. Bu tür birleşmenin ayrılma hakkı açısından önemli olan hükmü ikinci fıkrasıdır. Zira devralınan ortaklıkta % 90 ve üzeri paya sahip olunması durumunda anılan fıkra hükmü gereği ortaklık paylarının gerçek değerinin tam dengi olan nakdi bir karşılık verilmesinin önerilmiş olması gerekmektedir. Hükmün bir diğer önemli farklılığı da verilecek olan ayrılma akçesinin nakden ödenmesi gerektiğidir. TK m. 141’e göre ise, ödenecek olan ayrılma akçesinin nakit olması zorunluluğu bulunmamaktadır¹⁴⁶.

¹⁴² Bilge Develi, “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Ayrılma Akçesi”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XVII, 2013, Sa. 1-2, s. 448; Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 188; Tekinalp, **Ayrılma Akçesi**, s. 25.

¹⁴³ Tekinalp, **Ayrılma Akçesi**, s. 25.

¹⁴⁴ Bkz. yukarıda s. 22.

¹⁴⁵ TK m. 156/1. ve 2. fıkra hükümlerine göre; devralan ortaklığın devralınan ortaklık paylarının tamamına sahip olması halinde birleşme sözleşmesinde sadece birinci fıkrada gösterilen kayıtlara yer verecek, birleşme raporu hazırlanması, birleşmenin pay sahiplerinin incelemesine sunulması, hattâ işlemin genel kurul onayına sunulması prosedürlerine gerek kalmayacak, devralınan ortaklıkta % 90 ve üzerinde pay sahibi olunması halinde ise, birleşme sözleşmesinde sadece ikinci fıkrada gösterilen kayıtlara yer verilecek, ancak birinci fıkradan farklı olarak pay sahiplerine inceleme hakkı sağlayacaklardır. Bu konuda ayrıntılar için bkz. Çoştan, **Alacaklının Korunması**, s. 84-86; Akbilek, **a.g.e.**, s. 126-127.

¹⁴⁶ Aşağıda s. 139 vd. bu konu ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

Kanaatimizce kolaylaştırılmış birleşmede ayrılma akçesinin seçimlik hak olarak birleşme sözleşmesinde yer alması zorunluluğunun tercih edilmesinin nedeni, bu tür birleşmelerde hâkimiyet durumunun söz konusu olması, yani bir sermaye ortaklığının başka bir sermaye ortaklığında % 90 ve daha fazla paya sahip olması neticesinde, devralınan ortaklıktaki azınlık pay sahiplerinin çok daha fazla korumaya ihtiyaç duymaları durumudur¹⁴⁷.

Birleşme işleminde söz konusu seçimlik hakkının kullanılabilmesi için sadece bu hakka birleşme sözleşmesinde yer verilmesi yeterli olmayıp aynı zamanda bu konuda nitelikli çoğunlukla karar alınması da gereklidir. TK m. 151/5 hükmü gereği birleşme sözleşmesi bir ayrılma akçesini öngörüyorsa bu, devralınan ortaklık şahıs ortaklığıysa oy hakkına sahip ortakların¹⁴⁸, sermaye ortaklığı ise mevcut oy haklarının % 90'ının olumlu oyuyla onaylanmak zorundadır. Hükmün tam ifadesi ise, *“Birleşme sözleşmesi bir ayrılma akçesini öngörüyorsa bunun... onaylanması şarttır”* şeklindedir.

Doktrinde birleşme sözleşmesinde kararlaştırılan ayrılma akçesinin onaylanmasına ilişkin söz konusu hükme ilişkin çeşitli görüşler ileri sürülmüştür. Bir görüşe¹⁴⁹ göre bu hükümle mehaz İsviçre düzenlemesinden ayrılınmıştır. Zira FusG m.18/3'te birleşme sözleşmesinin yalnızca ayrılma bedelini öngörmüş olması durumunda, birleşme kararının devralınan ortaklıktaki oy haklarının % 90'ını elinde bulunduran pay sahipleri tarafından onaylanması gerekir. Dolayısıyla bu durumda mehaz kanunla belirgin farklar ortaya çıkmaktadır. Mehaz kanunda % 90 oy oranına tâbi olan husus birleşme sözleşmesinin kendisidir. Ayrıca mehaz kanunda bu oy oranı şartına tabi husus ayrılma akçesine birleşme sözleşmesinde yer verilmesi değil, pay sahiplerine sadece ayrılma seçeneğinin sunulmasıdır. Bir diğer fark ise, mehaz kanun hükmünde oy hakkına sahip pay sahiplerinin % 90'ının onayıyla karar verilebileceğinin öngörülmesine karşılık, TK m. 151/5'te *“...şirkette mevcut oy haklarının % 90'ının olumlu oylarıyla onaylanması...”* şeklinde bir şartın

¹⁴⁷ Nitekim TK m. 155/2'ye ilişkin madde gerekçesinde de bu husus açıkça zikredilmiştir. Bkz. **TK Madde Gerekçeleri**, m. 155/2.

¹⁴⁸ Şahıs ortaklıklarında oy hakkına sahip olmayan ortağın çok istisnai durumlar dışında olamayacağı, FusG'de de yer almayan böyle bir ifadenin düzeltilerek hükmün *“...şahıs ortaklığıysa, ortaklarını...”* şeklinde yeniden düzenlenmesi gerektiği görüşü için bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s.188-189, dpn. 48; Aynı yönde bkz. Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 143.

¹⁴⁹ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 189-190.

getirilmesidir. Bu hükme ilişkin olarak anılan görüş¹⁵⁰ tarafından bu farklılığın esasen TK tarafından, mehzaz kanun hükmündeki, genel kurulda kararı alacak pay sahiplerinin sayısının esas alınması ve bunların çoğunluğunu öngörülmesi şeklindeki hatanın giderilmesinden ibaret olduğu, bu sayede oyda tanınan imtiyazların oylamada hesaba katılmış olduğu ifade edilmiştir¹⁵¹. Söz konusu görüş uyarınca, bu durum TK'da esas sözleşme değişikliklerinde imtiyazların hesaba katılmayacağına ilişkin hükmün bir istisnasını oluşturmaktadır.

TK m. 151/5 hükmü lâfzen değerlendirildiğinde, ayrılma akçesinin, TK m. 141 birinci fıkra hükmü uyarınca gerek seçimlik, gerek ikinci fıkra hükmü uyarınca zorunlu olarak düzenlenmesi arasında % 90'lık onay şartı açısından bir ayrıma gitmediği görülmektedir. Ayrıca yine m. 151/5 hükmünün ifadesinden onaya tabi olacak hususun birleşme sözleşmesi değil de, ayrılma akçesine ilişkin hüküm olduğu izlenimi doğmaktadır. Ancak m. 151/5 gerekçesinde herhangi bir açıklama bulunmamakla birlikte, m. 141'in gerekçesinde, bu maddenin TK m. 151/5 ile birlikte değerlendirilmesi gerektiği, birleşme sözleşmesi sadece ayrılma akçesini öngörüyorsa, sözleşmenin ayrılma akçesine ilişkin hükmünün değil sözleşmenin, devreden şirketin oy hakkını haiz ortaklarının % 90'ı tarafından onaylanması gerektiği ifade edilmiştir¹⁵².

Ayrılma hakkına ilişkin birleşme sözleşmesi hükmünün mü yoksa sözleşmenin kendisinin mi çoğunlukla onaylanması gerektiği noktasında, doktrinde bir eğilim¹⁵³ birleşme sözleşmesinin kendisinin onaylanması gerektiği, diğer bir eğilim¹⁵⁴ ise hem sözleşmenin hem de ayrılma akçesine ilişkin hükmün onaylanması gerektiği şeklindedir. Biz her ne kadar hükmün lafzı ayrılma akçesine ilişkin hükmü çağırırsa da, esasen kanun koyucu tarafından kastedilenin mehzaz kanunda olduğu

¹⁵⁰ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 190, dpn.50.

¹⁵¹ Pulaşlı tarafından ise, hem mehzaz kanun hükmünün ifadesinin hem de TK hükmünün hatalı olduğu tespiti yapılmıştır. Bkz. Hasan Pulaşlı, **Türk Ticaret Kanunun Tasarısı, Konferans, Bildiriler-Tartışmalar**, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 2005, s. 183.

¹⁵² Bkz. **TK Madde Gerekçeleri**, m. 141/1.

¹⁵³ Bkz. Akbilek, **a.g.e.**, s. 215.; Develi, **Ayrılma Akçesi**, s. 449. Yazar bu düşüncesini, kanun koyucu tarafından, 151'inci maddenin 1'inci fıkrasında, birleşme sözleşmesinin genel kurulda hangi nisaplarla onaylanması gerektiğinin belirtildiği, takip eden fıkralarda ise özel olarak düzenlenmeye ihtiyaç gösteren durumlara yer verildiğine ilişkin yapmış olduğu tespiti dayandırmaktadır.

¹⁵⁴ Tekinalp, **Ayrılma Akçesi**, s. 25.

üzere birleşme sözleşmesi olduğu kanaatindeyiz. TK m. 151'in düzenleniş tarzından bu yorumun daha isabetli olduğu ortaya çıkmaktadır.

TK m. 151/5 hükmüne dayanılarak yapılan ve mehzaz kanundan ayrıldığı ifade edilen¹⁵⁵ ayrılma hakkının - ayrılma akçesi- birleşme sözleşmesinde hem seçimlik hak hem de azınlık pay sahipleri için zorunlu tek alternatif olarak düzenlendiği durumlarda % 90 oy çoğunluğunun onayına tâbi olduğu meselesi hakkında ise, bu çoğunluğun hükmün belirsiz ifadesine karşın, doktrinde ağırlıklı olarak m. 141'in gerekçesinde açıklandığı üzere, sadece m. 141/2'de öngörülen azınlığın çıkarılması hükmüne münhasır olduğu ifade edilmektedir¹⁵⁶.

TK m. 141/2 uyarınca yapılacak birleşme işlemi, mehzaz kanun FusG m.8/2'de paralel şekilde düzenlemiş olup, bu işlemin aynı zamanda ABD hukukunda yer alan nakit karşılığı birleşme -cash out merger- işlemini ifade ettiği söylenebilir¹⁵⁷.

1. Ayrılma Akçesini Talep Hakkının Kullanımı ve İşleyiş Süreci

Ayrılma akçesini talep hakkının kullanılması için devralınan ortaklığın pay sahibi tarafından tıpkı İsviçre hukukunda olduğu gibi¹⁵⁸ ortaklığa bildirimde bulunulması gerekmektedir. Ancak daha önce, bu hakkın yalnızca devrolunan ortaklık pay sahibi tarafından mı kullanılabilip kullanılamayacağı sorunu ele alınmalıdır.

Doktrindeki hâkim görüş¹⁵⁹ tarafından bu hakkın devrolunan ortaklık pay sahipleri tarafından kullanılacağı ifade edilmiştir. Ayrıca, TK m. 151/5'te ayrılma akçesinin öngörüldüğü birleşme sözleşmesinin devrolunan ortaklık pay sahipleri tarafından onaylanması gerektiği ifade edilmiştir. Bahsi geçen düzenleme de anılan

¹⁵⁵ Bkz. yukarıda dñn. 147.

¹⁵⁶ Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 139; Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 701, N. 24-49; Develi, **Ayrılma Akçesi**, s. 449; Akbilek, **a.g.e.**, s. 215.

¹⁵⁷ Weiss, **Take Out Mergers**, s. 632 vd.

¹⁵⁸ Bkz. aşağıda s. 243 vd.

¹⁵⁹ Çoştan, **Alacaklının Korunması**, s. 171; Tekinalp, **Ayrılma Akçesi**, s. 22 -23; Ünal Tekinalp (Reha Poroy/Ersin Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, Güncelleştirilmiş 13. bs, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2014, s. 120, N. 146h. Yazar, devredilen ortaklık pay sahiplerinin birleşmenin dışında bırakıldığı, ayrılma akçesinin bu konumdaki pay sahiplerinin devralan ortaklığın pay sahibi olmamaları için ödendiği, bu nedenle ayrılma (akçesini talep) hakkından bunların dışındaki pay sahiplerinin yararlanamayacaklarını ifade etmektedir.

yaklaşımına göre, kanun koyucunun haktan sadece devredilen ortaklık pay sahiplerinin yararlanması yönünde bir tercihi olduğunu göstermektedir¹⁶⁰. Ancak doktrinde diğer bir görüş¹⁶¹, birleşme işleminde devralan ortaklık pay sahiplerine de ayrılma akçesini talep hakkı tanınması gerektiği, zira devralan ortaklıkta birleşmeye karşı olan pay sahiplerinin birleşme neticesinde sahip oldukları paylara ilâve olarak yeni pay iktisap etmelerinin hukuksal mantığının olmayacağı tespitinde bulunmakta, bunun yanı sıra TK m. 191/2’de ayrılma akçesinin eksik ya da yanlış hesaplanmasına dayanan denkleştirme akçesi istem davasında verilecek kararın, davacı pay sahibi ile birlikte birleşmeye katılan tüm ortaklıkların pay sahipleri hakkında da uygulanacağına ilişkin hükümden yola çıkarak ayrılma akçesini talep hakkının, devralan ortaklık pay sahipleri hakkında da uygulanması gerektiğini ileri sürmektedir. TK m. 141/1 metninin bu konuda açık olmadığını belirtmekle¹⁶² birlikte, gerekçe ve söz konusu madde hükümlerinin lafzının hâkim görüşü destekleyici nitelikte olduğu görüşündeyiz. Zira madde metninde ifade edildiği üzere, devralan ortaklıkta, pay ve ortaklık haklarının iktisabı ile iktisap olunacak ortaklık paylarının gerçek değerine denk gelen ayrılma akçesi arasında seçim yapma hakkından bahsedilmesi esas itibarıyla devrolunan ortaklık pay sahipleri için söz konusu olabilir. Devralan ortaklık pay sahipleri zaten birleşilen ortaklıkta pay sahibidirler ve her ne kadar birleşme neticesinde ek paylara sahip olabilecekleri düşünülse bile, bu zorlama ve hükmün ruhuna aykırı bir yorum olacaktır.

Ortaklığa ayrılma akçesinden faydalanılması için yapılacak başvuru hem ortaklığın hakkı kullanacak pay sahiplerinin kimler olduğunu bilmesinde var olan menfaatlerini koruyacak, hem de pay sahibi tarafından ortaklığa yapılacak başvuru niteliği taşıyacaktır¹⁶³. Bildirimin şekli ve süresi hakkında İsviçre hukukunda olduğu üzere Türk hukukunda da (TK’da) bir açıklık yoktur.

Hakkın kullanılmasına ilişkin olarak TK’da öngörülen işleyiş mekanizması uyarınca; TK m. 146/1’e göre, birleşmeye katılan ortaklıklar tarafından hazırlanacak

¹⁶⁰ Aynı tespit açısından bkz. Develi, **Ayrılma Akçesi**, s. 450.

¹⁶¹ Develi, **Ayrılma Akçesi**, s. 450-451. Yazar tarafından gerekçe ve işaret edilen madde hükümleri açısından ilk bakışta bir önceki dpn. 158’da yer verdiğimiz tespit yapılmakla birlikte devamında aktardığımız nedenlerle bunun tersi olan görüş savunulmaktadır.

¹⁶² Madde hükmünün bu konuda kesin cevap verilmesini güçleştirdiği yönünde bkz. Kengilen, **İlk Tespitler**, s. 139, dpn. 42.

¹⁶³ Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 737.

birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesinin gösterilmesi, yine aynı ortaklıklarca m. 147/2'ye göre hazırlanacak birleşme raporunda ayrılma akçesinin tutarı ve verilmesi sebeplerinin gösterilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla birleşmeye katılan ortaklıklar tarafından yapılması gereken başlıca iki işlemin olduğundan söz edilebilir. Bunlar, birleşme sözleşmesinde hakkın kullanılabileceğini öngörmek ve buna uygun şekilde birleşme raporunda yer vermek, diğeri de ayrılma akçesini talep hakkını kullanma talebinde bulunan pay sahiplerinin paylarını devralmak ve karşılığında ödeme yapmaktır¹⁶⁴.

2. Ayrılma Akçesinin Belirlenmesi ve Ödenmesi

TK m. 141'de ayrılma akçesine ilişkin olarak pay sahiplerine devralan ortaklıkta iktisap olunacak payların gerçek değerine denk gelecek şekilde ayrılma akçesi ödemesinin yapılması gerektiği ifade edilmiştir. Buradaki gerçek değer ifadesi hükümdeki en önemli ifade olup, TK m. 340 anlamında emredici karakterdedir¹⁶⁵. Gerçek değer ifadesi adil değer kavramından farklı olup adil değer, ayrılma hakkına ilişkin olarak değerlendirme tarihi, değer tespiti için kullanılabilecek ölçütler ve yöntemler gibi unsurları yansıtmaktadır¹⁶⁶. Oysa gerçek değer ile aktiflerin muhtemel satış değerleri esas alınarak belirlenen bilanço değerinin kastedildiği doktrinde kabul edilmektedir¹⁶⁷. Bu hüküm ve ifade şekli mehaz İsviçre düzenlemesinden farklıdır. İsviçre'de FusG m. 8/1'de sadece karşılık –*Abfindung*- ödeneceği belirtilmiş, ancak bunun kapsamı belirlenmemiş ve karşılığı belirleyecek ortaklık yönetim organına geniş bir takdir hakkı verilmiştir¹⁶⁸. Böylelikle mehaz kanunda ayrılma akçesinin değerinin hangi kritere göre hesaplanacağı hususu açık bırakılmıştır¹⁶⁹. TK m. 141/1'in gerekçesinde gerçek değer tanımlanmadığı, uygulamaya bırakıldığı, ancak yaşayan ortaklık değeri¹⁷⁰ ilkesinin *ratio legis* 'e uygun olacağı ifade edilmiştir.

¹⁶⁴ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 195.

¹⁶⁵ Tekinalp, **Ortaklıklar 2014**, s. 121, N. 147.

¹⁶⁶ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 121.

¹⁶⁷ Tekinalp, (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar 12. bs.**, s. 803, N. 1669a; Sevi, **Pay Devri**, s. 298.

¹⁶⁸ Pulaşlı, **Şerh I**, s. 223; ayrıca bkz. Hans Caspar von der Crone, Andreas Gersbach, Franz J. Kessler, Brigitte von der Crone, **Mitgliedschaftsrechte**, s. 8, (Çevrimiçi) http://www.fusg.ch/#B_4_2, (Son Erişim Tarihi: 16 Aralık 2014).

¹⁶⁹ Tekinalp, **Ortaklıklar 2014**, s. 121, N. 147.

¹⁷⁰ Bkz. **TK Madde Gereklere**, m.141/1. Yaşayan ortaklık değeri denildiğinde, ortaklığın varlıklarının tasfiye değerinin değil de yaşayan bir ortaklığın değerinin göz önüne alınması gerektiği yönündeki açıklamalar ve diğer hesaplama yöntemleri hakkında bkz. Tekinalp, **Ortaklıklar 2014**, s. 114, N. 145b.

TK düzenlemesi uyarınca ayrılma akçesinin nakit olması gerekliliği bulunmamaktadır. Ayrılma akçesinin ayın olması ya da başka bir ortaklığın payları, örneğin bir toplulukta bağlı bir ortaklığın payları olması da mümkündür¹⁷¹.

Ayrılma akçesinin ödeneceği kaynak ve kimin tarafından ödeneceği konusunda da TK'da açıklık yoktur. Kanun koyucunun somut olayın özelliklerine uyan kuralları tarafların birleşme sözleşmesine koymasını uygun bulduğu TK m. 146/1-f ve m. 147/2-d hükümlerine dayanarak söylenebilir¹⁷². Prensip olarak ayrılma akçesinin birleşmeye katılan ortaklıklar tarafından bu iş için ayrılan para ile ödeneceği, birleşmeye katılan ortaklıkların da bu fona ne kadar katkı yapacaklarının birleşme müzakerelerinde somut olayın şartları uyarınca belirleneceği ifade edilmiştir¹⁷³. Birleşme müzakerelerinde bu konuda bir belirleme olmaması durumunda ise, ortaklıkların buna ilişkin yapacakları ödemeler yedek akçelerden ve sair ortaklık aktiflerinden yapılabilecek olup, buna ilişkin sınırlama olup olmadığı meselesi hemen aşağıda değerlendirilmiştir.

Bir görüşe¹⁷⁴ göre ortaklığın ayrılma akçesini talep hakkının kullanılması nedeniyle kendi paylarını iktisabında TK. m. 379/1'deki oransal sınırlamaya tabi olmadığı söylenebilir. Bu konuda Çoştan tarafından ortaklığın iktisap ettiği payları elinde tutmayarak yok edeceği ve bu konunun mevzuatta açıkça düzenlenmesi gerektiği ifade edilmiştir¹⁷⁵. Tekinalp ise, birleşme işleminde ayrılma akçesini talep hakkının kullanılmasının TK m.379'a istisna teşkil eden bir hal olduğunu belirtmektedir¹⁷⁶. Karşı görüş ise, TK m. 379 ve 612 düzenlemeleri nedeniyle TK m. 379'daki yüzde onluk oran sınırlamasına uyulması gerektiğini ifade etmektedir¹⁷⁷.

¹⁷¹ Ayrılma akçesinin başka bir ortaklığın menkul değeri olarak verilebileceği yönünde bkz. **TK Madde Gerekçeleri**, m. 141/1.

¹⁷² Tekinalp, **Ortaklıklar 2014**, s. 121, N. 146i.

¹⁷³ Tekinalp, **Ortaklıklar 2014**, s. 121, N. 146i.

¹⁷⁴ Gökçen Turan, "6362 Sayılı Kanun'da Halka Açık Ortaklık Pay Sahiplerine Tanınan Ayrılma Hakkı", **Legal Hukuk Dergisi**, C.12, S.139, 2014, s. 104; Tekinalp, **Ortaklıklar 2014**, s. 599, N. 845; Çoştan, **Alacaklının Korunması**, s. 175.

¹⁷⁵ Çoştan, **Alacaklının Korunması**, s. 175.

¹⁷⁶ Tekinalp, **Ortaklıklar 2014**, s. 599, N. 845. Tekinalp tarafından ayrılma akçesi ödenmesi TK m. 382/1-c anlamında bir kanuni satın alma yükümü olarak değerlendirilmiş ve TK m. 379'un geneli anlamında yani maddenin üçüncü fıkrasındaki "*Birinci ve ikinci fıkralardaki şartlara ek olarak, iktisap edilecek payların bedelleri düşüldükten sonra, kalan şirket net aktif, en az esas veya çıkarılmış sermaye ile kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin toplamı kadar olmalıdır*" hükmü de dâhil olmak üzere maddede belirtilen iktisap koşullarının uygulanmayacağı ifade edilmiştir.

¹⁷⁷ Akbilek, **a.g.e.**, s.183; Al Kılıç, **a.g.e.**, s. 54.

Kanımızca oran sınırlaması, ayrılma akçesini talep hakkı nedeniyle iktisap edilen paylar için, TK m. 382/1-c hükmündeki kanuni satın alma yükümü istisnasına dayandığı için doğmayacaktır¹⁷⁸.

Ayrılma akçesi ödemesine ilişkin olarak doktrinde, söz konusu ödemenin para olarak yapıldığı hallerde kanun koyucunun bunun serbestçe tasarruf edilebilecek yedeklerden yapılması gerektiğini öngördüğü, sermayenin iadesine yol açacak şekilde gerçekleştirilmemesi gerektiği, devreden ve devralan ortaklıkların üzerinde serbestçe tasarruf edebilecekleri yedek akçeleri mevcut değilse, ayrılma akçesinin dağıtılması sermayenin iadesi riskini ortaya çıkaracağından, kanun koyucunun bu hallerde ayrılma akçesinin ödenmemesi gerektiğini ifade ettiği, gerekçeye¹⁷⁹ atıfla ifade edilmiştir¹⁸⁰. Ancak doktrinde farklı görüşte olan yazarlar¹⁸¹ da mevcuttur.

Kanaatimizce ayrılma akçesi ödemesinin, kanunda ifade edilen yüzde onluk sınırın aşılabileceği, istisna edilen kanuni hallerden olduğu kabul edilse de, sermayenin iadesi yasağına tabi olduğunun kabulü gerekir. Böyle bir durumda ortaklığın hayatiyeti, diğer pay sahiplerinin, alacaklı ve ilgili çevresinin menfaatlari ayrılma hakkıyla korunan menfaatlere tercih edilemez. Dolayısıyla kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçeler ile ortaklık sermayesinin ayrılma hakkı ödemesinde kullanılamayacağı, ancak dağıtılmasına kanunen cevaz verilen yedek akçelerin söz konusu ödemede kullanılabileceği sonucuna varmak gerekir.

¹⁷⁸ Buna karşın, Develi tarafından TK m. 384'e işaret edilerek, kanun koyucunun bu hüküm ile külli halefiyet ilkesi gereğince m. 382'nin de istisnası niteliğinde, yani m. 379'daki kurala dönülecek şekilde bir hüküm sevk etmiş olduğu, bu hükme göre ortaklığın külli halefiyet ilkesinin gereği olarak iktisap ettiği payları, esas veya çıkarılmış sermayesinin %10'unu aşmadıkça, devirleri mümkün olur olmaz ve her hâlde iktisaplarından itibaren 3 yıl içinde elden çıkaracağı, dolayısıyla ortaklığın iktisap ettiği paylarını elinden çıkaracağı, bu sebeple herhangi bir sınır olmaksızın ayrılma akçesi ödeyerek paylarını iktisap edebileceğini söylemenin güç olduğu eleştirisi getirilmektedir. Bkz. Develi, **Ayrılma Akçesi**, s. 459.

¹⁷⁹ **TK Madde Gerekçeleri**, m. 141/1.

¹⁸⁰ Develi, **Ayrılma Akçesi**, s. 455; Coştan, **Alacaklının Korunması**, s. 173-174.

¹⁸¹ Turan, **Ayrılma Hakkı**, s. 104; Tekinalp, **Ortaklıklar 2014**, s. 599, N. 845.

F. Ortaklıklar Topluluğuna İlişkin Hükümlerde Yer Verilen Çıkma veya Çıkarılma Sonucu Doğurabilecek Düzenlemeler

1. Genel Kapsam

Ortaklıklar topluluğu¹⁸², TK ile ilk defa Türk hukukunda kanuni düzenleme kapsamına alınmış, 195 ilâ 209’uncu maddelerde ayrıntılı hükümlere konu olmuştur. Söz konusu düzenlemeler ile ana-hâkim ortaklık¹⁸³ ile yavru-bağlı¹⁸⁴ ortaklıklar arasındaki ilişkilerin düzenlenmesi, topluluk dışı pay sahiplerinin ve alacaklıkların özel dava hakları ve sorumluluk kuralları ile korunması ve şeffaflığın sağlanması amaçlanmıştır¹⁸⁵.

Ortaklıklar topluluğu, TK m. 195/4’te “*Hakim şirkete doğrudan veya dolaylı olarak bağlı bulunan şirketler onunla birlikte şirketler topluluğunu oluşturur*” şeklinde tanımlanmıştır¹⁸⁶. Topluluğa ilişkin TK hükümlerinin büyük ölçüde esin

¹⁸² TK’da büyük çoğunlukla “şirketler topluluğu” terimi kullanıldığı halde yine TK’nın 1531. maddesindeki kullanıma dayanılarak ve çalışmadaki terim bütünlüğünün sağlanması amacıyla ortaklıklar topluluğu terimi tercih edilmiştir. Aynı yöndeki tercih ve açıklama için bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 603, N. 23-01

¹⁸³ Bir toplulukta TK’nın benimsediği kontrol ilkesi kapsamında diğer ticaret ortaklıklarını ve/veya onlarla birlikte teşebbüsleri hâkimiyeti altında tutan ortaklığa hâkim/ana ortaklık, hâkimiyet altında tutan teşebbüse ise, hâkim teşebbüs deneneğine ilişkin bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 615, N. 23-18; Kontrol kavramı açısından bkz. Ali Paşlı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2009, s. 35-76; Ali Paşlı, “Anonim Ortaklıkta Kontrol Sahibinin Özel Durumu”, **İÜHFM**, C. LXVI, 2008, S. 2, s. 345; Halit Aker, Türk Ticaret Kanunu Madde 14 Hakkında Bazı Düşünceler ve Yeni Bir Tacir Türü: “Hakim Teşebbüs”, **Batider**, C. XXV, S. 2, 2009, s. 282 vd.; Fatih Aydoğan, **Tek Kişi Ortaklığı**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2012, s. 214; TK’nın yer verdiği kontrol sistemi ve bu bağlamda belirlediği kontrol olguları hakkında detaylı değerlendirmeler için bkz. Ünal Tekinalp, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Şirketler Topluluğuna İlişkin Düzenlemesinde Kontrol İlkesi”, **Prof. Dr. Hüseyin Hatemi’ye Armağan**, C.II, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2009, s. 1548 vd.

¹⁸⁴ Kontrol altında olan ortaklık ya da teşebbüslere de bağlı ortaklık ya da teşebbüs denilmektedir. Bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 615, N. 23-18; Gül Okutan Nilsson, “Türk Ticaret Kanunu’nda Şirketler Topluluğu Hukukunun Ana Hatları”, **Türk Alman Marka Hukukunda Güncel Gelişmeler ve Türk-Alman Şirketler Topluluğu Hukuku Uluslararası Sempozyumları 15-16 Mayıs 2014**, Türkiye Tekstil Sanayi İşverenleri Sendikası, İstanbul 2015, s. 242 vd.; Ingo Theusinger, “Das Deutsche Konzernrecht- Grundlagen und Aktuelle Praktische Fragestellungen”, Türkiye Tekstil Sanayi İşverenleri Sendikası, İstanbul 2015, s. 258 vd.; Paşlı, **Devralınma**, s. 298 vd.

¹⁸⁵ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 604, 23-04.; Tekinalp, **Kontrol İlkesi**, s. 1548 vd.

¹⁸⁶ Bir veya birden fazla ortaklığın hâkim ortaklıkla doğrudan ya da dolaylı olarak, kanunda yer verilen kontrol ölçütüne veya bir sözleşmeye dayanarak oluşturduğu topluluk şeklindeki tanımlama için bkz. Pulaşlı, **Şerh I**, s. 488; bir ortaklığın diğer ortaklık ya da ortaklıkları oy çoğunluğu veya diğer hâkimiyet araçları ile kontrol etmesi şeklindeki tanımlama için ayrıca bkz. **TK Madde Gereçekleri**, 195 ilâ 209 ncu Maddelerle İlgili Genel Açıklamalar. Kontrol kavramı açısından ayrıca bkz. Paşlı, **Kontrol**, s. 345 vd. Hâkimiyet ilişkisi bağlamında bkz. Ünal Tekinalp, **Tek Kişilik Ortaklık I**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2011, s. 246 vd., N. 15-61; Eriş, **Şerh II**, s. 1990 vd.; Cumhuriyet Boyacıoğlu, **Konzern Kavramı**, Nobel Yayınevi, Ankara 2006, s.

kaynağı¹⁸⁷ Alman AktG’in konzern ve bağlı işletmelere ilişkin hükümleri olmuşsa da, TK’nın sistemi birçok noktada farklılık göstermektedir.

TK sisteminde topluluk hukukunda çıkma veya çıkarılmaya yol açabilecek hükümler üç duruma ilişkin olarak düzenlenmiştir. Bunlardan birincisi TK m. 202/1-b uyarınca hâkim ortaklığın uygulamaları sonucu bağlı ortaklığın kayba uğraması nedeniyle bağlı ortaklık pay sahiplerine tanınan denkleştirme davasında pay sahibinin ortaklıktan ihracı, ikincisi, TK m. 202/2 uyarınca hâkimiyetin uygulanması neticesinde gerçekleştirilen ve bağlı ortaklık açısından haklı nedeni bulunmayan esas sözleşme değişiklikleri nedeniyle muhalif kalan pay sahiplerine tanınan paylarının satın alınması talepli dava hakkı ve nihayet üçüncüsü ise, azınlık pay sahiplerinin, TK m. 208 hükmü uyarınca bağlı ortaklıktan ihracıdır.

2. Bağı Ortaklığın Uğradığı Kaybın Denkleştirilmemesi Nedeniyle Açılan Davada Pay Sahiplerinin İhracı

TK m. 202/1-a hükmü uyarınca; “*Hâkim şirket, hâkimiyetini bağlı şirketi kayba uğratacak şekilde kullanamaz. Özellikle bağlı şirketi, iş, varlık, fon, personel, alacak ve borç devri gibi hukuki işlemler yapmaya; kârını azaltmaya ya da aktarmaya; malvarlığını aynı veya kişisel nitelikte haklarla sınırlandırmaya; kefalet, garanti ve aval vermek gibi sorumluluklar yüklenmeye; ödemelerde bulunmaya; haklı bir sebep olmaksızın tesislerini yenilememek, yatırımlarını kısıtlamak,*

1 vd.; Tamer Pekdinçer, Gökmen Gündoğdu, “Amerikan Hukuku’nda Şirketler Topluluğu Hukuku Algısı ve Şirketler Topluluğunda Sorumluluğa İlişkin Uygulamaya Genel Bir Bakış”, **REGESTA**, C. 3, S. 2, 2013, s. 32; Hasan Pulaşlı, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Şirketler Topluluğunun Temel Nitelikleri ve Hakim Şirketin Güven Sorumluluğu”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XI, S.1-2, 2007, s. 262; Zühtü Aytaç, Bağı İşletmeler Hukuku ve Türk Hukukunda Görünüm, **Batider**, C. VIII, S. 4, 1976, s. 99 vd.; Halit Aker, “Hakim İşletme ile Bağımlı Şirket Arasındaki Hukuki İlişki ve Hakim İşletmenin Sadakat Borcu”, **Batider**, C.XXII, S. 2, 2003, s. 153 vd; Pashı, **Devralınma**, s. 298 vd. Ticaret Sicil Yönetmeliği m. 105’de ise, ortaklıklar topluluğunun oluşması için bir ticaret ortaklığına bağı en az iki ticaret ortaklığının daha olması, ticaret ortaklığı olmayan bir teşebbüsün hâkim komunda olduğu durumda ise, ona bağı ikiden fazla ticaret ortaklığının bulunması gerektiği ifade edilmiştir. Buna karşın hazırlanan Ticaret Sicili Tüzüğü Taslağı m. 104 hükmünde ise, ortaklıklar topluluğunun bir hâkim ticaret ortaklığına bağı ticaret ortaklıklarından oluşacağı ifade edilmiş, iki veya daha fazla bağı ortaklık olması gerektiği şeklinde bir ifade yer almamıştır. Söz konusu düzenleme ile aynı paraleldeki bir görüş için bkz. Gökmen Gündoğdu, “Bir Şirketler Topluluğu En Az Kaç Bağı Şirketten Oluşur? -Ticaret Sicil Yönetmeliği m. 105 Hükümünün Türk Ticaret Kanunu m. 195 Hükümü ile Uyumsuzluğu Sorunu”, **Legal Hukuk Dergisi**, C.12, S. 133, 2014, s. 107-127.

¹⁸⁷ Diğer esin kaynakları ve ilgili açıklamalar için bkz. **TK Madde Gereççeleri**, 195 ilâ 209’ncu Maddelerle İlgili Genel Açıklamalar.

durdurmak gibi verimliliğini ya da faaliyetini olumsuz etkileyen kararlar veya önlemler almaya yahut gelişmesini sağlayacak önlemleri almaktan kaçınmaya yönelmez; meğerki, kayıp, o faaliyet yılı içinde fiilen denkleştirilsin veya kaybın nasıl ve ne zaman denkleştirileceği belirtilmek suretiyle en geç o faaliyet yılı sonuna kadar, bağlı şirkete denk değerde bir istem hakkı tanınsın.”

Alıntılanan hükümde, açıklanan durumda bağlı ortaklık pay sahipleri, hâkim ortaklıktan ve onun kayba sebep olan yönetim kurulu üyelerinden, ortaklığın zararını tazmin etmelerini talep edebilir. Hâkim, istem üzerine veya re'sen somut olayda hakkaniyete uygun düşecekse, tazminat yerine bu maddenin ikinci fıkrası hükümlerine göre, davacı pay sahiplerinin paylarının hâkim ortaklık tarafından satın alınarak, pay sahiplerinin ortaklıktan çıkarılmasına veya duruma uygun düşen ve kabul edilebilir başka bir çözüme karar verebilir.

Davacının hem hâkim ortaklık hem de bağlı ortaklıkta pay sahibi olması durumunda ise, kanaatimizce davacının hâkim ortaklığın bağlı ortaklıkta kayba neden olan eyleme ilişkin karar alınması sürecinde etkili olup olmama hali gözetilmeli, örneğin bağlı ortaklığın malvarlığı devri kararı almasında etkisi olan bir YK üyesi olması halinde davacının davası hakkın kötüye kullanılması yasağı çerçevesinde reddolunmalıdır. Yine, söz konusu konumdaki pay sahibinin, hâkim ortaklıkta kayba neden olan karardan yararlanma durumu hâkim tarafından verilecek karar bağlamında gözetilmelidir¹⁸⁸.

Her ne kadar söz konusu dava esasen bir tazminat davası olarak düzenlenmiş ise de, doktrinde bir kısım müellif tarafından hükmün lafzının, davanın, payların satın alınması talepli olarak açılmasına ya da davacı pay sahibinin açacağı davada alternatif bir çözüm olarak bu talebe yer vermesine müsaade ettiği görüşü dile getirilmektedir¹⁸⁹. Söz konusu görüşe göre, bu yönde mahkemece karar verilmesi

¹⁸⁸ Kusur, sorumluluk ve tazminat kapsamı bakımından detaylı değerlendirmeler için bkz. Kemal Oğuzman, Turgut Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C. 2, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2012, s. 113 vd.

¹⁸⁹ Bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 199; Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 655, N. 23-108; Develi, **Ayrılma Akçesi**, s. 470. Aksi görüş için bkz. Aytekin Çelik, **Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma**, 4. bs., Seçkin Yayıncılık, Ankara 2016, s. 322 vd.; Aytekin Çelik, “Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma”, **Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt 17, Sayı 2, 2009, s. 200-201. Yazara göre, hükümde öngörülen denkleştirme davası neticesinde pay sahiplerinin paylarının satın alınarak çıkarılmalarına karar verilmesi amaca uygun bir yöntem olmayacaktır. Zira pay sahiplerinin bu davada bu yönde bir talepleri

durumunda, pay sahibinin ortaklıktan çıkması gerçekleşmekte ve pay sahibine ortaklıktan çıkma imkânı ve hakkı tanınmış olmaktadır.

Anılan görüşe katılma imkânı bulunmamaktadır. Açıkladığımız üzere hükme göre dava esasen bir zarar tazmini davası olup hâkim tarafından ancak duruma uygun ve kabul edilebilir başkaca bir çözüme karar verilmesinin hakkaniyete uygun düşmemesi koşuluyla tazminat yerine pay sahibinin paylarının ortaklık tarafından satın alınmasına karar verilebilecektir. Ayrıca bu konumdaki pay sahiplerinin çıkmayı talep edebileceklerini savunmak da onları haksız yere mükâfatlandırmak olacaktır. Kaldı ki, anılan hükme göre ortaklık menfaatlerini korumak ve gözetmekle bir şekilde sorumlu olan ya da ortaklığın durumunun iyileştirilmesi normal koşullarda yararına olan pay sahibinin bu eylemine karşı ihraç ile cezalandırılması, aynı zamanda çıkarma sonucu doğuran müesseselerin amaçlarıyla da bağdaşmamaktadır¹⁹⁰. TK anlamında ele alınan m. 202/1-b hükmü uyarınca hukuka aykırılık, hâkimiyetin kötüye kullanılması sonucu bağlı ortaklığa kayıp verilmesiyle gerçekleşmektedir¹⁹¹. Ancak, TK'nın bu konuda esnek bir sistemi kabul ettiği, verilen kaybın belirli bir süre içerisinde denkleştirilme imkânının tanındığı, söz konusu süre içerisinde kaybın denkleştirilmesi hâlinde hukuka aykırılığın ortadan kaldırılmış olacağı ifade edilmiştir¹⁹².

Burada kayıp kavramı üzerinde de durulmalıdır. Kayıp kavramının borçlar hukukundaki zarar kavramından farklı olduğu ve Türk hukukuna topluluğa ilişkin TK düzenlemesiyle girdiği ifade edilmiştir¹⁹³. Gerekçede kaybın geniş anlamda

bulunmamaktadır. Eğer pay sahiplerinin bu yönde bir talepleri varsa, bunu TK m. 202/2'de düzenlenen dava yoluyla kullanabileceklerdir. Kanaatimizce yazar tarafından getirilen yorum bizi TK m.202/1-b hükmünün lafzına uymamaktadır. Zira hükümde açıkça paylarının satın alınması talebinin pay sahibi tarafından yapılabileceği ifade edilmektedir. Hâkim de şartlar uygun olduğu takdirde talep olmasa dahi bu çözüme başvurabilecektir. Kaldı ki bizzat yazar tarafından da TK. m.202/1-b hükmünden kaynaklanan bütün menfaat ihlallerinin bağlı ortaklığın zararının tazmin edilmesiyle ortadan kaldırılamayacağı ifade edilmektedir (bkz. kitap, s. 323, makale s. 206).

¹⁹⁰ Karababa, **Satın Alma Hakkı**, s. 177; buradaki ihraç seçeneğinin davacı pay sahiplerinin zararına olması nedeniyle menfaat ihlallerinin çözümünde uygun bir yol olmayacağı ve dava açarken bu şekilde iradeleri bulunmayan pay sahiplerinin cezalandırılmaları anlamına geleceği hakkında bkz. Çelik, **Çıkarılma**, s. 282 vd.; İrfan Akın, **Şirketler Topluluğu Sorumluluk Hukuku**, Seçkin Yayıncılık, İstanbul 2014, s. 277.

¹⁹¹ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 643, N. 23-89. Yazar tarafından, AktG Art. 311'e göre hukuka aykırılığın, kaybın süresinde denkleştirilmemesi olduğu açıklanmaktadır.

¹⁹² **A.e.**, s. 571.

¹⁹³ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 644, N. 23-92. Yazar tarafından AktG Art. 311 ilâ 317'de de aynı anlama gelen "nachteil" teriminin kullanıldığı belirtilmektedir.

yorumlanması gerektiği, malvarlığı eksikliği veya malvarlığının artmasının engellenmesi şeklinde olabileceği gibi, bir işi başarı ile yapabilme olanağının yitirilmesi tarzında da ortaya çıkabileceği ifade edilmiştir¹⁹⁴. Kayıp kavramına ilişkin olarak gerekçede¹⁹⁵ yer verilen, malvarlığının artmasının önlenmesi şeklindeki açıklamanın zaten zarar kavramı içerisinde yer alan yoksun kalınan kâr kavramı kapsamında mütalâa edilebileceği ifade edilmiştir¹⁹⁶. Bu kavramla bir işi başarı ile yapılabilme olanağının veya şansının yitirilmesi şeklinde zarar kavramının ötesine geçen malvarlığı eksilmeleri kastedildiği takdirde de, kaybın denkleştirilmesi aşamasında uygun illiyet bağı sorunlarının çıkabileceği, bu açıdan kayıp ile zarar arasındaki farkın malvarlığının ne ölçüde eksildiği ile ilgili olmayıp, bu farkın zarar kavramının tanımında yer alan kişinin iradesi dışında meydana gelme olgusunda aranması gerektiği aynı görüş tarafından ileri sürülmüştür. Anılan yaklaşım tarafından, bu açıdan hâkimiyetin hukuka aykırı kullanılmasından doğan sorumluluğun bağı ortaklığın organlarının iradesi ile meydana geldiği, bu kişilerin aldığı kararların bağı ortaklığın kararı olduğu ve teknik anlamda zarara yol açmadığı görüşü ileri sürülmüştür¹⁹⁷. Bu görüşe göre, kayıp kavramının tercih nedenini burada irade unsurunun bulunmasında aramak gerekir.

Bağı ortaklığın kaybı ile hâkim ortaklığın hâkimiyetini kullanması arasında uygun illiyet bağı da olması gereklidir. TK, her ne kadar hâkimiyetin varlığına ilişkin bir takım kanuni karinelere yer vermiş olmasına rağmen, kaybın hâkimiyetin kullanılmasından kaynaklandığına dair karinelere yer vermemiştir.

TK m. 202/1-b hükmü kapsamında üzerinde durulması gereken bir diğer kavram da denkleştirmediir. Denkleştirme bağı ortaklığın hâkimiyetin kullanılması nedeniyle uğradığı kaybın; süresi içerisinde kayba denk gelen olanaklar, haklar sağlanması, kazandırmalar temin edilmesi veya kayba denk gelen talep hakkı

¹⁹⁴ **TK Madde Gerekçeleri**, m. 202, s. 78. Ayrıca bu yöndeki açıklama için bkz. Pulaşlı, **Şerh I**, s. 525.

¹⁹⁵ Bkz. dpn. 192.

¹⁹⁶ Aksi görüş için bkz. Gül Okutan Nilsson, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Şirketler Topluluğu**, XII Levha Yayıncılık, İstanbul 2009, s. 228 vd.

¹⁹⁷ Murat Gürel, **"Türk Ticaret Kanunu Tasarısında Şirketler Topluluğunda Hakimiyetin Hukuka Aykırı Kullanılmasından Doğan Sorumluluk"**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2009, s. 104. Ayrıca, kayıp ve zarar kavramları arasındaki fark konusundaki değerlendirmeler için bkz. İrfan Akın, **Sorumluluk**, s. 200-203.

tanınması suretiyle fiilen giderilmesidir¹⁹⁸. Aslında bu kavramı borçlar hukukundaki fedakârlığın denkleştirilmesi kavramı ile açıklayabiliriz. Fedakârlığın denkleştirilmesinde, birbiriyle çatışan iki hukuki değerden biri diğerine üstün tutulmakta, daha düşük değerdeki hak sahibinin hukuk alanına yapılan müdahale neticesinde müdahaleye uğrayan kişiye denkleştirme isteme hakkı tanınmaktadır¹⁹⁹. Kanaatimizce buradaki durum da buna benzemekte olup, denkleştirme süresi içerisinde bağlı ortaklığa denkleştirme istem hakkı tanınarak fedakârlıkta bulunan ve dolayısıyla zarara uğrayan bağlı ortaklığın ekonomik kaybı, bir başka deyişle zararı, parasal karşılık ödenmek suretiyle denkleştirilmektedir. Fiili denkleştirme, kaybın süresi içerisinde denk bir karşılıkla giderilmesidir²⁰⁰. Denkleştirme için istem hakkı ise, denkleştirme süresi içerisinde kayba uğrayan ortaklığa tanınan ve taahhüde dayanan hâkim ortaklığa, bir ya da birkaç bağlı ortaklığa, üçüncü bir kişiye veya bunlardan hepsine birden yöneltilen bir yapma ya da yapmama hakkıdır²⁰¹.

Öte yandan aynı maddenin birinci fıkrasının (d) bendinde yer alan, kayba sebebiyet veren hâkim ortaklık karar veya eylemlerinin hâkimiyet ilişkisinden değil de, basiretli yöneticinin özeniyle hareket edilerek alınan kararlar neticesinde gerçekleşmesi hali, hâkim ortaklık ve onun YK üyelerinin sorumluluklarını kaldıran bir kurtuluş kanıtı işlevindedir²⁰². Doktrinde buradan hareketle hâkim ortaklığın sorumluluğu için sadece bağlı ortaklığı kayba uğratması gerekmediği, aynı zamanda bu kaybın hâkim ortaklık yöneticilerinin özen yükümlülüğüne aykırı davranması neticesinde meydana gelmiş olması gerektiği tespiti yapılmaktadır²⁰³. Dolayısıyla hükmün hâkim ortaklığa özen yükümlülüğü yüklediği görüşü dile getirilmiştir²⁰⁴.

Böylelikle TK m. 202/1-d hükmünün hâkim ortaklık yönetim kurulu üyelerine yüklediği özen borcu nedeniyle yönetim kurulu üyelerinin yalnızca

¹⁹⁸ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. N. 648, 23-94.

¹⁹⁹ Cevdet Yavuz, “Türk Borçlar Kanunu Tasarısına Göre “Kusursuz Sorumluluk Halleri” ve İlkeleri”, **Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C.14, S. 4, 2008, s. 32-33.

²⁰⁰ Bu kavrama ilişkin ayrıntılı açıklamalar bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 648, N. 23-95.

²⁰¹ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 649, N. 23-96.

²⁰² Söz konusu niteleme için bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 643, 23-88

²⁰³ Bu konuda bkz. Michael Gillooly, “Outside Shareholders in Corporate Groups”, **The Law Relating to Corporate Groups**, Ed. Michael Gillooly, The Federation Press, Sydney 1993, s. 166.

²⁰⁴ Okutan Nilsson, **Topluluk**, s. 325.

yönetiminde bulunduğu ortaklığa karşı özen borcunun bulunduğu ilkesine de istisna getirilmiş olmaktadır²⁰⁵.

Netice itibariyle TK m. 202/1-b’de öngörülen alternatif çözümlü²⁰⁶ tazminat davasının açılabilmesi için gerekli şartları; TK m. 195 anlamında bir topluluk bulunması, yine aynı madde anlamında bir bağlı ve bir de hâkim ortaklık bulunması, bağlı ortaklığın kayba uğramış olması, kayıp ile hâkimiyetin kullanılması arasında nedensellik bağı bulunması ve kaybın süresi içerisinde denkleştirilmemiş olması şeklinde özetleyebiliriz²⁰⁷. Dolayısıyla hüküm kapsamında davacı pay sahibinin ihracı için belirttiğimiz şartların oluşması durumunda bu davanın açılmış olması ve dava neticesinde tazminat yerine davacı pay sahibinin paylarının satın alınmasına karar verilmesi gerekmektedir²⁰⁸. Bu davanın detaylarına aşağıda davanın işleyişine ilişkin bölümde değineceğiz²⁰⁹.

3. Hâkimiyetin Kötüye Kullanılmasından Kaynaklanan Payların Satın Alınmasını Dava Hakkı

TK m. 202/2 hükmüne göre, “*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 yönteme göre belirlenecek bir değerle satın alınmasını mahkemeden isteyebilirler.*” Yine aynı fıkra hükmü uyarınca, payların değeri belirlenirken mahkeme kararına en yakın tarihteki değer esas alınır²¹⁰. Söz konusu tazminat veya payların satın alınmasını istem davası, ilgili

²⁰⁵ R. P. Austin, “Problems For Directors Within Corporate Groups”, **The Law Relating to Corporate Groups**, Ed. Michael Gillooly, The Federation Press, Sydney 1993, s. 157.

²⁰⁶ Kullanım için bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 654, N. 23-103.

²⁰⁷ Aynı yöndeki listeleme için bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 654, N. 23-103.

²⁰⁸ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 192.

²⁰⁹ Bkz. aşağıda, s. 58.

²¹⁰ Hükümde yer alan “*karar tarihine en yakın*” ifadesinin yerinde olmadığına ilişkin değerlendirmeler için bkz. Uzel, **Bağlam**, s. 320-322; Akın, **Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 101-103.

genel kurul kararının verildiği veya yönetim kurulu kararının ilân edildiği tarihten itibaren iki yılda zamanaşımına uğrar.

Hüküm detaylı olarak değerlendirildiğinde iki ayrı davadan bahsedildiği görülmektedir. Bunlardan birincisi hâkimiyetin kötüye kullanılması neticesinde bağlı ortaklığın aldığı kararlar nedeniyle pay sahiplerinin uğradığı zarara dayalı tazminat davası, diğeri de payların satın alınması talepli davadır. Ayrılma hakkı ile mukayese edilmesi bağlamında, konumuz açısından ele alınması gereken dava, bu satın alma talepli dava olup aşağıdaki açıklamalarımız da, her ne kadar ortak hükümlerle düzenlenmiş olsalar da, özel olarak belirtmediğimiz takdirde esasen söz konusu davaya ilişkin olacaktır.

Oy gücüne dayanılarak hâkim ortaklıkça bağlı ortaklık GK veya YK'sına karar aldırılmasına karşı, pay sahiplerine, bu hükümle koruma sağlanmasının amaçlandığı söylenebilir²¹¹. Maddede yer verilen ve ortaklığa zarar verici nitelikteki kararlara bakıldığında bunların; ortaklığın yapısının değiştirilmesi, varlığının ortadan kaldırılması, finansal yapısında değişiklik yapılması ve diğer önemli esas sözleşme değişiklikleri hakkında olduğu görülmektedir.

Anılan kararlara ilişkin bu dava bakımından önemli olan husus, bunların hukuka aykırı olmasıdır. Hukuka aykırılığın tespitinde bağlı ortaklık bakımında bu kararların alınmasının haklı sebebi bulunmaması ölçütüne bakılacaktır. Bu açıdan bağlı ortaklık bakımından haklı sebebin bulunup bulunmadığının tespitinde yapısal değişikliklere ilişkin raporun çok önemli bir rolü hâiz olduğu, zira pay sahiplerinin bu raporu inceleyerek haklı sebebin bulunup bulunmadığını tespit edebilecekleri bir görüş tarafından belirtilmiştir²¹². Ayrıca haklı sebebin alınan kararın gerekliliği ve haklılığı konusunda pay sahiplerini tatmin edici açıklıkta olması gerektiği, aksi hâlde haklı sebebin bulunmadığı sonucuna varılacağı da yine aynı görüş tarafından dile getirilmektedir²¹³.

²¹¹ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 660; 23-123.

²¹² Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 660, N. 23-123.

²¹³ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 661, N. 23-124. Yazar tarafından hem olumlu hem de olumsuz yönde tahlil yapılarak, haklı sebebin bağlı ortaklık açısından etkilerinin ne olması ya da ne olmaması gerektiği açıklanmaktadır. Netice olarak haklı olarak kabul edilecek bir sebebin, söz konusu olumlu etkileri gerçekleştirmesi ve olumsuz etkileri de gerçekleştirmemesi gerektiği vurgulanmaktadır.

Bu davanın açılabilmesi için gerekli şartlar; TK m. 202/2’de yer verilen GK ya da YK kararının bulunması, söz konusu kararın bağlı ortaklık bakımından haklı sebebi bulunmaması-hâkimiyetin kullanılması ile gerçekleştiği için kural olarak haklı bir neden bulunmayacaktır-, kararın hâkimiyetin kullanılması sonucu alınmış olması ve pay sahiplerine zarar vermesi olarak ifade edilebilir²¹⁴.

Hükümde yer verilen ve örnek kabilinden sayılan kararlar metinden anlaşıldığı üzere tahdidi değildir. Hükümün lafzında, tahdid edici bir ifade bulunmamakta, “...gibi işlemlerde...” denilmek suretiyle de kanun koyucunun böyle bir amaç taşımadığına işaret edilmektedir. Ancak Tekinalp tarafından söz konusu kararların konu itibariyle tahdidi olduğu ve bu konuların da; yapı ve esas sözleşme değişiklikleri, ortaklığın varlığı ve menkul kıymet çıkarılmasına ilişkin olması gerektiği savunulmaktadır²¹⁵.

Davaya konu olan kararların alınmasında hâkimiyetin kullanılmasının etkin olduğunun tespiti ise, kararı alan bağlı ortaklığın genel kurulu ya da yönetiminde hâkim teşebbüsün doğrudan ya da dolaylı oy gücü bulunacağından ötürü kolaylıkla yapılabilecektir.

Ayrıca söz konusu davanın açılabilmesi için davaya konu kararın pay sahibine zarar verecek olması gerekir. Burada zarar kavramı içerisine pay sahibinin uğramış olduğu hem doğrudan zararlar²¹⁶ hem de dolayısıyla zararlar²¹⁷ girmektedir.

²¹⁴ Benzer yönde bkz. Okutan Nilsson, **Topluluk**, s. 392. Yazar tarafından GK’da red oyu verilerek tutanağa geçirilmesi ya da YK kararına yazılı itiraz edilmesi de ayrıca şart olarak belirtilmektedir.

²¹⁵ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 663, N. 23-128. Nitekim yazar tarafından konusu finansal olan sendikasyon kredisi kullanımının, hâkim ortaklık tarafından, bundan kaynaklanan yükün bağlı ortaklıklara dağıtılması durumunda, hüküm kapsamına girebileceği ancak hâkimiyet sözleşmesi kurulması kararının bu kapsama girmeyeceği belirtilmektedir. Buna karşın ortaklığın mali durumunu ve sermaye yapısını etkileyecek başkaca işlemlerin de bu kapsamda değerlendirileceğine ilişkin bkz. Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 131.

²¹⁶ Doğrudan zarar “bir hukuka aykırı fiile maruz kalan kimsenin bu fiil yüzünden kendisinin araya eklenen bir sebep girmeden uğradığı zarardır.” şeklindeki tanımlama ve detayları için bkz. Kemal Oğuzman, Turgut Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C.2, 10. bs, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2012, s. 41; Selahattin Sulhi Tekinay v.d., **Tekinay Borçlar Hukuku**, 7. bs., Filiz Kitabevi, İstanbul 1993, s. 565 vd. Doğrudan zarar, hukuka aykırı fiilin ortaklık malvarlığından bağımsız olarak, doğrudan doğruya pay sahibinin bir hakkını ihlal etmesi ya da bir davranış kuralının ihlali nedeniyle pay sahibinin malvarlığında eksilmeye yol açan zarardır. Bkz. Okutan Nilsson, **Topluluk**, s. 404.

²¹⁷ Borçlar hukukuna ilişkin olarak, dolaylı zarar “hukuka aykırı fiilin mağdura verdiği doğrudan zarara bağlı olarak eklenen bir sebeple mağdurun uğradığı zarardır.” şeklindeki tanımlama ve detayları için bkz. Oğuzman, Öz, **a.g.e.**, s. 41; Tekinay v.d., **a.g.e.**, s. 565 vd. Ortaklıklar hukukuna ilişkin olarak ise, dolaylı veya dolayısıyla zarar, ortaklığın uğradığı zararın pay değerine yansması neticesinde meydana gelen kâr kaybı gibi zararlardır. Borçlar hukuku

Netice itibariyle ele alınan hüküm kapsamında dava hakkının kullanılabilmesi için, açıkladığımız şekilde, pay sahibinin genel kurulda GK kararına muhalif kalması ve bunu tutanağa işletmesi ya da YK kararı söz konusu olduğu durumlarda yazılı olarak itiraz etmesi gerekmektedir.

Karşılıklı hâkimiyetin söz konusu olduğu ortaklıklarda ise, pay sahiplerinin bu davayı, pratikte, tek taraflı hâkimiyetin söz konusu olduğu bağlı ortaklık pay sahiplerine nazaran daha az oranda açacakları, çoğunlukla davanın menfaat yokluğu, hakkın kötüye kullanılması gibi nedenlerden ötürü reddedilebileceği görüşündeyiz. Zira bu şekildeki hâkimiyette birbiriyle ortak çıkarları paylaşan pay sahipleri oranı çok daha fazla olacaktır.

4. Hâkimiyetin Kötüye Kullanılması Nedeniyle Açılacak Alternatif Çözümlü Tazminat Davasının İşleyişi

Yukarıda²¹⁸ açıkladığımız üzere hâkimiyetin kötüye kullanılması durumunda bağlı ortaklık pay sahipleri tarafından açılacak olan tazminat davasında, mahkemenin pay sahiplerinin paylarının satın alınması, tazminat veya duruma uygun düşen diğer çözümlere karar verme yetkisi bulunmaktadır. Mahkemenin payların satın alınmasına karar verebilmesinde zararın belirlenmesinin güç olması, davacı pay sahiplerinin pay oranı ya da topluluk dışı pay sahiplerinin sayısı gibi faktörlerin rol oynayacağı belirtilmiştir²¹⁹.

Dava neticesinde payların satın alınmasına hükmedildiği takdirde pay değeri konusunda hüküm gereği TK m. 202/2'nin payların satın alınmasına ilişkin hükümleri uygulama alanı bulacaktır. Böylece payların en az borsa değeri, yoksa veya bu değer hakkaniyete uygun düşmüyorsa gerçek değeri ya da genel kabul gören bir yöntemle göre belirlenecek değerle satın alınmasına karar verilecektir²²⁰. Ancak

açısından bu zararlar yansıma zarar olarak ifade edilebilir. Bkz. Okutan Nilsson, **Topluluk**, s. 404.

²¹⁸ Bkz. s. 50 vd. Dava açısından değerlendirmeler için bkz. Çelik, **Çıkarılma**, s. 312 vd.; Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 183, 184; Okutan Nilsson, **Topluluk**, s. 223,226 vd.; Tekinalp, **Tek Kişi Ortaklığı**, s. 246 vd., N. 15-61 vd.; Akın, **Sorumluluk**, s. 178 vd.; Yeşiltepe, **Çıkarma**, s. 148 vd.

²¹⁹ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 655, N. 23-108. Ayrıca bkz. Okutan Nilsson, **Topluluk**, s. 327 vd.; Çelik, **Çıkarılma**, s. 312 vd.; Yeşiltepe, **Çıkarma**, s. 148 vd.; Akın, **Sorumluluk**, s. 246 vd.

²²⁰ TK m. 202/2'nin kıyasen uygulanmasında sakınca olmadığına ilişkin bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 655, N. 23-108.

bir görüş tarafından söz konusu hükümde yer verilen payların alım değerine ilişkin düzenlemenin isabetli olmadığı, zira öncelikle kanunun birleşme işleminde payların satın alınmasına ilişkin m. 141 hükmü ile farklı bir esasın belirlenmiş olmasının haklı bir sebebinin bulunmadığı tespiti yapılmıştır²²¹. Borsa değerinin dikkate alınması hususunda ise, anılan görüş tarafından, belirli bir zaman aralığı dilimine işaret edilmesi gerektiği, oysa böyle bir düzenlemenin hükümde yer almadığı, payın borsa değerinin bulunmadığı ya da hakkaniyete uygun olmadığı durumda payın gerçek değerinin veya genel kabul gören bir yöntemle göre belirlenecek bir değerinin dikkate alınacağının hüküm altına alınmış olmasının isabetli olmadığı, zira gerçek değer bizzat kendisinin bir değer tespit ölçütü olduğu, oysa değerlendirme yönteminin ise, değer ölçülmesine ilişkin yöntemi ifade ettiği açıklanmıştır. Yine bu görüşe göre, değer belirlendiği tarih olarak mahkeme kararına en yakın tarihin belirlenmiş olması karşılaştırmalı hukukta kabul gören yaklaşımla bağdaşmamaktadır. Anılan görüşte ifadesini bulan değer belirlenmesi için açık bir zaman aralığı belirlenmesinin daha uygun olacağı şeklindeki yaklaşıma katılmamaktayız. Zira hükmün lafzı değerlendirildiğinde hâkime değer belirlenmesi yöntemiyle ilgili daha geniş bir takdir hakkı verildiği görülmektedir ki, bu durum pay sahiplerinin menfaatinin korunması açısından daha isabetlidir. Ayrıca birleşmede payların satın alınmasına ilişkin hükümle hâkimiyetin kötüye kullanılması halinde payların satın alınmasına ilişkin hüküm arasında farklılık yaratılmasında haklı bir gerekçe bulunmamaktadır. Her iki düzenlemenin de birbirine uyumlu olması, olması gereken hukuk açısından isabetli olurdu. Yine açıkladığımız görüş tarafından dile getirilen ve değer tespit tarihi olarak mahkeme kararına en yakın tarihin alınması esası²²² yerine karşılaştırmalı hukukta benimsenen hakkın doğumuna yol açan kararın alındığı tarihin belirlenmesi daha uygun olurdu. Zira aşağıda²²³ açıkladığımız üzere, pay sahibinin payını uygun fiyattan devredememe ya da hiç devredememe riskine karşı korunması açısından, payın değerinin tespit edileceği zamanın, işlemin etkisini göstermeye başlayacağı zamandan önceki bir zaman olması yerinde olacaktır.

²²¹ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 205-207.

²²² Bu hususun eleştirisi için bkz. Uzel, **Bağlam**, s. 320-322; Akın, **Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 101-103.

²²³ Bkz. aşağıda s. 259.

Bu davada ispat yükü davacı pay sahibi üzerinde olacaktır. Tekinalp'e göre TK m.195 birinci fıkrasında belirtilen hallerde hâkimiyetin mevcut olduğunu davacı, ikinci fıkrasındaki belirtilen hallerde ise, hâkimiyet ilişkisinin bulunmadığını davalı ispat etmelidir²²⁴. Davacı aynı zamanda bağlı ortaklığın kayba uğramış olduğunu ve kaybın değerini de ispatlamalıdır. Aynı şekilde aradaki illiyet bağının mevcudiyetini BK m. 49 vd. uyarınca ve kaybın denkleştirme süresi içerisinde denkleştirilmediğini de ispat etmek zorundadır. Bizce bu görüş isabetli değildir. Bir kere davacının hâkimiyetin mevcut olduğunu ispat etmesine gerek bulunmamaktadır. Zira m. 195'in ilk iki bendi ile hâkimiyete yol açan haller açıkça belirlenmiş, sözleşmeye dayalı hâkimiyet olması halinde ise, zaten ortaklık sözleşmesi bu durumu belirlemektedir. Kaybın değerinin tutar olarak ispatı ise BK m. 50/2 uyarınca hâkim tarafından yapılabilecektir.

Kusur bakımından ise, hâkim ortaklığın sorumlu tutulması için kusurlu olmasının şart olmadığı, ancak hâkim ortaklık yanında bu ortaklığın YK üyelerine de ya da sadece YK üyelerine davanın yönetilmesi halinde onların madde lafzı gereği kusurlarının ispatı gerekeceği bir görüş tarafından ileri sürülmüştür²²⁵. Buna karşın başka bir görüşe göre TK m.202/1-d'de yer alan özen yükümlülüğünün yerine getirilmiş olduğunun ispatı halinde sorumluluktan kurtulma imkânı sunan hüküm nedeniyle kanun koyucunun kusurlu sorumluluk esasını benimsediği kabul edilmelidir²²⁶. Diğer bir görüş ise, burada konuyu hâkim ortaklığın yönlendirmesi bakımından ve hâkim ortaklığın yönlendirdiği iş ve işlem bakımından ikiye ayırarak incelemek gerekir. Ancak yazar netice olarak, her iki durumda da kusurun aranacağı fikrindedir²²⁷. Davanın açılacağı mahkeme, TK m.202/1-e uyarınca ortaklığın merkezinin bulunduğu yerdeki, yabancıların hâkimiyetindeki ortaklıklar toplulukları için ise, bağlı ortaklığın merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesidir.

²²⁴ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 656, N. 23-111.

²²⁵ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 657, N. 23-112. Ancak yazar daha önce tarihli eserinde hem hâkim ortaklığın hem de onun YK üyelerinin kusurlarının ispat edilmesine gerek olmadığı görüşündedir. Bkz. Ünal Tekinalp, **Yeni Anonim ve Limited Ortaklıklar Hukuku İle Tek Kişi Ortaklığının Esasları**, Vedat Kitapçılık, Genişletilmiş 2. Baskı, İstanbul 2011, s. 252, N. 15-76.

²²⁶ Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 130.

²²⁷ Okutan Nilsson, **Topluluk**, s. 331 vd.

TK m. 202/1-d'de yer alan ve sorumluluğu kaldıran, bağımsız ve tedbirli bir yöneticinin özeniyle hareket edilmesi durumuna ilişkin yukarıda değindiğimiz hükmün, sadece sorumluluğu kaldırıcı rol oynamadığı aynı zamanda hukuka uygunluk kriteri getirmesi neticesinde denkleştirme yükümünü de ortadan kaldırdığı doktrinde ifade edilmiştir²²⁸. Hükme ilişkin olarak yapılabilecek bir diğer tespit de, kurtuluş kanıtı olarak bağımsız bir ortaklığın menfaatlerini dürüstlük kuralına uygun olarak gözetilen ve tedbirli bir yöneticinin özeniyle hareket eden yöneticiler tarafından da yapılabileceğinin ya da yapılamayacağının ispatının gerekli olduğu yönündedir²²⁹.

Davaya ilişkin ilişkin zamanaşımı konusunda da aynı maddenin birinci fıkrasının (e) bendinde atıf yapılan TK m. 560 uyarınca, davacının sorumluyu ve zararı öğrenmesinden itibaren iki ve her şartta zararı doğuran fiilin meydana gelmesinden itibaren beş senelik zamanaşımı geçerli olacaktır. Cezayı gerektiren fiil söz konusu olduğunda ise, bu süre daha uzun olarak öngörülmüşse ceza kanunundaki süre uygulanacaktır²³⁰.

5. Hâkimiyetin Kötüye Kullanılması Dolayısıyla Alınan Kararlar Neticesinde Açılacak Satın Alma Talepli Davanın İşleyişi

TK m. 202/2 uyarınca açılacak bağlı ortaklık pay sahibinin paylarının satın alınması davasında yukarıda²³¹ da değindiğimiz üzere, TK m. 202/1-b hükmünde yer verilen davadan farklı olarak, davayı açabilmek için pay sahibinin yerine getirmesi gereken bir takım şekil şartları öngörülmüştür. Bu şartlar, davacı pay sahibinin hâkimiyetin kötüye kullanılması neticesinde bağlı ortaklık tarafından alınan yapı veya esas sözleşme değişikliği, ortaklığın varlığı ve menkul kıymet çıkarılmasına ilişkin GK kararlarına karşı genel kurul toplantısında karara muhalif kalmak ve bunu toplantı tutanağına geçirtmektir. Şayet alınan yetki üzerine menkul kıymet çıkarılması gibi YK inhisarında olan bir karar söz konusu ise, yine söz konusu karara yazılı olarak itiraz edilmesi gerekir.

Ancak bu muhalif kalma ve itiraz gerekliliği bir takım sorunları beraberinde getirmektedir. Öncelikle pay sahibinin söz konusu kararın alınacağı GK'ya

²²⁸ Okutan Nilsson, **Topluluk**, s. 387.

²²⁹ Aynı yönde bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 658, N. 23-118.

²³⁰ Ayrıca bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 659, N. 23-119.

²³¹ Bkz. s. 55 vd.

katılımının haksız olarak engellendiği, gündemin gereği gibi ilân edilmediği, GK'nın usulüne uygun toplantıya çağrılmaması durumunda ne olacağı maddede düzenlenmemiştir. Ancak bu konuda doktrindeki²³² eğilim tıpkı TK m. 446'da düzenlendiği gibi bu hallerde pay sahibinin dava açabileceğinin kabulü yönündedir. İntifa hakkı sahibinin bu davayı açabilmesi konusundaki değerlendirmemiz ise, söz konusu dava hakkının pay sahipliğine bağlı, onun üzerindeki mülkiyet hakkını doğrudan etkileyecek nitelikte bir hak olması sebebiyle intifa hakkı sahibinin davayı kendi başına açamayacağı yönündedir. YK kararlarına itiraz bakımından ise, buna ilişkin genel bir usul TK'da düzenlenmemiştir. Bir görüş tarafından bu hükümle pay sahiplerine külfet getirilmiş olduğu, pay sahibinin yazılı olarak itiraz etmedikçe davayı açmasının mümkün olmayacağı belirtilmiştir²³³. Kanımızca da hükmün açık ifadesi karşısında yazılı itiraz gerekli olduğundan bu tespit yerinde sayılabilir. İtiraza ilişkin YK cevabı konusunda ise, kanunda bir açıklık olmamasına rağmen, davanın açılması için yapılan yazılı itirazın yeterli olduğu, bu konuda YK cevabının beklenmesinin pay sahibi aleyhine süreci uzatacağı ancak, itiraza olumlu yanıt verilmesi ve gereğinin yapılması halinde ise, davanın konusuz kalacağı ve HMK m. 114/1-h hükmü uyarınca reddedilmesi gerekeceği görüşündeyiz.

Öte yandan, söz konusu itirazın yapılabilmesine yönelik YK kararlarından pay sahiplerinin ne şekilde bilgi sahibi olacaklarına ilişkin olarak; öncelikle madde kapsamında itiraz edilebilecek YK kararlarının neler olduğunu belirlemek gerekir. Bunların; kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırımı, bu çerçevede imtiyazlı ya da primli pay çıkarılması veya rüçhan haklarının sınırlandırılması ve ayrıca menkul kıymet çıkarılması kararlarından ibaret olduğu tespiti yapılabilir²³⁴. Buradan hareketle özellikle çalışmamızın inceleme alanını oluşturan HAAO'lar açısından konuya yaklaşıldığında gerek TK m. 1524 uyarınca pay sahipleri açısından önem taşıyan açıklamaların ortaklığın internet sitesinden yapılması zorunluluğu ve bu sayede menkul kıymet çıkarılması gibi pay sahipleri açısından önem taşıyan kararların pay sahiplerinin bilgisine sunulması gereği, gerekse de TK m. 460'da yer

²³² Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 132. Yazarlar tarafından bu konuda SerPK m. 24 düzenlemesinin daha isabetli olduğu ifade edilmektedir. Ayrıca bkz. Okutan Nilsson, **Topluluk**, s. 395.

²³³ Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 132.

²³⁴ Okutan Nilsson, **Topluluk**, s. 396.

alan ve sermaye artırımını bağlamında alınan kararların tamamının yine bu siteden yayınlanması zorunluluğu sayesinde, pay sahiplerinin TK m. 202/2 kapsamındaki YK kararlarından haberdar olma ve YK'ya gönderecekleri yazılı itirazla hükmün gereğini yerine getirebilme imkânına sahip oldukları söylenebilir²³⁵. Buna rağmen internet sitesinden yayın konusunda bazı hallerde aksaklıklar yaşanabileceği, bu durumda ise, pay sahiplerinin itiraz hakkının saklı olduğunun kabulü şeklinde, pay sahiplerinin hukuki menfaatini koruyucu bir yaklaşım tarzını benimsemek doğru olacaktır.

TK m. 202/1-b uyarınca açılacak olan alternatif çözümlü tazminat davasından farklı olarak, bu davanın açılması durumunda davacıların muhtemel zararlarını veya payların satın alma değerini karşılayan tutardaki paranın teminat olarak, mahkemece belirlenecek bir bankaya mahkeme adına yatırılmasına karar verileceği ve söz konusu teminat yatırılmadığı sürece davaya konu GK veya YK kararına ilişkin hiçbir işlem yapılamayacağı hükmü kanunda yer almıştır (TK m. 202/3). Bir görüşe göre, bu teminatın, dava sonunda, haklı çıkması halinde davacıya ödenecek olan tazminatın güvencesini teşkil eden tedbir amaçlı bir ödeme olduğu söylenebilir²³⁶. Ancak anılan yaklaşımın her durumda geçerli olmayabileceğini belirtmemizde fayda vardır. Zira davanın kararın icrasından önce açıldığı durumda, teminat yatırılmadığı sürece karar icra edilemeyeceğinden tazminata hükmedilmesinin söz konusu olmayacağı söylenebilir.

Ayrıca yine söz konusu üçüncü fıkra TK m. 202'de yer verilen davaların kötü niyetle açılması halinde davalının uğradığı zararların müteselsilen tazmininin ve davacılar tarafından mahkemeye teminat yatırılmasının istenilebileceği hüküm altına alınmıştır. Katıldığımız üzere bu teminatın nitelik olarak, iptal davası için TK m. 448/3'te yer verilen, davanın kötüniyetle açılması halinde ortaklığın görebileceği muhtemel zararların telafisine yönelik ve ortaklığın temelsiz davalarla taciz edilmesini önleme işlevi olan teminatla²³⁷ aynı nitelikte olduğu tahlili yapılmıştır²³⁸.

²³⁵ Okutan Nilsson, **Topluluk**, s. 396.

²³⁶ Bu yönüyle teminatın fikri mülkiyet hukukundaki tazminat ödemesini güvence altına almaya yönelik ihtiyati tedbire benzer işlev gördüğüne ilişkin detaylı açıklamalar için bkz. Okutan Nilsson, **Topluluk**, s. 399-400.

²³⁷ Söz konusu teminatın niteliği konusunda bkz. Moroğlu, **Hükümsüzlük**, s. 265 vd.

²³⁸ Okutan Nilsson, **Topluluk**, s. 403.

Bu davanın zamanaşımı TK m. 202/2’de özel olarak düzenlenmiş olup, GK kararının verildiği veya YK kararının ilânından itibaren iki senedir.

Haklı olarak bu davanın eda davası niteliğinde olduğu doktrinde ifade edilmektedir²³⁹. Zira mahkeme bu davada hem satın almaya konu payların değerinin tespitine hem de payların satın alınmasına karar verecektir.

Bu tahlillere ilave olarak söz konusu dava hakkının pay sahibi tarafından ayrılma hakkı ile birarada kullanılmasının mümkün olup olmadığı meselesi de değerlendirilmelidir. Ancak öncelikle, her iki hakkın da başvurulabilir olması ile işlevsel olarak kullanılabilir olmasının birbirinden farklı meseleler olduğunu vurgulamak isteriz. Anılan haklara başvurma konusunda pay sahibini sınırlayan, bunu önleyen bir kanun hükmü bulunmamaktadır. İkincil mevzuat anlamında da, bu içerikte bir hüküm bulunmamaktadır. Kaldı ki, pay sahibi açısından, özellikle borsa AO’larda, SerPK m. 24/1 ve Ayrılma Tebliği m. 10/1 hükümlerinde yer verilen otuz günlük fiyatların ortalamasına dayanan ayrılma hakkı kullanım bedelinin, anılan davaya ilişkin TK. m. 202/2’de yer verilen borsa fiyatı, gerçek değer veya kabul görececek bir yöntemle göre belirleme şeklindeki daha geniş kıstaslar içeren alternatifli hüküm karşısında, kimi durumlarda dezavantajlı olabileceği ihtimali de dikkate alındığında, anılan dava imkânı daha önem kazanmaktadır. Bizce Türk hukuku açısından pay sahibinin böyle bir durumda ayrılma hakkının yanısıra paylarının satın alınması talepli davayı açma hakkının bulunduğu kabulü isabetli olan yaklaşımdır.

TK m. 340 hükmü açısından konuya yaklaşıldığı takdirde dahi, anılan hükmün, HAAO’lar açısından öncelikle uygulanacak ve sonraki tarihli özel kanun niteliğinde olan SerPK hükümlerini uygulanmaktan alıkoyabileceği isabetli bir yaklaşım olamaz. Dolayısıyla hukuken engelleyici bir kanun hükmü bulunmayan bir konuda pay sahibi haklarını daraltıcı bir yaklaşım uygun olmayacaktır.

HAAO’nun ortalıklar topluluğu bünyesinde bulunması ve TK m. 202/2 uyarınca hâkimiyetin kötüye kullanılması niteliğindeki önemli işlemin söz konusu olması neticesi gündeme gelebilecek her iki hakkın da kullanılmasının mümkün olup

²³⁹ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 197; Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 665, N. 23-136.

olmadığı sorunu aslında doktrinde gerektiği gibi irdelenmemiştir²⁴⁰. Kanaatimizce bunda doktrinde²⁴¹ çoğunlukla TK m. 202/2’de yer verilen dava hakkının da ayrılma hakkı olarak nitelendirilmesinin etkisi vardır. Bu yaklaşıma göre her iki farklı durumdan ayrı ayrı kaynaklanan ayrılma hakları vardır ve sorun ancak hangi ayrılma hakkının tercih edilebileceği ya da birisinin diğerine tercih edilmesi zorunluluğunun bulunup bulunmadığı konusunda olabilir. Oysa bu çalışmada savunduğumuz yaklaşım uyarınca, ortada iki ayrı hak vardır ve mesele ayrılma hakkının, payların satın alınmasına ilişkin dava hakkıyla birlikte tercihe bağlı olarak uygulanma kabiliyeti olup olmadığıdır. Yukarıda açıkladığımız üzere Türk hukukunda kural olarak her iki hakka da şartlarının olduğu durumda başvurulabileceği görüşündeyiz.

Ancak belirttiğimiz üzere hakların birarada kullanılması konusu ise, daha farklı tahlilleri gerektirmektedir. Öncelikle pay sahibinin her iki haktan da ayrı ayrı yararlanarak ortaklıktan iki defa ayrılmasının mümkün olamayacağı izahtan varestedir. Pay sahibinin önce payların satın alınmasını ilişkin dava hakkını kullanması, yani önemli işleme karşı dava açması sonrasında ise, ayrılma hakkını kullanması durumunda, pay sahibinin ayrılma hakkını kullanmasıyla birlikte pay sahipliği sıfatı sona ereceğinden açılan davaya taraf olarak devam edebilmesi yerleşik öğreti ve içtihatlar uyarınca mümkün görünmemektedir²⁴². Benzer şekilde önce ayrılma hakkını kullanan pay sahibinin bu sıfatı sona ereceğinden, anılan davayı açabilme imkânının ortadan kalkacağı söylenebilir²⁴³. Ayrılma hakkı kullanım fiyatına ilişkin olarak TK m. 202/2’de yer verilen kıstasların ayrılma hakkı fiyatına ilişkin kıstaslara nazaran daha geniş şekilde belirlenmiş olmasına rağmen pay sahibinin bundan kaynaklanabilecek farkı aşkın zarar olarak talep edebilmesi de; gerek TK m. 202/2 hükmünün pay sahibine sunduğu seçimlik iki ayrı hak olan

²⁴⁰ Buna rağmen anılan konu hakkındaki makalesi için bkz. Gökçen Turan, “SPKn m. 24’e İstinaden Ayrılma Hakkını Kullanan Ortak, Ayrıca TTK m. 202/2’ye Dayanarak Dava Açabilir mi?”, **İÜHFM**, C. LXXV, S. 2, 2017, s. 723-740.

²⁴¹ Yusuf Ziyaeddin Sönmez, “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkının Kullanılacağı Payların Sınırlandırılması Sorunu (Ayrılma Hakkı Hangi Anda veya Hangi Ana Kadar Elde Edilmiş veya Edilecek Paylar İçin Kullanılabilmelidir?)”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, 2017, C. XXXIII, S. 4, s. 189-225; Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 4, Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 327-328, N. 14-03.

²⁴² Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), **Ortaklıklar I**, s. 540, N. 741c.; İmregün, **Anonim Ortaklık**, s. 135; Moroğlu, **Hükümsüzlük**, s. 229.

²⁴³ Ayrılma hakkının yenilik doğurucu niteliği nedeniyle ihtirazî kayıtlı kullanılamayacağına ilişkin görüş ve değerlendirmeler için bkz. Turan, **Dava Hakkı**, s. 737-739.

payların satın alınması talebi ve tazminat taleplerinin birleştirilerek birarada ileri sürülmesinin –her iki kanun hükmünden kaynaklanan paylara ilişkin fiyat farkının tazminat olarak talep edilebilmesi- mümkün olmaması, gerek de iki farklı kanun hükmünden kaynaklanan hesaplama farkının aşkın zarar olarak nitelenmesinin uygun olmayacağı şeklindeki yaklaşım²⁴⁴ uyarınca aşılabılır görünmemektedir.

6. Azınlığın Bağlı Ortaklıktan İhracı

TK m. 208 düzenlemesiyle Türk Hukukuna ilk defa giren bir müessese olarak azınlığın ortaklıktan ihracına hâkim ortaklığa sunulan bir hak olarak yer verilmiştir²⁴⁵. Anılan düzenleme belirli şartların varlığı halinde bu hakkı tanımıştır. Hakkın doğumu için azınlığın ortaklığın çalışmasını engellemesi, dürüstlük kurallarına aykırı hareket etmesi veya fark edilir sıkıntı yaratması ya da pervasızca hareket etmesi gerekmektedir. Öte yandan, hâkim ortaklık, hakkın kullanılacağı sermaye ortaklığının doğrudan veya dolaylı olarak paylarının ya da oy haklarının en az yüzde doksanına sahip olmalıdır. Dolayısıyla hakkı kullanacak olan hâkim ortaklık için de böyle bir şart getirilmiştir.

Hakkın kullanılabilmesi için getirilen şartların haklı sebep oluşturduğu kabul edilmektedir²⁴⁶. Ancak hakkın kullanılmasına neden olan, kanunda yer verilen söz konusu durumların hukuka aykırılık taşımasının zorunlu olmadığı da belirtilmelidir²⁴⁷. Ayrıca yukarıda ele aldığımız satın alma hakkı ile farklı özellikler göstermekte olup, her ne kadar yer verildiği maddenin kenar başlığı satın alma hakkı olarak yer alsa da anılan hüküm satın alma hakkından farklı bir düzenlemedir²⁴⁸.

²⁴⁴ Turan, **Dava Hakkı**, s. 737.

²⁴⁵ Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 191, 192; Çelik, **Çıkarılma**, s. 218 vd., Mustafa İsmail Kaya “Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma Hakkı (Squeeze-Out Right)”, **EHFD**, C. XI, S. 1-2, 2007, s. 307 vd., Ayşegül Aslan, “Hakim Ortağın Azınlık Paylarını Satın Alma Hakkı (squeeze-out right)”, **SPK Yeterlilik Etüdü**, Ankara 2005, s. 34., Ali İhsan, Karacan, Borsadan Çıkmak, Ortaklıktan Çıkarma, Satma ve Ayrılma Hakkı-I, (Çevrimiçi) <http://www.thelira.com>, (son erişim tarihi: 12.03.2017), s. 3 vd.; Okutan Nilsson, **Topluluk**, s. 437 vd.; Çelik, **Çıkarılma**, s. 218 vd.; Çelik, **Satın Alma**, s. 81 vd.; Karababa, **Satın Alma**, s. 158.

²⁴⁶ Aytekin Çelik, “Yeni Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Şirketlerde Hakim Pay Sahibinin Satın Alma Hakkı”, Yeni Türk Ticaret Kanunu Özel Sayısı, **Sermaye Piyasası Dergisi**, Ekim-Aralık, 2011, S. 8, s. 78-94, s. 82, 83; Okutan Nilsson, **Topluluk**, s. 438; Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 61, 62; Hasan Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Genel Esaslar**, 2. bs., Ankara 2013, s. 180, 181.

²⁴⁷ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 671, N. 23-151.

²⁴⁸ Aynı yönde bkz. Pulaşlı, **Şirketler Hukuku**, s. 181; Çelik, **Satın Alma**, s. 81; Rauf Karasu, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, Yetkin Yayınları, Ankara 2015, s. 188 vd.

Ayrıca yine hükmün gerekçesi ile lafzının örtüşmediğini de ifade etmemiz gerekir²⁴⁹. Zira mukayeseli hukukta satın alma bağımsız bir hak olarak düzenlenmiştir, hakkın doğumu için herhangi bir şart öngörülmemiştir. Buna paralel olarak belirlenen pay eşliğine ulaşılması hakkın kullanımı için yeterlidir.

Yine, satın alma hakkı ile karşılaştırıldığında, TK m. 208 hükmünün çeşitli haklı gerekçelere bağlanan şarta bağlı bir hak görünümü arzettiğini de söyleyebiliriz. Anılan hükmün gerekçesinde düzenlenme amacı “*şirketin sermayesinin ve oy haklarının yüzde doksanbeşinin (kanun metninde bu oran doksandır) uygun gördüğü bir kararın alınıp uygulanmasına çoğu kişisel çeşitli sebeplerle karşı çıkan ortakların/paysahiplerinin şirketi bunaltan ve engelleyen davranışlarına son verip şirket içi barışı sağlamak*” şeklinde ifade edilmektedir. Ancak hükmün, anılan amaçları gerçekleştirmek noktasında başarılı olamayacağı eleştirisi doktrinde dile getirilmiştir²⁵⁰. Söz konusu yaklaşıma göre, hükümde öngörülen çıkarma şartlarının ispatının yargı sisteminin sorunları düşünüldüğünde çok uzun zaman alabileceği, azınlık pay sahiplerinin hareketleri bakımından getirilen şartların ispatının çok zor olacağı, belirlenen haklı sebep hallerinin birbiri ile değerlendirildiğinde tutarlı olarak belirlenmemiş olduğu, ayrıca söz konusu haklı sebep hallerinin madde metninde sınırlı sayıda belirlenmiş olmasının, hakkın öngörülme gerekçelerine aykırı olduğu tespitleri yapılabilir²⁵¹.

Kanaatimizce anılan hükmün bu denli işlevsiz olarak nitelendirilmesi isabetli görülemez. Mevcut hüküm azınlık pay sahiplerinin haklarını kötüye kullanmaları halinde çoğunluğun menfaatini koruyacak ve aynı zamanda hakkın keyfi olarak kullanılmasının önüne geçebilecek niteliktedir. Anılan hak azınlık pay sahiplerinin ortaklık faaliyetlerini engelleyen davranışlarda bulunması halinde, daha doğru bir ifadeyle, ancak azınlığın ortaklığın faaliyetini dürüstlük kuralına aykırı bir şekilde zorlaştırması neticesinde gündeme gelecektir²⁵². Öte yandan, SPK m. 27/3 hükmü ile m. 208’in HAAO’lara uygulanmayacağı belirtilmiştir. AB Direktifi ve kaynak İngiliz hukukunda ise, satın alma hakkı HAAO’larda da uygulanmaktadır. Ancak TK m. 208’deki hakkın Türk hukukuna özgü özellikli bir düzenleme olduğunu, zaten

²⁴⁹ Aynı yönde bkz. Karababa, **Satın Alma Hakkı**, s. 158.

²⁵⁰ Çelik, **Çıkarılma**, s. 220 vd.; Karasu, **Emredici Hükümler**, s. 188, dpn. 257.

²⁵¹ Ayrıntılı değerlendirmeler bakımından bkz. Karababa, **Satın Alma Hakkı**, s. 162.

²⁵² Aynı yönde bkz. Yeşiltepe, **Çağrı**, s. 199; ayrıca bkz. Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 191.

HAAO'lar alanında azınlık ve çoğunluk pay sahiplerinin menfaatlerini koruyan satma, çıkarma, ayrılma gibi geniş bir haklar yelpazesinin mevcut olduğunu gözden kaçırmamak gerekir.

TK m. 208 hükmü çerçevesinde pay sahibine yapılacak ödeme TK m. 202/2'ye göre gerçekleştirilecektir. Bu durumda ise, bedelin tespitinde yukarıda²⁵³ TK m. 202/2'ye ilişkin açıklamalarımızda yer verdiğimiz gerçek değer ve genel kabul gören yöntemle göre belirlenecek değer ölçütlerinden yararlanılacaktır. Ancak bu sefer de yine yukarıda buna ilişkin olarak yaptığımız eleştiriler geçerlilik kazanacaktır²⁵⁴.

Hâkim ortaklığın azınlığı ihraç hakkı konusunda bir hak düşürücü süre sınırlaması getirilmemiştir. Bu konuda diğer ihraç hallerinde öngörülen süreden kıyasen faydalanılabileceği görüşünden²⁵⁵ ya da haklı sebebin öğrenildiği tarihten itibaren makul sürede dava açılması görüşünden²⁵⁶ yararlanılabileceği ifade edilmiştir²⁵⁷.

Hakkın kullanım şekline ilişkin olarak açık bir düzenleme olmasa da, hakkın kullanımı haklı sebebe bağlandığından bunun ancak bir mahkeme kararıyla tespitinin kabulü gerekecektir²⁵⁸.

G. Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi Davasında Davacı Pay Sahiplerinin Çıkarılması

Azınlığın haklı sebeplere dayanarak AO'nun feshini dava yoluyla talep etmesi, Türk hukukunda ilk kez TK m. 531 hükmü ile mümkün olmuştur. TK'56 döneminde kanunda bu şekilde bir hüküm yer almadığından doktrinde²⁵⁹ bu konu tartışılmış, kimi yazarlarca²⁶⁰ olumlu, kimi yazarlarca²⁶¹ ise, olumsuz kanun boşluğu

²⁵³ Bkz. s. 58.

²⁵⁴ Bkz. yukarıda, s. 58-59.

²⁵⁵ Bu görüş için bkz. Moroğlu, **Öneriler**, s. 313, 314.

²⁵⁶ Bu görüş için bkz. Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), **Ortaklıklar I**, s. 230, N.308 vd.; Moroğlu, **Azınlık**, s. 465 vd.

²⁵⁷ Karababa, **Satın Alma Hakkı**, s. 173.

²⁵⁸ Çelik, **Satın Alma**, s. 83 vd.; Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 137.

²⁵⁹ Tartışmalar hakkında detaylı bilgi için bkz. Nuri Erdem, **Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2012, s. 38 vd.

²⁶⁰ Hayri Domaniç'in görüşü açısından bkz., Halil Arslanlı, Hayri Domaniç, **Ticaret Kanunu, Limited ve Hisseli Komandit Şirketler**, C. III, Temel Yayınları, İstanbul 1989, s. 753; Hamdi Yasaman, "Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi", **İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Ticaret Hukuku'na Etkileri**,

olarak değerlendirilmiştir. Ancak baskın görüş²⁶² ve Yargıtay uygulaması²⁶³ AO'nun haklı sebeple feshinin talep edilmesinin mümkün olmadığı yönünde gelişmiştir.

TK m. 531 hükmünün konumuz açısından önem taşıyan kısmı ise, haklı sebeplerin varlığında mahkemeden ortaklığın feshinin istenebilmesinin yanı sıra, mahkemenin kararında fesih yerine davacı pay sahiplerinin paylarının karar tarihine en yakın tarihteki pay değerleri üzerinden satın alınarak ortaklıkta çıkarılmalarına karar verebilmesi imkânının hükmün içerisinde bizzat zikredilmek suretiyle tanınmış olmasıdır. Feshin yanı sıra payların satın alınması imkânını tanıyan bu hükmün işlevinin haklı sebeple feshin risklerine karşı pay sahiplerinin ve ortaklık alacaklılarının çıkarlarının dengelenmesi olduğu doktrinde ifade edilmiştir²⁶⁴. Zira bankacılıkgibi ekonominin en önde gelen alanlarında mevzuat gereği yalnızca AO'ların faaliyet gösterebildikleri dikkate alındığında fesih yanında bu çözümün de ne kadar işlevsel olacağı ortadadır. Ayrıca yine anılan madde uyarınca mahkemenin feshi talep eden pay sahiplerinin ortaklıktan çıkarılmalarına karar verebilecek

Vedat Kitapçılık, İstanbul 2009, s. 713 vd., s. 716; Ersin Çamoğlu, **Kollektif Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi ve Ortağın Haklı Sebeple Çıkarılması**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2008, § 1, s. 9; Murat Yusuf Akın, **Şirketler Hukukunda ve Özellikle Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Sadakat Borcu**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul 2002, s. 234.

²⁶¹ TK 56'nın konuyu düzenlememesi nedeniyle haklı sebeple feshe olumsuz yaklaşan yazarlar için bkz. Halil Arslanlı, **Anonim Şirketler, IV, Anonim Şirketin Hesapları - V, Anonim Şirketin İnfisalı ve Tasfiyesi**, Fakülteler Matbaası, İstanbul 1961, s. 166; Oğuz İmregün, **Anonim Ortaklıklar**, İÜHF, İstanbul 1989, s. 481; Tuğrul Ansay, **Yargıtay Uygulamasında Anonim Şirketler Hukuku**, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 1981, s. 63; Ünal Tekinalp, "Türk Ticaret Kanunu'ndaki Boşluk: Anonim Ortaklığın Önemli Sebeplerle Feshi - Çoğunluk Gücünün Kötüye Kullanılmasına Karşı Etkili Bir Araç", **İkt. ve Mal. Der.**, XXI/8, Kasım 1974, s. 321; Erdoğan Moroğlu, "Anonim Ortaklıkta Azınlık Pay Sahiplerinin Korunması ve Haklı Nedenlerle Fesih", **Ord. Prof. Dr. Halil Arslanlı'nın Anısına Armağan**, İstanbul 1978, (Makaleler I, İstanbul, 2006), s. 89-102, s. 95; Yaşar Karayalçın, "Anonim Şirkette Çoğunluk-Azınlık İlişkisi Bakımından Kontrol (Blok) Satışı ve Genel Alım Önerisi", **Prof. Dr. H. Tandoğan'ın Anısına Armağan**, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 1990, s. 351 vd., s. 95.

²⁶² Bkz. dpn. 261; Bu konuda ayrıca bkz. Özlem İlbasmış Hızlısoy, **Anonim Şirketin Haklı Sebeple Feshi**, Adalet Yayınevi, Ankara 2016, s. 16 vd.; Füsün Nomer Ertan, "Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi Davası -TTK m. 531 Üzerine Düşünceler", **İÜHF**, C. LXXIII, S. 1, 2015, s. 421 vd.

²⁶³ Yargıtay Tic. D. 26.12.1963, E.3384/K.4865 **Batider** (1965), C. IV, s. 711; 11 HD 07.06.1079, E. 2160/K. 3061, **YKD**, C. 6, s. 1518.

²⁶⁴ Bu yöndeki görüşler için bkz. **Türk Ticaret Kanunu ile İlgili Taslaklar - Tartışmalar, Bolu Toplantısı**, Ed. Mürsel Başgöl, Ban. ve Tic. Huk. Ens., Ankara, 1994, s. 198 vd.; TK m. 531 hükmünde düzenlenen fesih davasının amacının azınlık pay sahiplerinin korunması olduğu yönündeki yaklaşım için bkz. Ayşe Şahin, **Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2013, s. 50 vd.

olmasının, ortaklığın haklı sebeple sona erdirilmesinin taşıyacağı sakıncaların panzehiri olarak değerlendirilebileceği doktrinde belirtilmiştir²⁶⁵.

Hükmün lafzından²⁶⁶ hâkimin fesih dışında karar verebileceği çözüm yöntemi olarak paylarının satın alınarak pay sahibinin ortaklıktan çıkarılması prosedürünün belirlenmiş olduğu söylenebilir²⁶⁷. Ayrıca yine hükme göre fesih dışında hâkim tarafından duruma uygun düşen makul bir çözüme de hükmedilebilecektir²⁶⁸. Ancak menfaatler dengesi gereği payların satın alınması seçeneğinin tercih edilmesinin doğru olacağı, zira menfaatler dengesinin sağlanması açısından bu yolun uygun olacağı, böylelikle bir yandan azınlığın mali hakları korunurken diğer yandan ise, ortaklığın devamının sağlanmış olacağı tespiti yapılmıştır²⁶⁹. Tekinalp ise, söz konusu hükmün hem lafzının hem de amacının, hükümde yer alan alternatif çözümlerin kanun koyucunun tercihi olduğunu gösterdiği görüşündedir²⁷⁰. Yazara göre feshin sonuçlarının çok ağır olması, alternatif çözümler varken ağır etkileri olan sonucun seçilmemesini gerektirmekte ve ortaya çıkan bu durum feshi *ultima ratio* konumuna koymaktadır.

Kanımızca da hüküm gereği, fesih yerine lafızda yer verilen payların satın alınması usulünün de yer aldığı alternatif çözümlerin tercih edilmesi, hükmün amacı ve ifade tarzı açısından yapılması gerektirir. Fesih gibi ortaklığı sona erdiren, alacaklılar, pay sahipleri ve ticari hayat açısından zararlı sonuçlar doğurabilecek bir çözümün kanun koyucu tarafından öncelikli olarak uygulanmasının tercih edilmiş olduğu düşünülemez²⁷¹. Ayrıca haklı sebeple fesih, bir sermaye ortaklığı olan

²⁶⁵ Başgöl, **a.g.e.**, s. 198 vd.

²⁶⁶ “*Haklı sebeplerin varlığında, ... şirketin feshine karar verilmesini isteyebilirler. Mahkeme, fesih yerine, ... davacı pay sahiplerinin şirketten çıkarılmalarına veya duruma uygun düşen ve kabul edilebilir diğer bir çözüme karar verebilir.*”

²⁶⁷ Erdem, **Tez**, s. 261.

²⁶⁸ Söz konusu çözümlere örnek olarak; ortaklığın kâr payı dağıtmakla yükümlü kılınması, azınlık pay sahiplerinin YK’da yer almalarının sağlanması, önceden alınmış YK veya GK kararlarının değiştirilmesi gibi çözümler gösterilebilir. Başkaca örnekler için bkz. Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 573-574.

²⁶⁹ Erdem, **Tez**, s. 261.

²⁷⁰ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 332, N. 14-10.

²⁷¹ Fesih davasının, davanın açıldığı halde ise, fesih kararı verilmesinin son çare *ultima ratio* olduğu yönünde bkz. Pulaşlı, **Şerh II**, s. 2427; Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 572; Şener, **Ortaklıklar Hukuku**, s. 596; Mathias Kuster, **OFK - Orell Füssli Kommentar, OR Handkommentar, Schweizerisches Obligationenrecht**, Auflage 2, Orell Füssli, 2009, s. 1642. Ayrıca bkz. Çamoğlu, **Armağan**, s. 59 vd.; Akın, **Sadakat**, s. 241 vd.; Karasu, **Emredici Hükümler**, s. 170, 171; Erol Ulusoy, “Anonim Şirketlerde Azınlık Paysahiplerinin Şirketten Çıkarılması”,

AO'nun kuruluş felsefesi ve doğasına şahıs ortaklıklarıyla mukayese edildiğinde daha uzak olan bir kavramdır²⁷².

TK m. 531 hükmü uyarınca, AO'nun feshinin talep edilebilmesi belirli bir sermaye payını temsil eden azınlığa verilmiş bir hak olarak düzenlenmiştir. Hükme göre kapalı AO'larda sermayenin en az onda biri, HAAO'larda ise, yirmide birini temsil eden pay sahipleri bu hakkı dava yoluyla kullanabileceklerdir. Şüphesiz tek bir pay sahibinin bu oranda paya sahip olması ihtimali söz konusu olabilir, ancak özellikle çok pay sahipli yapıya sahip ve pay sahiplerinin genellikle küçük yatırımcı pozisyonunda oldukları borsa AO'larda, mevzuatta gösterilen orandaki pay sahiplerinin bu davayı açarak haklarını kullanmak üzere bir araya gelmeleri gerekir²⁷³. Hakkın azınlık tarafından kullanılmasına ilişkin hukuki sorunları aşağıda hakkın kullanılması bölümünde ele alacağız.

Ele aldığımız dava hakkının; TK m.531'de esasen ortaklığın feshi davası şeklinde düzenlenmiş olmasına rağmen, madde içerisinde yer verilen payların ortaklık tarafından satın alınmasına ilişkin alternatif çözüm nedeniyle doktrinde bir kısım yazarların eğilimi azınlığın ortaklıktan (geniş anlamda) ayrılması hakkı ya da çıkma olarak değerlendirilebileceği şeklindedir²⁷⁴. Bu konuda Tekinalp tarafından

Anonim Şirketlerde Azınlık Hakları, Ed. Erol Ulusoy, Bilge Yayınevi, s. 40 vd.; Çelik, **Çıkarılma**, s. 281 vd.

²⁷² Nomer Ertan, **Fesih Davası**, s. 425-426. Yazar aile ortaklığı şeklindeki AO'larda bile pay sahipleri arasındaki ilişkilerin dikkate alınmaması gerektiği şeklinde katı, güncel doktrin ve mahkeme içtihatlarından farklı bir yorumu kendisinin de dile getirdiği üzere benimsemektedir.

²⁷³ Halit Aker, "Anonim ve Limited Şirketlerde Ortaklık Sifatının Sona Ermesi ve Özellikle Haklı Sebeple Fesih Davasına İlişkin Bazı Değerlendirmeler", **Batider**, C. XXXII, S. 1, s. 109 vd.

²⁷⁴ Bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 336, N. 14-11b. Yazar tarafından İsviçre doktrininde de mehz hüküm olan OR m. 736/4'ün dolaylı şekilde ayrılma hakkı olarak değerlendirildiği ifade edilmektedir. Bkz. s. 289, dpn.7'de atıf yapılan müellifler; Erdem, **Tez**, s. 261 vd. Erdem'in konuya yaklaşımı diğerlerinden farklı olarak değerlendirilmelidir. Zira yazar hükmün pay sahibinin ortaklıktan çıkması-ayrılması imkânını doğurduğunu, çıkarılma olarak değerlendirilemeyeceğini ifade etmekle birlikte aşağıda değinilecek (Bkz. dpn. 274'ün ilişkili olduğu açıklama) nedenlerden ötürü ayrılma hakkı tanındığını da kabul etmemektedir; Aynı şekilde söz konusu durumu çıkma olarak kabul eden görüş için bkz. Mehmet Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, 7. bs., Beta Basım, İstanbul 2012, s. 293; Ayrıca bkz. Memiş, Kervankıran, **a.g.e.**, 36 numaralı slayt; Yıldız, **Fesih**, s. 1195-1200, 1199; Ersin Çamoğlu, "Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi", Ersin Çamoğlu, "Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshinde Hakimın Takdir Yetkisi", **Batider**, C. XXXI, 2015, s. 13. **Prof. Dr. Yavuz Alangoya İçin Armağan**, Beta Basım, İstanbul 2007, s. 667-684, 683-684; Özge Ayan, "Yeni Türk Ticaret Kanununda Anonim Şirketin Haklı Sebeple Feshi Davası (531. Madde)", **Legal Hukuk Dergisi**, Haziran 2011, s. 2237-2266, 2256; Murat Oruç, "6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıktan Haklı Sebeple Fesih İstemine Bağlı Çıkarılma", **Batider**, C. XXVII, S. 1, s. 209-233, 210-211.

TK m. 531 hükmünün bir çeşit çıkma hakkına dönüşebileceği mehz hükmün yorumuna ilişkin olarak İsviçre doktrinine²⁷⁵ atıf yapılarak ifade edilmiştir²⁷⁶. Ancak aşağıda ayrı bir başlık altında ele alacağımız İsviçre hukukunda, bu hususun doktrinde tam anlamıyla bu şekilde kabul görmüş olmadığını da belirtmemiz gerekir²⁷⁷. Yine katılmadığımız bir yaklaşımla Erdem tarafından, hükümdeki pay sahiplerinin çıkarılması ifadesinin aslında teknik anlamda ortaklıktan çıkma olarak anlaşılması gerektiği ifade edilmiştir²⁷⁸. Zira yazara göre, TK'nın 245, 328, 636, 255, 257, 328, 638, 639, 640 gibi madde hükümlerinde yer verilen çıkma ve çıkarma müessesesi incelendiğinde çıkarma, haklı sebepler ya da diğer sona erme sebepleri kişiliğinde doğan ortağın rızası olmaksızın ortaklıktan gönderilmesini ifade etmektedir. Oysa TK m. 531'de, haklı sebep teşkil eden olguların ortaya çıkmasına neden olan çoğunluk yerine bundan olumsuz yönde etkilenen azınlığın ortaklıktan çıkarılmasının düzenlendiğinin kabulü hükmün amacına tamamen ters bir sonuç doğuracaktır. Esasen bu hükümle amaçlanan, haklı sebeple çıkarma değil, haklı sebeplerin varlığı halinde pay sahiplerinin mahkeme tarafından ortaklıktan çıkmasına izin verilmesidir.

Hükümde yer alan payların ödenerek pay sahiplerinin çıkarılmasına karar verilmesi ifadesinden yola çıkarak, söz konusu durumu çıkarılma olarak nitelendiren eğilim ise, temel olarak, TK m. 531'de öngörülen dava prosedüründe azınlık pay sahiplerinin gerçek anlamda ortaklıktan çıkma beyanlarının bulunmadığını ve çıkarma kararının mahkeme tarafından verildiğini gerekçe göstererek mahkeme

Buna karşın hükmü pay sahiplerinin “çıkartılması” olarak değerlendiren yazarlar için bkz. Çelik, **Çıkartılma**, s. 201 vd., Ayşe Sümer, “Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi”, **MÜHF-HAD**, C. 18, S. 2, 2012, Legal Yayıncılık, s. 839 vd., 845 vd.; Yazar açıklamalarında net olarak ifade etmemekle birlikte, çıkartılma görüşünde olduğu izlenimi vermektedir. Ayşe Sümer, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısında Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, C.XXVIII, S.1, 2010, s.171-178, 177 vd.; Mehmet Emin Bilge, “Anonim Şirketin Sona Ermesi ve Tasfiyesi”, **EÜHFD**, C. XVI, S. 3–4, 2012, s. 261 vd., 274 vd.; Develi, **Ayrılma Akçesi**, s. 473 vd.; Bahtiyar, **Ortaklıklar**, s. 373. Yazar tarafından bir önceki dipnot paragrafında yer verildiği üzere, 2012 tarihli Ortaklıklar Hukuku başlıklı kitabında hükmün çıkma olarak değerlendirilmesine rağmen sonradan görüş değiştirilerek hükmün çıkarma olarak yorumlandığı görülmektedir. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 171 vd. Sönmez tarafından, çalışmasının Türk hukukunda ayrılma hakkı düzenlemelerine ilişkin bölümünde, TK m.531 hükmünden hiç söz edilmemiş olması, yazarın bu hükmü ayrılma hakkını doğuran bir düzenleme olarak değerlendirmede sonucunu ortaya koymaktadır.

²⁷⁵ Bkz. hemen yukarıda dpn. 274.

²⁷⁶ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 336, N. 14-11b.

²⁷⁷ Bkz. aşağıda s. 75 vd.

²⁷⁸ Erdem, **Tez**, s. 263-264.

tarafından verilecek kararın “çıkarma” olarak kabul edilmesi gerektiğini savunmaktadır²⁷⁹.

Konunun bir diğer önemli boyutu ise, TK m. 531 hükmündeki payların satın alınması alternatif çözümünün doğrudan dava konusu yapıp yapılamayacağı meselesidir²⁸⁰. Bu konuda katılmadığımızı ifade ettiğimiz, hükmün bir şekilde ya da dolaylı olarak ayrılma hakkı ya da olanağı tanındığını kabul edenler arasındaki hâkim yaklaşım; hükmün ifade tarzından yola çıkarak, davacı pay sahibinin her şartta temel talebinin ortaklığın feshi olmak zorunda olacağı, mahkemeye “ayrılma” talebinde bulunmanın ancak bu talebin yanında yapılabileceği, “ayrılma” talebinde bulunulmasa bile mahkemenin “ayrılma” kararı verebileceği, zaten her şartta mahkemenin hükümde yer verilen alternatif çözümler nedeniyle davacının bu yöndeki talebiyle bağlı olmayacağı yönündedir²⁸¹.

Hatta TK m. 531’de yer verilen çıkarılma ifadesinin aslında pay sahiplerinin ortaklıktan çıkmasını ifade ettiğini açıklayan Erdem, mahkemece ortaklıktan çıkmaya izin verilmesine ilişkin mehz İsviçre hukuku doktrininde meseleye ilişkin farklı görüşlerin olduğuna değinmekte, ancak bu görüşlerin doğrudan Türk hukuku açısından geçerli kabul edilebilmesinin gerek OR m. 736/4 hükmünün gerekse de TK m. 531 hükmünün metinlerinin farklı olması ve TK’da yer alan m. 340 hükmünün, Türk hukukunda pay sahibine haklı sebeple fesih davası yoluyla ayrılma hakkı tanındığının kabul edilmesinin önünde engel olduğunu ifade etmektedir²⁸². Yazar ayrıca pay sahibinin bu hakkını doğrudan dava konusu yapamaması görüşüne ilişkin olarak; LO’larda ortağın ortaklıktan çıkmayı haklı sebeplerin varlığında TK m. 638’e göre dava edebilmesinin, yine TK m. 640/3 uyarınca haklı sebepler şahsında doğan ortağın LO’dan çıkarılmasının düzenlenmiş olduğu, TK m. 531’in karşılığı olan hükmün ise, TK m. 636/3 olduğu, böylelikle kanun koyucunun AO’lar için pay

²⁷⁹ Bkz. özellikle Aytekin Çelik, **Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2013, s. 284-285; yukarıda dpn. 274, 2. paragrafta işaret edilen müellifler.

²⁸⁰ Erdem, **Tez**, s. 14 vd., Çelik, **Çıkarılma**, s. 308 vd.; Şahin, **a.g.e.**, s. 446 vd.; Çamoğlu, **Armağan**, Ulusoy, **Azınlık Hakları**, s. 42 vd.; Hanife Dirikkan Öztürk, **Limited Şirket Ortağının Ayrılması ve Ayrılma Payı**, Yetkin Yayınları, Ankara 2005, s. 48; Ayrılma talebinin doğrudan dava konusu yapılamayacağı hakkında bkz. Şahin, **Haklı Sebep**, s. 396.

²⁸¹ Erdem, **Tez**, s. 263-266; Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 342, N. 14-14a; Şahin, **Haklı Sebep**, s. 395.

²⁸² Erdem, **Tez**, s. 264.

sahiplerinin haklı sebeple çıkmasını düzenlemeyi tercih etmemiş olduğu sonucunun çıktığı ve buradan hareketle ayrılmanın ayrıca dava edilemeyeceğini belirtmektedir.

Tekinalp ise, bizce çelişkili görünen yaklaşımı uyarınca TK m. 531'in lafzı dikkate alındığında, pay sahibinin mahkemedен talebinin esasen ortaklığın feshi olacağını belirtmekle birlikte, bu talebin yanı sıra paylarının satın alınması talebinin veya diğer alternatif taleplerin pay sahibi tarafından ileri sürülebileceğini, ancak davanın asıl olarak bir fesih ya da pay sahiplerinin ortaklıktan çıkması davası olarak kurgulanmadığını, bu davanın çoğunluk ilkesinin kötüye kullanılmasının hâkim tarafından düzeltilmesi olduğunu ifade etmektedir²⁸³. Kanaatimizce bir taraftan dava konusu asıl talebin ortaklığın feshi olduğunu savunurken diğer taraftan aynı davanın esasen ortaklığın feshi davası olarak kurgulanmadığını ifade etmek çelişkili bir yaklaşımdır. Ayrıca davada çoğunluk gücünün kötüye kullanılmasının düzeltilmesinin amaçlandığı ifade edilirken payların satın alınması talebi neticesinde dava sonunda azınlığın çıkarılmasına/ayrılmasına karar verilebilecek olmasının her durumda bu amacı gerçekleştirmeyebileceği aşîkârdır. Devamla yazar, kanun koyucu tarafından, sadece ortaklığın feshinin istenmesi doğru bulunmadığından payların satın alınması dâhil alternatif çözümlere yer verildiğini, payların satın alınması çözümünün de mehz İsviçre hukukundan farklı olarak, fesih çözümüyle eşdeğer düzeyde bir çözüm olarak kabul edildiğini açıklamaktadır.

Doktrinde oldukça azınlıkta kalan bir görüş ise, pay sahipleri tarafından davayı açarken paylarının satın alınması talebinde bulunulduğu takdirde bunun bağlayıcı sonuç doğuracağını, mahkemenin fesih ya da diğer alternatif çözümlere hükmedemeyeceğini savunmaktadır²⁸⁴.

Hükmün geniş anlamda ayrılma hakkını ya da imkânını doğuran bir düzenleme olup olmadığı ve doğrudan dava konusu yapılarak hakkın kullanılıp kullanılamayacağı konusunda tüm bu açıklanan lehte ve aleyhteki görüşlerden sonra kanımızca şu tespitler yapılabilir:

Öncelikle TK m. 531 hükmünde yer verilen payların gerçek değerleri ödenerek pay sahiplerinin çıkartılması hükmünün çıkarılma-çıkartma mı yoksa çıkma-ayrılma mı olarak yorumlanması gerektiği meselesinde hükmü çıkarma olarak

²⁸³ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 339-343, N. 14-13/14-14a.

²⁸⁴ Yıldız, **Fesih**, s. 1199.

gören yaklaşım²⁸⁵ isabetlidir. Zira her ne kadar hükmün bir an için pay sahipleri tarafından ortaklıktan çıkma amacıyla da kullanılabileceği, bu düşüncede olan pay sahiplerinin haklı sebeple fesih davası açarak ortaklıktan çıkarılmalarını sağlayabilecekleri, netice itibariyle dolaylı olarak çıkmanın söz konusu olabileceği kabul edilebilse bile, ortada gerçek bir çıkma beyanı bulunmamakta ve çıkarma kararı mahkeme tarafından verilmektedir. Doktrinde TK m. 531 hükmü uyarınca açılacak fesih davasında feshin yanı sıra hükümde yer alan davacı pay sahiplerinin paylarının ortaklık tarafından satın alınarak ortaklıktan çıkarılmalarına ya da kabul edilebilir diğer çözümlere de terditli olarak yer verilebileceğine ilişkin görüşler mevcuttur²⁸⁶. Ancak bu durumda dahi, kanaatimizce, hükmün lafzının mahkemenin bu taleplerle bağlı olmamasını kesin şekilde öngörmesi nedeniyle payların satın alınmasına yönelik terditli şekilde talepte bulunulsa da gerçek manada bir çıkma beyanından bahsedilemez.

Hükme dayanarak doğrudan çıkma talepli bir dava açılmayacağı, o nedenle de geniş anlamda ayrılma hakkı olarak adlandırılacak bir hakkın doğmadığı ve kullanılamayacağı şeklindeki yaklaşıma ilişkin olarak, bizce de hükmün düzenleme şeklinden hareketle fesih talebi yerine doğrudan ayrılma talepli bir davanın açılması imkânı bulunmamaktadır. Ayrıca hükmün düzenlenme şekli nedeniyle hâkimin davacı pay sahibinin talebiyle bağlı olması söz konusu olamaz. Böylelikle hüküm taleple bağlılığın istisnası niteliğinde bir hüküm olarak değerlendirilmelidir²⁸⁷.

1. Mehaz İsviçre Hukukundaki Düzenleme

Bir önceki başlık altında da ifade ettiğimiz üzere, TK m. 531'in mehazı İsviçre Borçlar Kanunu'nun OR m. 736'nın dördüncü fıkrasıdır. Söz konusu fıkra hükmüne göre “*AO, haklı sebeplerin varlığı halinde sermayenin en az yüzde onunun temsil eden pay sahiplerinin talebi üzerine hâkim kararı ile fesih edilir. Hâkim tarafından hakkaniyete uygun ve kabul edilebilir diğer bir çözüme karar verilebilir*²⁸⁸.” Ancak TK m. 531'in karşılık gelen hükmünde “*Mahkeme, fesih*

²⁸⁵ Özellikle bkz. Çelik, **Tez**, s. 284.

²⁸⁶ Tolga Ayoğlu, “Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi”, **Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Saygı Sempozyumu, C. 2, 2013, s. 239; Şahin, **Haklı Sebep**, s. 591; Nomer Ertan, **Fesih Davası**, s. 434.

²⁸⁷ Buna ilişkin olarak bkz. Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 434.

²⁸⁸ Aynı yöndeki çeviri için bkz. Pulaşlı, **Şerh II**, s. 2428; ; Hükmün çevirisi için ayrıca bkz. Nomer Ertan, **Fesih Davası**, s. 423.

yerine, davacı pay sahiplerine, paylarının karar tarihine en yakın tarihteki gerçek değerlerinin ödenip davacı pay sahiplerinin şirketten çıkarılmalarına veya duruma uygun düşen ve kabul edilebilir diğer bir çözüme karar verebilir.” denilmek suretiyle davanın tali niteliği mehzaz hükme göre belirgin şekilde vurgulanmış, hâkimin, haklı sebeplerin varlığında alternatif çözüme yönelmesi kanun koyucunun bir tercihi haline getirilmiştir²⁸⁹.

İsviçre hukukunda 1970’lerin sonlarından itibaren haklı sebeple fesih davası yerine pay sahiplerinin ortaklıktan “ayrılması” hakkının tanınması fikri tartışılmıştır²⁹⁰. Bu konuda bir kısım yazar bunun sermayenin dolaylı olarak iadesi kapsamına girdiği ve alacaklıların korunması gerekçeleriyle anılan hükmün ayrılma hakkına yol açmadığı görüşündedirler²⁹¹. Bizim de katıldığımız görüşe göre, doğrudan doğruya ortaklıktan ayrılma talep edilemez, ancak haklı sebeple fesih hükmü sebebiyle pay sahiplerine dolaylı bir ayrılma imkânı tanındığı ifade edilebilir²⁹². Diğer bir görüş ise, hükümde açıkça ayrılma hakkına değinilmese de, hükmün amacı uyarınca hareket edilerek doğrudan payların satın alınması talepli ayrılma davası açılabilirliğini savunmaktadır²⁹³.

Federal Mahkeme tarafından çeşitli içtihatlarda, fesih davası açma hakkının; azınlığa tanınmış istisnai hallerde kullanılabilen olağanüstü nitelikte bir hukuki araç olduğu²⁹⁴, öncelikle azınlığın çoğunluk karşısında korunmasını garanti ettiği²⁹⁵, azınlık haklarının çoğunluk tarafından kötü niyetle ihlal edilmesine karşı kanun ya da esas sözleşme hükmü ile karşı konulamayacak olunması durumunda mahkemeye

²⁸⁹ Pulaşlı, **Serh II**, s. 2428.

²⁹⁰ Reto Sanwald, Austritt und Ausschluss aus AG. und GmbH, **Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht Band 280**, 2009, s. 168. Buna karşılık Tekinalp tarafından bu görüşün ilk defa Peter Kunz tarafından konuya özgü çok daha sonraki tarihli bir makalede ileri sürüldüğü ifade edilmektedir. Bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 336, N. 14-11b, dpn. 7; Peter Kunz makalesi için bkz. Peter V. Kunz, “Zur Auflösungsklage gemäss Art. 736 Ziff. 4 OR-Garant für ein indirektes Austrittsrecht?”, **Aktienrecht 1992-1997: FS für R. Bär**, Stämpfli, Bern 1998, s. 235-248, 235 vd.

²⁹¹ Peter Böckli, **Schweizer Aktienrecht**, Schulthess, Auflage 4, 2009, s. 2322 vd. ; Roland von Büren, Mirjam Egen, “Austrittsrechte für Aktionäre - Handlungsbedarf im schweizerischen Recht? - Eine Untersuchung mit rechtsvergleichenden Hinweisen zum deutschen und zum EU-Recht”, **SZW**, Heft 6, 2006, s. 393-406, 394.

²⁹² Kunz, **Indirektes Austrittsrecht**, s. 242; Sanwald, **a.g.e.**, s. 174.

²⁹³ Bu görüşteki yazarlar için bkz. Erdem, **Tez**, s. 263.

²⁹⁴ **BGE 105 II 124**.

²⁹⁵ **BGE 105 II 125**.

başvurulmasına izin verilmesi hususunda adeta “emniyet subabı” işlevi gördüğü belirtilmiştir²⁹⁶.

Davanın açılması, mahkemece yapılacak değerlendirme ve kararın özellikleri gibi hakkın kullanılmasına ilişkin diğer hususlar aşağıdaki başlık altında ele alınacaktır.

2. Fesih Davasının İşleyiş Süreci

Mahkeme tarafından yapılacak yargılama neticesinde hükümde yer verilen haklı sebeplerin gerçekleşmiş olduğuna kanaat getirildiği takdirde, hâkim tarafından üzerinde durduğumuz pay sahiplerinin ortaklıktan çıkarılması çözümü dâhil olmak üzere, fesih veya diğer alternatif çözümlere hükmedilecektir. Davanın son çare (*ultima ratio*) niteliği²⁹⁷ gereği, dava, ancak azınlık pay sahiplerinin haklarının korunması için yasa, esas sözleşme veya pay sahipleri sözleşmesinde başka hukuki bir yol kalmadığında veya diğer azınlık hakları somut olaydaki ihlali gidermekte yetersiz kaldığında açılabilir. Yani haklı sebep, azınlık haklarının ihlalinin feshi gerektirecek boyutta ve ağırlıkta olmasını gerekli kılmaktadır²⁹⁸. Bu meyanda, dava nedeniyle yöneltilebilecek (“tüm”) talep(“ler”) (yöneltilebilecek taleplerin nelerden ibaret olduğu tartışmasından bağımsız olarak) bakımından haklı sebep oluşup oluşmadığı değerlendirilmelidir²⁹⁹. Dolayısıyla burada öncelikle haklı sebep kavramı ve haklı sebeplerin nelerden ibaret olacağı meselesi üzerinde durulmalıdır.

Haklı sebep esasen borçlar hukuku kökenli bir kavram olup, bu hukuk alanında sürekli borç ilişkilerinin fesih hallerinden birisi olarak yerini almıştır³⁰⁰.

²⁹⁶ BGE 67 II 165.

²⁹⁷ Şahin, **Haklı Sebep**, s. 324 vd.; Hamdi Yasaman, “Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi”, **İsviçre Borçlar Hukuku’nun Türk Ticaret Hukuku’na Etkileri**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2009, s. 716; Ünal Tekinalp, “Türk Ticaret Kanunundaki Boşluk: Anonim Ortaklığın Önemli Sebeplerle Feshi- Çoğunluk Gücünün Kötüye Kullanılmasına Karşı Etkili Bir Araç”, **İktisat ve Maliye Dergisi**, C. XXI, 1974, s. 321-326.

²⁹⁸ Şahin, **Haklı Sebep**, s. 322. Fesih kararının son çare (*ultima ratio*) niteliği hakkında TK’da AO’nun feshi sonucunu doğurabilecek m. 530 hükmünde öngörülen davaya ilişkin değerlendirmeler için bkz. H. Ali Dural, Tolga Ayoğlu, Anonim Şirketler Hukukunda Organsızlık Nedeniyle Fesih Davalarında “Uzun Süre” Koşulu (TTK m. 530), **Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı**, Bankacılık Enstitüsü Yayınları, Ankara 2015, s. 444.

²⁹⁹ Şahin, **Haklı Sebep**, s. 327 vd.

³⁰⁰ Hizmet sözleşmesinin haklı sebeplerle feshini düzenleyen BK m. 435, kira sözleşmesinin haklı sebeplerle feshini düzenleyen BK m. 331, ölünceye kadar bakma sözleşmesinin sona ermesini düzenleyen BK m. 617, adi ortaklığın sona erme sebeplerini düzenleyen BK m. 639 hükümleri BK’daki haklı sebep örnekleri olarak gösterilebilir. Benzer örneklendirme için bkz. Özer Seliçi, **Borçlar Kanununa Göre Sözleşmeden Doğan Sürekli Borç İlişkilerinin Sona**

Mehaz İsviçre hukukunda ise bu kavramın karşılığı *wichtigen Gründen*’ dir. Türk-İsviçre borçlar hukuku yasal mevzuatında, haklı sebep kavramına hukuki sonuç bağlanan bütün hukuki ilişkileri kapsayan, sınırlayıcı bir tanıma yer verilmemiş olup, haklı sebebe sonuç bağlanan hükümler, kanunda ayrıntılı düzenleme olmaması sebebiyle hâkime MK m. 4 uyarınca takdir yetkisi tanınan haller içerisine girer ve bu durum, doktrinde haklı sebep kavramının nisbiliği olarak da ifade edilir³⁰¹. Esasen haklı sebep, borçlar hukukunda sürekli hukuki ilişkilerin sona erdirilmesinde başvurulanan, BK sistematigi içerisinde kesin bir olguya dayandırılmayan, içi doldurulması mümkün, olağanüstü bir fesih sebebi olarak kabul edilmektedir³⁰². Doktrin ve uygulamadaki hâkim görüş uyarınca, sürekli hukuki ilişkilerin taraflarına haklı sebeple fesih imkânı tanınmasının dogmatik temelini dürüstlük kuralı teşkil eder³⁰³.

Ticaret ortaklıkları alanında ise, kollektif ortaklığın feshinde haklı sebepleri düzenleyen TK m. 245 hükmünün, Türk hukukunda haklı sebebin tanımına yer vermesi bakımından istisnai nitelikte bir madde hükmü olduğu görülmektedir. Maddenin birinci fıkrasında “*Haklı sebep, şirketin kuruluşuna yol açan fili veya kişisel sebeplerin şirketin işletme konusunun elde edilmesini imkânsız kılacak veya güçleştirecek şekilde ortadan kalkmış olmasıdır*” denilmekte ardından dört bent halinde haklı sebep hallerine örnekler verilmektedir. Doktrinde bu hükümde yapılan tanımdan faydalanılabileceği ifade edilmişse de³⁰⁴, bu konuda şahıs ve sermaye

Ermesi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul 1977, s. 186; Pınar Altınok Ormancı, **Sürekli Borç İlişkilerinin Haklı Sebeple Feshi**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2011, s. 97; Haklı sebebin tanımı ve haklı sebep teşkil edebilecek olgular için bkz. Aker, **Haklı Sebep**, s. 11 vd.

³⁰¹ Çamoğlu, **Kollektif**, s. 78; Abuzer Kendigelen, **Hukuki Mütalaalar, Mahkeme Kararları ile Birlikte, C. II, Ortaklıklar Hukuku**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2006, s. 407; İsmail Doğanay, **Türk Ticaret Kanunu Şerhi, C. I, Madde 1-419**, Beta Basım, İstanbul 2004, s. 733.

³⁰² Herman Becker, **İsviçre Borçlar Kanunu Şerhi, İkinci Bölüm, Çeşitli Sözleşme Hükümleri**, Bern, 1934, Çev. A. Suat Dura, Yargıtay Yayınları, Ankara 1993, OR 545, N. 20; Altınok Ormancı, **a.g.e.**, s. 94.

³⁰³ Andreas Von Tuhr, Çev. Cevat Edege, **Borçlar Hukukunun Umumi Kısım**, C. 1-2, Yargıtay Yayınları, Ankara 1983, § 74, s. 643; Kemal Oğuzman, Nami Barlas, **Medeni Hukuk, Giriş Kaynaklar Temel Kavramlar**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2012, s. 287; Çamoğlu, **Kollektif**, s. 55 vd; Aydın Zevkliler, M. Beşir Acarbey, K. Emre Gökyayla, **Medeni Hukuk, Giriş ve Başlangıç Hükümleri - Kişiler Hukuku - Aile Hukuku**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2000, s.138. Ayrıca bkz. Yarg. 9. HD., E. 2001/19968, K. 2002/4954, T. 26.03.2002; Yarg. 15. HD., E. 2003/1390, K. 2003/4548, T. 06.10.2003, (Çevrimiçi) <http://www.kazanci.com>, (Son Erişim Tarihi: 26 Ocak 2015).

³⁰⁴ Hayri Domaniç, **Adi, Kollektif ve Komandit Şirketler**, Temel Yayınları, İstanbul 1988, s. 113; Doğanay, **Şerh I**, s. 733; Çamoğlu, **Kollektif**, s. 9; Sümer, **İ.İ.B.F. Dergisi**, s. 173.

ortaklığı ayırımına dikkat edilmesi, farklı ortaklık tiplerine göre ayrı değerlendirmeler yapılması gerekir³⁰⁵. Nitekim Tekinalp tarafından TK m. 531 uyarınca haklı sebebin tanımlanması için KO'nun haklı sebeple feshine dair TK m. 255 hükmünden yararlanılamayacağı, zira hükümde “*bir ortağın kendisinden kaynaklanan sebeplerden dolayı*” ifadesinin kullanılması suretiyle KO'nun feshine yol açan sebeplerde kişisel motiflerin ön plana çıktığı açıklaması yapılmıştır³⁰⁶. Zira AO'larda, sermaye ortaklığı olmaları açısından öznel-nesnel haklı sebep ayrımı önem taşır ve kişisel anlaşmazlıklardan ziyade, somut olarak ortaklığın yahut azınlık pay sahibinin zararına yapılan işlem ve eylemlerin süreklilik arz etmesi haklı sebep kavramı içerisinde değerlendirilir³⁰⁷. Şahıs ortaklıklarında ise, kişisel sebepler ön plana çıkarken, AO'da kişisel sebeplerin doğrudan doğruya haklı sebep olarak görülmesi mümkün değildir.

AO'lar alanında da haklı sebep kavramı, hâkim tarafından ortaklığın feshine³⁰⁸ karar verilebilmesini sağlayan, içi doldurulması gereken çerçeve bir hukuk normudur. Nitekim kaynak İsviçre hukukunda doktrinde hâkim olan görüş, OR m. 736/b.4 hükmünün, hâkimin takdir yetkisini gerektiren, hüküm içi boşluk içeren bir düzenleme olduğu, AO'nun feshine neden olacak hallerin tamamını kapsayan bir haklı sebep tanımının yapılmasının mümkün olmadığı yönündedir³⁰⁹.

İsviçre hukukunda haklı sebebi belirlemek adına OR m. 736/b.4 hükmünün amacından yola çıkarak bir takım temel kıstaslar ortaya konulmuştur. Bunlar: Çoğunluk gücünün kötüye kullanılması, AO'nun amacının elde edilmesinin imkânsızlaşması ya da güçleşmesi ve AO'nun devamının nesnel olarak tehlikeye düşmesidir. Bu kapsamda her ne kadar bir sermaye ortaklığı da olsa, özellikle küçük hacimli, aile ortaklığı şeklindeki AO'larda kişisel sebeplerin de istinai durumlarda

³⁰⁵ Erdem, **Tez**, s. 97; Bahtiyar, **Ortaklıklar**, s. 379.

³⁰⁶ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 337, N. 14-12.

³⁰⁷ Sanwald, **a.g.e.**, s. 147; Roland von Büren, Walter A. Stoffel, Rolf H. Weber, **Grundriss des Aktienrechts**, 3. Auflage, Schulthess Verlag, Zürich 2011, s. 320.

³⁰⁸ Haklı sebep nedeniyle verilebilecek kararların sadece ortaklığın feshi kararından ibaret olmadığını, payların satın alınması ve duruma uygun düşen diğer çözümlere de karar verilebileceğini önemle vurgulamamız gerekir.

³⁰⁹ Sanwald, **a.g.e.**, s. 143-144; Peter Forstmoser, Arthur Meier-Hayoz, Peter Nobel, **Schweizerisches Aktienrecht**, Stämpfli, Bern 1996, § 55 N. 71; Wolfhart F. Bürgi, **Zürcher Kommentar**, Obligationenrecht, Die Aktiengesellschaft: V. Band: Obligationenrecht, 5. Teil: Die Aktiengesellschaft, b/2: Organisation der Aktiengesellschaft, Art. 698-739 OR, Schulthess Verlag, Zürich 1969, N. 44 vd.

haklı sebep sayılabileceği yaklaşımı savunulmaktadır³¹⁰. Ticari hayatın gerçekleri değerlendirildiğinde kanımızca bu yaklaşım yerindedir. İsviçre hukukunda anılan kıstaslardan herhangi birinin diğerlerine karşı üstün geldiği konusunda doktrinde görüş birliği bulunmadığı belirtilmiştir³¹¹. Bu nedenle bunlardan herhangi birine üstünlük tanımak yerine somut olayın özelliklerine göre, bu kıstasları uygulamanın doğru olacağı görüşü ifade edilmiştir³¹².

Kanaatimizce de somut olayın özelliklerine göre, bu kıstaslardan herhangi birisi etkin olabilecek durumda olup, sadece birini ele alıp diğerlerini yok saymak doğru ve hayatın gerçeklerine uyan bir yaklaşım olmayacaktır³¹³. Ancak bunu söylemekle birlikte genelde feshe sebebiyet veren olguların daha ziyade çoğunluk gücünün kötüye kullanılması şeklinde anlaşıldığı görülmektedir³¹⁴. Nitekim Tekinalp³¹⁵, İsviçre Federal Mahkemesi'nin 2005 tarihli güncel bir kararına³¹⁶ atıf yaparak, haklı sebebin tanımında, AO'da çoğunluk kuralının hâkim olduğu ve AO'nun yönetiminde çoğunluğun iradesine üstünlük tanındığı gerçeğinden hareket edilmesi gerektiğini vurgulamaktadır. Bu karar uyarınca ön plana çıkan haklı sebeple feshe ilişkin kriterler; çoğunluğun sistematik olarak AO'nun menfaatini ve azınlığın menfaatlerini ihlal etmesi, çoğunluğun dürüstlük kuralını hiçe sayan yönetim anlayışının AO'nun varlık sebebini ortadan kaldıracak boyutta olması ve haklı sebeple fesih düzenlemesinin çoğunluğun zarar verici uygulamalarına karşı öngörülen bir mekanizma olmasıdır³¹⁷. Bu kapsamda anılan kararda da işaret edildiği

³¹⁰ Bürki, **a.g.e.**, N. 47; Erdem, **Tez**, s. 154 vd.; İlbasmış, **Haklı Sebep**, s. 173 vd.; Şahin, **Haklı Sebep**, s. 188 vd.

³¹¹ Erdem, **Tez**, s. 105.

³¹² **A.e.**, s. 105.

³¹³ Haklı sebebin somut olayın özelliklerine göre belirlenmesi gereken bir kavram olduğu yönünde bkz. Bahtiyar, **Ortaklıklar**, s. 379; Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 573; Erdem, **Tez**, s. 285.

³¹⁴ Bahtiyar, **Ortaklıklar**, s. 379; Erdem, **Tez**, s. 285.

³¹⁵ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 337, N. 14-12a.

³¹⁶ BGE 136 III 273.

³¹⁷ Bu karar İsviçre doktrininde makalelere konu olmuştur. Lukas Beeler, Hans Caspar von der Crone, "Auflösungsklage nach Art. 736 Abs. 4 OR. - Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts 4A_475/2009 vom 5. März 2010 in Sachen X (Beschwerdeführerin/Klägerin) gegen Y SA (Beschwerdegegnerin/Beklagte)", **SZW**, 2010, s. 329 vd. Yazarlarca yapılan değerlendirmede değindiğimiz kriterler ön plana çıkarılmaktadır; ayrıca bkz. Hans-Ueli Vogt, Thomas Enderli, "Die Auflösung einer Aktiengesellschaft aus wichtigen Gründen und die Anordnung einer "anderen sachgemässen Lösung" (Art. 736 Ziff. 4 OR) - Bemerkungen aus Anlass von BGE 136 III 278 ff", **recht - Zeitschrift für juristische Weiterbildung und Praxis**, 2010, s. 238 vd. Yazarlar tarafından OR m. 736/b. 4 hükmünde yer alan diğer uygun ve kabul edilebilir çözümler ve ne zaman uygulanacağı konusunda Yüksek Mahkeme'nin değerlendirme

üzere, TK m. 531 hükmü kapsamında haklı sebep teşkil edecek nedenin süreklilik ve istikrar kazanmış olması, yani azınlık haklarının sistematik ve devamlı surette bertaraf ediliyor olması gerekmektedir³¹⁸. Bu meyanda tek bir sebebin süreklilik arz etmeden haklı sebep oluşturamayacağını söyleyebiliriz. Öte yandan haklı sebebin oluşup oluşmadığının tespitinde menfaatler dengesinin gözetilmesi gereği bulunmaktadır. Zira haklı sebeple fesih AO'da menfaatler dengesinin sağlama araçlarından biridir³¹⁹. Bu kapsamda haklı sebebin oluşup oluşmadığına karar verirken hâkimin azınlık pay sahipleri ile ortaklık (yani çoğunluk pay sahipleri arasında) kurulması gerektiği kabul edilen menfaatler dengesini gözetmesi gerektiği ifade olunmuştur³²⁰. Çalışmamızın kapsamını dikkate alarak, biz, aşağıda pay sahiplerinin çıkarılması kararı ve buna ilişkin meseleler bağlamında konuya yaklaşacağız. Bu nedenle fesih davasının genel olarak işleyişi, feshe ve diğer alternatif çözüm yollarına ilişkin detaylar, tartışma ve hukuki meseleleri yalnızca konumuzla bağlantılı olduğu noktalar ve değinilmesi elzem hususlar kapsamında ele alacağız.

TK m. 531 uyarınca açılacak davanın şartları; haklı sebebin bulunması ve ortaklıkta belirli oranda paya sahip olunmasıdır. Her iki konuya da yukarıda³²¹ değinilmiş olmakla birlikte, azınlık pay sahipleri için kanunda belirlenen oranların değiştirilip değiştirilemeyeceği meselesini ayrıca ele almakta fayda vardır.

Zira kanunda açıkça oranlardan bahsedilmiş olmasına rağmen TK m. 208, 360 ve 486'da olduğu üzere azlık³²² ifadesinin geçmemiş olması karşısında, dava hakkının belirli orandaki pay sahiplerine mi yoksa azınlığa mı tanındığı ve azınlık hakkı olduğu kabul edildiğinde belirlenen oranın pay sahiplerinin menfaatine özellikle aşağı çekilip çekilemeyeceği tartışılabilir³²³. Ancak gerek TK'nın genel

yapmamış olması eleştirilmekte ve bu konunun ileriki içtihatlarla çözümlenebileceği değerlendirilmektedir. Ayrıca bkz. Walter A. Stoffel, "Das Gesellschaftsrecht 2010 - Le droit des sociétés 2010", *SZW*, 2011, s. 68, 72-73.

³¹⁸ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 337, N. 14-12a.

³¹⁹ Bu konuda detaylı değerlendirmeler için bkz. Erdem, **Tez**, s. 201 vd.; Aker, **Haklı Sebep**, s. 134.

³²⁰ Sanwald, **a.g.e.**, s. 145; ayrıca bkz. Erdem, **Tez**, s. 208; İlbasmış, **Haklı Sebep**, s. 277-278.

³²¹ Haklı sebep kavramı açısından bkz. s. 77 vd.; azınlık pay sahipleri tarafından kullanılması açısından bkz. s. 71 vd.

³²² Çalışmamızda azlık yerine azınlık teriminin kullanılması tercih edilmiştir.

³²³ Bkz. Sıtkı Anlam Altay, **Anonim Ortaklıklar Hukuku'nda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2009, s. 686.

gerekçesinde³²⁴ ve maddenin gerekçesinde³²⁵ ifade edildiği, gerekse de doktrinde³²⁶ kabul edildiği üzere bu hak bir azınlık hakkıdır. Ayrıca azlık ifadesinin yer almadığı fakat azınlık hakkı olduğu tartışmasız olarak kabul edilen, belirli orandaki pay sahibinin, GK'yı toplantıya çağırması ve gündeme madde ekletmesini düzenleyen TK m. 411 hükmü ve özel denetçi atanmasını talep etmesini düzenleyen TK m. 439 hükmü de benzer şekilde kaleme alınmıştır³²⁷.

Azınlık hakkı olarak ifade ettiğimiz bu davayı açabilecek pay oranının, meseleye azınlık haklarının kolaylaştırılması açısından yaklaşılarak esas sözleşme ile azatılıp azaltılamayacağı doktrinde tartışılmıştır. Bir kısım yazar³²⁸ oranın esas sözleşme ile azaltılabileceği, diğer bir kısım yazar³²⁹ ise, azaltılamayacağı görüşündedir. Oranının azaltılabilmesine karşı olan görüş³³⁰ temelde davanın niteliği, yani fesih gibi önemli bir sonucu bulunması, maddede oranın düşürülebilmesine ilişkin TK m. 411'de olduğu gibi bir açıklık bulunmaması ve TK m. 340'da yer alan emredici hükümler ilkesini dayanak olarak ileri sürmektedir. Oranın azaltılabileceğine ilişkin görüş ise, hükümde yer alan “*en az*” ifadesinin, TK'nın m. 411 gibi diğer maddeleri ile birlikte değerlendirildiğinde tutarlı olarak kullanılmadığı, m. 411'de olduğu üzere ifadenin yer aldığı hükümde dahi oranın azaltılabileceğine cevaz verildiği, dolayısıyla “*en az*” ifadesinin bilinçli bir tercihi yansıtmadığı, menfaatler dengesi açısından ortaklığı devam ettirme düşüncesinin dahi hükmün içerdiği ilave çözümler nedeniyle oranın azaltılabilmesine engel oluşturmayacağını savunmaktadır³³¹.

Kanaatimizce oranın azaltılamayacağı görüşüne üstünlük tanımak gerekir. Zira her ne kadar hükmün alternatif çözümleri bünyesinde taşıması, diğer çözümlere de karar verilebilmesi imkânı, feshin son çare olması, azınlığın korunması ve söz

³²⁴ **TK Genel Gerekçesi**, paragraf 133.

³²⁵ **TK Madde Gerekçeleri**, m. 531.

³²⁶ Pekçokları yerine bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 342, N. 14-14; Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 434; Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 572.

³²⁷ Aynı yönde Altay, **a.g.e.**, s. 686.

³²⁸ Veliye Yanlı, Murat Yusuf Akın, **Yeni Türk Ticaret Kanunu, Dünya Değişiyor, Ya Siz?**, KPMG, İstanbul 2011, s. 85; Pulaşlı, **Şerh II**, s. 2421, Sümer, **İ.İ.B.F. Dergisi**, s. 176; Yıldız, **Fesih**, s. 1197; Erdem, **Tez**, s. 168.

³²⁹ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 332, N. 14-10; Moroğlu, **Öneriler**, s. 306; Oruç, **Batider**, s. 218.

³³⁰ Bkz. hemen yukarıda dpn. 329.

³³¹ Bkz. hemen yukarıda dpn. 328.

konusu dava hakkının pay sahiplerini koruyucu işlevi gibi hukuki olgular göz önüne alınsa bile, TK m. 531'in bu husustaki kesin nitelikteki lafzının TK m. 340 hükmü ile birlikte değerlendirildiğinde aşılması mümkün görünmemektedir. TK m. 529/1-c hükmü de bu değerlendirme kapsamında incelenmeye değer bir hükümdür. Her ne kadar m. 529/1-c hükmü, AO'nun esas sözleşmesine konulacak hükümlerle farklı sona erme sebepleri ihdas edilmesine ve bu sona erme sebeplerinin işletilebilmesi konusunda ortaklıklara düzenleme yapma imkânı tanısa da, m. 531'in açıkladığımız kesin lafzı karşısında davanın açılabilmesine ilişkin oranda değişiklik yapılamacağı kanaatindeyiz.

Davanın açılması süresi açısından hükümde herhangi bir ifade yer almamaktadır. Bu tercihin yerinde olduğu, zira haklı sebeple feshin genel bir olağanüstü fesih sebebi olduğu, belirgin olmayan ve hâkimin takdirine bağlı bir haklı sebebin ne zaman ortaya çıktığını kesin olarak tespit etmenin ve sürenin başlangıcını belirlemenin güç olacağı ifade edilmiştir³³². Kanımızca da bu tahlil doğru olup, prensip olarak haklı sebeple feshin düzenlendiği diğer sürekli borç ilişkilerinde ve ayrıca diğer ortaklık tiplerinde de, fesih hakkının herhangi bir süreye bağlanmadığı görülmektedir (Bkz. BK m. 331, 435, 617, 639; TK m. 243, 636). Ayrıca bu hak sürekli borç ilişkilerinin sona erdirilmesine ilişkin olmak üzere, taraflara tanınmış olan bir hak görünümünde olup, hukuki ilişkiyi çekilmez hale getiren sebepler bulunduğu takdirde, devreye girmektedir.

Bu açıklamaları yapmakla birlikte doktrinde pay sahiplerinin bu davayı açma hakkının tamamen sınırsız olmadığı, hukukun genel ilkeleri ve dürüstlük kuralı (MK m. 2) ile bağlı oldukları belirtilmektedir³³³. Zira uzun süre hakkın kullanılmamış olması karşı taraf olan ortaklıkta hakkın kullanılmayacağına ilişkin bir güven oluşturabilir. Bu takdirde, “çelişkili davranış yasağı” da devreye girebilecektir³³⁴.

Mahkemece davacı pay sahiplerinin payların ortaklık tarafından satın alınmasına karar verilmesi halinde, satın almanın ortaklığın kendi paylarını iktisap

³³² Sanwald, **a.g.e.**, s. 143; aynı yönde Erdem, **Tez**, s. 179.

³³³ Sanwald, **a.g.e.**, s. 143; Pulaşlı, **Şerh II**, s. 2423; Çamoğlu, **Kollektif**, s.131.

³³⁴ Erdem, **Tez**, s. 180; Şener Akyol, **Medeni Hukukta Çelişki Yasağı**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2007, s. 1 vd.; s. 47 vd.; ayrıca bkz. Şener Akyol, **Dürüstlük Kuralı ve Hakkın Kötüye Kullanılma Yasağı**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2006, s. 63-64.

sınırlaması karşısında durumunun ne olacağı hususu doktrinde tartışılmıştır³³⁵. Öte yandan, bizce satın alınma kararı verilmesi söz konusu olduğu durumlarda, her zaman mahkemece payların ortaklık tarafından satın alınmasına karar verilmesi zorunluluğu bulunmamakta olup, duruma uygun düşen ve kabul edilebilir başka çözümler kapsamında mahkemece azınlığın paylarının çoğunluk pay sahibi tarafından alınmasına da karar verilebilir. Kaynak İsviçre hukukunda ise, OR m. 659'da ortaklığın kendi paylarını iktisabında TK m. 379/1'de olduğu üzere, yüzde onluk iktisap sınırı söz konusu olduğundan buna riayet edilmesi gerektiği ifade edilmiştir³³⁶. Bu oranı geçen iktisaplar için ise, davacı pay sahiplerinin pay değeri karşılığına denk gelen tutar oranında sermayenin azaltılması, böylelikle iktisap yasağına takılınmaması çözümü önerilmiştir³³⁷.

Türk hukukunda da TK m. 379'da İsviçre'de olduğu üzere yüzde onluk iktisap sınırı mevcuttur. Ancak İsviçre düzenlemesinden farklı olarak TK m. 382/1'in c bendi hükmü uyarınca iktisabın kanuni bir satın alma zorunluluğu nedeniyle gerçekleşmesi durumunda söz konusu oran sınırlamasına bağlı kalınmadan iktisap gerçekleşebilmektedir. Katıldığımız görüş uyarınca TK m. 531 hükmü, kanuni satın alma yükümü kapsamında değerlendirilmeli, böylelikle sınırı aşan iktisaplar sınırlama kapsamı dışında kabul edilmelidir³³⁸. Ancak kanaatimizce de, yapılacak olan iktisap neticesinde ortaklığın elindeki paylarını elden çıkarması için yapmak zorunda kalacağı sermaye azaltımı ve kısmi tasfiye neticesinde ya da payların iktisabı için ödenecek olan meblağ esas sermayeden ödenecek ve bu durumda da yapılacak olan sermaye azaltımı neticesinde AO'nun sermayesi asgari tutarın altına düşüyorsa ya da asgari sermaye korunmakla birlikte, bakiye sermaye AO'nun işletme konusunun elde edilmesini zora sokuyor ve ortaklığın sermaye artırımı yapma imkânı bulunmuyorsa payların satın alınması çözümü uygun düşmeyecektir³³⁹.

³³⁵ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 340, N. 14-13a; Çamoğlu, **Armağan**, s. 684; Akın, **Sadakat**, s. 244; Sümer, **İ.İ.B.F. Dergisi**, s. 177; Oruç, **Batider**, s. 229.

³³⁶ Vogt, Enderli, **a.g.e.**, s. 243; Böckli, **a.g.e.**, s. 2322 vd.

³³⁷ Böckli, **a.g.e.**, s. 2322 vd.; Sanwald, **a.g.e.**, s. 119.

³³⁸ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 340, N. 14-13a; Oruç, **Batider**, s. 229; Sümer, **İ.İ.B.F. Dergisi**, s. 177; Erdem, **Tez**, s. 268. Aksi fikirdeki yazarlar için bkz. Ayan, **a.g.e.**, s. 2254; Çamoğlu, **Armağan**, s. 684; Çamoğlu, **Hakimin Takdir Yetkisi**, s. 12.

³³⁹ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 341, N. 14-13a.

TK m. 531 hükmünde payların satın alınması kararı verilmesi halinde davacıların paylarının karar tarihine en yakın tarihteki gerçek değerinin ödeneceği belirtilmektedir. Gerçek değer ve karar tarihine en yakın tarihin dikkate alınması meselesi benzer şekilde TK'nın birleşme işlemi³⁴⁰ ve ortaklıklar topluluğuna³⁴¹ ilişkin düzenlemeleri kapsamında değerlendirildiğinden, tekrardan kaçınmak amacıyla oradaki açıklamalarımıza atıf yapmaktayız. Ancak ilâve olarak, sadece bir noktanın üzerinde duracağız. Şöyle ki, hükmün lafzında yer alan karar tarihindeki değer dikkate alınmasına ilişkin olarak, hüküm uyarınca netice olarak ayrılma iradi değil, mahkeme kararına bağlı gerçekleştiği için, hüküm lafzının bu açıdan isabetli olarak kabul edilebileceği yaklaşımı haklı olarak dile getirilmiştir³⁴². Gerçekten de burada pay sahibinin ayrılması, genel anlamda ayrılma neticesi doğuran TK m. 260 ve TK m. 493/5 hükümlerinden farklı olarak, iradi değil mahkeme kararı üzerine gerçekleştiğinden değer tespiti açısından davanın açıldığı tarihin değil de çıkarma kararının verileceği tarihe en yakın tarihin esas alınması isabetlidir. Ancak hükmün bu haliyle manipülasyona açık olduğu, özellikle borsa AO'larda davalı ortaklığın hâkim pay sahipleri tarafından ortaklık paylarının değerini etkileyecek bir takım spekülâtif hareketlerde bulunulabileceği ihtimali de gözden uzak tutulmamalıdır.

IV. AYRILMA HAKKININ AMAÇ VE FONKSİYONU

Ayrılma hakkının temel amacı ve fonksiyonu konusunda ortak bir kabul bulunmadığı gözlemlenmektedir. Bunun en önemli nedeni olarak ise, ayrılma hakkının birden fazla fonksiyonu aynı anda icra etmesi ve böylelikle birden fazla amaca yönelmiş olmasına rağmen bu amaç ve fonksiyonların teke indirilmeye çalışılması olduğu söylenebilir³⁴³. Ancak bu görüşlerin çoğunluğunun, azınlığın korunması amacına yönelmiş olduğu gözlemlenmektedir³⁴⁴. Buna karşın çoğunluğun menfaatlerinin korunması da söz konusu görüşler içerisinde diğer bir ana damarı oluşturmaktadır. Buradan hareketle aşağıda konu hakkındaki görüşler anılan iki ana başlık altında incelenecektir.

³⁴⁰ Bkz. I. bölüm, s. 46, dpn. 166. ; ayrıca bkz. aşağıda s. 259 vd.

³⁴¹ Bkz. yukarıda s. 55, 58, 59.

³⁴² Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 435.

³⁴³ Mahkeme kararlarında da birden fazla fonksiyonunun bulunduğu yönünde bkz. Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 714.

³⁴⁴ Bkz. Peter V. Letsou, "The Role of Appraisal In Corporate Law", **Boston College Law Review**, No. 39, 1998, s. 1122; Thompson, **Squeeze Out Mergers**, s. 416, dpn. 3.

A. Azınlığın Korunması

Bu görüş uyarınca ayrılma hakkının temel amacı azınlık pay sahiplerinin haklarının korunması olup, bu koruma ortaklığın gerçekleştirdiği temel değişikliklere muhalefet eden pay sahiplerinin değişiklik sonrası oluşan yeni ortaklık kompozisyonu karşısında yatırımlarını devam ettirme konusunda mecbur tutulmalarına karşı bir korumadır³⁴⁵.

Ayrılma hakkı, mevcut pay sahiplerinin, ayrılma hakkına konu işlem öncesinde haksız eylemlere girişmelerini önleyen³⁴⁶, işlem sonrasında ise, bu işlemlere maruz kalan pay sahiplerinin tazminini sağlayıcı bir işlevi yerine getirmektedir³⁴⁷.

Ayrılma hakkının bu işlevi yerine getirmesinde *Weinberger* kararının önemli bir etkisi olmuştur. Zira bu karar, şu üç önemli noktada hakkın gelişimini etkilemiştir. Birinci olarak, hâkim pay sahiplerinin haklı bir ticari sebebe dayanmayan, sadece azınlığı çıkarma amaçlı birleşme işlemine girişemeyecekleri, aksi takdirde bunun iptal yaptırımı ile karşılaacağı yönündeki yerleşik içtihadı ilga etmiştir. İkinci olarak, ayrılma hakkının birleşme işlemine karşı çıkan, pay oranları korunduğu hallerde dahi başkaca nedenlerle birleşilen ortaklıkta devam etmek istemeyen pay sahiplerinin yegâne tazmin yöntemi olduğu hususunu ortaya koymuştur. Bu husus ortaklığın böyle bir işleme girişmesinin pay sahiplerini ayrılma hakkının kullanılmasına hak kazandıracağına belirginleştirilmesi açısından önem taşımaktadır. Üçüncü olarak ise, bu karar, değerlendirme yöntemi olarak o ana kadar kabul gören ve *Delaware Block* olarak isimlendirilen ve ayrılma hakkında adil değer hesaplanması için münhasıran kullanılan değerlendirme yönetiminin bu mahiyette kullanılmasına son vermiş ve adil değer hesaplanmasında diğer kabul

³⁴⁵ Bu görüşe değinen yazarlar olarak bkz. Letsou, **Appraisal**, s. 1122; Daniel R. Fischer, “The Appraisal Remedy in Corporate Law”, **American Bar Foundation Research Journal**, 1983, s. 878; benzer şekilde bkz. Barry Wertheimer, The Shareholders’ Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value, **Duke Law Journal**, Vol. 47, No. 4, 1998, p. 613 vd.; Alman hukukuda aynı yönde görüş için bkz. Marc-Philippe Weller, “Corporate Governance in geschlossenen Gesellschaften: Status quo und Anforderungen”, **Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht**, 2012, s. 407.

³⁴⁶ Söz konusu önleme işlevi, ayrılma hakkının pay sahipleri açısından getirdiği koruyucu kanuni düzenlemeler nedeniyle hakkı doğuran işlemde faydalanacak olan hâkim pay sahiplerinin söz konusu işlem öncesinde azınlık pay sahiplerinin haktan gereği gibi yararlanmalarını önleyen, pay fiyatının tek taraflı belirlenmesi gibi eylemlerinin etkisiz kılınması suretiyle gerçekleşmektedir.

³⁴⁷ Wertheimer, **Appraisal**, s. 617.

gören yöntemlerin de kullanılabileceğine imkân tanımıştır³⁴⁸. *Weinberger* kararı sonrası; karşılaştırmalı ortaklık yaklaşımı, net varlık değeri üzerinden değerlendirme, gelirler ve defter değeri üzerinden değerlendirme ve anılan yöntemlerin kombinasyonları üzerinden değerlendirme şeklinde isimlendirilebilecek olan değerlendirme yöntemleri de mahkemeler tarafından kullanılmaya başlanmıştır.

Ayrılma hakkının bu fonksiyonunu yerine getirmesinde; mahkemelerin adil değeri belirlerken hakkın söz konusu fonksiyonunu göz önünde bulundurmaları, azınlık aleyhine haksız indirimlere yönelmemeleri ve bu konudaki çıkar çatışmalarına adilane şekilde yaklaşmaları gerekir.

Ancak ayrılma hakkının anılan fonksiyonu her durumda yerine getiremediğini ve yerine getirdiği hallerin sınırlı sayıda olduğunu ifade etmemiz gerekmektedir. Zira ayrılma hakkının söz konusu olabilmesi için, hakkın tanındığı belirli sayıdaki önemli nitelikte işlemten herhangi birisinin mevcut olması gerekmektedir. Oysa ayrılma hakkının tanındığı işlemler mevzuat tarafından belirlenmiş olup, özellikle karşılaştırmalı hukuk dikkate alındığında ortaklığın işletme konusunun değiştirilmesi, tasfiye, yöneticilerin almış olduğu kararlar neticesinde yapılan ve ortaklık değerini etkileyen işlemler gibi hukuki olgular karşısında etkisiz kalmaktadır. Türk sermaye piyasası mevzuatında ise, aşağıda³⁴⁹ detaylı olarak ele alınacağı üzere, ayrılma hakkının tanındığı işlemler her ne kadar daha geniş bir yelpazede tanımlanmış olsa da hakka ilişkin olarak benzer bir eleştiri yöneltilebilir. Zira mevzuatımızdaki düzenleme de söz konusu eleştiriyi karşılamakta yetersiz kalmaktadır.

Azınlığın korunması görüşü dışında ayrılma hakkının amaç ve fonksiyonlarına ilişkin olarak doktrinde yine azınlık pay sahiplerinin korunmasına ilişkin işlev gören ve aşağıda ele alacağımız görüşler mevcuttur.

1. Veto Hakkının Tazmini

Ayrılma hakkının amacı konusunda aynı zamanda, klasik yaklaşımı temsil eden bu görüşe göre, ayrılma hakkı, Amerikan hukukunda tarihsel süreçte oybirliği sisteminden oyçokluğu sistemine geçilmesinin sonucu olarak, ortaklık kararlarını

³⁴⁸ Wertheimer, *Appraisal*, s. 617.

³⁴⁹ Bkz. aşağıda s. 134 vd.

veto etme hakkını kaybeden pay sahiplerinin bu kayıplarının, paylarının adil bedel üzerinden ortaklığa satılarak tazmin edilmesi amacını gerçekleştirmektedir³⁵⁰.

Burada kullanılan tazminat kelimesi teknik (hukuki) anlamında tazminat olmayıp, pay sahibinin mahkeme kararı yoluyla payını ortaklığa satmasıdır³⁵¹. Bu görüşe karşı da doktrinde çeşitli eleştiriler getirilmiştir. En başta *Manning* tarafından anılan görüşün, ayrılma hakkının hakkı doğuran işlemleri önleyici etkisine hiç değinmemiş olması eleştirilmiştir³⁵². Yazar tarafından ayrıca hakkın kullanımına yol açan durumların keyfi olarak belirlenmiş olduğu, örneğin tasfiye halinde hakkın tanınmamasının bir çelişki olduğu ifade edilmiştir³⁵³.

Ayrıca bu görüşün ayrılma hakkının tarihsel olarak ortaya çıkma sebebini açıklamak bakımından önemli olduğu, ancak günümüzde oybirliği ilkesinin terkedilmiş olmasına rağmen ayrılma hakkının mevcudiyetini açıklama açısından yetersiz kaldığı dile getirilmiştir³⁵⁴.

2. Adil Değer Üzerinden Payın Nakde Çevrilerek Ayrılma İmkânı Sağlaması

Ayrılma hakkının tarihsel gelişimi neticesinde bu hak, pay sahiplerine, önemli nitelikteki işlemler nedeniyle değişime uğramış olan ortaklıkta zoraki bir şekilde pay sahibi olarak devam etmelerine karşı paylarını adil bir değer üzerinden nakde çevirmelerine olanak veren bir alternatif olarak gelişmiştir.

Üstelik ayrılma hakkının bu fonksiyonunun, veto hakkının tazmini fonksiyonuna nazaran günümüz modern ortaklıklar hukukunda hala geçerliliğini koruduğu ifade edilmektedir³⁵⁵.

³⁵⁰ Siegal, *Appraisal*, s. 82; Kanda, Levmore, *Appraisal*, s. 442; Daniel R. Fischel, “The Appraisal Remedy in Corporate Law”, *American Bar Foundation Research Journal*, Vol. 8, No. 4, s. 877. Modern görüşteki yazarlara göre ortaklık, sadece pay sahiplerini ilgilendiren bir sözleşmesel ilişkiden ibaret olmayıp, aynı zamanda üçüncü şahısları da ilgilendiren bir müessese niteliğinde olup, bu müessesenin menfaatinin gerektirdiği durumlarda oyçokluğuyla esas sözleşme değiştirilebilir. Bkz. Oğuz İmregün, *Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunları Telif Çareleri*, Akgün Matbaası, İstanbul, 1962, s. 106; Alman Hukuku’ndan *Wiedemann*’ın konuya ilişkin benzer bir tespiti için bkz. Herbert Wiedemann, “Das Abfindungsrecht- ein gesellschaftlicher Interessenausgleich”, *Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht*, Heft 2, 1978, s. 478.

³⁵¹ Letsou, *Appraisal*, s. 1129.

³⁵² Manning, *Appraisal Remedy*, s. 241.

³⁵³ Manning, *Appraisal Remedy*, s. 241-244, 250; aynı yönde bkz. Fischel, *Appraisal*, s. 878.

³⁵⁴ Siegel, *Appraisal*, s. 94.

³⁵⁵ Siegel, *a.g.e.*, s. 97.

Ancak karşılaştırmalı hukukta, özellikle Amerikan hukukundaki uygulamaya bakıldığında ayrılma hakkının genelde HAAO pay sahipleri tarafından kullanıldığı, kapalı ortaklıklarda pay sahiplerinin bu imkândan kısıtlı olarak yararlandıkları görülmektedir. Bunun nedeni, HAAO'larda pay sahiplerinin paylarının nakde çevirilme ve değerlendirilme imkânlarının daha kolay ve fazla olmasıdır.

Oysa kapalı ortaklıklarda pay sahiplerinin paylarını uygun bedel karşılığı devredebilme gereksinimleri HAAO'lara nazaran çok daha fazladır. Zira bu tür ortaklıklarda pay sahiplerinin istenmeyen önemli nitelikteki işlemlere maruz kalma ihtimalleri ve payın devrindeki zorluk görece daha fazladır.

Özellikle bu durumdaki pay sahiplerine paylarını adil değer üzerinden devrederek ortaklıkla olan zoraki birlikteliklerini bitirme imkânı sunan ayrılma hakkının, her ne kadar ayrılma hakkının kullanımına yol açan işlemler sınırlı sayıda da olsa, pay sahipleri açısından böyle bir fonksiyonu icra ettiği ifade edilmektedir³⁵⁶.

B. Çoğunluğun Korunması

Yukarıda ele alınan fonksiyonlar, genel olarak azınlığın korunmasına ilişkin olarak işlev görmekte ise de, ayrılma hakkının çoğunluğun korunması amacını gerçekleştirdiğine ilişkin görüş, bu argümanlara karşı oldukça farklı bir yaklaşımı ifade etmektedir.

Bu görüşe göre, pay sahiplerine ayrılma hakkının tanınmış olması neticesinde, pay sahiplerinin önemli nitelikteki bir işleme ilişkin olarak önleme amaçlı olarak başvurabilecekleri tedbir ve diğer hukuki yollar karşısında mahkemeler kanuni olarak kabul edilmiş olan ayrılma hakkı seçeneğini değerlendirmişlerdir. Böylelikle, çoğunluk pay sahipleri hareket ve karar alabilme anlamında daha fazla serbestiye kavuşmuşlardır. Sonuç olarak, söz konusu hak çoğunluğun menfaati doğrultusunda işlev görmektedir³⁵⁷.

Bu görüşün bir benzeri Türk Hukuku'nda da savunulmuştur. Buna göre ayrılma hakkı sayesinde, hem çoğunluk arzu ettiği şekilde karar alabilmekte, hem de

³⁵⁶ Siegel, **a.g.e.**, s. 120. Ancak ayrılma hakkının kullanımına yol açan işlemlerin sınırlı sayıda olması sebebiyle likidite sorunu olarak adlandırılan probleme (ki bu problem pay sahiplerinin ortaklıktaki yatırımlarını paraya çevirebilme zorluğunu ifade eder) tam olarak bir çözüm getiremediği eleştirisi de yöneltilmektedir. Bkz. **A.e.**, s. 120.

³⁵⁷ Manning, **Appraisal Remedy**, s. 227, 229.

azınlık pay sahipleri dava açma gibi meşakkatli süreçlerle uğraşmadan menfaatlerini elde etmiş olmaktadır³⁵⁸.

Fakat bu görüş doktrinde çeşitli açılardan eleştirilmiştir. Şöyle ki, öncelikle ayrılma hakkının kullanılması neticesinde ortaklıktan önemli miktarlarda nakit çıkışları söz konusu olacak ve karşılaştırmalı hukukta Amerikan hukuku gibi hukuk düzenlerinde, hakkı kullanacak pay sahibi sayısı karardan önce belli olduğu için, bu durum çoğunluğun karar alması açısından kolaylaştırıcı olmaktan ziyade zorlaştırıcı bir rol oynayacaktır.

Öte yandan, bu görüş taraftarlarınca öne sürülen, ayrılma hakkının kullanılmasının pay sahiplerinin dava açma eğilimlerini azaltacağına ilişkin yaklaşıma da, ortaklıktan ayrılmak istemeyen pay sahiplerince yine de dava açılacağı, kaldı ki Amerikan hukuku nazara alındığında açılacak toplu davaların - *class action*³⁵⁹-dava masraflarını azaltacağı için tercih edileceği düşünceleriyle karşı çıkmaktadır³⁶⁰.

C. Diğer Görüş ve Değerlendirmeler

Yukarıda iki alt başlık altında incelenen görüşler dışında doktrinde ayrılma hakkının amaç ve fonsiyonlarına ilişkin fazla taraftar bulmayan başkaca görüşler de ileri sürülmüştür.

*Kanda ve Levmore*³⁶¹ tarafından ortaya atılmış olan yöneticilerin denetimi, pay fiyatı değişiminin kontrol altında tutulması ve değerlendirme şeklinde ifade

³⁵⁸ Oğuz İmregün, **Menfaat İhtilafları**, s.165; Türk hukukunda çoğunluğun, azınlığın haklarını kötüye kullanması karşısında korunması hakkında değerlendirmeler hakkında bkz. Alihan Aydın, "Anonim Ortaklıkta Çoğunluğun Azınlığa Karşı Korunması", **Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu'na 65. Yaş Günü Armağanı**, 2. bs., Beta Basım, İstanbul 1999, s. 49-50.

³⁵⁹ Geniş bir grup ya da sınıf kişiyi ilgilendiren, ancak onlar adına az sayıdaki temsilcilerinin mahkeme nezdinde açtığı dava şeklinde ifade edilebilir. Bkz. **Black's Law Dictionary**, 2nd Edition., (Çevrimiçi) <http://thelawdictionary.org/>, (Son Erişim Tarihi: 18 Nisan 2014). *Class action* davası hakkında detaylı değerlendirmeler için bkz. Merve Uysal, "Avrupa Birliği ve Türk Hukukunda Kolektif Hukuki Araçlar", **Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 15, Özel Sayı, 2013, s.1163-1212. TK'nın m. 191/2'ye ilişkin madde gerekçesinde, kesin hükmün nispi etkisine ilişkin kurala istisna getirildiği halde hatalı olarak *class action* tabirinin kullanıldığına ilişkin açıklamalar için bkz. Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 33. Ayrıca bkz. İbrahim Özbay, **Grup Davaları**, Yetkin Yayınları, Ankara 2009, s. 34. İlhan E. Postacioğlu, Sümer Altay, **Medenî Usûl Hukuku Dersleri**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2015, s. 270 vd.

³⁶⁰ Siegel, **Appraisal**, s. 97-105.

³⁶¹ Hideki Kanda, Saul Levmore, "The Appraisal Remedy and The Goals of Corporate Law", **Ucla Law Review**, No. 32, 1985, s. 437-441.

edebileceğimiz üç farklı yaklaşım olmuştur³⁶². Ancak bu görüşler, hukuki pratiklerle örtüşmediği ve öne sürülen amaçları gerçekleştirmekte yetersiz kalmaları nedeniyle eleştirilmiştir³⁶³.

Doktrinde *Gilson*³⁶⁴ tarafından savunulan yönetsel suiistimalleri engelleme olarak tercüme edebileceğimiz görüş de, benzer şekilde, ayrılma hakkının yöneticilerin suiistimallerini önleyici işlev gördüğü tezini içermektedir. Bu görüşe karşılık olarak, ayrılma hakkının uygulamasına ilişkin pratikler ve hakkı düzenleyen mevzuatı karşılamakta yetersiz kaldığı eleştirileri dile getirilmiştir³⁶⁵.

Letsou tarafından savunulan menfaatlerin dengelenmesi görüşü ise, pay sahiplerinin, ortaklığın maruz kaldığı önemli işlemler nedeniyle farklı menfaatlere sahip olabileceğini, ayrılma hakkının bu noktada farklı menfaatlerin dengelenmesi işlevini yerine getirdiği tezini içermektedir³⁶⁶. Bu görüş de, iddiasının soyut kalması yani doğrulamayı sağlayacak verilerin bulunmaması, *market-out* istisnasına getirdiği yaklaşımın³⁶⁷ yeterince ikna edici olmaması ve ayrılma hakkının neden paylara ilişkin risk doğuran tüm işlemlerde tanınmamış olduğunu açıklayamamış olması açılarından eleştirilebilir³⁶⁸.

Netice itibarıyla ayrılma hakkının amaç ve fonksiyonlarına ilişkin olarak ileri sürülen görüşleri değerlendirdiğimizde, bu görüşlerden hiçbirisi tek başına ve başkaca bir yaklaşıma imkân tanımayacak şekilde hakkın amaç ve fonksiyonlarını tamamıyla

³⁶² Söz konusu yazarlar tarafından ileri sürülen ilk görüş *inframarginality* şeklinde adlandırdıkları, basite indirgenmiş tanımı ile pay sahipleri tarafından belirlenen fiyat ile piyasa fiyatı arasındaki farklılığının önlenmesi şeklinde ifade edilebilecek görüştür. Anılan yazarlarca ayrılma hakkının amacına ilişkin öne sürülen diğer bir görüş ise *reckoning* –değerlendirme- görüşüdür. Bu görüş ayrılma hakkının ortaklık yöneticilerinin değerlendirilmesi fonksiyonunu haiz olduğunu iddia etmektedir. Ayrılma hakkının amacı konusunda ileri sürdükleri son görüş ise *discovery* ismini verdikleri yöneticilerin denetimini sağlama amacıdır.

³⁶³ Bkz. Letsou, **Appraisal**, s. 1131. Yazar tarafından, *inframarginality* görüşüne dayanak gösterilen Delaware düzenlemesinde, birleşme işleminde, işlem hacmi yüksek paylar için işlem hacmi dar olan paylar ve işlem hacmi dar olan paylar için işlem hacmi dar olan payların verildiği hallerde de ayrılma hakkı tanındığı, böylece görüşün savunduğu sadece işlem hacmi yüksek olan paylar için ayrılma hakkı tanınması gerektiği tezinin doğrulanamadığı ifade edilmektedir. *Reckoning ve discovery* görüşleri hakkındaki eleştiriler için de bkz. Letsou, **Appraisal**, s. 1133 ve 1136.

³⁶⁴ Robert J. Gilson, Bernard S. Black, **The Law and Finance of Corporate Acquisitions**, Westbury, NewYork 1995, s. 720. Metinde atıf yapılan kısım Gilson tarafından yazılmıştır.

³⁶⁵ Letsou, **Appraisal**, s. 1129.

³⁶⁶ Letsou, **a.g.e.**, s. 1140.

³⁶⁷ Yazara göre, *market-out* istisnasında pay sahiplerine ayrılma hakkının tanınmamasını, istisnayı doğuran durumlarda pay sahiplerinin menfaatlerinin birbirine uyumlu olmasında aramak gerekir. Bkz. Letsou, **a.g.e.**, s. 1144-1146.

³⁶⁸ Sönmez, **a.g.e.**, s. 38.

açıklayamamaktadır. Kaldı ki, incelendiği üzere ayrılma hakkı, bu amaç ve fonksiyonlardan hiçbirini de tam anlamıyla karşılayamamaktadır. Bu durumda söz konusu görüşlerin her birinden yararlanılarak bir sonuca varılması uygun olacaktır. Dolayısıyla ayrılma hakkının, aynı zamanda birden fazla amaç ve fonksiyonu belirli ölçülerde karşılayarak yerine getirebilecek nitelikte bir hak olduğunu değerlendirmekteyiz.

V. AYRILMA HAKKININ ÖZELLİKLERİ

A. Pay Sahipliğine Dayanan Bir Hak Olması

Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için ortaklıkta pay sahibi olunması gerekir³⁶⁹. Bu durum ayrılma hakkının esasen payın ortaklığa satım hakkı olarak düzenlenmesinden ve istisnaları olmakla birlikte, genel kurul kararlarına muhalefet edilmesine dayanmasından kaynaklanmaktadır. Bunun sonucu olarak ortaklıkta pay sahibi olmayan tahvil, intifa senedi gibi menkul kıymet sahipleri bu haktan yararlanamamaktadırlar.

1. Hakkın Kullanımı İçin Oy Hakkına Sahip Olmanın Gerekli Olup Olmadığı

Ayrılma hakkının -ilkesel olarak- kullanılabilmesi için pay sahibinin hakkın kullanımına neden olan genel kurul toplantısına katılıp muhalefetini tutanağa geçirmesi gerekmektedir. Bu durumda hakkın oy hakkına sahip pay sahibi tarafından mı kullanılması gerektiği, yoksa oydan yoksun pay sahibi ya da kanunda öngörülen sebeplerle³⁷⁰ oy hakkı olmayan pay sahipleri tarafından da kullanılabilinip kullanılamayacağına açıklığa kavuşturulması gerekir. Hemen belirtmek gerekirse, güncel SerPK ve ikincil mevzuatta mülga SerPK'döneminde olduğundan farklı olarak, oydan yoksun paylara ilişkin düzenleme bulunmamakta olup bu durumun bilinçli bir tercihi yansıtır yansıtmadığı belirsizliğini korumaktadır.

³⁶⁹ Bkz. Amerikan Hukuku açısından MBCA m. 13/02. Bu hükümle ayrılma hakkı, oy hakkı bulunan pay sahiplerine verilmiştir. Yine DGCL m. 262 a ve b'de oy hakkı bulunsun bulunmasın, tüm pay sahiplerince ayrılma hakkının kullanılabilmesi ifade edilmiştir. Alman Hukuku'nda, AktG m. 305, m. 320b ve UmwG m. 29 düzenlemeleri de aynı yöndedir.

³⁷⁰ Pay sahiplerinin mevzuat uyarınca oy haklarının bulunmadığı hallere ilişkin değerlendirmeler ve bunların sınıflandırılması açısından bkz. Fahriye Pelin Tokcan, **Limited Ortaklıkta Oy Hakkından Yoksunluk**, İstanbul Üniversitesi SBE, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2015, s. 7-15.

Bu konuda karşılaştırmalı hukuktaki farklı düzenlemelere bakıldığında, MBCA m. 13.02’de ayrılma hakkı iki istisna³⁷¹ dışında oy hakkına sahip bulunan pay sahiplerine tanınmıştır. ABD’de, az sayıdaki kimi eyaletlerde de ayrılma hakkından oy hakkı bulunup bulunmadığına bakılmaksızın tüm pay sahipleri yararlanabilmektedir³⁷².

Bu konuda doktrinde iki ayrı görüş vardır. İlk görüş uyarınca, ayrılma hakkı oy hakkı olup olmadığına bakılmaksızın tüm pay sahiplerine tanınmalıdır³⁷³. Bu görüş uyarınca, oy hakkı bulunmayan pay sahiplerine ayrılma hakkının tanınmaması durumunda ayrılma hakkının uygulama alanı oldukça sınırlanacaktır. Ayrıca, oy hakkı bulunmayan pay sahiplerinin de menfaatlerini ilgilendirdiği halde sadece diğer pay sahipleri için ayrılma hakkının tanındığı durumlar mevcuttur.

Diğer görüş ise, ayrılma hakkının tüm pay sahiplerine tanınmasına, mali olarak hakkın kullanılmasına ilişkin ortaklık üzerindeki yükü arttıracak, böylelikle ayrılma konusuna ilişkin işlemler önünde engel oluşacağı gerekçesiyle karşı çıkmaktadır³⁷⁴.

Bu konuda *Pittman*³⁷⁵ tarafından ise, mehz Amerikan hukukuna ilişkin olarak farklı bir bakış açısıyla konuya yaklaşılarak, oydan yoksun pay sahiplerinin³⁷⁶ genel kurula katılma haklarının olmaması nedeniyle bu hakkı kullanamayacakları görüşü savunulmaktadır. Bu görüş esasen kimi eyalet kanunlarının bu konudaki muğlâk dilinden kaynaklanmaktadır³⁷⁷.

³⁷¹ Bütün pay sahiplerinin menfaatini etkileyen esas sözleşme değişiklikleri ve kolaylaştırılmış birleşmelerde, ayrılma hakkı tüm pay sahiplerine tanınmıştır (MBCA m. 13.02-a/1).

³⁷² Siegel, *Appraisal*, s. 130, dpn. 242.

³⁷³ Siegel, *a.g.e.*, s. 133-134; The American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, Vol. 2, Part VII., St. Paul, Minn 1994, p. 310-311; Irving J. Levy, “Rights of Dissenting Shareholders to Appraisal and Payment”, Vol. 15, *Cornell Law Quarterly*, 1930, s. 420-421; aynı yönde Melvin A. Eisenberg, “The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporation Decisionmaking”, *California Law Review*, Vol. 57, 1969, p. 91.

³⁷⁴ Bu görüş hakkında bilgi için bkz. Siegel, *Appraisal*, s. 130-134; Özdoğan, *Ayrılma Hakkı*, s. 734.

³⁷⁵ William H. Pittman, “Comment, Corporations-Are Non-Voting Shares Entitled to Appraisal Rights?”, *Missouri Law Review*, Vol. 28, 1963, p. 246, 247. Yazar tarafından tebligata ilişkin yasal hükümlere atıfla böyle bir sonuca varılmaktadır.

³⁷⁶ Oydan yoksun paya sahip olmak pay sahibinin oy hakkının bulunmadığı durumlardan yalnızca biri olmakla birlikte yazarın değerlendirmeleri tamamen oydan yoksun paylara ilişkindir. Bkz. Pittman, s. 246-249. Türk hukukunda oydan yoksun pay ve pay sahibinin oy hakkının bulunmadığı durumlar hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Tokcan, *a.g.e.*, s. 7-15.

³⁷⁷ Siegel, *Appraisal*, s. 132, dpn. 244.

Türk hukukunda, SerPK m. 24/1 düzenlemesinde açıkça öngörüldüğü üzere, ayrılma hakkının kullanılması için gereken şartlardan biri olarak, pay sahiplerinin GK'da olumsuz oy kullanması yer almış olup, hakkın kullanımı için olumsuz oy kullanma zorunluluğu, aynı maddenin ikinci fıkra hükmündeki istisnalar dışında bulunmaktadır. Her ne kadar doktrinde oy hakkından yoksunluğun, genel kurula katılma, görüş açıklama gibi yönetime katılma haklarının kullanılmasını engellemeyeceği³⁷⁸ ifade edilse de, ayrılma hakkının, hükmün (SerPK m. 24/1) düzenleniş tarzından oy hakkı bulunmayan pay sahibi tarafından kullanılamayacağı sonucuna varılmalıdır. Zira pay sahibinin GK'ya oy hakkı bulunması bile katılması ve görüş açıklaması ile ayrılma hakkını kullanabilmesi farklı şeylerdir. İlgili kanun hükmünün bu konudaki açık lafzına rağmen hakkın kullanımını genişletici bir yorumla meseleye yaklaşmanın kanuna aykırı yoruma neden olacağı, bu nedenle de uygun görülemeyeceği kanaatindeyiz.

Bu başlık altında irdelenmesi gereken bir diğer konu ise, ayrılma hakkının hangi paylar için kullanılabileceği, daha farklı bir ifade ile pay sahibinin ayrılma hakkını kullandıktan sonra yeni paylar elde etmesi ya da paylarını devretmesi durumunda devralan yeni pay sahiplerince bu paylara ilişkin olarak ayrılma hakkının kullanılabilinip kullanılamayacağı meselesidir³⁷⁹. Kanımızca burada en isabetli olan yaklaşım, hakkın kullanımına ilişkin gerekli maddi ve şekli şartları haiz pay sahiplerinin, ancak bu şartları yerine getirdikleri, hakkı doğuran işlem tarihindeki paylarıyla sınırlı olarak ayrılma hakkını kullanabilecekleri yönündeki yaklaşımdır³⁸⁰. Bu görüş dayanağını, ayrılma hakkının düzenleniş amacının önemli işlemin yapıldığı zamanki pay sahiplerinin çıkarlarını korumak olması, yani yukarıda yer verdiğimiz pay sahipliğine dayanan bir hak olması özelliğinden almaktadır. Kaldı ki, ayrılma hakkı, hakkın doğumuna yol açan işlemin gerçekleştiği tarihteki pay sahiplerini ilgilendirmektedir³⁸¹. Ayrıca bizce hakkı doğuran işlem tarihinden sonra, ayrılma

³⁷⁸ Ömer Teoman, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu**, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., İstanbul 1983, s. 173-175; bu durumdaki pay sahiplerinin toplantıya katılabilecekleri yönünde bkz. Pulaşlı, **Şerh I**, s. 954; Moroğlu, **Hükümsüzlük**, s. 106-107.

³⁷⁹ Konu hakkında detaylı inceleme ve değerlendirmeler için bkz. Sönmez, **Paylar**, s. 189-225.

³⁸⁰ Sönmez, **Paylar**, s. 224. Yazar tarafından da netice itibarıyla bu görüş benimsenmektedir.

³⁸¹ Pay alım teklifiyle ilgili benzer görüş bakımından bkz. Abuzer Kendigelen, **Hukuki Mütalaalar, Mahkeme Kararları ile Birlikte**, C. VI, 2004, Arıkan Basım, İstanbul 2006, s. 201, 205; Paşlı, **Devralınma**, s. 502.

hakkını kullanma imkânı kazanan pay sahipleri tarafından devredilen payları devralan kişiler ya da hakkın kullanım şartlarını haiz pay sahipleri tarafından hakkın kullanım süresi içerisinde yeni paylar edinilmesi durumunda, bu kişiler tarafından ya da paylar için ayrılma hakkının kullanılması dürüstlük kuralına aykırılık kapsamında değerlendirilebilir.

2. İntifa Hakkı Sahiplerinin Durumu

Pay üzerinde intifa hakkının kurulmasıyla birlikte paydan kaynaklanan oy hakkı prensip olarak intifa hakkı sahibinin olmaktadır. Bu durumda ayrılma hakkının kullanımı ile ilgili olarak açıklığa kavuşturulması gereken çeşitli hukuki sorunlar ortaya çıkmaktadır.

Öncelikle çözümlenmesi gereken sorun, oy hakkının geçmesiyle birlikte ayrılma hakkının da intifa hakkı sahibine geçip geçmediği meselesidir. Bu meseleye ışık tutması açısından doktrinde intifa hakkı sahibine hangi hakların geçtiğine ilişkin yapılan tartışmanın değerlendirilmesi önem arz etmektedir³⁸².

Bu konuda doktrinde ileri sürülen görüşlerin intifa hakkı ile birlikte diğer yönetime katılma haklarının pay sahibine geçip geçmediği konusunda olduğu gözlemlenmektedir³⁸³. Oysa ayrılma hakkında, pay sahibinin ortaklıkla olan ilişkisini bitirmesi söz konusudur. Buradan hareketle ayrılma hakkının kullanımının pay üzerinde intifa hakkı kurulmasıyla geçmeyeceği tespitinde bulunmaktadır³⁸⁴.

Ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin değerlendirilmesi gereken ikinci mesele de paya ilişkin oy hakkının intifa hakkı sahibinde olduğu durumda, ayrılma hakkı sahibi tarafından prensip olarak yerine getirilmesi gereken karara muhalif kalma, bunu tutanağa geçirtme gibi prosedürlerin nasıl yerine getirileceğidir. Zira oy kullanımı intifa hakkı sahibinin inisiyatifinde olup, onun pay sahibinden talimat alması ve bu talimat gereği davranması gibi zorunluluk söz konusu değildir³⁸⁵.

Bu durumda yukarıda açıklandığı üzere, pay sahibinin pay sahipliğinden kaynaklanan bir hak niteliğinde olan ayrılma hakkının, esasen paya ait mülkiyet

³⁸² Bu hususta bkz. Abuzer Kendigelen, **Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı**, Beta Basım, İstanbul 1994, s. 291 vd.; Katılma haklarının da intifa hakkı sahibine geçtiği yönündeki görüş için bkz. Pulaşlı, **Şerh I**, s. 926.

³⁸³ Bu görüşler hakkında bilgi için bkz. Kendigelen, **İntifa Hakkı**, s. 291.

³⁸⁴ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 68-69.

³⁸⁵ Kendigelen, **İntifa Hakkı**, s. 270.

üzerinde tasarrufta bulunmayı gerektirmesi nedeniyle intifa hakkı kapsamında bulunmayan ve dolayısıyla intifa hakkı sahibine intikal etmeyen *abusus* yetkisi kapsamında değerlendirilmesi doğru olacaktır. Böylelikle hakkın kullanılması anlamında bu açıdan sorun yaşanmayacağı, ancak pay sahibinin intifa hakkı sahibine karşı bağışlanmaları neticesinde ortaya çıkabilecek diğer hukuki sorunların saklı olduğu söylenebilir. Bununla kastettiğimiz, pay üzerinde, pay sahibiyle arasındaki anlaşma gereği belirli süre kullanma ve semerelerinden tam anlamıyla yararlanma hakkını elde etmiş olan intifa hakkı sahibinin, payının, pay sahibinin anlaşmaya aykırı tasarrufu nedeniyle ayrılma hakkına konu edilmesi durumunda karşılağı mağduriyet ve bu nedenle pay sahibine karşı yöneltebileceğı hukuki taleplerdir.

Nitekim Ayrılma Tebliğı m. 9/3 hükmü de bu açıklamalarımız doğrultusunda bir düzenlemeye yer vererek, pay üzerinde intifa hakkı bulunduğu ve oy hakkının da intifa hakkı sahibi tarafından kullanıldığı durumda, ayrılma hakkının intifa hakkı sahibi tarafından kullanılamayacağı ve ayrılma hakkının kullanılması için gerekli şekli şartların mutlaka pay sahibi ya da temsilcisi tarafından yerine getirilmesi gerektiğini ifade etmektedir³⁸⁶. Ancak bu düzenlemenin de uzun süreli intifa haklarında menfaatler dengesi açısından ne derece isabetli olduğu sorgulanabilir. Kanımızca bu gibi durumlar için pay sahibinin intifa hakkı sahibini yetkilendirmesine ilişkin istisnai düzenlemeler öngörülebilir.

3. Bağlam Hükümleri Çerçevesinde Yapılan Devirlerde Ayrılma Hakkının Kullanımı

Bağlam hükümleri çerçevesinde ayrılma hakkının kullanımına ilişkin ortaya çıkabilecek sorunlar; devralınan payın borsada kayıtlı olup olmaması ve iradi ya da kanuni devre konu olup olmaması durumlarında hakkın kimin tarafından kullanılacağıyla ilgilidir. Dolayısıyla bağlam çerçevesinde payın iradi olarak mı devredildiğı yoksa kanuni olarak mı iktisap edildiğı ayrımı önem kazanmaktadır.

Borsaya kayıtlı olmayan paylar açısından bu sorunlardan ilki, yani iradi devir halinde aynı zamanda bir pay sahipliğı hakkı olan ayrılma hakkının kullanımı, yürürlükteki TK açısından mülga TK'ya nazaran önemli ölçüde aşılmış bir

³⁸⁶ Bu hükmün intifa hakkının kullanılması açısından öngörülmüş bir istisna olduğu görüşü için bkz. Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 36; Ayrıca bkz. Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 733 vd.; Turan, **Ayrılma Hakkı**, s. 82 vd.

sorundur³⁸⁷. Zira mülga TK zamanında doktrinde tartışmalı bir konu olan hakların geçişi ve buna bağlı olarak ortaya atılmış olan birlik³⁸⁸ ve bölünme³⁸⁹ teorileri etrafındaki tartışma, kanun koyucunun borsada kayıtlı olmayan nama yazılı payların devrine ilişkin olarak TK m. 494 ile birlik teorisinden yana yapmış olduğu tercih nedeniyle aşılmış görünmektedir. Böylelikle iradi devre konu bağlamı payların tüm pay sahipliği hakları payı “devredende” kalmaktadır. Bu durumda ayrılma hakkının ancak payı devreden ve kanunen pay sahipliği haklarına sahip olmaya devam eden pay sahibi tarafından kullanılabileceğinde şüphe etmemek gerekir.

Kanuni iktisap hallerinde ise, TK md. 494/2 hükmü uyarınca malvarlığı haklarının derhal, genel kurula katılma haklarıyla oy haklarının onay ile birlikte geçeceği ifade edilmiştir. Doktrinde bir görüş, bu durumu geçici bir süre de olsa bölünme teorisinin tercih edildiği şeklinde yorumlarken; diğer bir görüş ise, burada da birlik teorisinin geçerli olduğunu savunmaktadır³⁹⁰. Genel kurula katılma ve oy haklarının hangi aşamada geçeceği açıkça madde metninde zikredildiği ve ayrılma hakkı genel kurulda muhalif kalmaya bağlı olarak kullanılan bir hak olduğu için, ortaklık tarafından söz konusu payların TK m. 494/2 uyarınca devrine onay

³⁸⁷ TK’da öngörülen hukuki durum hakkında bkz. Akın, **Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s. 112-115 ve 150-162; Uzel, **Bağlam**, s. 154-161 ve 174; Tekinalp, **Bağlam**, s. 40, 52-55, N. 6-01 vd.

³⁸⁸ Bu teori uyarınca, bağlı NYP’lerde, pay defterine kaydın AO tarafından reddedilmesi halinde, devre konu payların mülkiyetinin devir işleminin tarafları arasında dahi geçmeyeceği kabul edilmektedir. Bu teori, ortaklığın devre muvafakat etmesine kadar ki süreçte devrin askıda hükümsüz sayılmasını öngörmektedir. Alman hukukunda hâkim olan bu teori, Türk hukukunda fazla taraftar bulamamıştır. Ayrıntılı açıklamalar için bkz. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar 12. bs.**, s. 593, N. 1153. Kesin olmamakla birlikte, bu görüş yönünde kabul edilebilecek açıklamalar için bkz. İsmail Doğanay, **Türk Ticaret Kanunu Şerhi**, C. 2, 2. bs., Olgaç Matbaası, Ankara 1981, s. 969-970.

³⁸⁹ Mülga TK döneminde ileri sürülen ve eski İsviçre Hukuku’nun kaynaklık ettiği bu teoriye göre, bağlı NYP’lerin devri halinde, pay defterine devrin işlenmemesi pay üzerindeki mülkiyetin geçmesini engellemeyeceği gibi buna bağlı alacak hakları da devralana geçer. Ancak bağlam kurallarının amacı gereği yönetim hakları ve koruyucu haklar ise, devreden üzerinde kalır. Sonuçta pay üzerindeki haklar bu şekilde bölünerek devrin tarafları üzerinde kalmaktadır. Türk doktrininde bu görüşün hâkim olduğu söylenebilir. Bu görüşü savunan Türk ve İsviçre hukuklarındaki yazarların toplu bir listesi için bkz. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar 2010**, s. 592, N. 1150 vd.

³⁹⁰ Birlik teorisinin geçerli olduğuna ilişkin görüş açısından bkz. Necdet Uzel, “Nama Yazılı Payların Satın Alma Teklifinde Bulunma Hakkına Konu Olması Halinde Gerçek Değer ve Faizin Tespiti ile Kâr Payının Mahsup Edilmesine Dair İlkeler”, **İÜHFM**, C. LXXI, S. 2, 2013, s. 561, dpn. 8. Geçici bir süre için bölünme teorisinin tercih edilmiş olduğuna ilişkin görüş için bkz. Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 405, Bahtiyar, **Ortaklıklar**, s. 332.

verilmesine kadar ki süreçte ayrılma hakkının kullanılamayacağına işaret eden görüş kanımızca isabetlidir³⁹¹.

Borsaya kote edilmiş olan nama yazılı paylar açısından ise, TK m. 497 uyarınca borsadan iktisap edilip edilmeme hallerine göre farklı bir ayrıma gidilmişse de³⁹² daha önce işaret ettiğimiz üzere SerPK m. 137/3 hükmü uyarınca devralanın pay defterine kaydedilmesi talebi borsada iktisap bakımından reddedilemeyecek olup, TK'nın anılan hükmü bir ölçüde işlevsiz hale gelmiştir³⁹³.

Borsaya kayıtlı payların kanuni iktisap hallerinde de, devralanın pay defterine kaydedilmesi talebi reddedilemeyecektir. Böyle bir durumda yüzdesel ve diğer sınırlamalar geçerli olmayacaktır³⁹⁴.

Netice itibarıyla, her ne kadar SerPK m. 137/3 hükmü borsada iktisap bakımından aksine hareket imkânı bırakmamış olsa da, borsaya kayıtlı nama yazılı payların devrinde iradi devir durumlarında devralan, ortaklık tarafından yeni pay sahibi olarak tanınincaya kadar, ayrılma hakkının, oy ve ona bağlı hakların donacağına dair hükmün³⁹⁵ de ışığında, kullanılamayacağı görüşünü benimsemek yerinde olacaktır (TK m. 497/2). Zira pay sahibi olup olmadığı ortaklıkça bilinmeyen devralana, bu hakkın tanınması gerek işlem güvenliğinin sağlanması gerek de ortaklık menfaatinin korunması açılarından mahsurlu olacaktır³⁹⁶.

Borsaya kayıtlı payların kanuni iktisabında da aynı gerekçe ile hakkın, pay iktisabının ortaklık tarafından tanınincaya kadarki süreçte kullanılmayacağı görüşünü savunmak uygun olacaktır. SerPK m. 137/3 hükmüne benzer şekilde TK m. 495/3 hükmünde borsaya kayıtlı olan olan nama yazılı payların kanuni iktisap hallerinde devralanın pay sahibi sıfatı almasının reddedilemeyeceği ifade edilmiştir. Hükmün lafzı itibarıyla pay sahipliğinin tanınması konusunda ortaklık YK'sına hareket

³⁹¹ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 93.

³⁹² TK m. 497/1 hükmüne göre, borsada iktisap edilen paylardan kaynaklanan -oy ve onunla ilişkili haklar dışında- tüm haklar iktisap edilme anlarından itibaren iktisap eden pay sahiplerine geçmektedir. Bu tür payların borsa dışında iktisap edilmeleri halinde ise, -oy ve onunla ilişkili haklar dışında- paya ilişkin haklar ortaklığa başvuru anına kadar devralana geçmemektedir.

³⁹³ Bkz. yukarıda s. 37.

³⁹⁴ Karasu, **Bağlam**, s. 141; Şafak Narbay, "6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Ortaklıkta Pay ve Pay Senetlerinin Devri", **EÜHFD**, C. XVI, S. 3-4, 2012, s. 234-235; Arslan Kaya, "Sermaye Artırımı", **40. Yılında Türk Ticaret Kanunu**, İstanbul 1997, Beta Basım, s. 169 vd.

³⁹⁵ "Devralan, şirket tarafından tanınincaya kadar, paylardan doğan, genel kurula katılma ve oy hakkını ve oy hakkına bağlı diğer hakları kullanamaz."

³⁹⁶ Benzer yöndeki bir görüş için bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 96.

serbestisi vermediği ortadadır. Ancak henüz ortaklığın bu durumdan bilgi sahibi olmadığı zaman diliminde, hakkın, pay sahibi tarafından kullanılmasının bu kapsamda görülemeyecek farklı bir konu olduğu ve hukuk güvenliği açısından hakkın bu dönemde kullanılmasının uygun olmayacağı da aşikârdır.

B. Vazgeçilemez Nitelikte Hak Olması

Ayrılma hakkı bir pay sahipliği hakkı olması nedeniyle diğer pay sahipliği hakları gibi belirli kriterlere göre yapılan ayırım uyarınca sınıflandırılmaya tâbidir. Pay sahipliği haklarının bu şekilde sınıflandırması çok çeşitli hak kategorilerinin oluşmasına neden olmuştur³⁹⁷.

Bu sınıflandırmalardan biri de hak üzerinde değişiklik yapılması, hakkın kısıtlanması ya da kaldırılması açısından payın sahibine sağladığı korumanın derecesine göre yapılan ayırımdır. Buna göre, pay sahipliği hakları çoğunluğun kararına tâbi haklar, sınırlandırılması pay sahibinin rızasına bağlı olan müktesep haklar ve hak sahibinin rızası ile dahi sınırlandırılmayan ve kaldırılamayan vazgeçilemez nitelikteki haklar olarak ayırma tâbi tutulmaktadır. Müktesep haklar, ancak tüm pay sahiplerinin olumlu oyu ile sınırlandırılabilen veya kaldırılabilen haklardır³⁹⁸. TK'da yer alan AO'nun Türk uyrukluğunda bulunması (m. 421/2), pay sahibine sermaye taahhüdünden başka borç yüklenememesi ilkesinden kaynaklanan haklar müktesep haklardandır. Vazgeçilemez haklar ise, sınırlanması veya tamamen kaldırılması pay sahibinin rızasına bağlı olmayan, ondan alınamayacak, vazgeçemeyeceği kanunen tanınıp korunan haklardır³⁹⁹. TK'da eşit işleme tabi tutulma hakkı (m. 357), GK'ya katılma hakkı (m. 425), pay sahibinin asgari oy hakkı (434/2) gibi vazgeçilmez haklara yer verilmiştir. Vazgeçilemez nitelikteki hakların,

³⁹⁷ Pay sahipliği haklarının sınıflandırılmasına ilişkin detaylı bilgi ve değerlendirmeler açısından bkz. Arslan Kaya, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 2001, s. 63-65; Arslan Kaya, "Pay Sahibinin Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı", **Makalelerim I**, Beta Basım, İstanbul 2012, s. 75-81. Ayrıca bkz. Oğuz İmregün, **Anonim Ortaklıklar**, Kutulmuş Matbaası, İstanbul 1970, s. 225 vd. Yazar tarafından neveleri ve kullanım tarzı açısından olmak üzere iki ana alt başlıkta detaylı olarak listelenmekte ve incelenmektedir. Vazgeçilmez hak- müktesep hak ayırımı açısından detaylı değerlendirmeler için bkz. İsmail Kırca, Feyzan Şehirali Çelik, Çağlar Manavgat, **Anonim Şirketler Hukuku, C. 2/2, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, Sözkese Matbaacılık, Ankara 2016, s. 21 vd.

³⁹⁸ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 348, N. 14-27.

³⁹⁹ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 348, N. 14-28.

her ne kadar pay sahipliği hakkı görünümünde olsa da, aslında anonim ortaklığın nitelik ve yapısını temsil eden ilkelerin somutlaşmış hâli oldukları ifade edilmiştir⁴⁰⁰.

Bu tasnif açısından yaklaşıldığında, farklı görünümler gösterse de ayrılma hakkının vazgeçilmez haklar kategorisinde kabul edilmesi gerekmektedir. Zira ayrılma hakkı, mutlak emredici nitelikteki kanun hükümlerine dayanmakta ve pay sahibinin rızası ile de değiştirilemez niteliktedir. Nitekim mevzuatımızda SerPK m. 24'ün emredici hükmüyle düzenlenmiş olup, düzenleniş şekli itibarıyla pay sahibinin rızasına bağlı olmayıp onun iradesiyle de vazgeçemeyeceği niteliktedir.

Aynı zamanda ayrılma hakkının bu özelliğinden ötürü eşit işlem ilkesi⁴⁰¹ mutlak surette uygulanır. Bu niteliğiyle hakkın imtiyaza⁴⁰² konu olması da söz konusu olamaz.

C. Bireysel Bir Hak Olması

Hakkın kullanım şekline ilişkin olarak doktrinde yapılan tasnif uyarınca haklar; çoğunluğun kararına bağlı olarak kullanılan haklar⁴⁰³, sermayenin belli bir oranını temsil eden pay sahiplerine tanınan azınlık hakları⁴⁰⁴ ve tek bir pay sahibi tarafından kullanılabilen bireysel haklar olarak üçlü bir ayrıma tâbi tutulmaktadır⁴⁰⁵.

Bu anlamda ayrılma hakkı; pay sahibi tarafından tek başına kullanılan, kullanılması için azınlık veya çoğunlukla birlikte hareket etme zorunluluğu bulunmayan, tek bir paya sahip olmanın yeterli olduğu bireysel bir haktır.

⁴⁰⁰ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, s. 613, N. 870e vd.; Kırca, **Hükümsüzlük**, s. 36 vd.

⁴⁰¹ Bu ilkenin tanımı, amaç, kapsam ve sınırları açısından bkz. Şükrü Yıldız, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi**, Ankara 2004, s. 59 vd.; ayrıca bkz. Füsün Nomer Ertan, "Anonim Ortaklıkta Eşit Davranma (Eşit İşlem) İlkesi", **Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Armağan**, İstanbul 1998, Beta Basım, s. 469 vd.

⁴⁰² Kavrama ilişkin detaylı bilgi ve değerlendirme açısından bkz. Abuzer Kendigelen, **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 1999, s. 15 vd.

⁴⁰³ TK'da çoğunluk hakları adı altında bir düzenleme bulunmamasına rağmen, AO'lar hukukuna hakim çoğunluk ilkesi nedeniyle genel kurulun toplanarak çeşitli konularda karar alması suretiyle gündeme gelen hususların bu kapsamda değerlendirilebileceği hakkında bkz. Kaya, **Bilgi Alma Hakkı**, s. 63, dpn. 96.

⁴⁰⁴ Azınlığın tek taraflı irade beyanı ile kullanılan, kural olarak yöneltildiği organın onayına bağlı olmayan, hakkın kötüye kullanılması yasağına tâbi olan "talep hakları" olduğu yönündeki değerlendirme için bkz. Mehmet Helvacı, "Anonim Ortaklıkta Ticaret Kanunundan Kaynaklanan Azınlık Haklarının Hukukî Niteliği", **Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Armağan**, Beta Basım, İstanbul 1998, s. 308.

⁴⁰⁵ Kaya, **Bilgi Alma Hakkı**, s. 63-64.

D. Ortaklıktan Talep Edilebilmesi

Sözleşme serbestisine sınırlama getiren bir hak olarak ayrılma hakkı, kendisine hukuk sistemlerinde yer veren tüm ülkelerde ortaklığa karşı yöneltilen bir hak olarak düzenlenmektedir. Bu nedenle ancak ortaklığa karşı ileri sürülerek kullanılabilen bir karakter arz etmektedir. Buna karşın pay devir serbestisine sınırlama getiren istisnalarda ise payların diğer pay sahipleri, hatta ortaklık dışında üçüncü bir kişi tarafından devralındığı gözlemlenmektedir⁴⁰⁶.

Pay devrinin ortaklığa yapılmasının ayrılma hakkını, satma hakkı ve pay alım teklifinden ayıran temel bir fark olduğunu öncelikle belirtmemiz gerekir. Anılan hukuki işlemlerde pay alım maliyeti, çoğunluk pay sahipleri tarafından karşılanmaktadır⁴⁰⁷. Ayrılma hakkında ise, hakkın kullanılması ortaklık tarafından kendi paylarının satın alınması neticesini doğurmaktadır. Bunun doğal sonucu olarak da, ortaklığın hakkın kullanılması sonucunda kendi paylarını hangi şartlarda satın alabileceğine ilişkin hukuki sorunlar doğmaktadır. Özellikle söz konusu satın almanın ortaklığın sermayesinin azaltımına yol açıp açmayacağı, gerek Türk hukukunda gerek de karşılaştırmalı hukuklarda tartışılmış olup, bu konudaki ortak yaklaşım açmayacağı yönündedir⁴⁰⁸.

Ayrılma hakkında pay alım teklifinin ortaklık yerine üçüncü kişilere yapılması hâlinde ne gibi hukuki sorunların doğacağı ya da satış işlemi yerine sermaye azaltımının söz konusu olup olamayacağı doktrinde tartışılmıştır⁴⁰⁹. Ancak bu ihtimallerin amaca hizmet etmeyeceği ve bir takım sakıncaları beraberinde getireceği de isabetli olarak ifade edilmiştir. Öncelikle, payı devralacak olan üçüncü kişinin payları satın alabilecek ekonomik yeterlilikte olup olmadığı bir sorun olarak ortaya çıkabilecektir⁴¹⁰. Ayrılma hakkının amaç ve fonksiyonlarını yerine getirmesi için hakkı kullanan pay sahibine, pay bedelinin tam olarak ve belirli bir zaman dilimi içerisinde ödenmesi gerekir. Ödeme gücü anlamında yetersiz ya da riskli görünen bir

⁴⁰⁶ Satın alma hakkı için bkz. s. 26 vd.; pay alım teklifi için bkz. s. 31 vd.; satma hakkı için bkz. s. 30 vd.

⁴⁰⁷ Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 725.

⁴⁰⁸ Konunun detayları için bkz. aşağıda s. 102 vd.

⁴⁰⁹ Schindler, **Austrittsrecht**, s. 94; Özdoğan, **Ayrılma**, s. 725; Sönmez, **Ayrılma**, s. 78.

⁴¹⁰ Schindler, **a.g.e.**, s. 94-96.

alıcı ile pay sahiplerinin muhatap olması halinde hakkın koruyucu fonksiyonu zedelenmiş olacaktır.

Öte yandan böyle bir durumda payları satın alacak kişiler pay sahiplerince belirleneceğinden, bu şekilde bir belirlemenin eşit işlem ilkesi karşısındaki durumu da tartışmalı olacaktır⁴¹¹.

Bunların yanı sıra Schindler tarafından, pay alımına ilişkin teklifin üçüncü kişilere yapılması durumunda, bunun ortaklığa yeni pay sahipleri alımını gerektireceği, dolayısıyla Alman hukuku açısından genel kurul kararına ihtiyaç olacağı görüşü de ileri sürülmüştür⁴¹².

Sermaye azaltımının söz konusu olması halinde ise, esas sözleşme değişikliği yapılması gerekeceği; hem sözleşme değişikliğine ilişkin detaylı prosedürler hem de alacaklıların korunmasına ilişkin düzenlemeler düşünüldüğünde, bunun da hakkın kullanımını zorlaştıracak eleştirisi haklı olarak dile getirilmiştir⁴¹³.

E. Ortaklık Yönünden Satın Alma Yükümlülüğü Doğurması

Ayrılma hakkının kullanılması aynı zamanda ortaklık açısından kendi paylarını iktisap etmesine neden olacak şekilde satın alma yükümlülüğü doğurur⁴¹⁴.

Ayrılma hakkının kullanımı ortaklık tarafından hakka konu olan payların satın alınması sonucunu doğurduğu için, hakkın kullanılmasıyla ortaklığın kendi paylarının iktisabı arasında yakın ilişki olduğu, hatta ayrılma hakkının, ortaklığın kendi paylarını satın almasının sebepleri arasında yer aldığı ifade edilmektedir⁴¹⁵.

⁴¹¹ Schindler, **a.g.e.**, s. 95.

⁴¹² Ancak Sönmez tarafından da açıklandığı üzere, bu görüş Türk Hukuku açısından ihtiyatla karşılanması gereken bir değerlendirme olup, Türk Hukuku açısından ortaklığa yeni pay sahibi girişi normal şartlarda -sermaye artırımı gibi bir işlem söz konusu olmadıkça- genel kurul kararını zorunlu olarak gerektirmez. Bkz. Sönmez, **Ayrılma**, s. 78, dpn. 61.

⁴¹³ Bkz. Schindler, **Austrittsrecht**, s. 94. Yazar AktG m. 237/1 hükmünün payın ifasında herhangi bir sınırlama getirmemesinden ötürü sermaye azaltımı usulünün ayrılma hakkı konusunda da değerlendirilebileceğini ileri sürmektedir. Ancak yine, yazar tarafından bu usulün, hem sermaye azaltımında söz konusu olan alacaklıların korunması prosedürlerini gerektirmesi hem de genel kurul kararını gerektirmesi nedeniyle ayrılma hakkının kullanımını oldukça zorlaştıracak için amaca uygun olmayacağı ifade edilmektedir. Bkz. Schindler, **a.g.e.**, s. 97.

⁴¹⁴ Satın alma yükümlülüğü açısından bkz. Barbara Grunewald, "Das Recht zum Austritt aus der Aktiengesellschaft", **Festschrift für Carsten Peter Claussen**, Köln-Berlin-Bonn-München 1997, s. 107.

⁴¹⁵ İlyas Çelikaş, **Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı**, Arıkan Basım, İstanbul 2006, s. 126-127. AktG m. 71/1-3 hükmü ortaklığın kendi paylarını iktisap edebileceği durumlar arasında ayrılma hakkının kullanılmasına ayrıca yer vermiştir.

Ortaklığın, ayrılma hakkının kullanımı nedeniyle kendi paylarını satın alma durumunda kalması ortaklığa bir takım külfetler yükleyeceği için, ayrılma hakkına ilişkin karşılaştırmalı hukuktaki düzenlemelerde iktisap sınırı getirildiği gözlemlenmektedir.

ABD Hukuku'nda Del.GCL m. 160 ve MBCA m. 5 hükümleri uyarınca ayrılma hakkına ilişkin olarak ortaklık tarafından ödeme yapılabilmesinin, ortaklığın ödeme gücüne sahip olması ve ilgililerin zarara uğratılmaması koşuluna bağlandığı gözlemlenmektedir⁴¹⁶.

Kanada Hukuku'nda da CBCA Art. 190/26'da, ayrılma hakkının kullanımına ilişkin olarak, bu hak nedeniyle yapılacak ödemelerin ortaklığı acze düşürebilecek nitelikte olması hâlinde hakkın kullanılması sınırlanmıştır. Söz konusu maddenin a ve b bentlerinde alternatifli olarak, ortaklığın söz konusu ödemeyi yaptığı zaman borçlarını ödemede acze düşmemesi ve toplu olarak malvarlığı değerinin toplam borç tutarının altına düşmemesi gerektiği hususları düzenlenmiştir⁴¹⁷.

Buna ilişkin olarak, Alman Hukuku'nda AktG m. 71/1'in 3. bendi ayrılma hakkının kullanılmasını ortaklığın kendi paylarını iktisabına cevaz verilen hâller arasında zikretmektedir⁴¹⁸. Söz konusu bent aynı zamanda UmwG'in ayrılma hakkına ilişkin olan 29. 125. ve 207. maddelerini de söz konusu haller arasında saymaktadır⁴¹⁹.

Ancak burada şöyle bir sorun ortaya çıkmaktadır: AktG m. 71/2 uyarınca ortaklığın iktisap edebileceği kendi paylarının üst sınırı olarak %10'luk bir sınır belirlenmiştir. Aynı zamanda yine aynı madde uyarınca ortaklığın yapacağı bu ödeme, ortaklığın kanunen ve esas sözleşmesi uyarınca, dağıtılmasına izin verilmeyen kanuni ve zorunlu yedek akçe tutarını azaltmamalı ve kanunen ayırması gerekli olan yedek akçeyi ayırmasına cevaz vermelidir⁴²⁰. Bu durumda ayrılma

⁴¹⁶ Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 725; karşılaştırmalı hukuka ilişkin ayrıntılı değerlendirmeler için bkz. Çeliktas, **a.g.e.**, s. 107 vd.

⁴¹⁷ Bkz. CBCA, (Çevrimiçi), <http://laws.lois.justice.gc.ca/>, (Son Erişim Tarihi: 06.05.2014).

⁴¹⁸ Bu konuda geniş bilgi için bkz. Uwe Hüffer, **Aktiengesetz**, C.H. Beck, 10. Auflage München, 2012, § 71, Rn. 14-15.

⁴¹⁹ Bu konuda ayrıntılı değerlendirmeler için bkz. Asuman Yılmaz, "Alman Hukukunda Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Devralması ve KonTraG ile Getirilen Değişiklikler", **İÜHF**, 2005, S.1-2, C.LXIII, s. 257.

⁴²⁰ Ayrıca bkz. Handelsgesetz, Gesetz vom 10.05.1897 (RGBl. I S. 219), m. 272/4. Bu fıkra hükmü uyarınca, ortaklık kendi paylarının iktisabı için yedek akçe oluşturmuş olmalı ve bu ayrılan

hakkının kullanımı nedeniyle ortaklığın kendi paylarını iktisabı bu sınırı aştığı takdirde, bu iktisap geçerli olacak mıdır ya da bir başka deyişle, bu durumda ayrılma hakkını kullanan pay sahipleri mi yoksa ortaklık menfaatleri mi tercih edilecektir.

İlk tahlilde her ne kadar ayrılma hakkının kullanımı bu kapsam içerisinde görülebilirse de, aynı maddenin 4. fıkrasında, yukarıda anılan hükümlere aykırı nitelikteki işlemlerin geçersiz kabul edilemeyeceği, ancak bu şekildeki iktisaplara ilişkin ortaklığı borç altına sokan borçlandırıcı işlemin geçersiz olacağı ifade edilmiştir⁴²¹.

Buradan yola çıkılarak Alman Hukuku'nda ayrılma hakkının kullanımının yukarıda bahsedilen limitler aşılarak gerçekleştirilebileceği sonucuna ulaşılabilir. Nitekim UmwG m. 29/1, AktG m.71/4 ikinci cümle hükmünün ayrılma hakkının kullanılması işlemi nedeniyle uygulanmayacağı, yani ayrılma hakkı nedeniyle ortaklığın kendi payının iktisabı halinde borçlandırıcı işlemin de geçerli olacağı hükmünü amirdir.

Tüm bu açıklananlara binaen Sönmez⁴²² tarafından ise, Alman Hukuku'nda ayrılma hakkının kullanıldığı hallerde %10 sınırının aşılmasına cevaz verildiği şeklinde yorum yapılmak gerektiği ifade edilmektedir⁴²³.

Türk Hukuku'nda ise, HAAO'larda ayrılma hakkını düzenleyen SPK'nın II-23.1 sayılı Tebliği ve bu Tebliğ'in m. 10/8 hükmünün atıf yaptığı II.22.1 sayılı Tebliğ'in⁴²⁴ 9/3 maddesine göre, geri alınan payların toplam bedeli, kâr dağıtımına konu edilebilecek olan kaynakların toplam tutarını aşamaz. Aştığı takdirde buna karşılık gelen payların akıbetine ve konuyla ilgili detaylı değerlendirmelere ise,

miktarın bilançonun pasif tarafında gösterilmesi gerekmektedir. Bu sayede ortaklığın kendi tasarrufunda bulunan payların aktifleştirilmesi neticesinde bilançoda dağıtılabılır kâr ortaya çıkması önlenmektedir.

⁴²¹ Bu durumda borçlandırıcı işlem baştan itibaren hükümsüz olup, tasarrufi işlemin ise, geçerli addedileceği konusundaki detaylı açıklamalar için bkz. Yılmaz, **a.g.e.**, s. 271. Yazara göre bu halde pay sahibi şayet payını ortaklığa devretmişse ancak sebepsiz zenginleşme hükümleri uyarınca paylarının iadesini talep edebilir. Bu tespit SerPK mevzuatımızın bu başlık altında aşağıda ele alacağımız açık düzenlemeleri karşısında geçerli kabul edilemez.

⁴²² Sönmez, **Ayrılma**, s. 81.

⁴²³ Yazar, aksi halde ayrılma hakkının kullanımının dar bir orana hasredilmiş olacağı, bunun da pay sahibinin korunması amacını zedeleyeceği görüşünü savunmaktadır.

⁴²⁴ Ayrıca bkz. SPK'nın 21.07.2016 tarihli duyurusu. Söz konusu duyuru ile ikinci bir duyuruya kadar Tebliğ'deki %10'luk pay geri alımı sınırı uygulamasına olağanüstü hal dönemi nedeniyle istisna getirilmiştir.

ileride hakkın kullanılmasına ilişkin bölümde yer verilecektir⁴²⁵. II.23.1 sayılı Tebliğ'in 10/8. maddesi uyarınca -Alman Hukuku'nda olduğu üzere- ayrılma hakkının kullanılması nedeniyle II.22.1 sayılı Tebliğ'in 9/1 maddesinde öngörülen %10'luk sınır uygulanmaz. Kaldı ki, ayrılma hakkının kullandırılması nedeniyle ortaklık tarafından yapılacak ödemenin, TK m. 379'de ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi için konulan %10'luk üst sınırın TK m. 382/1-c uyarınca istisnasını teşkil eden kanuni bir satın alma yükümü olduğu da söylenebilir.

Ayrılma hakkının bu özelliğine ilişkin karşılaştırmalı hukuk hakkındaki yukarıdaki açıklamalarımız genel anlamda tahlil edildiğinde, tüm bu hukuk düzenlerinde pay alım yükümlülüğü çeşitli şekillerde düzenlenmiş ise de, hemen hepsinde hakkın kullanımının ortaklığın mevcut sermaye varlığını tehlikeye sokmayacak şekilde düzenlenmiş olduğu görülmektedir.

F. Önemli Nitelikteki Kararlara Muhalif Kalmayı Gerektirmesi

1. Genel Anlamda Önemli Nitelikteki Karar Kavramı

Ortaklıklar hukukunda genel kurul kararları nitelikleri ve doğurdıkları sonuçlar üzerinden farklı önem derecelerini haizdir. Bunun sonucu olarak: bir kısım ortaklık kararları (TK m. 421, 461 vb.) ancak genel kurulun ağırlaştırılmış yetersayıları ile alınabilir. Bir kısım kararların genel kurulda alınmasında ise, ağırlaştırılmış yetersayıların yanı sıra oy hakkında imtiyazların kullanılamadığı, her payın ancak eşit oy hakkı ile temsil edilerek karar sürecine dâhil olabildiği görülmektedir⁴²⁶. Kimi kararlarda ise, anılanlara ilâve olarak, pay sahiplerine bu çalışmanın konusu olan ayrılma hakkından yararlanma olanağı tanınmıştır.

Aslında önemli olarak nitelendirilebilecek kararlar ele alındığında, her ne kadar hangi tür kararların önemli addedileceği hakkında her durumda geçerli olan bir kıstas bulmak zor ise de, bu tür kararların yine de bir takım ortak özellikleri taşıdığı gözlemlenmektedir.

En başta işaret edilebilecek nitelikte olan ortak özellik, bu tür kararların, kural olarak, aslında ortaklığın temel yapısında değişikliğe neden olan kararlar olduğu

⁴²⁵ Bkz. aşağıda s. 267 vd.

⁴²⁶ Örneğin esas sözleşme değişikliklerinde oyda imtiyazın kullanılmayacağına ilişkin TK m. 479/3.a. Bu hükmün amacına ilişkin olarak bkz. Kendigelen, **Yönetime Katılma**, s. 155.

yönündedir. Gerçekten de yapısal değişiklikler, malvarlığı unsurları üzerindeki tasarruflar pay sahiplerini belirli bir ortaklıkta pay sahibi olmaya yönelten ana etkenlerdir. Bu açıdan konuya yaklaşılarak önemli nitelikteki kararların ortaklığın işlem temelinde⁴²⁷ değişikliğe yol açan nitelikteki kararlar olduğu görüşü ileri sürülmüştür⁴²⁸. Bu tespit aynı zamanda önemli nitelikteki kararı, doğurduğu etki bakımından değerlendirmektedir.

2. Ayrılma Hakkına Konu Olan Kararların Nitelikleri

Ayrılma hakkına konu olan kararlar incelendiğinde genelde bu kararların ortaklıkta yapısal değişikliklere neden olacak nitelikte ve -Türk hukukundan farklı olarak- sınırlı sayıda olarak ilgili mevzuatta yer verilen birleşme, bölünme, tür değiştirme gibi kararlar olduğu gözlemlenmektedir⁴²⁹.

Ancak ortaklıkta yapısal değişikliklere neden olan tüm kararlara ilişkin olarak ayrılma hakkının tanınmadığını da belirtmemiz gerekir. Yukarıda değinildiği üzere, Alman Hukuku'nda birleşme, bölünme ve tür değişikliği işlemleri nedeniyle ayrılma hakkı tanındığı halde, Amerikan Hukuku'nda, eyalet düzenlemelerinde yeknesak biçimde tüm yapısal değişiklikler nedeniyle bu hak tanınmamıştır.

Ayrılma hakkının hangi nitelikteki genel kurul kararlarına karşı tanınması gerektiği konusunda doktrinde de bir fikir birliği bulunmamaktadır⁴³⁰. Bu nedenle bu konuda çeşitli görüşler öne sürülmüştür.

İlk olarak, bu başlığın hemen altında atıf yaptığımız esasen yapısal değişikliklere neden olan işlemlerde ayrılma hakkının tanınması gerektiğine ilişkin görüş, açıkladığımız üzere hem tüm yapısal değişikliklere ilişkin kararlarda bu hakkın tanınmamış olması olgusu hem de üçüncü taraflardan kaynaklı yapısal

⁴²⁷ İşlem temeli, tarafların işlem iradelerinin üzerine inşa edildiği, sözleşme kurulurken taraflarca bilinen ancak itiraz edilmeyen mevcut ya da gelecekteki şartlara ilişkin olan tek taraflı tasavvurlar şeklinde nitelenebilir. Bkz. Necip Kocayusufpaşaoğlu, "İşlem Temelinin Çökmüş Sayılabilmesi İçin Sosyal Felaket Olarak Nitelendirilebilecek Olağanüstü Bir Olayın Gerçekleşmesi Şart mıdır?", **Prof. Dr. M. Kemal Oğuzman'ın Anısına Armağan**, İstanbul 2000, Beta Basım, s. 506.

⁴²⁸ Sönmez, **Ayrılma**, s. 83.

⁴²⁹ Grunewald, **Das Recht zum Austritt**, s. 110. Yazar yapısal değişikliklerle ayrılma hakkı arasında sıkı bir bağ olduğunu ifade etmektedir.

⁴³⁰ Siegel, **Appraisal**, s. 121. Yazar ayrılma hakkının tanındığı ve tanınmadığı yapısal değişikliklere ilişkin işlemler arasında çelişkiler olduğu, bu nedenle bunlar arasında kesin bir ayırım yapmanın mümkün olmadığı yönünde tespitte bulunmaktadır.

değişiklikler⁴³¹ söz konusu olduğunda, bunu açıklamakta yetersiz kalması nedenleriyle haklı olarak eleştirilmiştir. Kaldı ki, yapısal değişiklik kararının iptali halinde bunun ayrılma hakkına etkisi de ayrıca üzerinde düşünülmesi gereken bir konudur. Zira bu durumda hakkı doğuran hukuki olgu, yani hakkın dayanağı ortadan kalkmış olmaktadır⁴³². Türk hukuku açısından böyle bir durumda şayet ayrılma hakkı henüz pay sahipleri tarafından kullanılmamış ise, hakkın iptal edilen yapısal değişiklik işlemine bağlı olarak kullanılamayacağı, şayet hakkın kullanımı söz konusu olmuş ise, bu sefer hukuki gerekçesi ortadan kalkmış olan işlem nedeniyle sebepsiz zenginleşme temelli taleplerin söz konusu olacağı ifade olunabilir. Zira SerPK m. 24 ve Ayrılma Tebliği m. 9 hükümleri uyarınca ayrılma hakkının kullanımını doğuran olay, önemli nitelikteki işleme ilişkin alınan GK kararıdır. Bu kararın sonradan mahkeme hükmü neticesinde tüm sonuçlarıyla ortadan kaldırılması yasal dayanağı ortadan kaldırır⁴³³.

Bir diğer görüş ise, ayrılma hakkının pay sahipleri, yöneticiler ve ortaklık arasındaki menfaat çatışmalarının doğabileceği işlemler ve kararlarda tanınması gerektiği, çıkar çatışması ve buna bağlı yönetici suistimallerinin söz konusu olamayacağı durumlarda ayrılma hakkının tanınmasına gerek olmadığı yönündedir. Ancak bu görüş, çıkar çatışmalarının hiç mevcut olmadığı durumlarda da ayrılma hakkının tanınmış olması gerekçesiyle tenkit edilmiştir⁴³⁴. Kaldı ki, hangi durumlarda yönetici suistimali olduğunun tespiti de muhtemelen uzun yargılama gerektirecek bir husus olup, peşinen yargıda bulunmak yanıltıcı olabilir.

Azınlığın korunması amacıyla hareket eden bir diğer görüş ise, ayrılma hakkının, payların değerlerini etkileyecek nitelikteki, çoğunluk pay sahiplerinin azınlığın paylarını ele geçirmesini sağlayacak genel kurul kararlarında tanınması gerektiğini savunmaktadır. Ancak bu görüş de anılan nitelikte olmayan genel kurul

⁴³¹ Wertheimer, **Appraisal**, s. 667. Yazar üçüncü taraflara ortaklık kontrolünün geçmesi halinde, söz konusu kişilerin ortaklığın yönetimine ilişkin tasarrufları karşısında, ayrılma hakkının bundan kaynaklı menfaat kayıplarını karşılamakta yetersiz kaldığı tespitini yapmaktadır.

⁴³² Şafak Narbay, Buğra Kesici, "Ticaret Ortaklıklarında Yapısal Değişiklik Kararına Karşı Öngörülen İptal Davası Üzerine Karşılaştırmalı Bir İnceleme", **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuk Değişisi**, S. 1, 2015, s. 130 vd. Yazarlar tarafından da, katıldığımız üzere yapısal değişiklik kararının iptali halinde, kararın geriye dönük olarak etki doğuracağı, yani yapısal değişiklik kararıyla gerçekleştirilen herşeyin -kural olarak- ortadan kaldırılması sonucunun ortaya çıkacağı ifade edilmektedir.

⁴³³ Bu konuda detaylı değerlendirmeler için bkz. s. 143.

⁴³⁴ Wertheimer, **a.g.e.**, s.671-672.

kararlarında da ayrılma hakkının tanınmış olduğu ve ortaklık çalışanlarının grev yapması ve benzeri ortaklığın pay değerini etkileyecek bir kısım durumlarda niçin ayrılma hakkının tanınmamış olduğu gerekçeleriyle tenkit edilmiştir⁴³⁵.

Ayrılma hakkı konusunda bir başka görüş ise, ayrılma hakkının, ortaklığın betasını (ortaklığa ait varlıkların yapısını, borç/sermaye oranını ya da ortaklığın faaliyet konusunu) değiştirecek nitelikteki - kararlarda tanındığı yönündedir⁴³⁶. Buna karşı olarak, ayrılma hakkının farklı nitelikteki esas sözleşme değişiklikleri gibi ortaklığın betasını değiştirecek nitelikte olmayan işlemlerde de tanınmış olduğu eleştirisi getirilmiştir⁴³⁷.

Alman Hukuku'nda ise, doktrinde bir görüş tarafından ayrılma hakkının tanındığı haller işlem temelinin çökmesi kavramı ile ilişkilendirilmiştir⁴³⁸. Bu görüşe göre ayrılma hakkı ortaklığın işlem temeline değışme yaratan kararlarda tanınır.

Alman Hukuku'nda bu konuda ileri sürülen bir diğer görüşe göre ise, pay sahibinin ortaklıkta kalmasının kendisinden beklenemeyeceği hâllerde ayrılma hakkı tanınmıştır⁴³⁹. Bu görüşün ayrılma hakkının tanındığı halleri haklı sebep kavramına dayandırdığı söylenebilir.

Anılan görüşlerden hareketle bir başka görüş tarafından işlem temelinin çökmesi ve haklı sebep kavramlarının dürüstlük kuralından doğan kavramlar olarak bir arada değerlendirmek gerektiğinden yola çıkılarak, ayrılma hakkının tanındığı hallerin pay sahibi için işlem temelinin çökmesi niteliğinde olan ve bu yönüyle de haklı sebep oluşturan kararlar olduğu görüşü savunulmaktadır⁴⁴⁰.

Esasen söz konusu haklı sebep hallerinin aynı zamanda TK m. 531 hükmü anlamında azınlığın dava hakkına yol açan haller kapsamında ele alınması da mümkündür⁴⁴¹. Dolayısıyla ayrılma hakkının tanındığı önemli kararların niteliği

⁴³⁵ Letsou, **Appraisal**, s. 1126.

⁴³⁶ Bkz. Gilson, Black, **Acquisitions**, s. 720.'deki Gilson görüşleri.

⁴³⁷ Letsou, **Appraisal**, s. 1140.

⁴³⁸ Bkz. Wiedemann, **Abfindungsrecht**, s. 484; ayrıca aynı görüşte olan diğer yazarlar için bkz. Schindler, **Austrittsrecht**, s. 164, dpn. 753.

⁴³⁹ Peter Hommelhoff, "Minderheitenschutz bei Umstrukturierungen", **ZGR**, Band 22, Heft 3, Seiten 452-473, s. 471.

⁴⁴⁰ Sönmez, **Ayrılma**, s. 85-86.

⁴⁴¹ Söz konusu hüküm bağlamında haklı sebep kavramına ilişkin detaylı değerlendirmeler için bkz. yukarıda s. 74 vd. Bu konuda ayrıca bkz. Nuri Erdem, **Anonim Ortaklığın Haklı Sebep Feshi**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2012, s. 104 vd.; Şahin, **a.g.e.**, s. 105 vd. Yazar tarafından

konusunda, yukarıda açıklandığı üzere, çeşitli görüş ve tespitler ileri sürülmüş olup, kanaatimizce, bu görüşlerden herhangi birinin ötekilerine tercih edilerek ayrılma hakkının tanındığı kararların kabul edilen görüş doğrultusundaki kararlardan ibaret olduğunu iddia etmek, mevcut yerel ve uluslararası hukuki düzenlemelerle tam anlamıyla örtüşmeyecek, daha baştan yetersiz kalmaya mahkûm bir çaba olacaktır⁴⁴². Anılan nedenlerle bizce ayrılma hakkı tanınan kararlar, nitelik olarak tüm bu irdelenen yaklaşımların bileşkesi görünümündedir.

a. Önemli Kararlar

Ayrılma hakkına ilişkin olarak hakkın tanındığı ülkelerdeki mevzuat incelendiğinde, söz konusu düzenlemelerin hemen hepsinde bu hakkın esasen birleşmeye ilişkin kararlarda tanınmış olduğu gözlemlenmektedir.

Bunun en önemli nedeni olarak, her türünde aynı düzeyde gerçekleşmemekle ve ortaklığın birleşmedeki rolüne göre değişiklik göstermekle birlikte, birleşme işleminde pay sahiplerinin yatırım tercihlerini etkileyecek nitelikte, ortaklığın yapısını değiştirecek boyutta ve önemde değişikliklerin meydana gelmesi ve yönetici suiistimalleri ile çoğunluğun azınlığın haklarını ihlâl etme ihtimalinin yüksek olması gösterilebilir. Her ne kadar birleşme işlemi özelinde ya da diğer yapısal değişiklikleri ele aldığımızda, söz konusu işlemlere ilişkin yasal düzenlemelerde pay sahiplerini koruyucu bir takım hükümler (Türk hukukunda; TK m. 191, TK m. 192, TK m. 193 gibi hükümler) yer alsa da, yukarıda⁴⁴³ açıkladığımız üzere ayrılma hakkı sadece azınlık pay sahiplerini yapılan işlemin olumsuz etkilerinden koruyucu işlev görmemektedir. Ayrılma hakkı bunun ötesinde azınlık ve çoğunluk pay sahipleri arasında önemli işleme ilişkin menfaat çatışmasının dengelenmesi, pay sahiplerini, yapısal değişiklik işlemine ilişkin kanunda yer alan zararların tazmini ya da işlemin iptalini sağlayıcı zorlu ve uzun sürebilecek dava süreçleriyle karşı karşıya bırakmadan, zarara uğramadan ve görece olarak bu yollara başvurma gereksinimi kalmadan, onlara, yatırım-pay karşılığını alarak ortaklıktan çıkma imkânı sunmaktadır.

ayrıca katılmadığımız üzere TK m. 531 hükmü kapsamında ayrılma hakkının söz konusu olduğu ifade edilmektedir. Bkz. Şahin, **a.g.e.**, s. 407 vd.

⁴⁴² Aynı yönde bkz. Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 723.

⁴⁴³ Bkz. yukarıda s. 85 vd.

Öte yandan, yine karşılaştırmalı hukukta birleşme işleminin yanı sıra tür değişikliği işlemlerinin bir kısmında, bölünme, faaliyet konusunun değiştirilmesi, ortaklık mallarının satışı, ortaklık merkezinin yurtdışına nakli gibi bir takım önemli esas sözleşme değişikliklerine ilişkin kararlarda da ayrılma hakkının tanındığı görülmektedir. Söz konusu kararlar ayrılma hakkına ilişkin SerPK düzenlemeleri bahsinde detaylı olarak ele alınarak incelenecektir⁴⁴⁴.

b. Ayrılma Hakkının Tanındığı Kararların Sınırlı Sayıda Olup Olmadığı ve Hakkın Kapsamının Genişletilmesi

Ayrılma hakkına ilişkin kanuni düzenlemeler incelendiğinde, ayrılma hakkına yer veren hukuk düzenlerinde -SerPK’dakinden farklı olarak- bu hakkın çoğunlukla sınırlı sayıda olarak düzenlendiği, karşılaştırmalı hukuktaki hakkın tanındığı kararların esas sözleşmeye konulacak hükümlerle genişletilebilmesine cevaz verilen yasal düzenlemelerde dahi, bu imkânın ancak yine kanun tarafından gösterilen kararlara esas sözleşmede yer verilmesi suretiyle gerçekleşebildiği görülmektedir (DGCL m. 262/2, MBCA m. 13.02(a-5)).

Ayrılma hakkının diğer hukuk düzenlerinde bu şekilde tahdidi olarak düzenlenmiş olmasının esasen ayrılma hakkının kullanımının ortaklık açısından getirdiği mali yük ile de yakından ilgisi bulunmaktadır. Ayrılma hakkının tanındığı kararların kapsamının geniş olarak ve elastiki şekilde belirlenmesi halinde ortaklığın büyük bir mali yük ile karşı karşıya gelme riski doğar. Ancak ayrılma hakkının yukarıda⁴⁴⁵ değinilen fonksiyonlarını yerine getirirken ortaklık açısından bahsedilen riskleri oluşturmaması gerekir⁴⁴⁶.

Her ne kadar Ayrılma Tebliği m. 5/1 ve m. 6’da önemli nitelikteki işlemler sayma yöntemi ile özellikleri açık ve kesin şekilde belirtilerek belirlenmiş, ayrıca hangi önemli nitelikteki işlemler için ayrılma hakkının doğacağı da açıkça tespit edilmiş (m. 8, 9, 11, 12) ve dolayısıyla Tebliğ’in ilgili maddelerinin metinleri, ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikteki işlemlere ilişkin hükümlerin esas sözleşmelere konulacak hükümlerle kıyas yoluyla benzer türde işlemlere

⁴⁴⁴ Bkz. aşağıda s. 139 vd.

⁴⁴⁵ Bkz. IV. numaralı başlık altında değinilen amaç ve fonksiyonlar.

⁴⁴⁶ Letsou, **Appraisal**, s. 1137-1149. Esasen bu konu, detaylı olarak irdelenmeyi gerektirir nitelikte olup, tarafımızca bir sonraki bölümde kapsamlı olarak ele alınacağından, şimdilik bu başlık altında genel nitelikte açıklamalarda bulunulması ile yetinilmiştir.

uygulanmasına elverişli görünmemekte ise de⁴⁴⁷, açıkladığımız üzere SerPK m. 23/1 hükmünde yer alan “...gibi hususlar bu Kanunun uygulanmasında önemli nitelikte işlem sayılır.” lafzı esasen önemli nitelikteki işlemlerin bu şekilde belirlenmesi düzenlemesi ile uyumlu değildir. Buradan hareketle bizce ayrılma hakkı tanınacak benzer nitelikte önemli işlemlere esas sözleşmelerde yer verilmesi mümkün olmalıdır, ancak pratikte, mevcut SPK Tebliği’i de göz önünde bulundurularak, Kurul tarafından buna cevaz veren bir düzenlemenin yapılması gerekir. Bu yaklaşım pay sahiplerinin korunması işlevini yerine getiren ayrılma hakkının tanınmasına ilişkin gerekçelerle de örtüşmektedir.

Bu noktada Ayrılma Tebliği m. 5/2’deki hükmü irdelemekte fayda vardır. Tebliğ m. 5/2’ye göre, m. 5/1’de liste halinde yer verilen önemli işlemler arasında yer almasa bile “*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*” denilerek işlem özelinde SPK tarafından bu özellikleri gösteren belirli bir işlem, önemli işlem olarak kabul edilebilecektir. Anılan hüküm aslında Tebliğ’de yer verilen önemli nitelikteki işlemlerin m. 5 ve m. 6’da sayılanlarla sınırlı olmadığı, Kurul tarafından söz konusu nitelikte görülen işlemlerin de bu kapsama sokulabileceğini ve dolayısıyla ayrılma hakkı kapsamına alınabileceğini göstermektedir. Bu durumda, HAAO’lar bakımından, Türk sermaye piyasası mevzuatında ayrılma hakkının tanındığı önemli nitelikteki işlemlerin tahdidi olup olmadığı sorusunun cevabı ikincil mevzuat anlamında da verilmiş olmaktadır. Böylelikle ayrılma hakkının tanındığı önemli nitelikteki işlemlerin tahdidi olmadığı görülmektedir⁴⁴⁸.

⁴⁴⁷ Bkz. Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 8; Bektaş, **Ayrılma Hakkı**, s. 770. Karşılaştığınız Turan, **Ayrılma Hakkı**, s. 84.

⁴⁴⁸ Aynı tespit açısından bkz. Veliye Yanlı, Sermaye Piyasası Kanununda Halka Açık Şirketlerle İlgili Suç ve Yaptırımlar ile Önemli Nitelikte İşlemler Paneli, Önemli Nitelikteki İşlemler Sunumu, (Çevrimiçi), <http://www.tusiad.org/bilgi-merkezi/sunumlar/sermaye-piyasasi-kanununda-halka-acik-sirketlerle-ilgili-suc-ve-yaptirimlar-ile-onemli-nitelikte-islemler-paneli/>, (Son Erişim Tarihi: 08.10.2014); Aynı yönde bkz. Turan, **Ayrılma Hakkı**, s. 84; Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 45; Bektaş, **Ayrılma Hakkı**, s. 770.

Ne var ki, söz konusu hüküm mevcut haliyle işleyiş açısından soru işaretleri doğuracak niteliktedir. Zira hükmüm lafzı dikkate alındığında ortaklık açısından işlemin hüküm kapsamına girip girmediğinin değerlendirmesinin kim tarafından yapılacağı, doğal olarak ilk akla gelen YK'nın böyle bir değerlendirmeyi yapması halinde ise, bunun azınlık pay sahipleri açısından her zaman uygun sonuçlar doğurup doğurmayacağı ya da ortaklık YK'larının sonradan sorumluluk altına girmemek adına giderek bu neviden her türlü işlemde her defasında Kurul'a mı başvuracağı cevabı açıkta kalan sorulardır. Kanımızca en doğrusu bu konuda Ayrılma Tebliği ya da başkaca bir ikincil mevzuat metninde ortaklık YK'ları açısından sonradan doğabilecek sorumluluğun ve bundan kaynaklı belirsizliğin bertaraf edilmesi adına düzenleme yapılmasıdır.

Burada üzerinde durulması gereken bir diğer önemli düzenleme ise, Ayrılma Tebliği m. 6/3 hükmüdür. Bu hükümde; altıncı maddede yer alan önemlilik kriterlerini karşılamaları şartıyla, önemli nitelikteki işlem kabul edilen beşinci maddenin birinci fıkrasının b ve e bendindeki işlemlerin, maddede belirlenen oranların altında kalsa dahi, YK'nın, işleme konu malvarlığının ortaklık açısından taşıdığı öneme binaen değerlendirme yapması yükümlülüğü getirilmektedir. Buradan yola çıkarak bu hükümle, b ve e bentleriyle ortaklık malvarlığı üzerindeki tasarruf işlemleri ve ilişkili taraflardan malvarlığı devralınması ve kiralanması işlemleri açısından getirilen önemlilik kriteri, bir başka deyişle, bu işlemlerin önemli kabul edilerek ayrılma hakkı kullandırılması konusunda YK'ya yorum ve takdir yetkisi verildiği ifade edilebilir⁴⁴⁹. Ancak bu yorum imkânı sadece ifade edilen belirli iki işlem ve o işlemlerdeki önemlilik oranı açısından getirilmiş ise de, kanımızca yalnızca bu iki işlem açısından böyle bir istisna getirilmesi anlamlı değildir. Bunun yerine hem kastedilen bu iki işlem hem de farklı diğer işlemler bakımından ortaklıklara esas sözleşmelerine koyacakları hükümlerle ayrılma hakkı tanınacak başkaca yeni işlemleri belirleme yetkisi açıkça verilmelidir. Her ne kadar biz, mevcut SerPK m. 23 hükmü nedeniyle ortaklıklar tarafından SerPK ve Tebliğ'de yer verilenler dışındaki işlemlerin de kıyas yoluyla ayrılma hakkı tanınan işlemlere dahil

⁴⁴⁹ Turan, **Ayrılma Hakkı**, s. 83-84; Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 8.

edilebileceği görüşündeyssek de⁴⁵⁰, SerPK’da yapılacak bir değişiklikle HAAO’lara bu yetkinin özel kanun olan SerPK ile açıkça verilmesi durumunda, TK m. 340 hükmünün ortaklıkları bu konuda sınırlayan düzenlemesi nedeniyle ortaya çıkabilecek olan sorun ve tartışmalar da büyük ölçüde bertaraf edilmiş olacaktır.

Öte yandan yukarıda da belirttiğimiz üzere, ayrılma hakkıyla ilgili incelemiş olduğumuz yabancı ülke mevzuatlarında çok büyük ölçüde, bu hakkı doğuran işlemlerin kapsam açısından farklılık gösterebilir de kanun koyucunun takdiri doğrultusunda ilgili mevzuatta açıkça belirtilmek suretiyle tahdidi şekilde belirlenmiş olduğu görülmektedir⁴⁵¹. Bizde ise, kanun koyucu, SerPK m. 23/1’de ayrılma hakkı tanınacak önemli nitelikteki işlemleri örnek kabilinden saymış ancak tahdid etmemiştir. Bunun arkasında yatan neden kanımızca benzer nitelik gösteren işlemler açısından da yatırımcı konumundaki pay sahiplerine ayrılma hakkını tanımak, böylelikle onların ayrılma hakkı anlamındaki çıkarlarını en geniş şekilde koruyarak hakkın tam anlamıyla uygulanabilirliğini sağlamaktır.

Bu hakkı tanıyan söz konusu yabancı yasal mevzuatlarda, ayrılma hakkını düzenleyen metinlerin büyük ölçüde, lâfzen, hakkı doğuran işlemleri genişletici yoruma tabi tutabilecek bir dil kullanmadıkları da diğer bir tespitimiz olmuştur⁴⁵².

Bununla birlikte kimi ülke hukuklarında, ayrılma hakkına ilişkin mevzuatın; kanunla belirlenen ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikteki işlemlerin bir kısmını müdahale edilemeyecek ve mutlak anlamda ayrılma hakkının uygulanacağı çekirdek işlemler olarak belirlerken, bir takım başka önemli nitelikteki işlemleri ise, ortaklıkların diledikleri takdirde esas sözleşmelerinde yer vermeleri halinde ayrılma hakkının uygulanacağı şeklinde belirlediği görülmektedir.

Nitekim ABD hukukunda, *Delaware* eyaletinde tür ayrımı yapılmaksızın tüm birleşme işlemlerinde ayrılma hakkı pay sahiplerine yasa gereği zorunlu olarak tanınmış olmasına rağmen, Del.GCL m. 262.c. uyarınca önemli miktardaki ortaklık malvarlığı satışı ve esas sözleşme değişikliği işlemlerinin ancak esas sözleşmede kararlaştırılmış olmaları şartıyla ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikteki işlemler

⁴⁵⁰ Bkz. yukarıda s. 110-111.

⁴⁵¹ Letsou, **Appraisal**, s. 1124 vd.; Wertheimer, **Appraisal**, s. 671 vd.

⁴⁵² Bkz. yukarıda s. 106 vd., ayrıca bkz. s. 114 vd.

haline gelmeleri mümkündür⁴⁵³. MBCA’da da, m. 13.2.a.5 hükmü nedeniyle 13.2 maddesinin a fıkrasının 1,2,3 ve 4. bentlerinde yer verilen birleşme, malvarlığı devri, pay satışı ve pay oranlarında değişiklik yapan esas sözleşme değişikliği işlemleri dışındaki diğer esas sözleşme değişikliklerinde yine esas sözleşmede buna ilişkin hükme yer verilmek şartıyla ayrılma hakkı tanınabilmektedir.

İtalyan hukukunda ise C.c. m. 2437/2’de, kapalı AO’lar hakkında uygulanmak üzere, ortaklık esas sözleşmesinde yer verilmesi halinde ortaklık süresinin uzatılması ve payların devrine ilişkin bağlam kuralları getirilmesi veya mevcut bağlam kurallarının kaldırılması işlemlerinde ayrılma hakkı tanınabileceği ifade edilmiştir⁴⁵⁴.

Doktrinde değindiğimiz ABD ve İtalya örneklerinden yola çıkılarak, ifade ettiğimiz hükümlere yer vermiş olsalar da, bu durumda ancak mevzuatın izin verdiği ve açıkça zikrettiği işlemler bakımından ayrılma hakkının tanındığı hallerde bir genişlemenin söz konusu olduğu, fakat netice itibariyle yorum yoluyla ayrılma hakkının tanındığı önemli nitelikteki işlemlerin genişletilmesi imkânının tanındığı şeklinde yorum yapılamayacağı tespiti yapılmıştır⁴⁵⁵. Yine doktrinde söz konusu hukuklarda da mevzuatın ayrılma hakkının istenildiği takdirde tanınabileceği bu halleri sayma yöntemi ile belirlemiş olduğu, dolayısıyla bu hukuklar bakımından ayrılma hakkının tanındığı önemli nitelikteki işlemlerin tahdidi olduğu sonucu varılacağı ifade edilmiştir⁴⁵⁶.

Bu konuda doktrinde yapılan tespitler büyük ölçüde mevzuattaki mevcut durumu yansıtmakla birlikte söz konusu ülke hukuklarındaki ayrık düzenlemeler de yadsınamaz. Nitekim yukarıda ele aldığımız MBCA örneğinde, ilgili maddede sayılanlar dışındaki esas sözleşme değişikliklerinin, esas sözleşmede açıkça ifade edilerek ayrılma hakkı doğuran işlemler haline getirilebilmesi olanağı bağlamında konuya yaklaşıldığında, böyle bir düzenlemenin ayrılma hakkının kapsamını oldukça genişletebileceği gözden uzak tutulmamalıdır. Bu durumda ise her ne kadar ilgili kanun maddesi olan MBCA m. 13.2.a.5’te diğer esas sözleşme değişikliklerine atıf

⁴⁵³ Bkz. **Practice note, Delaware**.

⁴⁵⁴ Ventrone, **Withdrawal Rights**, s. 62-63; Fasciani, **Die Reform**, s. 11.

⁴⁵⁵ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 112; Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 723; Adigüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 8.

⁴⁵⁶ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 112; Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 723; Letsou, **Appraisal**, s. 1137-1138.

yapılmışsa da, bu hükümle ayrılma hakkının tanındığı işlemlerin gerçek anlamda tahdit edilmiş olduğunu ifade etmek tartışılabilir bir konudur.

Yukarıda bu başlık altında, Türk sermaye piyasası mevzuatı kapsamında ayrılma hakkının tanındığı önemli nitelikteki işlemlerin benzeri durumunda olan başkaca önemli nitelikteki işlemlere, kıyasen ayrılma hakkının tanınmasının SerPK anlamında prensip olarak mümkün olması gerektiğini ifade etmiştik. Ancak bu konu yabancı hukuklarda doktrin ve mahkeme kararları anlamında ele alınmıştır.

ABD hukukunda, doktrinde ayrılma hakkının tanındığı işlemlere ilişkin olarak ileri sürülen görüşler değerlendirildiğinde temelde bu konuda iki farklı yaklaşımın olduğu ifade edilebilir. Bir görüşe göre ayrılma hakkının, bir kısım önemli nitelikteki işlemde tanınmasına rağmen benzer bir kısım işlemde tanınmaması tutarsızlık iken⁴⁵⁷, diğer görüş kapsamında değerlendirilebilecek yazarlar ise, ayrılma hakkının amacına ilişkin yaklaşımları doğrultusunda ayrılma hakkının, tanınmadığı benzer işlemlerde niçin tanınmadığını izah etmektedirler⁴⁵⁸. Ancak tüm bu görüşler irdelendiğinde ayrılma hakkının tanındığı hallerin kıyas yoluyla benzer durumlara teşmil edilebilmesinin güncel mevzuat anlamında hukuken mümkün olduğuna ilişkin yaklaşımlara rastlanılmamıştır.

Mahkeme kararları anlamında ise bu mesele gerçek olmayan birleşme⁴⁵⁹ kapsamında *Delaware* Yüksek Mahkemesi tarafından *Hariton v. Arco Electronics* kararı⁴⁶⁰ bağlamında ele alınmıştır. Bu davada tüm malvarlığını başka bir ortaklığa devrederek tasfiye kararı alan *Arco*'nun pay sahibi olan *Hariton*'un ayrılma hakkından yararlanma isteği mahkeme tarafından bu hakkın yalnızca birleşme işlemi için tanınmış olduğu gerekçesi ile reddedilmiştir. Ancak *Pennsylvania* Yüksek Mahkemesi'nin *Farris v. Glen Alden Corporations* kararında ve *New Jersey* Yüksek Mahkemesi'nin *Applestein v. United Board and Carton Co.* kararlarında⁴⁶¹, mahkemelerce, gerçek olmayan birleşme işleminde işlemin özüne bakılması gerektiği ifade edilmiş ve işlemin doğurduğu sonuçlarının aynı olduğu ifade edilerek, bu durumda ayrılma hakkının tanınması gerektiği ifade olunmuştur.

⁴⁵⁷ Manning, **Appraisal Remedy**, s. 241, ayrıca bkz. yukarıda s. 88.

⁴⁵⁸ Letsou, **Appraisal**, s. 1149; Kanda, Levmore, **Appraisal Remedy**, s. 437-441; Fischer, **Appraisal Remedy**, s. 877.

⁴⁵⁹ Bkz. *de facto merger*, aşağıda, s. 195.

⁴⁶⁰ Kararın detayları için bkz. s. 21, dpn. 63.

⁴⁶¹ Bkz. Clark, **a.g.e.**, s. 459.

Alman hukukunda ise ayrılma hakkının benzer nitelikteki işlemlere kıyas yoluyla uygulanabileceğine ilişkin görüşler mevcuttur. Bu konuya ilişkin olarak bir görüş⁴⁶² tarafından ayrılma hakkının borsadan çıkma⁴⁶³, aktiflerin tümünün satışı ve ortaklık amacının değiştirilmesi işlemlerinde kıyasen uygulanabileceği ileri sürülmüştür. Diğer bir görüş⁴⁶⁴ tarafından ise, bu hakkın bu işlemlere ilâveten borsaya kote olma, türdeş birleşme *-formwahrende Verschmelzung-*, ayırma *-Ausgliederung-* işlemlerinde de uygulanması gerektiği savunulmuştur.

Öte yandan bu konudaki mahkeme kararları ise farklı bir seyir izlemiştir. Aşağıda⁴⁶⁵ aktiflerin satışı bahsinde detaylı olarak ele aldığımız *Magna Media* kararında Bayern Yüksek Mahkemesi bu işlemde ayrılma hakkının kıyasen uygulanamayacağına hükmetmiştir. Bunun yanı sıra bir önceki paragrafta işaret ettiğimiz üzere⁴⁶⁶ borsa kotundan çıkma işleminde ayrılma hakkının kıyasen uygulanamayacağı yönünde görüşe sahip yazarlar da vardır.

Netice itibarıyla ayrılma hakkı, Türk hukuku açısından kanaatimizce, kıyasen yorum yoluyla mevzuatta yer verilen işlemler dışındaki işlemlere, bu işlemler haklı neden oluşturduğu ya da pay sahibi açısından işlem temelinin çökmesi neticesi doğuracak şekilde önemli işlem niteliği gösterdiği takdirde genişletilebilecek niteliktedir⁴⁶⁷. Daha önce değindiğimiz SerPK m. 23/1 hükmünün lafzı ve Ayrılma Tebliği m. 5/2 ve 6/3 hükümlerinin lafzından olmasa bile düzenlenme sebepleri değerlendirildiğinde böyle bir yorumun yapılabileceği, hele ki mevzuatta zaten ayrılma hakkını doğurduğu kabul edilen işlemlerin kamufle edilerek başka hukuki

⁴⁶² Grunewald, **Das Recht zum Austritt**, s. 110.

⁴⁶³ Borsa kotundan çıkma işleminde ayrılma hakkının tanınmasının isabetli olmayacağı görüşündeki yazarlar için bkz. Peter O. Mülbert, *Rechtsprobleme des Delisting*, **ZHR**, 165 (2001), s. 138. Yazar, hem UmwG m. 207'nin, bu işlemde pay sahibi açısından tür değişikliğine benzer bir hal olduğu için kıyasen uygulanması fikrine pay sahibinin durumunda önemli bir değişiklik olmaması nedeniyle karşı çıkmakta, hem de m. 29'un türdeş birleşmelerde devir kısıtlaması olduğu takdirde ayrılma hakkının tanınmasına ilişkin hükmünün kıyasen bu işlemde de uygulanması fikrine, bu hükmün geniş yorumlamaya müsait olmaması açısından karşı çıkmaktadır. Aynı yöndeki görüş için bkz. Groß, "Rechtsprobleme des Delisting", **ZHR**, 165 (2001), s. 145. Yazar, borsa kotundan çıkma işleminde UmwG m. 29 anlamında- yani türdeş birleşmede devralan ortaklıkta devir kısıtlaması olması hali- devir kısıtlaması söz konusu olmadığı için, UmwG m. 207 anlamında ise, bu durumda yapısal bir değişiklikten söz edilemeyeceği için ayrılma hakkının uygulanma imkânı olmaz görüşündedir.

⁴⁶⁴ Schindler, **Austrittsrecht**, s. 205.

⁴⁶⁵ Bkz. s. 196, dpn. 202.

⁴⁶⁶ Bkz. yukarıda, dpn. 463.

⁴⁶⁷ İşlem temelinin çökmesi ve haklı sebep kavramları için bkz. s. 108.

görünümlemler altına gizlendiği durumlarda söz konusu işlemlerin ayrılma hakkı kapsamında değerlendirilmesi gerektiği düşüncesindeyiz.

Bu itibarla gerçek olmayan birleşme işleminde söz konusu olduğu üzere, açıkça kanunu dolanma kastının olduğu durumlarda da ayrılma hakkının kullanılmasının gündeme gelebileceğine ilişkin görüşe⁴⁶⁸ katılmaktayız.

Bu bağlamda tartışacağımız bir diğer konu ise Ayrılma Tebliği m. 13/2 hükmüdür. Kanunu dolanma kastıyla hareket edilen hallere ilişkin özel bir düzenleme Ayrılma Tebliği m. 13/2 hükmü ile getirilmiş olup, Tebliğ’de belirlenen önemli işlem sayılabilmek için gereken oranların altında kalmak amacıyla söz konusu işlemlerin birkaç defada gerçekleştirilmesi veya buna ilişkin muhasebe işlemleri yapılması yasaklanmıştır. Söz konusu işlemlerin denetimi, SerPK’nın 88-90. maddelerinde düzenlenen Kurul tarafından yapılacak denetim usullerine göre olacaktır. Kaldı ki, HAAO’lar açısından uygulama alanı bulacak kurumsal yönetim ilkeleri ve buna ilişkin II-17.1 sayılı Tebliğ’in; hem YK hem de finansal tablolarda yer alan bilgilerin açıklanmasına yönelik kamuyu aydınlatmaya ilişkin hükümleri ve II-14.1 sayılı Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği⁴⁶⁹ hükümleri uyarınca belirli kriterlere göre hazırlanacak ve kamuya açıklanacak finansal tablolar nedeniyle suistimallerin ya da usulsüz işlemlerin denetlenmesinin büyük ölçüde mümkün olabileceği kanaatindeyiz. Ayrılma Tebliği’nde oranlar, m. 5/1’in b ve e bentleri için m. 6’da belirlenmiştir. Dolayısıyla bu hükümde kastedilen oranlar malvarlığı üzerindeki tasarruf ve kiraya verme işlemleri ile ilişkili taraflardan⁴⁷⁰ malvarlığı devralma ve kiralama işlemleri açısından söz konusudur. Ayrıca ele aldığımız m. 6 hükmünde atıf yapılan işlemler yine mevzuat tarafından belirlenmiş olan işlemlerdir, yani ortada bu hüküm anlamında kıyas yapılabilmesine imkân veren bir düzenlemenin mevcut olduğundan söz edilemez. Kaldı ki, bu tür işlemler karşısında SPK veya zarar gören pay sahipleri tarafından TK hükümlerine göre iptal davası açılması ya da SPK’nın, SerPK m. 23/2 uyarınca işlemin eski haline getirilmesini talep etme imkânı öngörülmüştür. İptal davası açılması imkânının dava açma süresinin HAAO’larda yaşanması muhtemel güç boşluğu nedeniyle pay

⁴⁶⁸ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 116.

⁴⁶⁹ 13.6.2013 tarihli ve 28676 sayılı R.G.’de yayımlanmıştır.

⁴⁷⁰ Kavram için bkz. s. 199-200.

sahipleri tarafından kaçırılmış olması halinde; pay sahipleri tarafından YK üyeleri hakkında TK m. 553 vd. maddeleri uyarınca daha uzun dava açma süresine tabi sorumluluk davası açılarak zararın tazmin edilmesi ya da Kurul'un, SerPK m. 92/1-b uyarınca daha uzun hak düşürücü süreye tabi olan iptal davasını açması veya pay sahiplerinin vazgeçilmez hakkı niteliğindeki ayrılma hakkının ihlal edildiğinden bahisle butlan davası açması ki bu seçenek pay sahipleri açısından TK anlamında da olabilir, öte yandan SerPK m. 112 uyarınca YK üyeleri hakkında TCK hükümleri uyarınca ceza davası açılması gibi dava seçenekleri söz konusu olacaktır. Ayrıca GK kararının bulunmayıp sadece YK kararı ile işlem yapıldığı durumlarda TK m. 391'e göre butlan davası da açılabilecektir.

G. Payların “Adil Değer” Üzerinden Alınması Yükümlülüğü Doğurması

Yukarıda yeri geldikçe değindiğimiz tanımında da yer aldığı üzere, ayrılma hakkı, önemli bir takım kararlara muhalif olan pay sahiplerinin paylarını ortaklığa adil değer üzerinden satma haklarıdır. Adil değer⁴⁷¹ üzerinden payın ortaklığa satılması, bu hakka yer veren tüm hukuk düzenlerinde yer verilmiş bir husus olup, bu hakkın ayırt edici özellikleri arasındadır.

Bu hakka yer veren hukuk düzenlerinde, genellikle adil değer tanımı ya da detaylarına yer verilmemiştir⁴⁷². Öte yandan adil değer kavramı aslında muhasebe ve işletme bilimlerine ilişkin bir kavram olup, ayrılma hakkına özgü değildir. Bu durum da ayrılma hakkına ilişkin mevzuatta detaylı bir nitelendirmesi yapılmamasının bir sebebi olarak görülebilir.

Bunların ötesinde adil değer belirlenmesinde doktrinde kabul edilen genel geçer belirgin bir yöntemin bulunmadığı, her durumun kendi özel şartları içerisinde değerlendirilmesi gerektiği ifade edilmelidir. Çalışma konumuz açısından önemli ve çeşitli detayları olan bu konu ilerideki bölümde⁴⁷³ detaylı olarak değerlendirilecektir.

⁴⁷¹ *Fair value-angemessene Barabfindung.*

⁴⁷² İtalyan Hukuku'nda ise, C.c. m. 2437(ter) hükmü ile pay senetlerinin borsada işlem görüp görmemesine göre hesaplama yöntemi açıkça zikredilmiştir. Öte yandan her ne kadar MBCA m. 13.01.4 hükmünde olduğu üzere, adil değer tanımına yer veren düzenlemeler olsa da, bu düzenlemeler adil değer belirleneceği zaman gibi hususlara yer verirken gerçekte adil değer ne olduğu üzerinde durmamaktadır.

⁴⁷³ Bkz. aşağıda s. 257 vd.

H. Emredici Nitelikte Oluşu

1. Konunun Genel Anlamda Tahlili

Doktrinde ayrılma hakkına ilişkin hükümlerin düzenleniş amacı ve korumakta olduğu menfaatler değerlendirildiğinde bunların emredici hükümler⁴⁷⁴ olduğu ifade edilmiştir⁴⁷⁵. Kanaatimizce de ayrılma hakkına ilişkin hükümlerin yukarıda irdelenen fonksiyonları değerlendirildiğinde, ayrılma hakkına ilişkin hükümlerin emredici nitelikte olduğu sonucuna varılmalıdır. Zira anılan hükümler azınlık pay sahiplerinin menfaatlerini koruyucu nitelikte olup, haktan istifade edebilecek durumda olan pay sahiplerinin iradeleriyle dahi vazgeçemeyeceği SerPK'nın emredici hükümleri arasında yer almaktadır.

Ancak doktrinde emredici hükümler mutlak emredici ve nispi emredici hükümler olarak ikili bir ayrıma tabi tutulmaktadır⁴⁷⁶. Mutlak emredici hükümler direkt olarak kamu çıkarıyla ilgili olup, nispi emredici hükümler ise, özel çıkarları koruyucu niteliktedir⁴⁷⁷. Bu açıdan konuya yaklaşıldığında ise, ayrılma hakkının pay sahibinin çıkarlarını koruyor olması açısından buna ilişkin hükümlerin nispi nitelikteki emredici hükümler arasında yer aldığı söylenebilir. Ancak ayrılma hakkının, sadece pay sahibinin çıkarlarını korumadığı, bunun yanı sıra çok daha geniş anlamda çoğunluk-azınlık ilişkisi, ortaklık menfaati ile işlem menfaatlerinin dengelenmesi amaçlarına da hizmet ettiğinden bahisle, söz konusu hükümlerin mutlak emredici hüküm olarak kabul edilmesi gerektiği görüşü ileri sürülmüştür⁴⁷⁸.

Kanaatimizce buraya kadar tahlil ettiğimiz ayrılma hakkına ilişkin özellikler, hakkın mevzuatta düzenleniş şekli ve karakteri göz önüne alındığında bu “son” görüşe üstünlük tanımak gerekir. Hakkın emredici niteliğine bağlı olarak ortaya çıkabilecek olan, hangi hükümlerin bu hakka ilişkin olarak emredici kabul edileceği

⁴⁷⁴ Emredici hüküm, kişilerin iradeleriyle yürürlüğü engellenemeyecek olan kurallar olarak tanımlanabilir. Bkz. Rona Serozan, **Medeni Hukuk, Genel Bölüm, Kişiler Hukuku**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2011, s. 96; ayrıca bkz. Şener Akyol, **Medeni Hukuka Giriş**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2006, s. 159 vd.

⁴⁷⁵ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 136.

⁴⁷⁶ Moroğlu, **Hükümsüzlük**, s. 134 vd.

⁴⁷⁷ Moroğlu, **Hükümsüzlük**, s. 59-60.

⁴⁷⁸ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 136.

husus, esas sözleşmeye ayrılma hakkına ilişkin konulabilecek hükümler vb. ilgili tüm meseleler yukarıda⁴⁷⁹ tartışılmıştır.

2. Ayrılma Hakkının İşleyişine İlişkin Hükümlerin Hakkın Emredici Karakteri Açısından Değerlendirilmesi

Ayrılma hakkının doğasından kaynaklanan özellikleri⁴⁸⁰ ve mevzuatta düzenleniş şekli⁴⁸¹ değerlendirildiğinde, hakkın kullanılabilmesi amacıyla söz konusu şartlara ilâve yeni şartlar öngörülmesi mümkün değildir. Zira hakkın pay sahibini koruyucu fonksiyonu⁴⁸² ve emredici karakteri⁴⁸³ en başta buna engel olacaktır.

Gerçekten de ayrılma hakkına ilişkin Türk sermaye piyasası mevzuatı değerlendirildiğinde, gerek SerPK m. 24 gerek de Ayrılma Tebliği hükümleri uyarınca hakkın kullanılması için pay sahipleri tarafından yerine getirilmesi gereken ilave bir şart öngörülmemiştir.

Bu açıklamamızın ışığında mevzuatta ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin hükümlerin düzenleniş tarzı ve emredici niteliği üzerinde daha detaylı olarak durmakta fayda vardır.

Bir önceki başlık altında ayrılma hakkının genel özellikleri bağlamında hakkın emredici nitelikte olduğu konusu işlenmişti⁴⁸⁴. Dolayısıyla bu durumda ayrılma hakkına ilişkin hükümlerin kapsamının daraltılmasının ya da bu hakka ilişkin bir takım hükümlerin kaldırılmasının ya da uygulanmamasının mümkün olmayacağı ortadadır. Ancak bu başlık altında değerlendirmek istediğimiz husus, mevzuatta ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin yer verilen hükümlerin yanı sıra, HAAO'larda esas sözleşmeye konulacak hükümlerle hakkın kullanımının düzenlenmesinin mümkün olup olmadığı konusudur.

Bu konuda ilk olarak ayrılma hakkının tanındığı hallerin genişletilmesi meselesi dikkate gelebilecektir. SerPK m. 23 ve 24'ün lafzının ayrılma hakkının tanındığı işlemleri sınırlı sayıda belirlemediği, buradan hareketle teorik olarak hakkın

⁴⁷⁹ Bkz. yukarıda s. 110 vd.

⁴⁸⁰ Bkz. yukarıda s. 92 vd.

⁴⁸¹ Bkz. aşağıda s. 133 vd.

⁴⁸² Genel anlamda yukarıda bkz. s. 86 vd.

⁴⁸³ Bkz. yukarıda s. 119 vd.

⁴⁸⁴ Bkz. bir önceki dpn. 483.

doğumuna sebep olan önemli nitelikte işlemlerin esas sözleşme hükümleri ile genişletilebilmesinin mümkün olduğu zaten yukarıda ayrıntılı olarak müstakil bir başlık altında incelenmişti. Dolayısıyla burada başkaca hususlara ilişkin düzenleme getirilip getirilemeyeceği üzerinde durulmalıdır.

Başkaca hususlardan kasıt ayrılma hakkının kullanma fiyatının tespitinde mevzuatta belirlenen kurallardan başka kuralların öngörülebilmesi ya da ayrılma hakkına ilişkin çıkabilecek ihtilafların halinde tahkim gibi yargı yollarının belirlenebilmesi ve benzeri meselelerdir. Elbette ki bu tür düzenlemeler esas sözleşmeye ya da onun yanı sıra pay sahipleri sözleşmesi gibi pay sahibinin ortaklıkla ilişkisini belirleyen anlaşma metinlerine hüküm konulmak suretiyle yapılabilecektir.

Bu konunun ilgili hukuk sisteminde ayrılma hakkının nasıl düzenlendiğiyle ilgili olduğu, hatta esas sözleşmeye konulabilecek hükümler konusunda ortaklıkları ne denli serbest bıraktığıyla ilgili bir sorun olduğu tespiti kanımızca da uygundur⁴⁸⁵.

Söz konusu görüş bu açıdan meseleyi üç farklı kategori altında incelemektedir.

Birinci kategori, hukuk sisteminin ayrılma hakkı konusunda esas sözleşme ile düzenleme yapılmasına cevaz verdiği durumlardır. Bu duruma örnek olarak, C.c. m. 2437-ter/3 hükmüyle ortaklıklara ayrılma hakkı kullanım fiyatını belirleme konusunda kriter oluşturma imkânı sunulması gösterebilir⁴⁸⁶. Bizim sermaye piyasası mevzuatımızda, SerPK ve Ayrılma Tebliği ve diğer ilgili ikincil düzenlemelerle ayrılma hakkına ilişkin hemen her konu detaylı olarak ve mutlak ya da nisbi emredici şekilde düzenlenmiş olduğundan kanımızca söz konusu kategoriye örnek olabilecek bir düzenleme bulunmamaktadır.

İkinci kategori, emredici mevzuat hükümleriyle düzenlenmemiş olan konularda esas sözleşmeye emredici nitelikteki çelişmeyen kayıtların konulabilmesi durumudur. Esasen burada kastedilen, kanun boşluklarının söz konusu olduğu durumlardır. Ancak bu yapılırken ilgili kanun boşluğunun bilinçli olup olmadığı, yani kanun koyucunun sorunu olumsuz yönde çözmek isteyip istemediğinin

⁴⁸⁵ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 138-139.

⁴⁸⁶ Ventoruzzo, **Withdrawal Rights**, s. 66-67.

değerlendirilmesi gerekmektedir⁴⁸⁷. Bu kategoriye örnek olarak ayrılma hakkı başvurusunun şekli hakkında düzenleme yapılması verilebilir.

Üçüncü kategori ise mevzuattaki hükümlerin içeriğinin esas sözleşme ile düzenleme yapılmasına müsait olduğu durumlardır. Mevzuatımızda bu duruma örnek oluşturabilecek düzenlemeler bulmak olasıdır. Örneğin düzen hükmü anlamında esas sözleşmeyle, Ayrılma Tebliği m. 9/6'da yer alan, ayrılma hakkının kullandırılmaya başlanacağı süre ile kullandırılma süresini düzenleyen hükmün çizdiği zaman süreleri içerisinde kalınmak şartıyla hakkın kullanıma başlanılabileceği ve kullandırılacağı sürelerin net gün sayısı olarak kesin şekilde belirlenmesi mümkün olabilir⁴⁸⁸.

Diğer bir örnek olarak Ayrılma Tebliği m. 9/5 hükmü gösterilebilir. Söz konusu hüküm uyarınca ayrılma hakkının maliyet veya oran şartlarına bağlı olarak kullandırılması söz konusudur. Kanımızca bu hükümden yola çıkılarak esas sözleşmede genel geçer bir kural olarak, ayrılma hakkının, ancak talebin belirlenen pay oranını geçmemesi veya talepte bulunan pay sahibinin belirlenen sayıyı geçmemesi halinde kullandırılabilmesi kararlaştırılabilir.

Netice itibarıyla Türk sermaye piyasası mevzuatı açısından konuya yaklaştığımızda, ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin olarak, fiyatın tespitini düzenleyen SerPK m. 24/1 ve Ayrılma Tebliği m. 10/1 hükümleri açık ve mutlak emredici şekilde düzenlenmiş olup, bu hükümlerde yer alan fiyata ilişkin kriterlerin ortaklık tarafından değiştirilerek farklı bir düzenleme yapılması hukuken mümkün görünmemektedir. Ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin ihtilaflarda tahkime gidilmesi ise, HMK m. 408 uyarınca ayrılma hakkının kullanımının iki tarafın iradelerine tabi olan işlerden olup olmadığı konusunda yapılacak yoruma bağlıdır. Kanaatimizce hakkın kullanım fiyatının tespiti gibi hakkın özünü ilgilendirmeyen sınırlı bir takım hususlarda tahkim şartı esas sözleşmede kararlaştırılabilecek olsa da,

⁴⁸⁷ Bu konuda detaylı değerlendirmeler için bkz. Yasemin Işıktaç, Sevtap Metin, **Hukuk Metodolojisi**, Filiz Kitabevi, İstanbul 2012, s. 228. Kanun koyucunun sorunu olumsuz olarak çözmeyi istediği durumlarda gerçek bir boşluk olmayıp bilinçli boşluktan söz edilir. Söz konusu durumun bilinçli susma olarak da adlandırıldığına ilişkin olarak bkz. Oğuzman, Barlas, **a.g.e.**, s. 103; Aynı konuda değerlendirmeler için bkz. Serozan, **a.g.e.**, s. 137 vd. Yazar tarafından boşluk çeşitleri "...Açık boşluk plan dışı "kural eksikliği" olarak belirirken ve genelde "kıyas" yoluyla doldurulurken, örtülü boşluk plan dışı "kural aksaklığı" (yetersizliği) olarak belirir ve genelde "amaca uygun sınırlama" (teleolojik redüksiyon/restriksiyon) aracılığıyla düzeltilir." şeklinde açıklanmaktadır.

⁴⁸⁸ Örneğin, "ayrılma hakkı kullanımı genel kurulun yapıldığı günün ertesi gün başlar ve on gün içerisinde sona erer" şeklindeki bir esas sözleşme hükmü öngörülebilir.

hakkın kamu hukukunu ilgilendiren boyutu ve konuya ilişkin detaylı ve emredici nitelikteki mevzuat hükümleri nedeniyle tahkim kararının emredici düzenlemelere aykırı olduğu gerekçesiyle mahkemeler nezdinde itiraza uğraması ihtimali ciddi bir olasılıktır. Bilindiği üzere HMK m. 408 hükmü uyarınca iki tarafın iradelerine tabi olmayan hususlarda tahkim şartı kararlaştırılamaz⁴⁸⁹. SerPK ve ilgili ikincil mevzuat kuralları ise, konuyu düzenleyen özel nitelikteki kanun ve ikincil mevzuat statüsündedir. Bu itibarla anılan kuralların, yatırımcı konumundaki pay sahiplerinin doğrudan hakkın kullanımına ilişkin menfaatlerini ilgilendiren böyle bir konuda aksi kararlaştırılabilir, yani doğrudan kamu düzenine ilişkin ve emredici nitelikte olmadıkları ileri sürülemez⁴⁹⁰. Dolayısıyla Türk hukuku açısından hakkın kullanımının sözleşmesel hükümlerle düzenlenmesi, işlemesi güç ve çok sınırlı bir kapsamda kalmaya mahkûm bir görüntü arz etmektedir.

⁴⁸⁹ Tahkimin butlanı hakkındaki detaylı analizler için bkz. Muharrem Balcı, **İhtilafların Çözüm Yolları ve Tahkim**, Umut Kağıtçılık, İstanbul 1999, s. 167 vd.

⁴⁹⁰ SerPK'nın ve Kurul'un yatırımcıyı koruyucu işlev görmesi ve fonksiyonları hakkın bkz. Tekin Memiş, Gökçen Turan, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2016, s. 30 vd.; Burak Adıgüzel, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Adalet Yayınevi, Ankara 2017, s. 10 vd.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRK HUKUKUNDA HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIK PAY SAHİPLERİ İÇİN ÖNGÖRÜLEN AYRILMA HAKKI DÜZENLEMELERİNİN GENEL ANLAMDA TAHLİLİ

I- HALKA AÇIK ORTAKLIKLAR HAKKINDA GENEL DEĞERLENDİRME

A. Halka Açık Ortaklık Kavramı

HAAO kavramı, esasen Anglo Sakson Hukuku'nda geniş olarak düzenlenmiş olan bir kavramdır. İngiliz Hukuku'nda *public company* olarak isimlendirilen bu ortaklık türünde paylar daha kolay devredilebilmekte, pay sahibi sayısı olarak bir üst sınır bulunmamaktadır. Yönetici sayısı asgari iki (Companies Act, m. 154), pay sahibi sayısı ise asgari bir olmak zorundadır (Companies Act, m. 123)¹.

ABD Hukuku'nda HAAO'lar, *publicly held corporation* ismiyle adlandırılmakta olup, menkul kıymetlerini halka arz etmiş olan ve pay senetleri borsada ve borsa dışındaki piyasada işlem gören ortaklıkları ifade eder².

Türk Hukukunda ise, HAAO kavramına ilk olarak 1963 ve 1964 yıllarında hazırlanan Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı'nda yer verilmiştir. Tasarının 2. maddesi hükmüne göre, HAAO, anılan kanun hükümlerine göre ya da Ticaret Kanunu hükümlerine göre kurulan ve paylarını halka arz eden AO'dur³.

Daha sonra meclis komisyonunda değiştirilen ikinci tasarının 9. maddesinde ise HAAO, halkı ortak yapmak amacıyla çıkarılan ya da çıkarılmış olan payların halka arzı için denetleme komisyonundan izin almış olan ortaklıklar olarak tarif edilmiştir. Ayrıca bu Tasarı'da ortak sayısı ellinin üzerinde olan ortaklıkların da HAAO olarak kabul edileceğine yer verilmiştir⁴.

¹ Ayrıca bkz. Sabih Arkan, "İngiliz Hukukunda Ortaklık Türleri", **Batider**, C.8, S.3, Ankara 1976, s. 109 vd; Oğuz Kürşat Ünal, **Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, Nobel Yayın, Ankara 1999, s. 32.

² Oğuz İmregün, **Amerikan Ortaklıklar Hukukunun Ana Hatları**, İÜHF, İstanbul 1968, s. 102.

³ Veliye Yanlı, **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, Beta Basım, İstanbul 2005, s. 23.

⁴ Sami Karahan, "Halka Açık Anonim Ortaklık Statüsünün Kazanılması", **Batider**, C. 21, S. 2, Ankara 2001, s. 27.

1981 yılında yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda ise, ayrıca HAAO tanımına yer verilmemiştir⁵.

Şu var ki, 1992 yılında SerPK'da değişiklik yapılmış ve m. 3'te HAAO'nun tanımına yer verilmiştir. Buna göre HAAO, pay senetleri halka arz edilmiş olan ya da halka arz edilmiş sayılan AO'lardır (2499 sayılı SerPK m. 3/g). Yine aynı Kanun'un 11/1 maddesi uyarınca pay sahibi sayısı 250'yi aşan AO'ların payları halka arz edilmiş kabul edilir ve bu ortaklıklar da HAAO hükümlerine tâbi olur.

Nihai olarak, yürürlükteki 6362 sayılı SerPK m. 3/1-e hükmü de, HAAO'yu, pay senetleri halka arz edilmiş olan ya da halka arz edilmiş sayılan AO'lar şeklinde tanımlayarak, mülga kanundaki tanımı muhafaza etmiştir. Mer'i Kanun, mülga Kanun'dan farklı olarak, kitle fonlaması⁶ suretiyle halktan para toplayanlar hariç olmak üzere pay sahibi sayısı 500'ü aşan AO'ların yanı sıra pay sahibi sayısı en az beş yüz olan kooperatif veya kooperatif birliklerinin çoğunluk payına sahip olduğu, AO'ların da ayrı ayrı ya da aynı kooperatif veya kooperatif birliği tarafından pay sahibi çoğunluğuna sahip olunması durumunda toplamda yıllık en az elli milyon Türk lirası satış hasılatı gerçekleştirme şartına bağlı olarak HAAO hükümlerine tâbi olacağı, ayrıca payları borsada işlem gören AO'ların da HAAO olarak kabul edileceği hükmüne yer vermiştir⁷ (SerPK m. 16/1 ve m. 16/3).

B. Halka Açık Anonim Ortaklık Statüsünün Kazanılması

SerPK m. 3/1-e hükmü uyarınca HAAO, kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç payları halka arz edilmiş olan ya da arz edilmiş sayılan AO'dur. Bu hükümden de anlaşıldığı üzere, kanun koyucu tarafından halka açıklık statüsünün kazanılması için iki farklı usul öngörülmüştür. Bunlar, paylarının halka arz edilmesi, diğeri ise, paylarının halka arz edilmiş sayılması durumudur. Bu

⁵ eSerPK 11. madde hükmünde ve III. bölüm başlığında “menkul kıymetleri halka arz olunan anonim ortaklıklar” ve “hisse senetleri halka arz olunan anonim ortaklıklar” şeklinde iki tür ortaklığın bahsi geçtiği eklenmelidir.

⁶ 05.12.2017 tarih ve 30261 sayılı RG'de yayımlanan 28.11.2017 tarihli ve 7061 sayılı Kanun ile SerPK'ya giren kitle fonlaması kavramı “*bir projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla Kurul tarafından belirlenen esaslar dâhilinde bu Kanunun yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplanmasını ifade eder.*” şeklinde SerPK m. 3/1-z'de tanımlanmıştır.

⁷ Pay sahibi sayısı en az beş yüz olan kooperatif ve kooperatif birliklerinin pay çoğunluğuna sahip oldukları AO'ların satış hasılatı şartına bağlı olarak HAAO hükümlerine tabi olmasına ilişkin değişiklik 7061 sayılı Kanun ile yapılmıştır.

tasnif şekli aynı zamanda HAAO'ların iki farklı türüne de işaret etmektedir. Bu nedenle aşağıda bu konu ele alınacaktır.

1. Payları Halka Arz Edilmiş (veya Edilen) Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz

Bu tür ortaklıklar için açık bir tanımlamaya SerPK'da yer verilmemiş olup, hangi AO'ların paylarını halka arz etmiş HAAO statüsünde olduğu bu konuda belirleyici kavram olan halka arz kavramından yola çıkılarak ifade edilebilir⁸.

Halka arz kavramının, SerPK m. 3/1.f.'de "*Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı*" ifade ettiği belirtilmiştir.

Halka arz için sermaye piyasası araçlarının satın alınması için halka her türlü yoldan çağrıda bulunulması gerekmektedir. Kanun metnindeki halk tabirinin önceden bilinmeyen çok sayıda kişiyi ifade ettiği söylenebilir⁹.

Söz konusu çağrı, yazılı veya görsel medya aracılığıyla, yazılı veya sözlü olarak yapılabileceği gibi el ilânı, broşür ve kataloglar dağıtılması, ilânların panolara ve billboardlara asılması, internetten ilân verilmesi yoluyla da gerçekleştirilebilir¹⁰. Çağrıyı kimin yapacağı da önem arz etmez¹¹. Sermaye artırım sonucu AO'nun kendisi çağrıda bulunabileceği gibi mevcut pay sahipleri de ellerindeki pay senetlerinin satın alınması için çağrıda bulunabilirler.

Öte yandan eSerPK'nın halka arzı tanımlayan 3.c. maddesinde halka arz, yukarıdaki tanımın yanı sıra daha detaylı olarak; "*halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; bu Kanuna göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı*" şeklinde ifade edilmiştir.

⁸ Aynı yöndeki değerlendirme için bkz. Çetin, Töremiş, Cantimur, **a.g.e.**, s. 46.

⁹ Vural Günal, **Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri**, İMKB, İstanbul, 1997, s. 169. Doktrinde yapılacak olan bu çağrının hiçbir kayıtlama olmadan umuma yöneltilmiş olmasının gerekmediği, HAAO'nun pay sahiplerine, çalışanlarına, belirli bir grup kişiye yapılmasının da mümkün olduğu ifade edilmiştir. Bu açıdan bkz. Sabih Arkan, **Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimleri**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1976, s. 16 vd.

¹⁰ Ünal, **Sermaye Piyasası**, s. 23.

¹¹ Yanlı, **HAAO**, s. 28.

Halka arzın hukuki niteliği konusunda doktrinde temel olarak iki farklı yaklaşım bulunmaktadır. Birinci yaklaşıma¹² göre, halka arz öneriye¹³ davet niteliğindedir. Diğer yaklaşıma göre, halka arz öneri niteliğindedir. Ancak bu yaklaşımlardan halka arzı “öneri” niteliğinde gören yaklaşımın baskın görüş olduğunu söyleyebiliriz¹⁴.

2. Payları Halka Arz Edilmiş Sayılan Halka Açık Anonim Ortaklıklar

SerPK m. 16/1 hükmü uyarınca, kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayanlar hariç pay sahibi sayısı beş yüzü geçen ya da payları borsada işlem gören AO’lar HAAO statüsüne sahip olurlar. Bunlara ilaveten yukarıda değinildiği üzere, SerPK’da yapılan değişikliklerle aynı maddeye eklenen 3. fıkra hükmü uyarınca pay sahibi sayısı en az beş yüz olan kooperatif veya kooperatif birliklerinin çoğunluk payına sahip olduğu AO’ların da ayrı ayrı ya da aynı kooperatif veya kooperatif birliği tarafından pay sahibi çoğunluğuna sahip olunması durumunda toplamda yıllık en az elli milyon Türk lirası satış hasılatı gerçekleştirme şartına bağlı olarak HAAO statüsüne sahip olacakları kararlaştırılmıştır. Ayrıca bu ortaklıkların payları halka arz edilmiş varsayılır.

Mülga SerPK’daki HAAO’lık statüsü için öngörülen ikiyüz elli pay sahibinin geçilmesi ölçütü, meri SerPK ile beş yüze çıkarılmış olup, mülga kanundan farklı olarak sayı kriteri yükseltilmiştir¹⁵. Kitle fonlaması ve kooperatiflerin çoğunluk pay sahibi olduğu AO’lara ilişkin düzenlemeler kanuna sonradan eklenmiş olup değişiklik yapan kanunun gerekçesinde ise, sadece kitle fonlamasına ilişkin açıklamalar yer almıştır¹⁶. Buna göre kitle fonlaması yoluyla halktan para toplayan

¹² Sevinç Akbulak, Yavuz Akbulak, **Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**, Beta Basım, İstanbul 2004, s. 23; Tolga Ayoğlu, **Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2008, s. 84.

¹³ Her ne kadar bu başlık altında referans yapılan eski tarihli kaynaklarda mülga BK’da yer alan icap kavramı kullanılmış olsa da, söz konusu kavram tarafımızca yürürlükteki 6098 sayılı TBK’nın tercih ettiği dil doğrultusunda öneri olarak değiştirilmiştir.

¹⁴ Mehmet Somer, **Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerinde Etkileri**, Kazancı Huk. Yay., İstanbul 1990, s. 95; Yılmaz Ulusoy, **Sermaye Piyasası Kanunu Yorum ve Açıklaması**, Olgaç Matbaası, Ankara 1981, s. 33; Mustafa İhtiyar, **Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, Beta Basım, İstanbul 2006, s. 122, dpn. 16.

¹⁵ Karş. 2499 sayılı SerPK m. 11/1. Ayrıca bkz. Çetin, Töremiş, Cantimur, **a.g.e.**, s. 46.

¹⁶ Bkz. 7061 sayılı Kanun Madde Gerekçeleri, Madde 109’daki açıklamalar.

AO'ların HAAO sayılmamasının sebebi, anılan ortaklıkların HAAO'lara nazaran oldukça küçük ölçekte olmaları, bu durumdaki ortaklıklardan HAAO'daki kurumsal yapının beklenemeyeceği yaklaşımıdır. Zira gerekçedeki açıklamalara bakıldığında kitle fonlaması yoluyla ancak belirli büyüklüklerin altında finansman sağlanmaktadır ve bu finansman şekli sermaye piyasası aracı ihracıyla kıyas edilemez. Her ne kadar kitle finansmanı, özel bir amaçla ihdas edilmiş sermaye piyasası aracı ihracına alternatif bir yöntem olsa da, HAAO sayılma için pay sahibi sayısı kriterini kabul ettikten sonra bunu karşılayan bir takım AO'ların bundan istisna edilmesi çelişkili bir görüntü arz etmektedir.

Pay sahibi sayısının halka açıklık ölçütü olarak belirlenmesi, doktrinde, alacaklılar ve ortaklık bakımından güvensiz bir ortamın doğmasına neden olabileceği değerlendirilmesi yapılarak eleştirilmiştir¹⁷. Söz konusu eleştiriye göre; menkul kıymetleri fiilen halka arz edilmemiş olan bir ortaklığın sadece pay sahibi sayısı baz alınarak söz konusu statüye dahil edilmesi neticesinde halka arz sayılmayan yollarla ikincil piyasada yapılacak satışlarla pay sahibi sayısı farklılık gösterebilecek, böylelikle de ortaklığın halka açıklık statüsü bir faaliyet dönemi içerisinde birkaç kez değişikliğe uğrayabilecektir.

Yine, SerPK m. 16/1 hükmü uyarınca bir yenilik olarak, halka açık statüsünde sayılan ortaklıklara Kurul kaydına alındıktan sonra en geç iki sene içerisinde paylarının borsada işlem görmesi zorunluluğu getirilmiştir. Ayrıca anılan zorunluluğa uymayan ortaklıkların paylarının re'sen borsada işlem görmesi veya halka açık ortaklık statüsünden çıkarılması için çağrı yapılarak ortak sayısının SerPK'daki sınırın altına düşürülmesi gibi önlemleri almak hususunda Kurul'a yetki verilmiştir. Ancak söz konusu yükümlülükten kooperatif veya kooperatif birliklerinin çoğunluk pay sahibi olduğu AO'lar istisna edilmiştir.

Öte yandan, aynı madde hükmü uyarınca ve mülga kanun hükmüne nazaran bir yenilik olarak payları borsada işlem gören AO'ların HAAO statüsünde kabul edilecekleri ifade edilmiştir. Sonradan yapılan kooperatiflere ve kitle fonlamasına ilişkin düzenlemeler hariç olmak üzere söz konusu iki yeni hükme ilişkin gerekçede, bu değişikliklerin nedeni olarak; bir yandan AB mevzuatında yalnızca payları

¹⁷ Ayrıntılı değerlendirmeler açısından bkz. Arkan, **Yüzden Fazla Ortağı Bulunan AO**, s. 369.

borsada işlem gören AO'ların HAAO olarak kabul görmeleri, anılan şekildeki düzenleme ile bu mevzuata uyumun amaçlandığı, diğer yandan da büyük çaplı ortaklıklara yatırım yapan pay sahiplerinin korunması, denetim ve gözetimin daha etkin olduğu bir yapıya geçilmesinin hedeflendiği açıklanmaktadır. Kanaatimizce de söz konusu yeni düzenlemeler bu amaca hizmet edebilecek niteliktedir. Zira pay sahibi sayısı nedeniyle halka açıklık statüsünün kazanılması esasen uluslararası standartlarla uyumlu olmayıp, bu konumdaki ortaklıkların bir an önce daha etkin gözetim ve denetimin sağlandığı borsa AO haline gelmeleri yatırımcı durumundaki pay sahiplerinin lehinedir. Konuya bu açıdan yaklaşıldığında en az beş yüz pay sahibine sahip kooperatiflerin veya kooperatif birliklerinin çoğunluk pay sahibi olduğu AO'ların HAAO sayılması, üstelik söz konusu ortaklıkların SerPK m. 16/3'de ifade edildiği üzere, borsada işlem görmek için SerPK m. 16/2 uyarınca başvuru zorunluluğundan ve buna ilişkin Kurul'un idari tedbirlerinden istisna edilmesi, uluslararası mevzuatla çelişen ulusal bir düzenleme görüntüsü vermektedir.

Öte yandan doktrinde AO'nun pay sahibi sayısı uyarınca halka açık AO statüsünü kazanmasına ilişkin olarak, bu durumun sadece tek bir pay sahibinin çoğunluğun aksi yöndeki iradesine rağmen paylarını halka açıklık statüsünü kazandıracak sayıda pay sahibine satması yoluyla gerçekleşip gerçekleşmeyeceği meselesi tartışma konusu olmuştur.

Bu konuda bir görüş¹⁸ tarafından tek bir pay sahibine hukuken bu imkânın sağlanmasının AO'nun temel yapısı ve çoğunluk ilkesine aykırılık oluşturacağı ve böyle bir durumun gerçekleşmesi halinde çoğunluğun aksi yöndeki iradesinin hiçe sayılmış olacağı tespiti yapılmıştır. Bu nedenle -bizim isabetli bulmadığımız bir yaklaşımla- çoğunluğun başlangıçta ya da sonradan onay vermesi gerekir. Söz konusu görüş uyarınca nama yazılı payların pay sahibi tarafından bu şekilde devri halinde yönetim kurulu esas sözleşmede bağlam hükmü bulunmasa dahi devrin pay defterine kaydını reddedebilmelidir. Hamiline yazılı pay senetleri açısından, ise bu halka açılma onayının daha baştan verildiği kabul edilmelidir. Bizce bu şekilde kanunen öngörülmeleyen bir devir kısıtlamasının kabul edilmesi hem TK'nın AO'larda

¹⁸ Ünal Tekinalp, "İki Güncel Sorunun Çözümünde Teorik Yaklaşım Denemesi: AO Tipi İçinde Sınıf Değiştirme- Kayıtlı Sermaye Sisteminde Çıkarılan Sermayenin Tescilinin Hukuki Niteliği", **Batider**, C. XVII, S. 2, Aralık 1993, Ankara, s. 32-33.

pay devrini düzenleyen hükümlerine (TK m. 489- m. 501) açıkça aykırı olacak hem de AO'larda câri olan pay devir sebestisi ilkesini de ihlal etmiş olacaktır. Kaldı ki, pay sahibi tarafından AO'nun sınıfını değiştirecek ve ona çoğunluğun aksi yöndeki iradesine rağmen halka açıklık statüsü kazandıracak kötü niyetli tasarrufların, TMK m. 2 anlamında hakkın kötüye kullanılması yasağı çerçevesinde önlenebileceğini ifade etmemiz gerekir¹⁹. Ayrıca kanun tarafından öngörülmemiş ve AO'larda pay devrine egemen olan ilkeleri zorlayıcı nitelikte devir kısıtlaması ihdas etmek suretiyle AO'nun halka açıklık statüsü kazanmasına engel olunamayacağı doktrinde bu konuda ağırlıklı olan eğilimdir²⁰.

Yukarıda eleştirdiğimiz görüş ile aynı yöndeki bir başka görüşe göre de AO'ya halka açıklık niteliğinin verilmesinde çoğunluğun iradesine üstünlük tanınması gerekir. Zira bir AO'nun menkul kıymetlerini halka ihraç etmesi ile ortak sayısının belirli bir sayının üstünde olması farklı olgulardır²¹.

Bu görüşlerin karşısında katıldığımız başka bir görüş ise, TK'da, AO'larda pay senetlerinin devrinin kural olarak serbest olduğunu ve bunun istisnasının bağlam hükümleriyle belirlenmiş olduğunu, dolayısıyla hukuken öngörülmeyen bir devir kısıtlamasının yukarıda belirtilen görüş uyarınca getirilmesinin doğru olmayacağını ifade etmiştir²². Aynı görüşe göre, bu konuda nama yazılı pay senetleri ile hamiline yazılı pay senetleri arasında ayırım yapmak da, doğru olmayacaktır²³.

Halka arz varsayımı ile ilgili olarak doktrinde ele alınan bir diğer konu ise, pay sahibi sayısının belirlenmesinde sadece gerçek pay sahiplerinin dikkate alınması gerektiğidir.

Bu konuda çeşitli hukuki görünümeler ortaya çıkmaktadır. Öncelikle ele alacağımız hamiline yazılı pay senedi sahiplerinin kendilerinin genel kurulda temsili amacıyla senetlerinin zilyetliğini üçüncü şahıslara dağıtarak devretmeleri durumudur. İşte bu durumda, payı elinde bulunduranların sayısının görece olarak artarak

¹⁹ Teoman, **a.g.e.**, s. 46.

²⁰ Yanlı, **HAAO**, s. 42; Teoman, **Çoğunluğun İradesi**, s. 40; Ünal, **HAAO**, s. 41; Vural Günel, **Sermaye Piyasası Hukuku**, SPK, 2. Baskı, Ankara 1987, s. 23; Uşaklı, **Halka Arz**, s. 21.

²¹ Yılmaz Ulusoy, **Sermaye Piyasası**, s. 3.

²² Ömer Teoman, "Anonim Ortaklığın Hisse Senetlerinin Halka Arzulunmuş Sayılması ve Çoğunluğun İradesi", **Batider**, 1994, C. 17, S. 3-4, s. 41. Aynı yöndeki görüş için bkz. Oğuz Kürşat Ünal, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı**, Asil Yayın, Ankara 2004, s. 269.

²³ Teoman, **a.g.e.**, s. 42.

SerPK’da öngörülen sayı sınırını aşması halinde ortaklığın halka açıklık statüsünü kazanıp kazanmayacağı noktasında doktrinde bir görüş tarafından; ortaklığın sadece gerçek pay sahiplerinin dikkate alınacağı, söz konusu halin AO’nun sınıfının değişmesine yol açmayacağı değerlendirilmesinde bulunulmuştur. Zira bu halde dış ilişkide her ne kadar temsilci malik gibi görünse de gerçek malik kendisini genel kurulda temsil ettiren şahıstır²⁴. Ancak kanaatimizce böyle bir durumda gerçek pay sahibinin tespitinin nasıl yapılacağı meselesinde anılan görüş yetersiz kalmaktadır. Kaldı ki, zaten hamiline yazılı pay senedi çıkararak ortaklık bu konuda bir anlamda risk almış olmaktadır.

Tek bir payın birden fazla kişiye ait olması halinde ise, TK m. 477 hükmü ve payın bölünmezliği ilkesi karşısında söz konusu malikler tek bir malik olarak kabul edilmektedir²⁵.

Payın inançlı devir ile devredilmesi neticesinde pay sahibi sayısı nedeniyle AO’nun halka açıklık statüsü kazanıp kazanmayacağı noktasında da doktrinde; yukarıda ele alınan iki hâle benzer şekilde bu durumda da, gerçek pay sahibinin inançlı devre tâbi payı devreden pay sahibi olduğu, böylece bu yolla da pay sahibi sayısının artmış sayılamayacağı görüşü benimsenmektedir²⁶.

Pay sahibi sayısının belirlenmesi hususunda SPK tarafından yürürlüğe konan VII-128.1 sayılı Pay Tebliği m. 34/2 hükmü uyarınca;

“ortaklıklar, ortaklık pay defteri, genel kurul toplantısında hazır bulunanlar listesi, kar payı dağıtımına dair muhasebe kayıt ve belgeleri, kuruluş ve sermaye artırımında başvuran ortaklara ilişkin kayıt ve belgelerle ve ortaklığın ortaklarla ilişkilerine ait diğer işlemler sırasında herhangi bir şekilde ortak sayılarının beş yüzden fazla olduğunu belirleyebilirler.”

Hükmün ifadesinden sayılan belgelerin örnek niteliğinde olduğu, gerçek pay sahibi sayısının herhangi bir şekilde ispat edilebileceği anlaşılmaktadır. Ancak söz

²⁴ Yanlı, **HAAO**, s. 43. Bu tür devirlere doktrinde “meşru hamil görüntüsü sağlayan devir” denilmektedir. Bu hususta bkz. Mustafa Çeker, **Anonim Ortaklıkta Oy Hakkı ve Kullanılması**, Ban ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 2000, s. 263; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar 12 bs.**, s. 115, N. 189b.

²⁵ Ünal, **Sermaye Piyasası**, s. 268; Ünal Tekinalp, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, Ekonomik ve Sosyal Yayınlar, İstanbul 1982, s. 39.

²⁶ Hamdi Yasaman, **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, y.y., İstanbul 1992, s.144; Yanlı, **HAAO**, s. 143-144; Tekinalp, **Sermaye Piyasası**, s. 39.

konusu düzenleme de hamiline yazılı payların tespit edilebilmesine ilişkin güçlükleri tamamıyla önleyebilecek kapsamda değildir²⁷. Zira hükümde sayılan belge ve kayıtlar dahi hamiline payların devir durumlarını anı anına ve en güncel şekliyle yansıtamayabilir. Ayrıca ortaklık işlerine kayıtsız kalan pay sahiplerinin tespitinde anılan belgeler de yetersiz kalabilir.

Yine, aynı Tebliğ m. 34/3 hükmü uyarınca bu durumdaki ortaklıklar pay sahibi sayısı konusunda bilgi sahibi olduktan itibaren otuz gün içerisinde Kurul'a halka açıklık statüsüne kavuştuğunun onaylanması için başvurmak zorundadır²⁸.

Yukarıda bu başlık altında bahsedildiği üzere, 6362 sayılı yeni SerPK ve ilgili ikincil mevzuat uyarınca pay sahibi sayısı nedeniyle halka açıklık statüsü kazanmış olan AO'ların istisnalar dışında paylarının borsada işlem görmesi için SPK'ya başvurma zorunluluğu bulunmaktadır. Bu durum gerek SerPK m. 16/2 hükmü gerek buna ilişkin düzenleme ihtiva eden VII-128.1 sayılı Tebliğ'in m. 35 hükümleri gereğince öngörülmektedir. Aksi halde ise, SPK ortaklığın paylarının borsada işlem görmesi ya da ortaklığın halka açıklık statüsünden çıkarılması için re'sen gerekli kararları alır.

Pay sahibi sayısının beş yüzün altına düştüğü durumda yapılması gerekenler de yine 6362 sayılı yeni SerPK ve buna dayanarak hazırlanmış ikincil mevzuatla tespit edilmiştir. Buna göre; bu durumun gerek ortaklık tarafından SPK'nın II-16.1 sayılı Tebliği²⁹ m. 7³⁰ hükmü uyarınca tespit ettirilmesi neticesinde SPK'ya yapılacak başvuru, gerek de aynı Tebliğ m. 10/1 hükmü uyarınca Kurul tarafından tespit edilmesi hâlinde söz konusu ortaklık, SerPK kapsamından dolayısıyla da HAAO olma statüsünden çıkarılabilir. Pay sahibi sayısı açısından SerPK'daki kriteri

²⁷ Bu konuyla ilgili değerlendirmeler için bkz. Mustafa Halil Çonkar, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliği Sıfatının İspatlanması**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2009, s. 114 vd.

²⁸ Hükümde ortaklıklar için öngörülen diğer yükümlülükler için bkz. VII-128.1 sayılı Tebliğ m. 34/3.

²⁹ Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği, 30.12.2013 Tarih ve 28867 (Mükerrer) sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

³⁰ Madde hükmü uyarınca halka açıklık statüsünün kaybedilmesi durumu hazır bulunanlar listesi, pay defteri, kâr payı dağıtımına dair muhasebe kayıt ve belgeleri, kuruluşta ve sonrasında gerçekleştirilen sermaye artırımlarına başvuran pay sahiplerine ilişkin kayıt ve belgeler ile varsa ortaklığın pay sahipleri ile ilişkilerine dair benzer belge ve işlemlere dayanarak mahkeme tarafından atanan bilirkişi raporu ile tespit ettirilebilmektedir. Bu durumda Kurul'a yapılacak başvuru ve hazırlanacak bilirkişi raporuna ilişkin detaylar için bkz. m. 7/2 hükümleri. Öte yandan aynı Tebliğ m. 10/1 hükmü uyarınca buna ilişkin tespit Kurul tarafından yapılması halinde kanun kapsamından çıkarma için bahsi geçen belge ya da bilirkişi raporuna ihtiyaç yoktur.

karşılayan, AO'da pay çoğunluğuna sahip ve aynı zamanda satış hasılatı şartını gerçekleştiren kooperatiflerin en az pay sahibi sayısını yitirmeleri halinde ne olacağı ise mevzuat anlamında açıkta kalan bir mesele görünümündedir. Bu konuda yapılacak herhangi bir yorum ise, yine mevzuat anlamında meseleyi şüpheyeye yer vermeyecek şekilde çözmekten uzak olacaktır. Ancak kanaatimizce SerPK'da Kurul'a verilen düzenleme yapma ve idari tedbirler alma yetkisine binaen Kurul'un bu durumdaki AO'ların faaliyetlerinin durdurulmasına ve/veya HAAO statüsünden çıkarılmasına karar verebileceği görüşü savunulabilir.

II. SERMAYE PİYASASI KANUNU VE İKİNCİL MEVZUATININ AYRILMA HAKKINI DOĞURAN DÜZENLEMELERİ VE BU KAPSAMDA ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMLER

A. Genel Kapsam

AB müktesebatına ve yeni TK'ya uyum, sermaye piyasalarının gelişen ihtiyaçlarına cevap verilmesi gibi temel hedefler³¹ doğrultusunda hazırlanan ve çeşitli alanlarda mülga 2499 sayılı SerPK'ya nazaran önemli değişiklik ve yenilikleri bünyesinde barındıran 2013 tarihli 6362 sayılı yeni SerPK, sermaye piyasası araçlarına ve ihraççılara ilişkin birtakım yenilikler getirmiştir. İşte bu kapsamda değerlendirilebilecek, bir yeni müessese olarak, ayrılma hakkı AB müktesebatına uyum amacıyla ilk defa HAAO'lar bakımından düzenlenmiştir.

Bu hak sayesinde HAAO'larda önemli nitelikteki kararların alındığı genel kurul toplantılarına katılarak olumsuz oy veren ya da ortaklıktan kaynaklanan birtakım nedenlerle katılamayan pay sahiplerine, paylarını belirli şartlar altında belirlenen ortalama fiyat üzerinden ortaklığa satma imkânı tanınmıştır.

Gerekçede ifade edildiği üzere³² bu hakkın tanınması ile esasen ortaklıklarda azınlık pay sahiplerinin korunması ve paylarını borsada satma imkânı olmayan küçük pay sahiplerinin paylarına likidite sağlanması işlevlerinin yerine getirilmesi hedeflenmektedir.

³¹ SerPK, **Gerekçe**, s. 82-84.

³² SerPK, **Gerekçe**, s. 96.

Ayrıca uygulamada ortaya çıkabilecek çıkar çatışmaları ve benzeri sorunların çözüme kavuşturulması ve değişen piyasa koşullarına uyum sağlanması amacıyla Kurul'a adil bedelin belirlenmesi, ödenmesi, ayrılma hakkının kullanılmasıyla ilgili esaslar ve ayrılma hakkının doğmadığı hallere ilişkin olarak düzenleme yapma yetkisi tanınmıştır.

SPK da bu yetkisine dayanarak Ayrılma Tebliği'ni hazırlayarak yürürlüğe koymuştur. Söz konusu Tebliğ'in amaç ve kapsamı;

“a) Ortaklıkların önemli nitelikteki işlemleri, önemlilik ölçüsü de dahil olmak üzere bu nitelikteki işlemlerde bulunulabilmesi veya kararların alınabilmesi için uyulması zorunlu usul ve esasları,

b) Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin ayrılma hakkının kullanımı, ayrılma hakkının doğmadığı haller ve payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda ayrılma hakkı kullanım fiyatının hesaplanmasına ilişkin usul ve esasları,

c) Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin zorunlu pay alım teklifi yapılması ile ilgili usul ve esasları belirlemektir.”

SerPK'da ise, önemli nitelikli işlemler m. 23'te, ayrılma hakkı m. 24'te hükme bağlanmıştır. Söz konusu düzenlemede ayrılma hakkının tanındığı işlemler sınırlı sayıda olmamak üzere belirlenmiştir.

SerPK'da bu maddeler dışında ayrılma hakkı tanınan ve kanaatimizce önemli nitelikteki işlemler içerisinde kabul edilmesi gereken bir durum³³ daha vardır. Bu işleme ise, SerPK m. 33/4'te yer verilmiştir³⁴. Söz konusu hükümle, pay sahibi sayısı nedeniyle HAAO sayılan AO'ların hükümde belirtilen çoğunlukla kanun kapsamından çıkma kararı alması halinde olumlu oy vermeyen pay sahiplerine de ayrılma hakkı tanınmıştır.

Böylelikle Türk sermaye piyasası mevzuatı açısından ayrılma hakkının düzenlendiği hukuki metinler, anılan düzenlemelerden ibaret olup, aşağıda ilerleyen bölümlerde bu mevzuat doğrultusunda ayrılma hakkı incelenecektir.

³³ Görüşümüze ilişkin değerlendirmemize aşağıda “Halka Açıklık Statüsünden Çıkma” başlıklı bölümde yer verilecektir. Bkz. aşağıda s. 168.

B.Önemli Nitelikteki İşlemler

1. Mevzuattaki Düzenlenişi

SerPK m. 24/1 ve Ayrılma Tebliği m. 9/1 hükmü uyarınca ayrılma hakkı, HAAO'larda önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurullara katılıp, olumsuz oy kullanan ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahiplerine tanınmıştır.

Bunun yanı sıra anılan maddelerin ikinci fıkra hükümleri uyarınca önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılmasına haksız bir biçimde engel olunması, toplantıya usulüne uygun davet yapılmaması veya gündemin usulüne uygun bir biçimde ilân edilmemesi hallerinde, genel kurul kararlarına muhalif kalma ve muhalefet şerhini tutanağa kaydettirme koşulu aranmaksızın da pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınmıştır.

Görüldüğü üzere yürürlükteki 6362 sayılı SerPK ve ikincil mevzuat uyarınca ayrılma hakkının doğumu önemli nitelikteki işlemlere hasredilmiştir.

SerPK m. 23 ve bu maddeye dayanılarak hazırlanan Ayrılma Tebliği m. 5 hükmü HAAO'larda önemli nitelikteki işlemleri belirlemiştir. Zira m. 23/1'de, “*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.”* şeklindeki ifade ile Kurul’a önemli nitelikteki işlemlerin ve önemlilik ölçüsünün belirlenmesi konusunda yetki verilmektedir. Esasen Kurul’a bu konuda verilen geniş takdir yetkisinin yasama tekniği açısından isabetli olduğu söylenemez.

Kanun tarafından ayrılma hakkı gibi pay sahiplerinin menfaatlerini koruyan, emredici nitelikteki bir hakka neden olan önemli nitelikteki işlemler listelendikten sonra, Kurul'a, özellikle önemli nitelikteki işlemleri belirleme gibi doğrudan hak ihdas eden ve yasa koyucunun uhdesinde olması gereken kurucu nitelikteki bir yetki devredilmiş olmaktadır. Kaldı ki, bu durum uluslararası standartlarla da uyumlu değildir. Nitekim ayrılma hakkını tanıyan ve bu hakka kaynaklık eden ülke hukuklarında hakkı doğuran durumlar kanun hükümlerinde belirlenmiş olup, SerPK'daki gibi idari kurumlara hakkın doğumuna neden olacak yeni işlemler ihdas etme yetkisi verilmemiştir³⁵. İşte bu nedenle, önemli nitelikteki işlemlerin kapsamının belirlenmesi konusunda SerPK'ya nazaran daha detaylı ve kapsamlı düzenleme içeren Ayrılma Tebliği'nin "*Önemli Nitelikteki İşlemler*" başlıklı ikinci bölüm hükümlerinin esasen incelenmesi gerekir.

Tebliğ m. 5'de ise, önemli nitelikteki işlemlerin, SerPK m. 23'ten daha geniş bir liste olarak belirlendiği görülmektedir. Zira SerPK m. 23'te sıralanan önemli nitelikteki işlemler, Tebliğ m. 5 hükmünde aynı sıra ile yer almakla birlikte, m. 5'de, d bendinden sonra, "*e) İlişkili 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." denilmek suretiyle kanun maddesindeki listeye yeni öğeler eklemiş, aynı zamanda fıkranın son cümlesiyle listede yer alan bir kısım işlemin önemli sayılabilmesi için Tebliğ m. 6'da açıklanan önemlilik ölçütlerini karşılaması gerektiği ifade edilmiştir. Öte yandan söz konusu Tebliğ hükümlerinin, TK m. 330 hükmü uyarınca, hakkında özel kanun olan SerPK ile düzenleme getirilmeyen konularda uygulanacak olan TK hükümlerine uygun olması da gerekir. Bu meyanda artırımdan elde edilen fonun borçların kısmen ya da

³⁵ Bkz. aşağıda s. 139 vd.

tamamen ödenmesinde kullanılması hususunda TK'nın aynı sermaye konulmasına ya da sermayenin ancak kanunda izin verilen kısmının kullanılabileceğine ilişkin hükümlerinin uygulanması, söz konusu işlemin ancak bu hükümlerde izin verilen ölçüde yerine getirilmesi gerekmektedir³⁶. TK m. 342, bu maddenin atfıyla m. 128 ve m. 343 hükümleri AO'lara aynı sermaye konulmasını düzenlemekte olup, bu hükümler uyarınca aynı sermaye olarak konulacak değerlerin takyidatlardan âri, devredilebilir ve tasarruf edilebilir nitelikte bulunması, ilgili sicillere işlettirilmesi, değer tespitlerinin mahkeme eliyle yaptırılması gibi gerekliliklerin yerine getirilmesi gerekmektedir. Öte yandan TK m. 379 ve m. 519-523 hükümleri uyarınca, AO'nun yapacağı ödemeler neticesinde ortaklığın esas sermayesi, kanunda ve esas sözleşmede dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçeler azaltılamaz.

Ayrılma Tebliği m. 5'te sayılanlara ilâve olarak, aynı maddenin ikinci fıkrasında, “(2) 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 kabul edilerek, Kurul'a önemli nitelikteki işlemleri belirleme konusunda geniş bir takdir yetkisi verilmektedir.

Yukarıda ele alınan Tebliğ hükümleri değerlendirildiğinde, önemli nitelikteki işlemlerin, Tebliğ hükümleri uyarınca üç kategoriye ayrıldığı tespitinde bulunulabilir.

³⁶ Özel kanunlarda AO'ya ilişkin yer verilen hükümlerin uygulanmasında TK m. 340 ile TK m. 330 lafzı arasındaki çelişkinin TK m. 330 hükmüne öncelik tanınarak giderilebileceği, yani esas sözleşmeye özel kanunlar uyarınca konulan hükümlerin geçerli kabul edilmesi yönündeki değerlendirme için bkz. Feyzan Hayal Şehirali Çelik (İsmail Kırca /Çağlar Manavgat), **Anonim Şirketler Hukuku C. 1 Temel Kavram ve İlkeler Kurulu Yönetim Kurulu**, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara, 2013, s. 168-172. Ancak aynı sermayeye ilişkin olarak açıklama getirdiğimiz Tebliğ hükümleri sadece ikincil düzenlemede yer verilmiş hükümler olup, işaret ettiğimiz TK- özel kanun hükmü farklılığı söz konusu olduğunda TK hükümlerine aykırı özel kanun hükmünün uygulanması tartışması ile doğrudan ilgili değildir. Kaldı ki, bu tartışma TK. m. 340'ın lafzından ötürü zaten esas sözleşmeye konulacak hükümlerle ilgilidir. Ancak TK'dan daha sonra yürürlüğe girmiş özel kanun olan SerPK hükümleri ve buna dayanak ikincil düzenlemelerin HAAO'lar açısından uygulanması konusunda kanımızca tereddüt bulunmamalıdır. Nitekim TK'dan sonra yürürlüğe girmiş olan özel kanun olarak TK'ya nazaran SerPK'nın öncelikli olarak uygulanması gerektiği konusunda bkz. Bektaş, **Ayrılma Hakkı**, s. 760, dnp. 26.

Bunlardan birincisi, doğrudan önemli nitelikte sayılan işlemlerdir. Bu işlemler, Tebliğ m. 5/1'de sıralanan; birleşme, bölünme işlemlerine taraf olunması, tür değiştirme ve sona erme kararı alınması (m. 5/1.a), imtiyaz öngörülmesi ve mevcut imtiyazların kapsam ve konusunun değiştirilmesi (m. 5/1.ç), borsa kotundan çıkma (m. 5/1.d), bedelli sermaye artırımlarında nakit sermaye koyma borcunun, ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlara mahsup edilmek suretiyle ödenmesi (m. 5/1.f), bedelli sermaye artırımlarında artırım tutarının mevcut sermayeyi aşması ve bu tutarın ilişkili taraflara olan ve nakit dışı varlık devirlerinden kaynaklanan borçların ödenmesinde kullanılacak olmasıdır (m. 5/1.g). SerPK m. 33/4'te ifade edilen özellikli ayrılma hakkı tanınan halka açıklık statüsünden çıkma işlemini de bu kategoride görmemiz gerekir.

İkinci olarak, Tebliğ m. 6'da yer verilen önemlilik ölçütünü karşıladığı takdirde önemli nitelikte sayılan işlemler gelmektedir. Bunlar ise, yine Tebliğ m. 5/1'de sıralanan; ortaklığın malvarlığının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya kiraya vermesi veya malvarlığının tümü veya önemli bir bölümü üzerinde aynı hak tesis etmesi (m.5/1.b), faaliyet konusunu tümüyle veya önemli ölçüde değiştirmesi (m.5/1.c), ilişkili taraflarından önemli ölçüde mal varlığı edinmesi veya kiralaması (m.5/1.e) işlemleridir.

Bunlara ilâveten üçüncü bir kategori olarak da, Tebliğ m. 5/2'de yer verilen, yukarıdaki açıklanan iki kategorideki işlemlerden olmadığı halde, Kurul tarafından önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilebilecek, 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 gelmektedir. Esasen m. 5/2 hükmü, ayrılma hakkının düzenlenmesinde sınırlı sayı prensibinin tercih edilmediğini göstermektedir. Bu kategorideki işlemler doğal olarak Tebliğ'de yer almamakta olup aşağıda³⁷, ayrılma hakkına ilişkin olarak kanun ve ikincil mevzuatta düzenlenen önemli nitelikteki işlemleri incelerken yapmış olduğumuz gruptandırma da ayrı bir başlık altında incelenmeyecek, ancak işlem bazında gerek

³⁷ Bkz. aşağıda s. 198, 200.

görüldüğü yerlerde tartışılacaktır. Zira mevzuatta yer verilenler dışındaki çok farklı türdeki işlemlerin bu kategoriye dahil edilme ihtimali her zaman bulunmaktadır.

Ancak Tebliğ m.5'te listelenen ve özellikleri belirlenmiş olan önemli nitelikteki işlemlerin tamamı ayrılma hakkının kullanılmasına yol açmamaktadır. Aşağıda detaylı olarak inceleneceği üzere, ayrılma hakkının geniş şekilde tanınmamasının arka plânında, kullanılabilme imkânı tanınması halinde, ayrılma hakkı nedeniyle yapılacak ödemelerle ortaklığın ekonomik durumunun çok daha fazla yara almasının önlenmesi düşüncesinin bulunduğu, ayrıca ortaklığın *affectio societatis* unsurunun daha geniş kapsamda zarar görmesinin önlenmesi gibi amaçların güdüldüğü ifade edilebilir³⁸. Tebliğ düzenlemesi uyarınca, söz konusu işlemlerden bir kısmı ayrılma hakkının kullanılmasına neden olmakta olup, bir kısmı da yine Tebliğ hükümleri (m. 11, 12) uyarınca ayrılma hakkından muaf tutulmuş ve bu işlemler için pay alım zorunluluğu öngörülmüştür. Bir kısım durumlarda ise, ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikteki işlem gerçekleştiriliyor olsa da, durumun özelliğinden ötürü ayrılma hakkının doğmadığı kabul edilmiştir (Ayrılma Tebliği, m. 12). İnceleme planımız gereği aşağıda öncelikle anılan mevzuat gereğince, doğrudan önemli nitelikte kabul edilerek ayrılma hakkı tanınan işlemler, doğrudan önemli nitelikte kabul edildiği halde Tebliğ düzenlemesi ile pay alım teklifine tabi tutulan işlemler, önemlilik kriterini karşıladığı takdirde önemli işlem kabul edilerek ayrılma hakkı tanınan işlemler, devamında ise, ayrılma hakkından Tebliğ düzenlemesi ile istisna tutulan önemli nitelikteki işlemler ve son olarak da önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alınması konuları detaylı olarak ele alınacaktır.

2. Doğrudan Önemli Nitelikte Kabul Edilerek Ayrılma Hakkı Tanınan İşlemler

a. Birleşme

Hukuki tanım olarak birleşme, birden fazla ticaret ortaklığının malvarlığı tasfiye edilmeksizin içlerinden birinde veya yeni kurulan bir ortaklıkta birleşmeleri

³⁸ Benzer kaygıların söz konusu olduğu seçimlik ayrılma akçesini talep hakkı bakımından örnek ve açıklamalar için bkz. aşağıda, s. 127, 134.

ve birleşen ortaklık pay sahiplerinin/ortaklarının belirli bir değiştirme ölçüsüne göre yeni ortaklıktan pay almasıdır³⁹.

Önceki açıklamalarımızda⁴⁰ da ifade ettiğimiz üzere ayrılma hakkının ortaya çıkmasına neden olan işlem birleşme işlemi olmuştur. Güncel olarak da birleşme, bu hakkın tanındığı tüm hukuk düzenlerinde ayrılma hakkının tanınmış olduğu temel bir işlem niteliğindedir.

Ayrılma Tebliği'nde de birleşme, HAAO'larda ayrılma hakkının doğrudan tanındığı önemli işlemler kategorisi içerisinde yer almıştır. Bunun için HAAO'nun birleşme işlemine taraf olması yeterlidir.

Burada söz konusu olan birleşme işlemi, yukarıda tanımlı verilen, teknik ve gerçek anlamda birleşmedir. Bu tür bir birleşmede esasen üç unsurun bir arada bulunması gerekir. Bunlar; malvarlıklarının birleşmesi, tasfiye yapılmaması ve birleşen ortaklıkların pay sahiplerine belirli oranda pay ya da ayrılma akçesi⁴¹ verilmesidir⁴². Bu unsurları bir arada sağlamayan gerçek olmayan veya birleşme benzeri olan birleşmeleri TK anlamında birleşmeden ayırmak gerekir. Zira bu tür birleşmelere birleşme hükümleri uygulanmaz.

Gerçek olmayan birleşme, bir ticaret ortaklığının işletmesinin devralınıp, devralma bedelinin, işletmesi devralınan ortaklığın tasfiyesi neticesi oluşacak tasfiye paylarının verilmesi suretiyle ödenmesi halinde söz konusu olur⁴³.

³⁹ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 681, N. 24-03; Fena İpek Kayalı, **Türk Ticaret Kanunu'na Göre Birleşmeler**, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2014, s. 8-9. Benzer tanımlar için eTK bağlamında bkz. Hikmet Sami Türk, **Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi**, Ban. ve Tic. Araş. Ens., Ankara, 1986, s. 37; Hayri Domaniç, **Anonim Ortaklıklar**, s. 1497; Vildan Şimşek, “**Türk Ticaret Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşmesi**”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2010, s. 21; Tekinalp, (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar 12. bs.**, s. 109 vd., N.144a, 145a vd.; Yasaman, **Birleşme**, s. 5, 32 vd.; Yanlı, “**Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Anonim Şirket Birleşmeleri**”, **Şirket Birleşmeleri**, Ed. Haluk Sumer, Helmut Pernsteiner, İstanbul, Alfa Yayınları, 2004, s. 77; Akbilek, **a.g.e.**, s. 28 vd.; Çelik, **Çıkarılma**, s. 258 vd.; Güven, **Rekabet**, s. 81 vd.; Al Kılıç, s. 22 vd., 46 vd.; Ulusoy s. 24 vd.; 24 vd.; Yeşiltepe, **Çıkarma**, s. 158; Keşli, **a.g.e.**, s. 159 vd.; Lengauer, **a.g.e.**, s. 78 vd.; Boyacıoğlu, **Konzern Kavramı**, s. 265.

⁴⁰ Bkz. Bölüm I/II.

⁴¹ Bu çalışmanın başından itibaren açıklamalarımızda ifade ettiğimiz ve özellikle “birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesini talep hakkı” başlığı altında detaylı olarak ele aldığımız üzere birleşme sözleşmesinde yer verilen seçimlik ayrılma akçesi ile SerPK mevzuatında yer verilen ayrılma hakkı farklı müesseselerdir.

⁴² Bahtiyar, **Ortaklıklar**, s. 61-62.

⁴³ İsviçre doktrininde geliştirilmiş bir birleşme türü olup, Türk uygulamasında da rastlanılmaktadır. İsviçre hukukunda benzer bir tanımlı için bkz. Alexander Vogel vd., **FusG Kommentar**, 2., überarbeitete Auflage, Orell Füssli, Zürich 2012, s. 60.

Birleşme benzeri⁴⁴ birleşmede ise, bir ticaret ortaklığının payları başka bir ticaret ortaklığı tarafından iktisap edilmekte, ancak devralınan ortaklığın pay bedelleri, devralan ortaklık payları verilmek suretiyle ödenmektedir⁴⁵.

HAAO'larda birleşmeye TK hükümlerinin yanı sıra, ilgili özel mevzuat olması nedeniyle SerPK m. 23/1.a, m. 24-27 hükümleri, SPK'nın II-23.2 no'lu Tebliği⁴⁶ ve Ayrılma Tebliği hükümleri öncelikli olarak uygulanır. Dolayısıyla TK'nın birleşmeye ilişkin hükümlerinin de konumuzla ilişkili olarak incelenmesinde fayda olduğunda tereddüt duymamak gerekir.

TK'nın birleşmeye ilişkin hükümleri incelendiğinde, ticaret ortaklıklarının birleşmesinin iki farklı şekilde gerçekleşebileceği görülmektedir (TK m. 136/1)⁴⁷. Bunlar devralma şeklinde birleşme⁴⁸ ile yeni kuruluş şeklinde birleşmedir⁴⁹. Bu nedenle HAAO'ların da diğer ortaklıklarla birleşmesi ancak bu iki şekilde gerçekleşebilir. Nitekim II-23.2 no'lu Tebliğ'de m. 4(1)/a, e ve r bentlerinde bu husus ifade edilmekte ve tanımlanmaktadır.

⁴⁴ Aynı zamanda söz konusu birleşmeye İsviçre hukukunda bir kısım yazarlar tarafından *quasi fusion* da denilmektedir. Bkz. Markus Weidmann, Reto Heuberger, Abfindungs- und Dreiecksfusionen, **IFF Forum für Steuerrecht**, 2007, s. 12 vd. (Çevrimiçi), http://www.umbricht.ch/fileadmin/downloads/Abfindungs-und_Dreiecksfusionen.pdf (Son Erişim Tarihi: 20.02.2016); Theo Bachmann, **Mehrstufige Übernahmen schweizerischer Publikumsgesellschaften**, Schulthess, Zürich 1992, s. 20, 21.

⁴⁵ İsviçre doktrininde geliştirilmiş bir birleşme türü olup, Türk uygulamasında da rastlanılmaktadır. İsviçre hukukunda benzer bir tanımı için bkz. Ralph Malacrida, "Cross-Border Mergers and Migrations", **Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**, 2014, s. 122; Vogel v.d., **FusG**, s. 61.

⁴⁶ 28.12.2013 tarih ve 28865 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁴⁷ Bu iki birleşme şeklinin belirlenmesinde AET'nin ortaklıklara ilişkin birleşmeler hakkındaki 78/855 sayılı Üçüncü Yönergesi ve FusG'den yararlanılmıştır. Bkz. **TK Madde Gereklileri**, m. 136. AET'nin Üçüncü Yönergesi hakkında geniş bilgi için bkz. Şükrü Yıldız, **Avrupa Birliğinin Şirketler Hukukuna İlişkin Yayınlanmış Konsey Yönergeleri**, Atatürk Üni. Avr. Top. Araş. ve Uyg. Mer., Erzurum 2000, s. 41-51. Ayrıca bkz. Şükrü Yıldız, "Avrupa Topluluğunun Anonim Şirketlerin Birleşmesine İlişkin 9 Ekim 1978 Tarih ve 78/855/EEC Sayılı Şirketler Hukuku Üçüncü Konsey Yönergesi", **AÜEHFD**, C. 4, S. 1-2, Erzincan, 2000, s. 623-634.

⁴⁸ II-23.2 no'lu Tebliğ m.4/1-e'de; "En az bir şirketin, aktif ve pasif malvarlığı unsurlarını bir bütün olarak başka bir şirkete devrederek tasfiyesiz sona ermesini ve devrolunan şirketin ortaklarına belirli bir değişim oranına göre hesaplanacak miktarda devralan şirketin paylarının verilmesini ifade eder," şeklinde tanımlanmıştır. Doktrindeki benzer tanımlar için bkz. Nevzat Akbilek, **Anonim Şirket Birleşmelerinde Pay Sahibinin Korunması**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2009, s. 48; Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 609, N. 24-05.

⁴⁹ II-23.2 no'lu Tebliğ m.4/1-e'de; "İki veya daha fazla şirketin, aktif ve pasif malvarlığı unsurlarını bir bütün olarak yeni kurulacak olan bir şirkete sermaye olarak koyarak tasfiyesiz sona ermesini ve sona eren şirketlerin ortaklarına sahip oldukları paylara karşılık gelen belirli bir değişim oranına göre hesaplanacak olan miktarda yeni kurulan şirketin paylarının verilmesini, ifade eder" şeklinde tanımlanmıştır. Doktrindeki benzer tanımlar için bkz. Oğuz İmregün, **Anonim Ortaklıklar**, Kurtulmuş Matbaası, İstanbul 1970, s. 365; Akbilek, **a.g.e.**, s. 49; Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 609-610; N. 24-03.

TK aynı zamanda her türden ticaret ortaklığının her tür ticaret ortaklığına dönüşeceği şekilde birleşmesine cevaz vermemiştir. Buna ilişkin olarak TK m. 137 hükmü uyarınca, AO içerisinde bir sınıf olan HAAO, diğer sermaye ortaklıkları ve kooperatiflerle sınırlama olmaksızın birleşebilmekte, şahıs ortaklıklarıyla ancak devralan ortaklık konumunda olması halinde birleşebilmektedir.

Birleşme sınırlamalarına ilişkin olarak, HAAO'lar açısından öncelikli olarak uygulanacak II-23.2 no'lu Tebliğ m. 12/4 ve 5. bentleriyle de, HAAO'lar bakımından bir takım sınırlamalar öngörülmüştür⁵⁰.

İlk olarak, Tebliğ m. 12/1 hükmü, TK m. 138 hükmüne paralel bir şekilde, tasfiye halindeki ortaklıkların taraf olduğu birleşme işlemleri için, tasfiye halindeki ortaklığın malvarlığının dağıtımına başlanılmamış olması ve devrolunan ortaklık olması şartını yinelemiştir⁵¹.

TK m. 139/2'nin sermaye kaybı veya borca batıklık halinde, ortaklığın ancak sermaye kaybını ve borca batıklık durumunu karşılayabilecek tutarda serbestçe tasarruf edilebilecek özvarlığa⁵² sahip bir ortaklıkla birleşebileceğine ilişkin hükmü ise, Tebliğ m. 12/2'in geçmiş yıl zararlarını karşılayacak özvarlığa sahip olan ortaklıkla birleşebileceğine ilişkin hükmü ile büyük ölçüde benzeşmektedir.

Yukarıda ifade edilen bu sınırlamaların ihlal edildiği birleşmelerin mevcudiyeti durumunda, birleşme işlemi kanaatimizce yine de geçerli kabul edilecek

⁵⁰ “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.

(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,

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.”

⁵¹ Doktrinde TK m. 548 hükmü uyarınca ortaklığın malvarlığının dağıtımına başlanılmadan genel kurul kararı ile tasfiyeden dönülebileceği ve devam edebileceği, bu nedenle TK m.138'in devrolunan ortaklık olması şartını arayan hükmü eleştirilmektedir. Bkz Erdoğan Moroğlu, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı. Değerlendirme ve Öneriler**, 5. Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2009, s. 87.

⁵² Kavram hakkında açıklamalar için bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 693, N. 24-31.

ve bu durumda TK m. 192'nin yapısal değişikliklerin iptaline ilişkin hükümleri uygulama alanı bulacaktır⁵³. Yani, söz konusu maddenin birinci fıkra hükmü uyarınca birleşme işleminde, yukarıda açıklanan sınırlamaların ihlali nedeniyle mahkeme tarafından öncelikle giderilebilir bir eksiklik olduğu takdirde eksikliğin giderilmesine⁵⁴ ya da iptale karar verilinceye veya söz konusu davada birleşme işleminin yürütmesinin durdurulmasına mahkeme tarafından karar verilmesine kadar birleşme işlemi geçerli kabul edilecektir. Bu durumda ise, söz konusu kararların alınmasına kadarki sürede ayrılma hakkının kullanılıp kullanılmayacağı sorusuna, kanaatimizce, yürürlükteki mevzuat uyarınca kullanılabileceği cevabı verilmek gerekir. Tescilden sonra verilebilecek gecikmiş bir yürütmenin durdurulması kararı durumunda da yine aynı yaklaşımı benimsemek, yani durdurma kararına kadar hakkın kullanılabileceği sonucuna ulaşmak isabetli olacaktır. Sonradan iptal edilen işlem nedeniyle ayrılma hakkı kullanan pay sahiplerinin durumu konusunda ise, kanaatimizce, nasıl birleşme işlemi iptal edildiğinde işlemden önceki hale geri dönülmesi gerekiyorsa, ayrılma hakkını kullanıp da ödeme alan pay sahiplerinin bu ödenen tutarları sebepsiz zenginleşme hükümleri doğrultusunda iade etmeleri gerekmektedir. Hakka konu payların iyiniyetli üçüncü kişilere devredilmiş olması halinde dahi hakkı kullanan pay sahiplerinin aldıkları ödemeyi iade etmesi gerekecektir. Bu durumda hakkı kullanan pay sahiplerinin paylarını devrettikleri iyiniyetli üçüncü kişilere yöneltebilecekleri talebin yine sebepsiz zenginleşme temelli olacağı söylenebilir.

Birleşme işleminin bir diğer önemli veçhesi ise, birleşmede pay sahiplerinin korunmasıdır. Bu husus esas itibarıyla ortaklık payının devamlılığı ilkesine⁵⁵ dayandırılmaktadır. Anılan ilke uyarınca pay sahiplerine, mevcut paylarını karşılayacak oranda devralan ortaklık paylarının verilmesi zorunludur (TK m. 140/1). TK m. 141/1 uyarınca ise, *“Birleşmeye katılan şirketler, birleşme sözleşmesinde,*

⁵³ Bu konuda detaylı değerlendirmeler için bkz. Şafak Narbay, Buğra Kesici, “Ticaret Ortaklıklarında Yapısal Değişiklik Kararına Karşı Öngörülen İptal Davası Üzerine Karşılaştırmalı Bir İnceleme”, **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuk Degisi**, S. 1, 2015, s. 107 vd.

⁵⁴ Narbay, Kesici, **a.g.e.**, s. 130 vd.

⁵⁵ *“Bu ilke, devrolunan şirketin her bir ortağının, devrolunan şirketteki payının değerini karşılayacak ve şimdiye kadarki payının verdiği haklarına eşit (veya öyle kabul edilen) hakları içeren bir devralan şirket payını talep etmeye hakkı olduğu anlamına gelir.”* Bkz. **TK Madde Gereççeleri**, m. 140/1-a. Bu ilke daha çok birleşmenin toplumsal yönü ile ilgilidir. Bkz. Türk, **Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi**, s. 84.

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.”

Zorunlu olmamakla birlikte ortaklıklar, anılan hüküm uyarınca birleşme sözleşmelerinde ayrılma akçesine yer verebilirler. İşte burada söz konusu olan birleşme sözleşmesine dayanan seçimlik ayrılma akçesini talep hakkıdır. TK gerekçesinde ise, bu husus, yanlış anlaşılmaya neden olacak şekilde birleşmeye muhalif kalan pay sahibine, devredilen ortaklıktan ayrılması hakkının tanındığı şeklinde ifade edilmiş ve devamında da ortaklık payının devamlılığı ilkesi gerekçe gösterilerek ayrılmak isteyen pay sahibinin ortaklıkta tutulmasının doğru olmayacağı, modern ortaklıklar hukuku anlayışı gereği, birleşmeyi menfaatlerine aykırı gören pay sahibine seçimlik olarak böyle bir hakkın tanınmış olduğu ifade edilmiştir⁵⁶. Tezimizin başından itibaren ifade ettiğimiz üzere söz konusu seçimlik hak, ilk bölümde⁵⁷ incelediğimiz diğer başkaca hak ve hükümler gibi pay sahibinin ortaklıktan ayrılması neticesini doğurduğu halde, bu hakkı ve dayanağı m. 141/1 hükmünü, SerPK mevzuatı kapsamında incelediğimiz ayrılma hakkı olarak nitelendirmek doğru olmaz. Zira özetle ifade etmek gerekirse, ayrılma hakkı kanuna dayanan, şartları oluştuğunda kullandırılması zorunlu bir hak iken, TK m. 141/1’de yer alan seçimlik hak, ortaklık tarafından ancak istenildiği takdirde uygulama alanı bulmaktadır. Ayrılma hakkı kanuna dayanan bir hak olduğu halde, m. 141/1 hükmünde yer verilen seçimlik hak, birleşme sözleşmesine dayanan bir hak görünümündedir. Seçimlik hakkın muhatabı ortaklık iken ayrılma hakkını kullanmak pay sahiplerinin inisiyatifindedir.

Esasen II-23.2 no’lu Tebliğ m. 12/3’te bizzat TK m. 141 hükmü zikredilerek bu hükme göre birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesi öngörülmesi halinden ve bu durumun birleşme sözleşmesinde yer alabileceğinden bahsedilmiştir. Yine, aynı Tebliğ m. 9/1’e göre birleşmeye katılan ortaklık yönetim organları tarafından Tebliğ’in üç numaralı ekinde yer alan asgari unsurları içeren birleşme sözleşmesi hazırlanmasının zorunlu olduğu belirtilmiş, söz konusu ekin altıncı maddesinde ise

⁵⁶ **TK Madde Gerekçeleri**, m.141/1.

⁵⁷ Bkz. yukarıda s. 26 vd.

“Varsa TTK uyarınca öngörülen ayrılma akçesine ilişkin bilgi”denilmek suretiyle ayrılma akçesine ilişkin TK hükümlerinin uygulanacağına yer verilmiştir.

TK hükümlerinin uygulanması neticesinde birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesine yer verilmesi halinde, HAAO’nun pay sahipleri tarafından TK m. 141/1 hükmünde yer verilen bu hükmünden istifade edilecek⁵⁸, ancak kanaatimizce bu durumda SerPK m. 24 ve Ayrılma Tebliği m. 9 uyarınca pay sahiplerinin ayrıca genel kurulda birleşme kararına muhalif kalmaları şartı aranması gibi özellikle de hakkın kullanılmasına ilişkin meseleler tartışma konusu olacaktır. Konuya ilişkin detaylı açıklamalarımız aşağıda hakkın kullanımına ilişkin başlık altında yer alacaktır.

HAAO’lar açısından konuyu düzenleyen II-23.2 no’lu Tebliğ m. 12/3 hükmü⁵⁹ ise, TK m.141/1 gerekçesine⁶⁰ paralel şekilde ayrılma akçesinin nakit olarak belirlenmesinin zorunlu olmadığını, belirli şartları haiz menkul kıymet olarak verilebileceğini, ancak TK’dan farklı olarak, pay sahibinin talep etmesi halinde nakit olarak ödenmesi gerektiğini hükme bağlamıştır.

TK m.141/1’de, yukarıda ifade edildiği üzere, seçimlik ayrılma akçesi, birleşme işleminde yer verilmesi gereken zorunlu bir unsur olarak düzenlenmemiştir. Bunun tek istisnası ise, TK m. 155/2 uyarınca devralan sermaye ortaklığının devrolunan sermaye ortaklığında % 90 ve üzeri paya sahip olduğu kolaylaştırılmış birleşme işlemidir⁶¹. Oysa SerPK m. 24 ve Ayrılma Tebliği’nde birleşme, mutlak

⁵⁸ Aynı görüşte Memiş, **Konferans**, m.141’e ilişkin açıklamaları.

⁵⁹ “(3) 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 oranı ile bu fiyatın veya değişim oranının tespitinde uzman kuruluş görüşü dikkate alınır ve hesaplanan birim fiyat veya değişim oranı duyuru metninde açıklanır.”

⁶⁰ “Ayrılma akçesinin nakit olması şart değildir. Karşılık olarak başka bir şirketin payı/pay senedi veya bir diğer menkul değeri, meselâ değiştirilebilir tahvil verilebilir. Böylece, üç köşeli birleşmelere de kanunen olanak tanınmış olmaktadır.”

⁶¹ Kolaylaştırılmış birleşme, standart birleşme işlemi için kanunda öngörülmüş olan bazı işlemlerin yapılmamasına, birleşme sözleşmesi ve diğer birleşme belgelerinde yer alması gereken bazı beyanların bulunmamasına kanunen imkân tanınmasıdır. Bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 718, N. 24-91. Kanunda (TK m. 155), yalnızca sermaye ortaklıklarının birleşmesinde tanınan bu imkânın, birleşmede alacaklıların zarara uğrama olasılığı olmadığı takdirde tanındığına ilişkin açıklamalar için bkz. **TK Madde Gerekçeleri**, m. 155/1. Bu tür birleşmenin, gerekçede, İsviçre hukukundan (FusG m. 23) iktibas edildiği ifade edilmiştir. Aynı zamanda bu birleşme türü,

surette ayrılma hakkına konu olan, önemli nitelikteki işlemler arasında yer almaktadır. Ancak TK'nın aksine, Ayrılma Tebliği m. 12/1-e hükmü uyarınca kolaylaştırılmış birleşme, ayrılma hakkının doğmadığı kabul edilen işlemler arasında sayılmıştır⁶².

Ayrıca Ayrılma Tebliği m. 11/1'de yapılan değişiklik⁶³ ile devrolunan ve payları borsada işlem gören ortaklığın, payları borsada işlem görmeyen ve birleşmeye esas olan finansal tabloları itibariyle aktif toplamı daha büyük olan bir ortaklık ile birleşmesinde, devralan ortaklıkta birleşme işlemi öncesi hâkim ortak konumunda olan pay sahipleri ile bunlarla birlikte hareket edenler tarafından pay alım teklifinde bulunulması zorunluluğu getirilmiş olup, aynı Tebliğ m. 12/1.d hükmü gereği bu tür birleşmeler de ayrılma hakkından istisna edilmiştir. Bu konunun ayrıntıları aşağıda ilgili bölümde değerlendirme konusu haline getirilecektir⁶⁴.

Sermaye piyasası mevzuatında ayrılma hakkı, hem yeni kuruluş hem de devralma suretiyle birleşmelere ilişkin olarak kabul edilmiştir. Karşılaştırmalı hukukta ise, kimi ülke mevzuatlarında ayrılma hakkının tüm birleşme işlemlerinde kabul edilmediği ya da belirli şartlarla kabul edildiği görülmektedir.

Alman hukukunda birleşmeyi düzenleyen UmwG m. 29'da ayrılma hakkı, tür değiştirici birleşmelerle payları borsada işlem gören bir borsa AO'nun, payları borsada işlem görmeyen bir AO tarafından devralınması şeklindeki birleşmelerde

AB'nin 78/855/EEC Sayılı Şirketler Hukuku Üçüncü Konsey Yönergesinde (m. 24-30) ve ABD hukukunda *short form merger* ismiyle düzenlenmiştir. ABD hukuku açısından bkz. yukarıda s. 21. Kolaylaştırılmış birleşme ile ilgili detaylı değerlendirmeler açısından bkz. İpek Kayalı, **Birleşmeler**, s. 215 vd. Yazar, TK m. 155/2 hükmünde öngörülen nakdi karşılığın TK m. 141/1 hükmündeki seçimlik ayrılma akçesinden farklı olduğu, m. 155/2 hükmünde yer verilenin kanuna dayandığını ifade etmektedir. Ancak devamında yazar tarafından, katılmadığımız üzere, anılan hükümle ayrılma hakkı tanındığı şeklinde yorumda bulunmaktadır.

⁶² Kolaylaştırılmış birleşme, Birleşme Tebliği m. 13'te bir sermaye ortaklığının oy hakkı veren paylarının % 95 veya daha üstüne sahip bir HAAO tarafından devralınması halinde, HAAO'nun paylarının devrolunan sermaye ortaklığına verilmesinin gerekmediği ya da devrolunan ortaklık pay sahiplerine TK hükümleri uyarınca ayrılma akçesinin önerildiği haller için öngörülmüş olup, Tebliğ'de yer alan ve aktarmış olduğumuz bu şartlar zaten sermaye piyasası mevzuatınca ayrıca bir ayrılma hakkı tanınmasını gerektirmemektedir. Açıklandığı üzere ayrılma hakkı, yatırımcı konumundaki küçük pay sahiplerinin korunması, onların, ortaklığın maruz kaldığı önemli nitelikteki işlemler nedeniyle zarara uğramalarının önlenmesi gibi işlev ve amaçları yerine getirmektedir. Ancak söz konusu korumayı sağlayan başkaca hukuki mekanizma ve haklar da mevcut olup, korumaya değer menfaat kayıplarının söz konusu olmadığı ya da başkaca yollarla bunların önlemediği durumların istisna edilmesi isabetli görülebilir.

⁶³ Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (II-23.1.a), 27/2/2015 tarihli ve 292800 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁶⁴ Bkz. aşağıda s. 189 vd.

tanınmış, aynı türden ortaklık birleşmelerinde ise, devralan ortaklığın esas sözleşmesinde pay devrine ilişkin bir sınırlamanın olması halinde tanınmıştır.

Birleşme işleminde ayrılma hakkının düzenlenmesine ilişkin bir diğer önemli husus ise, ayrılma hakkının birleşen tüm ortaklıkların pay sahiplerine mi, yoksa yalnızca devrolunan ortaklık pay sahiplerine mi tanındığı meselesidir. Zira bu husus, kanun koyucunun ayrılma hakkı konusundaki yaklaşımı hakkında fikir vermektedir.

Alman hukukunda bu hak devredilen ortaklık pay sahiplerine tanınmıştır (UmwG, m. 29/1-1)⁶⁵. Ayrılma hakkının sadece devredilen ortaklık pay sahiplerine tanınmış olmasının nedeni, birleşmeye katılan ortaklık pay sahiplerinin, birleşme işleminden kaynaklanan menfaatlerinin aynı olmaması ve devralan ortaklık pay sahiplerine de ayrılma hakkı tanınmasının ortaklığa getireceği maliyet yükü ve dolayısıyla ortaklık menfaatlerinin de gözetilmesi gerektiği şeklinde yaklaşımlarla açıklanmaktadır⁶⁶.

ABD’de, Delaware mevzuatında ise, ayrılma hakkı hem devralan hem de devredilen ortaklık pay sahiplerine tanınmıştır (Del.GCL, m. 262)⁶⁷.

HAAO’ların taraf oldukları birleşme işlemleri için uygulama alanı bulacak, SerPK m. 24 ve Ayrılma Tebliği m. 9’da ayrılma hakkı, devralan ve devreden ortaklık ayrımı olmaksızın, birleşmeye katılan tüm ortaklıkların pay sahiplerine tanınmıştır.

He ne kadar birleşme işleminde ayrılma hakkının sadece devredilen ortaklık pay sahiplerine tanındığı hukuk sistemlerinde yukarıda değinilen yaklaşımlar etkili olmuş olsa da, birleşme işlemi, niteliği gereği devralan ortaklık üzerinde de etkili olan bir işlemdir. Zira devralma şeklindeki bir birleşmede, devralınan ortaklık tüm

⁶⁵ Bu yöndeki açıklamalar için bkz. Reinhard Marsch-Barner, **Kallmeyer, Umwandlungsgesetz**, Dr. Otto Schmidt, Köln 2006, s. 351.

⁶⁶ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 93-94.

⁶⁷ Anılan hükümde yer alan “*constituent corporation*” teriminin hem devralan hem de devredilen ortaklığı ifade ettiği yönünde bkz. Ernest L. Folk, E.P. Welch, A.J. Turezyn, **Folk on the Delaware General Corporations Law**, Boston 1994, s. 605. ABD hukukunda genelde devreden ortaklık pay sahiplerine bu hak tanınmıştır. Delaware eyaletinde, Del.GCL m. 262/b-1 hükmü uyarınca, birleşmenin devralan ortaklık pay sahiplerinin onayına sunulmadığı hallerde, devralan ortaklık pay sahiplerine ayrılma hakkının tanınmamaktadır. **Practice note, Delaware, USA**, Practical Law Corporate & Securities, Resource ID: 8-517-0205, (Çevrimiçi) <http://uk.practicallaw>, (Son Erişim Tarihi: 18.07.2014); ABD hukukunda birleşme işlemi hakkında detaylar için bkz. Esmahan Arslan, “**Türk ve ABD Hukukunda Şirket Birleşmeleri**,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2007, s. 51-102.

aktif ve pasifleri ile birlikte devralındığı için, bu ortaklığın borca batık olması ya da mali durumunun bozuk olması, haliyle devralan ortaklık mali yapısını etkileyecek, devralan ortaklık pay sahiplerine dağıtılacak kâr payı açısından ve genel anlamda mali menfaatleri zarara uğratabilecektir. Bu durumdaki ortaklık pay sahiplerine ayrılma hakkının tanınmaması eksiklik olacaktır. Ayrıca yine, TK m. 461/2’de öngörülen iştiraklerin devralınması gibi haklı sebep hallerinde devralan ortaklıktaki pay sahiplerinin rüçhan haklarının sınırlanması söz konusu olacağı için, devralma yoluyla birleşme neticesinde yapılacak sermaye artırımını sonrası mevcut pay sahiplerinin oy oranları düşecek ve bu yeni durum onlar için ortaklıkta devam konusunda isteksizlik yaratabilecektir. Öte yandan yeni kuruluş yoluyla birleşme işleminde katılan tüm ortaklıklar devredilen niteliğinde görülüp, tümünün pay sahiplerine bu hak tanınırken, devralma yoluyla birleşmede aynı imkânın sağlanmaması da tartışılabilir bir durumdur.

Netice itibarıyla sermaye piyasası mevzuatında birleşme işleminde ayrılma hakkının tanınmış olması bu hakkın amacı ve işleviyle bağdaşmaktadır. Bu işlem pay sahipleri açısından işlem temelinin değişmesi durumunun en belirgin örneklerinden biridir. Öte yandan, birleşme işleminde ayrılma hakkının tanınmış olması, işlem menfaatinin sağlanması yönünde, yani pay sahiplerinin birleşme işleminin iptali için hukuki yollara başvurmasını hukuken değilse bile pratikte, menfaatlerini tatmin etmek suretiyle bir ölçüde engelleyerek, iptali önleyici bir işlev görmektedir.

b. Bölünme

Bölünme işlemi yukarıda açıklanan sermaye piyasası mevzuatı uyarınca ayrılma hakkının doğrudan tanındığı önemli nitelikteki işlemlerden biridir (SerPK m. 23/1-a, m. 24/1; Ayrılma Tebliği m. 5/1-a). Söz konusu mevzuatın uygulanabilmesi için bölünme işleminin tarafının HAAO olması yeterli ve gereklidir. Birleşme işlemi gibi bölünme işlemi açısından SPK’nın II-23.2 no’lu Tebliği uygulama alanı bulacaktır. Ayrıca TK’nın bölünmeyi düzenleyen m. 159-180 hükümleri, HAAO’lar açısından öncelikle uygulanacak özel mevzuat olan SerPK ve II-23.2 no’lu Tebliğ’in farklı düzenleme içermediği hallerde geçerli olacaktır.

Bölünme TK’da tanımlanmamıştır. TK’da bölünmenin türleri olarak yer alan ve TK m. 159’da kavramsal açıdan açıklanan tam ve kısmi bölünmenin

unsurlarından yola çıkılarak, Tekinalp⁶⁸ tarafından “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 etmesi.” şeklinde tanımlanmaktadır⁶⁹.

TK uyarınca bölünme ancak sermaye ortaklıkları ve kooperatifler açısından söz konusu olabilir (TK m. 160). Dolayısıyla HAAO’lar da ancak bu şekildeki ortaklıklara bölünebilir.

Bölünme, birleşme işlemi gibi ayrılma hakkının kullanılmasına neden olan hallerden biri olsa da karşılaştırmalı hukuk zaviyesinden bakıldığında, birleşme gibi ortak bir ayrılma nedeni olarak düzenlenmediği görülmektedir.

Nitekim İtalya ve Kanada hukuklarında her durumda ayrılma hakkının kullanımına neden olan bir olgu olarak yer verildiği halde ABD hukukunda hakkın doğumuna neden olan haller arasında yer almamakta, Almanya ve AB hukuklarında ise, sınırlı hallerde ayrılma hakkına neden olmaktadır⁷⁰.

Türk hukukunda ise, açıklandığı üzere sermaye piyasası mevzuatında ayrılma hakkına neden olan bir olgu olarak yerini almıştır.

Bölünme yabancı hukuklarda olduğu üzere Türk hukukunda da çeşitli ölçütlere göre farklı türlere ayrılmıştır. Bu ayrım aynı zamanda ayrılma hakkı

⁶⁸ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 724, N. 25-01.

⁶⁹ Doktrinde bölünme Helvacı tarafından “Bir sermaye ortaklığının çeşitli hak sahiplerinin, alacaklılarının, çalışanlarının ve bölünmeye katılan tüm ortakların pay sahiplerinin /ortaklarının özel olarak korunarak, bir veya birden fazla sermaye ortaklığına, malvarlığının bağımsız bölümlerini külli halefiyetle devretmesi karşılığında, malvarlığı devredilen ortaklığın pay sahiplerinin devralan ortaklıklarda pay sahibi olmalarına ve devreden ortaklığın bütün malvarlığını devrettiği durumda tasfiyesiz olarak infisah etmesine bölünme denir” şeklinde tanımlanmaktadır. Bu yönde bkz. Mehmet Helvacı, **Anonim Ortaklıkların Bölünmesi (Yeniden Yapılandırma Modeli Olarak Bölünme)**, Beta Basım, İstanbul 2004, s. 36; TK madde gerekçelerinde ise, bölünme için “Bölünme, sermaye şirketlerinin ve kooperatiflerin malvarlıklarını tamamen veya kısmen kendilerinden ayırarak tasfiyesiz olarak ve kısmi külli halefiyet yoluyla başka sermaye şirketlerine veya kooperatiflere devretmeleri ve bunun karşılığında bölünen ortaklığın devralan şirketlerde ortak konumunu ipso iure elde etmeleridir.” tanımına yer verilmiştir. **TK Madde Gerekçeleri**, m. 159. Tanım için ayrıca bkz. Hakan Çebi, **Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Ortaklıkların Bölünmesi**, XII Levha Yayıncılık, İstanbul 2010, s. 26; ayrıca bkz. Cumhur Boyacıoğlu, **Konzern Kavramı**, Nobel Yayınevi, Ankara 2006, s. 225; bölünme hukuki olduğu kadar ekonomik anlamlara sahip olan da bir kavramdır. Bu açıdan bkz. Hülya Çoştan, **Bölünme**, s. 7;

⁷⁰ Bkz. aşağıda s. 151 vd.

açısından da önemlidir. Zira karşılaştırmalı hukukta, ayrılma hakkının, bölünmenin yalnızca belirli türlerine tanınmış olduğu ülke mevzuatları söz konusudur. Ancak öncelikle söz konusu bölünme türlerine ana hatlarıyla değinmekte fayda vardır.

Malvarlığı ölçütüne göre bölünme, tam ve kısmi bölünme olarak ikiye ayrılabilir. Söz konusu ayrıma TK m. 159 ve II-23.2 no'lu Tebliğ m. 4 hükmünde yer verilmektedir. Buna göre ortaklıklar ancak tam ve kısmi şekilde bölünebilir⁷¹.

Konumuz açısından önemli olan bir diğer bölünme türü tasnifi ise, bölünmede, bölünen ortaklık pay sahiplerine dağıtılan pay oranlarına göre yapılan oranların korunduğu (simetrik) ve oranların korunmadığı (asimetrik) bölünme ayrımıdır.

TK 161/2 hükmü uyarınca *“(2) Devreden şirketin ortaklarına; a) Bölünmeye katılan tüm şirketlerde, mevcut payları oranında şirket payları veya b) Bölünmeye katılan bazı veya tüm şirketlerde, mevcut paylarının oranına göre değişik oranda şirket payları, tahsis edilebilir. (a) bendindeki bölünme “oranların korunduğu”, (b) bendindeki bölünme ise “oranların korunmadığı bölünme”dir.”*

Bunların haricinde bölünmede, bir görüş tarafından dile getirilen ve bölünen ortaklığın bölünen parçasının devralma şeklinde birleşmeye tabi olmasında birleşilecek ortaklığın özelliğine göre yapılan yeni kuruluş yoluyla ve devralma yoluyla bölünme ayrımına değinmekte fayda vardır⁷². Devralan sermaye ortaklığı veya kooperatifin bölünmeden önce mevcut olması, devralma suretiyle bölünme, bölünen ortaklığın bölünmeye tahsis edilmiş parçasının bölünme için kurulmuş bulunan ortaklık tarafından devralınıp hukuken özümsemişi ise, yeni kuruluş suretiyle bölünmedir.

⁷¹ “a) Tam bölünmede, şirketin tüm malvarlığı bölümlere ayrılır ve diğer şirketlere devrolunur. Bölünen şirketin ortakları, devralan şirketlerin paylarını ve haklarını iktisap ederler. Tam bölünüp devrolunan şirket sona erer ve unvanı ticaret sicilinden silinir.” (TK m.159/1-a) .

“b) Kısmi bölünmede, bir şirketin malvarlığının bir veya birden fazla bölümü diğer şirketlere devrolunur. Bölünen şirketin ortakları, devralan şirketlerin paylarını ve haklarını iktisap ederler veya bölünen şirket, devredilen malvarlığı bölümlerinin karşılığında devralan şirketlerdeki payları ve hakları elde ederek yavru şirketini oluşturur.” (TK m. 159/1-b). Bölünmenin türleri hakkında geniş bilgi için bkz. Coştan, **Bölünme**, s. 26 vd.; Helvacı, **Bölünme**, s. 14 vd.; Çebi, **Bölünme**, s. 27 vd.; Mehmet Akugur, **Türk Hukukunda Anonim Ortaklıkların Bölünmesi**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2005, s. 17 vd.

⁷² Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 729 vd., N. 25-15; Aynı yönde bkz. Çebi, **Bölünme**, s. 28. Ayrıca bkz. dph. 79.

Ayrılma Tebliği m. 12/1-e hükmü uyarınca oranların korunduğu yeni kuruluş yoluyla bölünme ve kolaylaştırılmış usulde bölünme işlemleri ayrılma hakkından istisna tutulmuştur. Bunun nedeni olarak her iki bölünme şeklinde de, pay oranlarının ya tamamen ya da tamama çok yakın olacak şekilde korunduğu ve bu nedenle pay sahiplerinin mağdur olma riskinin oldukça azaldığı ve ortaklıktan çıkarma⁷³ gibi ayrılma hakkına alternatif hakların bulunması gösterilebilir. Ancak kanımızca söz konusu Tebliğ hükmü SerPK'nın önemli işlemleri düzenleyen 23. maddesi ve buna bağlı olarak önemli nitelikteki işlemlerde ayrılma hakkının tanınmasına ilişkin 24. madde hükümleriyle uyumlu değildir. Zira bölünme herhangi bir ayırım yapılmadan önemli nitelikteki işlem olarak kabul edilmiş ve bu nitelikteki işlemlerde ayrılma hakkının söz konusu olacağı kabul edilmiştir. Bu durumda kanun hükmüne aykırı ikincil mevzuat hükmünün uygulanmaması gerektiği de ileri sürülebilir. Diğer yandan bölünme işleminde doğal olarak sermayenin ve malvarlığının azalması söz konusu olacağından, yatırımcı konumundaki pay sahiplerinin böyle bir ortaklıkta ayrılma hakkını kullanmayı tercih etmek isteyecekleri de rahatlıkla söylenebilir. Ayrıca pay sahiplerinin konumlarında fazla değişiklik olmaması ya da hiç olmaması da sağlam bir gerekçe olamaz. Zira tür değiştirmede de bu konumda değişiklik olmamasına rağmen ayrılma hakkı tanınmıştır.

Bu konuda Alman hukuku incelendiğinde⁷⁴, ayrılma hakkının, UmwG m. 125'te, birleşmede ayrılma hakkını düzenleyen m. 29'a atıf yapılarak ve birleşmedeki düzenlemeyle paralel şekilde, tam ve kısmi bölünmelerin tümünde, bölünmenin simetrik veya asimetrik olduğuna bakılmaksızın tanınmış olduğu görülmektedir.

Ancak Alman hukukunda bölünmenin, tam ve kısmi bölünmenin yanı sıra üçüncü bir türü olarak UmwG m. 123'te yer alan ayırmada⁷⁵ ayrılma hakkı tanınmamıştır. Bunun gerekçesi olarak da payların bölünen ortaklık pay sahipleri

⁷³ Bkz. II-27.2 no'lu Tebliğ m. 5.

⁷⁴ Bölünme, Alman hukukunda, UmwG'in üçüncü bölümünde tam bölünme, kısmi bölünme ve ayırma olarak üç farklı türü içerecek şekilde düzenlenmiştir. Bkz. UmwG m. 123.

⁷⁵ Ayırma kısmi bölünmeye benzemekte olup, devredilen malvarlığı karşılığında devralan ya da yeni kurulan ortaklık payları bölünen ortaklığa geçmektedir. Ancak bu işlemin ayırd edici özelliği, malvarlığı karşılığı payların pay sahipleri tarafından değil doğrudan ortaklık tarafından iktisap edilmesidir. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 96. Tanım için ayrıca bkz. Robert Hörtnagl, (Joachim Schmitt/Rolf-Christian Straz) **Umwandlungsgesetz-Umwandlungssteuergesetz**, 6. Auflage, C.H. Beck, München 2013, UmwG § 123 Arten der Spaltung, Rn. 11-12.

tarafından değil de, bölünen ortaklık tarafından devralınması gösterilmiştir. Bu durumda bölünen ortaklığın pay sahiplerinin bu konumlarda bir değişiklik olmamaktadır⁷⁶. Ancak, Ayrılma Tebliği'nde istisna edilen bölünme türlerine ilişkin açıklamalarımızda yer verdiğimiz, pay sahibinin konumunda değişiklik olmayan tür değiştirmede dahi ayrılma hakkının tanındığı eleştirisi ve sonuç itibariyle işlem neticesinde malvarlığında azalma olması durumu burada da söz konusudur.

AB hukukunda ise, 82/891/EEC sayılı AO'ların bölünmelerine ilişkin 6. Konsey Direktifi m. 5/2 uyarınca, pay oranlarının korunmadığı bölünmelerde, üye devletler mevzuatlarında pay sahipleri için ayrılma hakkı öngörebilirler. Buna göre pay sahipleri, paylarıyla orantılı olacak şekilde ödeme yapılmasını talep hakkına sahiptirler. Ayrıca karşılığın belirlenmesinde ihtilaf halinde karşılık mahkeme tarafından belirlenir⁷⁷.

İsviçre hukukunda birleşmede olduğunun aksine bölünme sözleşmesinde ayrılma akçesini talep hakkı kanunen tanınmamıştır. Ancak doktrinde bu durum eleştirilmekte ve bu işlemde de sözleşmeye dayanan seçimlik ayrılma akçesini talep hakkının tanınması gerektiği yönünde görüşler⁷⁸ dile getirilmektedir⁷⁹.

Buna karşılık doktrinde bir görüş⁸⁰ tarafından, birleşmede söz konusu olan malvarlığı genişlemesine karşın bölünmede bu anlamda daralma söz konusu olduğu, bu nedenle de İsviçre kanun koyucusunun bu yaklaşımı benimsediği ifade edilmiştir.

⁷⁶ Schindler, **Austrittsrecht**, s. 120. Yazar tarafından bu istisna, ayırma neticesinde bölünen malvarlığı unsurunun bölünen ortaklığın malvarlığının önemli bir kısmını teşkil etmesi durumunda, bölünen ortaklık pay sahiplerinin bu durumdan olumsuz olarak etkilenmesinin olası olduğu gerekçesiyle eleştirilmektedir. Schindler, **Austrittsrecht**, s. 213.

⁷⁷ (Çevrimiçi) <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/No: L 378/49> (Son Erişim Tarihi: 07.07.2017)

⁷⁸ Bkz. Hans Caspar von der Crone v.d., **Das Fusionsgesetz**, Zürich 2004, s. 236. Glanzmann tarafından devralma şeklinde bölünmenin birleşme işleminden çok farksız olmadığı, sadece birleşmeden farklı olarak bölünen ortaklığın tamamının değil de bir kısmının devralındığı, dolayısıyla burada sözleşmeye dayanan seçimlik ayrılma akçesini talep hakkının tanınması gerektiği ifade edilmiştir. Lukas Glanzmann, "Die Kontinuität der Mitgliedschaft im neuen Fusionsgesetz", **Aktuelle Juristische Praxis**, 2004, s. 148-149.

⁷⁹ Yukarıda da değinildiği üzere devralma şeklinde bölünme ve yeni kuruluş yoluyla bölünme, bölünme türleri arasında yer alan bir ayrımdır. Buna göre devralma yoluyla bölünmede, "...bölünen ortaklığın malvarlığının tamamı veya bir kısmı mevcut ortaklık veya ortaklıklar tarafından devralınır." Yeni kuruluş yoluyla bölünmede ise "...yeni kurulan ortaklığın veya ortaklıkların sermayesinin bölünen ortaklığın aktif malvarlığından oluşması nedeniyle, devralan ortaklığa veya ortaklıklara ait tüm yükümlülükleri yeni kurulan ortaklık veya ortaklıklar ifa eder." Ayrıntılı bilgi için bkz. R. Gamze Çitçi, **"Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Bölünme"**, Yayınlanmamış Dönem Projesi, Ankara 2008, s. 57.

⁸⁰ Helvacı, **Bölünme**, s. 119.

Bu görüşe göre daralan malvarlığının söz konusu olduğu bölünmede ayrılma hakkını (birleşme sözleşmesindeki seçimlik ayrılma akçesini ayrılma hakkı olarak isimlendirmektedir) tanımak, bölünme ile güçsüzleşen ortaklığı daha da zayıflatacaktır. Özellikle de bu hakkı ağırlaştırılmış nisapların söz konusu olduğu hallerde uygulamak önemli sorunlara yol açabilecektir⁸¹. Ancak kanaatimizce pay sahibini böyle bir ortaklığa katlanmak zorunda bırakmak da adil değildir. Zira bölünme nedeniyle ekonomik anlamda güçsüzleşen ortaklık lehine ortaya konabilecek bu yaklaşım, yatırımcı konumunda olup da sadece birikimlerini değerlendirme amacındaki pay sahiplerinin lehine hiçbir dengeleyici mekanizmanın önerilmemesi anlamına gelecektir. Dolayısıyla ortaya menfaatler dengesi anlamında adaletsiz bir görünüm çıkacaktır. Buna karşılık diğer bir görüşe göre ise, bölünme ile ortaklığın önemli miktardaki malvarlığının bölünme işlemine konu olması ve geride kalan ortaklık malvarlığının pay sahipleri açısından bir anlam ifade etmemesi ya da ortaklığın tüm faaliyetlerinin bölünmeye konu edilmesi söz konusu olmaktadır⁸². Bu şekildeki önemli miktardaki varlık devrine dayanan bölünmelerin yanı sıra genel anlamdaki bölünme işlemlerinde de, gerek pay sahiplerinin bölünme neticesinde pay oranlarının korunduğu simetrik bölünme, gerek de oranların korunmadığı simetrik olmayan bölünmeler söz konusu olmaktadır. Ayrıca pay sahiplerinin bölünme neticesinde sadece bölünen ortaklıkta pay sahipliğini sürdürmesi veya sadece malvarlığının devredildiği ortaklıkta pay sahibi olduğu bölünmeler de söz konusu olmaktadır. Netice itibarıyla söz konusu görüş, tüm bu haller bir arada değerlendirildiğinde, bölünme işleminin başlı başına, bölünme neticesinde ortaklığın önemli miktardaki varlığının devri söz konusu olmasa bile, pay sahipleri için ortaklıkla ilişkileri açısından, işlem temelini etkileyecek önemde olduğu sonucuna varılması gerektiğini ileri sürmektedir. Yani ayrılma hakkı her bölünme işleminde tanınmalıdır.

Birleşme işleminde olduğu üzere bölünmede, ayrılma hakkının bölünme işlemine dâhil olan tüm ortaklık pay sahiplerine tanınıp tanınmayacağı hususu incelenmesi gereken bir konudur. Bu konu ilgili hukuk düzeninde ayrılma hakkının ne şekilde düzenlendiği ile ilgilidir. Ayrılma hakkının bölünmede devralan ortaklık

⁸¹ Karşı görüş için bkz. Çoştan, **Bölünme**, s. 88.

⁸² Sönmez, **Ayrılma**, s. 97-98.

pay sahiplerine tanınması, yeni kuruluş yoluyla bölünmede değil, ancak devralma yoluyla bölünmede söz konusu olabilir.

Bu konuda Almanya gibi bölünmede ayrılma hakkını, birleşmede olduğu üzere, pay sahipliğinin devamlılığı ilkesinin bir istisnası şeklinde düzenleyen ülke hukuklarında, hak, devralınan ortaklık pay sahiplerine tanınmıştır. Bunun sebebi olarak bölünmede de tıpkı birleşmede değindiğimiz gibi bölünen ortaklık pay sahibinin durumu ile devralan ortaklık pay sahiplerinin korunmaya değer menfaatlerinin aynı olmayacağı ve devralan ortaklık pay sahiplerinin bu açıdan korunmasına gerek olmadığı yönündeki eğilim gösterilebilir.

Ancak bölünen ortaklık pay sahibi kadar olmasa da, devralan ortaklık pay sahibi, devralma neticesinde devralınan malvarlığının aktif ve pasifiyle birlikte devralınması nedeniyle devralan ortaklık pasifinde meydana gelecek değişiklikler ve bölünen ortaklık pay sahiplerinin devralan ortaklıkta elde edeceği paylar nedeniyle ortaklıkta meydana gelecek değişikliklerden doğrudan etkilenecek ve bu durum kendisi açısından işlem temelini etkileyecek nitelikte olacaktır. Dolayısıyla bölünmede devralan ortaklık pay sahibine de ayrılma hakkının tanınması ayrılma hakkının amacıyla uyumlu olacaktır. Nitekim SerPK ve Ayrılma Tebliği'nde bölünme, HAAO'lar açısından bölünmeye taraf tüm ortaklıkların pay sahiplerine doğrudan ayrılma hakkının tanındığı işlemler arasında gösterilmiştir. Bu meyanda bölünme nedeniyle devralan ve devralınan ortaklıkların ekonomik olarak zayıflayacağı, bu duruma bağlı olarak da ayrılma hakkı tanınmasının uygun olmayacağı yaklaşımı da isabetli görülemez. Zira bölünme nedeniyle aynı zamanda sermaye ve malvarlığı azalması söz konusu olacağı için, özellikle HAAO gibi geniş bir pay sahibi çevresine sahip ve bu pay sahibi çevresi çoğunlukla yatırımcılardan oluşan ortaklıklarda, ayrılma hakkı, anılan menfaat sahiplerinin yatırımsal çıkarlarının korunması için gereklidir.

c. Tür Değişirme

HAAO'ların tür değiştirme kararı alması SerPK (m. 23/1-a, m. 24/1) ve Ayrılma Tebliği (m. 5/1-a) uyarınca ayrılma hakkının doğumuna doğrudan neden olan bir diğer önemli nitelikteki işlemdir.

TK uyarınca tür değiştirme, bir ortaklığın tasfiyeye uğramaksızın, malvarlığında bir değişiklik olmaksızın ve devredilmeksizin, ekonomik bütünlüğü ve pay sahiplerinin payları ve hakları korunarak biçim değiştirmesidir⁸³. Bu tanım TK’da yer verilen dar ve teknik anlamda tür değiştirmedir⁸⁴. TK’da şekil değiştirici tür değiştirme benimsenmiştir. Buna göre ortaklığın tüzel kişiliği ve malvarlığı aynı kalmakta ancak hukuki kılıfı değişmektedir. LO’nun AO’ya veya kolektif ortaklığın LO’ya dönüşmesi örnek olarak gösterilebilir. Bu durumda yeni ortaklık eskisinin devamı olmaktadır⁸⁵.

Geniş anlamda tür değiştirme ise, bir ticaret ortaklığının aynı ortaklarla bir hukuki biçimden diğer bir hukuki biçime geçirilmesidir⁸⁶. Ayrılma hakkına konu olan tür değiştirme ise yukarıda tanımladığımız dar anlamda tür değiştirme işlemidir⁸⁷.

Bir sermaye ortaklığı olan AO’nun sınıfı statüsündeki HAAO’lar açısından da uygulanacak, tür değiştirmeye ilişkin sınırlamalar öngören TK m. 180 uyarınca, HAAO ancak bir sermaye ortaklığına ya da kooperatife dönüşebilir. Şahıs ortaklıklarının, sermaye ortaklıklarının ve kooperatiflerin AO’ya dönüşerek ve halka açılmaya ilişkin sermaye piyasası mevzuatının gereğini yerine getirerek HAAO olması da mümkündür. Ancak aynı ortaklık türü içerisindeki sınıf değiştirmeleri tür değiştirme olarak görülmemektedir⁸⁸. Yani bir kapalı bir AO’nun HAAO olması ya da HAAO’nun kapalı AO haline gelmesi durumları tür değiştirme olarak

⁸³ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 745, N. 26-01.

⁸⁴ Tür değiştirmenin doktrinde; biçim (şekil) değiştirici tür değiştirme ve devredici tür değiştirme olarak ayrıma tabi tutulduğu görülmektedir. Biçim değiştirici tür değiştirmede mevcut ortaklık sadece şekil değiştirerek yeni türe dönüşmekte, devredici tür değiştirmede ise, eski ve yeni kurulan olarak iki ortaklık yer almakta ve eski ortaklık tür değiştirerek yeni kurulan ortaklığa devredilmektedir. Ayrıca bkz. Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 109; Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 746-747, N. 26-03/04.

⁸⁵ Bu konuda ayrıntılı açıklamalar için bkz. Bahtiyar, **Ortaklıklar**, s. 70.

⁸⁶ Abuzer Kendigelen, “Ticaret Şirketlerinde Nev’i Değiştirme, Ticaret Kanunumuzun Düzenlemesi, Tatbikat ve Doktrin Tutumu”, **Makalelerim, Ticaret Hukuku Kürsüsünde Onbeş Yıl**, Arıkan Basım, İstanbul 2001, s. 13; Ünal Tekinalp, “Ticaret Ortaklıklarında Nevi Değiştirme Kavramı ve Türk Sistemi”, **İktisat ve Maliye Dergisi**, C. 28, S. 1, 1971, s. 192; Hikmet Sami Türk, “Ticaret Ortaklıklarının Nev’i Değiştirmesine İlişkin Yargıtay Kararları”, **Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu II**, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 1985, s. 145.

⁸⁷ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar 12. bs.**, s.105, N. 165. Yazar tarafından HAAO’nun, AO’nun bir sınıfı olarak aynı zamanda geniş anlamda tip kavramına dahil olduğu, ancak kanun tarafından nev’i değiştirme ile kastedilenin dar anlamda tip olduğu, bunun da kanun tarafından emredici hükümlerle belirlenmiş ortaklıklardan ibaret olduğu ifade edilmektedir.

⁸⁸ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar 12. bs.**, s.105, N. 165.

nitelendirilemez. Ayrıca TK m. 194 uyarınca, ticaret ortaklığının ticari işletmeye dönüşmesi ya da ticari işletmenin ticaret ortaklığına dönüşmesi de tür değiştirme kapsamında değerlendirilmemektedir.

Karşılaştırmalı hukukta tür değiştirme, ayrılma hakkını doğuran ve bu niteliği ülke mevzuatlarınca ortaklaşa kabul edilen bir hukuki işlem olmaktan uzaktır. Örneğin Alman hukukunda, UmwG m. 207’de ve İtalyan hukukunda C.c m. 2437’de ayrılma hakkına neden olan bir işlem olduğu halde, İsviçre hukukunda bu işlemde birleşmedeki seçimlik ayrılma akçesini talep hakkı gibi bir hak da öngörülmemiştir. Nitekim TK’da da durum İsviçre sistemindeki gibidir. Aşağıdaki paragraflarda da değinileceği üzere, kapalı AO’lar ve diğer ortaklıklar için öngörülmeyen ayrılma hakkının HAAO’lar için öngörülmesinin arka planında, bu tür ortaklıklarda pay sahiplerinin konumlarının ve beklentilerinin diğer ortaklıklara nazaran farklı olması gösterilebilir. Daha ilk tahlilde söylenebileceği üzere, HAAO pay sahiplerinin, HAAO’nun paydaşlığını kabul etmelerindeki temel motif yatırım yapmaktır. Bunun doğal sonucu da, payların en ufak etkilenmeler karşısındaki kolay devredilebilirliğidir. Buna karşın diğer ortaklık türlerindeki pay devrinin sermaye ortaklıklarından şahıs ortaklıklarına gittikçe artan zorluğu ve aynı şekilde artan pay sahibi sorumluluğu, HAAO’nun tür değiştirmeye tabi tutulmasının ayrılma hakkına yol açmasını makul göstermektedir.

İsviçre hukukunda ise, tür değiştirme ehliyeti sınırlanmış olup, bir sermaye ortaklığı ancak bir başka tip sermaye ortaklığına dönüşebilir. Bu sayede pay sahibinin sorumluluğunun türü ve niteliğinin tür değiştirmeden etkilenmediği söylenebilir. Nitekim FusG gerekçesinde tür değiştirmenin, pay sahipliği haklarını etkilemeyeceği ifade edilmiştir⁸⁹.

Ancak bu durumun, tür değiştirmenin, pay sahipleri açısından, işlem temelinin etkileyen, değiştiren bir işlem olduğu gerçeğini değiştirecek nitelikte kabul edilmemesi gerektiği ifade edilmiştir⁹⁰. Zira tür değiştirme, pay sahibinin ortaklıktaki paylarının devir kabiliyetini etkileyecek, pay sahiplerinin ekonomik çıkarlarına zarar

⁸⁹ Botschaft, FusG, s. 4449-4451. “Im Unterschied zu Fusion und Spaltung (Art. 7 Abs. 2 und Art. 31) sieht Artikel 56 die Möglichkeit einer Ausgleichszahlung nicht vor. Die Umwandlung betrifft lediglich eine einzige Gesellschaft, sodass die Wertquote der Anteils- und Mitgliedschaftsrechte unverändert bleibt.” A.e., s. 4451.

⁹⁰ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 100.

verici sonuçlar doğurabilecek bir işlemdir. Örneğin aynı zamanda bir AO olan HAAO'nun bir LO'ya dönüşmesi, her ne kadar LO bir sermaye ortaklığı ise de, LO'nun şahıs ortaklıklarına benzeyen yönlerinin bulunması, ortaklık paylarının devir kabiliyetinin HAAO'daki, hatta AO'daki gibi yüksek olmaması gibi etkenler pay sahibinin payından beklediği ekonomik çıkarları etkileyecektir. Bu meyanda ifade ettiğimiz üzere, pay sahipleri için olumsuzluk doğuracak husus esasen devir kabiliyeti noktasında olacaktır. Zira sorumluluk anlamında, her iki ortaklık türü de sermaye ortaklığı olduğundan, belirgin bir farklılıktan söz edilemez.

Alman hukukunda ise, tür değiştirme ehliyeti sınırlanmamıştır. UmwG m. 190/1 ve 191 uyarınca İsviçre ya da Türk hukukunda olduğu şekliyle tür değiştirme konusunda bir sınırlama mevcut değildir. Buna göre sermaye ortaklıkları da şahıs ortaklıklarına dönüşebilmektedir. Doktrinde bir görüş tarafından, bu durumun ayrılma hakkının tanınma nedenlerinden olabileceği ifade edilmiştir⁹¹.

Tür değiştirmenin, pay sahibi açısından, işlem temelini değiştirici nitelikte etkisi olan bir işlem olması ve bunun ayrılma hakkının doğmasına yol açması konusunda TK'56 m. 554 hükmünün⁹² de değerlendirilmesinde fayda bulunmaktadır. Zira bu hüküm, mülga TK döneminde, AO'lar hukukunda ayrılma hakkına benzer şekilde ayrılma imkânına neden olan istisnai bir hâl öngörmekte idi⁹³.

Söz konusu hüküm gereği LO'ya dönüşen bir AO'nun pay sahipleri tasfiye edilmeksizin infisah eden ortaklıkta sahip oldukları ancak dönüşülen LO'ya iştirak etmemeleri ya da paylarının bir kısmı ile iştirak etmeleri halinde, iştirak etmedikleri kısım için AO'nun mallarından paylarına düşen kısmı talep edebilirlerdi.

⁹¹ Sönmez, **a.g.e.**, s. 11. Tür değiştirmenin, pay sahibinin hak ve sorumluluğunda yapacağı muhtemel olumsuz etkilere karşı bir koruma vasıtası olduğu yönünde bkz. Florian Drinhausen/Astrid Keinath (Martin Henssler, Lutz Strohn), **Gesellschaftsrecht, Beck'sche Kurz-Kommentare**, 62, C.H. Beck, 2. Auflage, München 2014, Rn 2. Kallmeyer tarafından ise, ayrılma hakkının tanınmasının sebebi, tür değiştirmiş olan ortaklıkta devam etmeyi uygun görmeyen pay sahiplerine ayrılma imkânı sunmak olarak açıklanmaktadır. Harald Kallmeyer, **Umwandlungsgesetz, Kommentar**, Otto Schmidt, Köln 2006, s. 963.

⁹² “Limited şirkete hiç iştirak etmiyen veya anonim şirketteki paylarının yalnız bir kısmı ile iştirak eden her pay sahibi limited şirketten, infisah eden anonim şirket mallarından kendisine düşecek miktarın ödenmesini isteyebilir.

Bu miktar anonim şirket umumî heyet toplantısında temsil olunan esas sermayenin üçte ikisine tekabül eden bir ekseriyet tarafından tasvip olunacak bir bilançoya göre hesap olunur.”

⁹³ TK'56 m. 476/II ve KK m. 98'in yapmış olduğu atıflar nedeniyle söz konusu ayrılma imkânı SPBKmo'nun ve kooperatifin LO'ya dönüşmesinde de uygulanma alanı bulmaktaydı.

Ancak TK'56 m. 554/II hükmü uyarınca bu hakkın kullanılabilmesi; dönüşülecek LO'ya pay sahiplerinin, AO'nun sermayesinin üçte ikisine tekabül edecek surette katılmaları, AO'dan kalan üçte birlik sermayesi oranında ödeme talep etmeleri ve yine mülga kanun m. 555/IV hükmü uyarınca alacaklıların haklarının temin edilmesi şartlarına bağlıydı⁹⁴.

Şu halde tür değiştirme işleminin, pay sahibinin ekonomik çıkarlarını etkileyen ve onu zora sokan, dolayısıyla pay sahibi açısından işlem temelini değiştiren nitelikte bir işlem olarak kabul edilmesi konusundaki tespiti, TK'56'nın anılan hükmü desteklemektedir.

Öte yandan, doktrinde, tür değiştirme işleminin pay sahibinin hakları üzerindeki olumsuz etkisinden pay sahibinin korunması konusunda pay sahibinin elinde başkaca değerlendirebileceği etkili bir korunma mekanizmasının bulunmadığı tespiti de yapılmıştır⁹⁵. Şöyle ki, bu değerlendirmeye göre, tür değiştirmeye ekonomik nedenlerle karşı çıkan pay sahiplerinin ellerinde bu işlemi önleyebilecek yeterli mekanizmaları bulunmamakta olup, iyi niyet ya da hukuk kurallarına aykırılık hallerinde pay sahipleri işlemin iptalini talep etme ya da yönetim kurulu üyelerine sorumluluk davası açma gibi imkânlara sahip olsalar bile belirtildiği üzere, ekonomik çıkarlar açısından işleme itiraz eden pay sahiplerinin çıkarlarını koruyabilecek başkaca bir hukuki himaye vasıtası bulunmamaktadır. Kaldı ki, bu durumda muhalif ortaklar ile diğer pay sahipleri arasında muhtemel ihtilaf ve çıkar çatışmaları da gündeme gelebilir. İşte bu nedenlerle de tür değiştirme işleminde ayrılma hakkı tanınması gerektiği ileri sürülebilir

Öte yandan bir ortaklığın HAAO gibi bir yapıdan halka kapalı bir yapıya geçmesi her zaman olmasa bile ortaklığın değerini de etkileyecek bir durumdur. Pay devrinin zorlaşmasından ayrık olarak payın değerinin düşme ihtimalinin daha da artması, sermaye piyasası yükümlülüklerinin sona ermesi neticesinde ortaklık işleyiş ve kararları hakkında bilgi alma imkânlarının görece olarak daha da azalması, pay

⁹⁴ Halil Arslanlı, Hayri Domaniç, **Limited Şirketler Hukuku ve Uygulaması, TTK Şerhi**, C.III, İstanbul 1989, Temel Yayınları, s. 783. Mülga TK döneminde ayrılma hakkı konusunda önem arzeden söz konusu hükümler, meri TK'ya alınmamaları nedeniyle yürürlükten kalkmışlardır. Bu nedenle çalışmamızda detaylı olarak ele alınmamışlardır. Ayrılma hakkı ile söz konusu hükümlerle pay sahiplerine tanınan bu hakkın farkları ve detaylı tahlili hususunda bkz. Sönmez, **Ayrılma**, s. 60-65.

⁹⁵ Sönmez, **Ayrılma**, s. 181.

değerinin hâkim pay sahibi ve yönetici kadronun kararlarından etkilenme ihtimalinin HAAO'dakine nazaran daha da artmış olması gibi halka kapalı ortaklık yapısının doğuracağı sonuçlar dikkate alınması gereken diğer faktörlerdir.

Ancak tür değiştirmede ayrılma hakkı tanınması gerektiğine ilişkin yaklaşımın lehine olan tüm bu tahlillerin karşısında, pratikte bir HAAO'nun tür değiştirerek bir sermaye ortaklığına, örneğin bir LO'ya dönüşmesi halinde irdelenmesi gereken başkaca sorunlar da karşımıza çıkacaktır. Bu sorunlardan ilk akla geleni ise, LO'da ortaklık payı sahiplerinin kamu borçlarından sorumluluğuna ilişkin kanuni düzenlemedir⁹⁶. Zira bu durumda LO'ya dönüşme kararının hukuken HAAO pay sahiplerine sorumluluk yükleyen bir GK kararı olarak nitelendirilmesi, bu açıdan yaklaşıldığında ise, böyle bir kararın ancak tüm pay sahiplerinin oybirliğiyle alınması gerektiği görüşü ileri sürülebilir. Öte yandan pratikte bir HAAO'nun LO'ya, SPBKmO'ya dönüşmesi ticari hayatın gerçekleri açısından nadiren rastlanılacak bir durum olup bir borsa AO açısından, hem borsa kotundan çıkma hem de SerPK kapsamından çıkma, payları borsada işlem görmeyen HAAO açısından ise, SerPK kapsamından çıkma sonucunu doğuracaktır. Dolayısıyla bu durumda borsa kotundan çıkmaya ya da halka açıklık statüsünden çıkmaya ilişkin pay sahiplerini koruyucu SerPK ve ikincil mevzuat düzenlemeleri de gündeme gelebilecektir. Ayrıca hayatın olağan akışı içerisinde böyle bir kararın alınmasından çok önce bu kararın ekonomik ve hukuki altyapısının oluşturulmuş olması doğaldır. Bu kapsamda ise, pay sahiplerinin durumdan haberdar olmaları, karara ilişkin çıkarları açısından gerekli önlemleri alabilmeleri pek muhtemeldir. Netice itibarıyla tür değiştirme işleminde ayrılma hakkının tanınması, ne derece isabetli olduğu hukuken sorgulanabilecek bir düzenleme olup, anılan düzenlemeye ihtiyatla yaklaşılması daha doğru bir tavır olacaktır.

⁹⁶ 6183 Sayılı Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun m. 35 hükmü uyarınca LO ortakları, ortaklıktan tahsil edilemeyen veya tahsil edilemeyeceği anlaşılan amme alacağından sermaye hisseleri oranında doğrudan doğruya sorumlu olurlar. Anılan madde bunun yanısıra söz konusu sorumluluğa ilişkin başkaca hükümler de içermektedir.

d. Sona Erme

Sona erme AO'nun faaliyetinin tasfiye amacıyla sınırlandırılması şeklinde tanımlanabilir⁹⁷. Sona eren AO'nun tüzel kişiliği prensip olarak devam eder. Sona erme içerisinde iki alt kavramı daha barındırmaktadır. Bunlar infisah ve fesih tir.

İnfisah, AO'nun çeşitli sebeplerle, herhangi bir karar olmaksızın, kendiliğinden sona ermesi ve hukuken de sona ermiş kabul edilmesidir. Fesih ise AO'nun bir karara dayanılarak sona erdirilmesidir. Bu karar bazen GK kararı bazen de mahkeme kararı olabilir. İnfisah ve fesih sebeplerinin bir kısmı TK'da m. 529, 530 ve 531'de öngörülmüştür. Bu sebepler TK m. 340 uyarınca emredici olmakla birlikte esas sözleşme ile infisah ve fesih sebepleri belirlenebilir⁹⁸.

Sona erme neticesinde AO kural olarak tasfiye aşamasına geçer. Tasfiye, AO malvarlığının nakde dönüştürülmesi, alacakların tahsil edilerek borçların ödenmesi ve kalan malvarlığı var ise, bunun pay sahiplerine payları oranında dağıtılmasıdır.

TK'da tasfiyeye ilişkin hükümler düzenlenmiş olup, bunlar ortaklığın iflâs ederek sona ermemiş olması halinde uygulanır⁹⁹. Tasfiye neticesinde ise, ortaklık ticaret sicilinden silinir ve bu silinme ile tüzel kişiliği son bulur. İflas neticesinde tasfiye İİK hükümleri uyarınca yapılmaktadır. Ayrıca özel AO'lar için özel kanunlarında düzenlenen tasfiye usulleri de vardır¹⁰⁰.

Çalışmamızın kapsamı nedeniyle yukarıda sona ermeye ilişkin verilen sınırlı içerikteki bilginin ışığında SerPK (m. 23/1-a, m. 24/1) ve Ayrılma Tebliği (m. 5/1-a) uyarınca ayrılma hakkının doğumuna doğrudan neden olan ortaklığın sona erme kararı alması ile kastedilenin ne olduğu hususunun öncelikle aydınlatılması gerekir.

Hem SerPK hem de Ayrılma Tebliği irdelendiğinde, ikisinin de ilgili maddelerinde (SerPK m. 24/1; Ayrılma Tebliği m. 5/1-a) HAAO'nun "*sona erme kararı alması*" ifadesi geçmektedir. Ortaklığın sona erme kararı alması ise, TK m. 529/1-d uyarınca ortaklık GK'sının alacağı fesih kararına işaret etmektedir. Yani

⁹⁷ Ayrıca bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 191, N. 10-85. Kazanç elde etme ve bunu bölüşme amacının ortadan kalkması şeklinde de ifade edilebilir. Bkz. Mehmet Emin Bilge, "Anonim Şirketin Sona Ermesi ve Tasfiyesi", **EÜHFD**, C. XVI, S. 3-4, 2012, s. 261. Tüzel kişiliğin sona ermesi şeklinde kabul eden bir diğer görüş için bkz. Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 565.

⁹⁸ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 192, N. 10-86.

⁹⁹ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 192, N. 10-87.

¹⁰⁰ Bkz. BankK m. 20.

lâfzî yorumla yaklaşıldığında söz konusu mevzuat tarafından ayrılma hakkı için öngörülen yegâne sona erme hali, GK'nın fesih kararı almasıdır şeklinde bir yorumda bulunulabilir.

Buna karşın farklı bir yaklaşımla, anılan mevzuat hükümlerinde ayrılma hakkına neden olan diğer önemli nitelikteki işlemlerle olan ifade uyumunun bozulmaması için kanun koyucu iradenin böyle bir anlatım tercihinde bulunmuş olabileceği tespitiyle esasen infisah sebebi olarak kabul edilen, sürenin dolması gibi hallerde de bu hakkın tanınıp tanınamayacağı sorusu gündeme gelebilecektir. Ancak bu yaklaşım karşısında ayrılma hakkının temel karakteristiği olan önemli işleme ilişkin GK'ya katılıp olumsuz oy vermek şartının nasıl aşılabileceği meselesi karşımıza çıkacaktır. Her ne kadar SerPK m. 24/2 ve Ayrılma Tebliği m. 9/2'de GK'ya katılma ve muhalefetini tutanağa kaydettirme şartının aranmadığı haller ifade edilmiş olsa da söz konusu haller lafız dikkate alındığında sınırlı sayıda olarak ifade edilmiştir. Dolayısıyla anılan hukuki engellerin aşılması oldukça güç görünmektedir.

Öte yandan TK m. 548'de ifadesini bulan tasfiyeden dönme hali de ayrılma hakkı kapsamında incelenmelidir. Zira ayrılma hakkının kullandırılması durumunda sonradan tasfiyeden dönme kararı alındığında ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin durumunun ne olacağı da değerlendirilmelidir. Kanaatimizce bu durumda, kararın iptal edilmesi halinden farklı olarak, ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin almış oldukları ödeme haklı sebebe dayanmakta olup, sonradan ortaklık GK'sının vereceği tasfiyeden dönme kararı nedeniyle hakkı kullanan pay sahiplerinin sebepsiz zenginleştikleri söylenemez. Sebepsiz zenginleşmenin söz konusu olması için zenginleşmeye yol açan sebebin geçmişe etkili olarak sona ermesi ya da ortadan kalkması gerekir¹⁰¹. Oysa tasfiyeden dönülerek ortaklığın yaşamını devam ettirmesi, sona erme kararı alınmasında olduğu gibi yeni bir hukuki durum yaratılması niteliğindedir ve ayrılma hakkına neden olan önceki sona erme kararını geçmişe etkili olan ortadan kaldırmamaktadır.

İradi temelle ortaklığı sona erdirme yetkisi pay sahiplerindedir. Bu konuda GK'nın yetkisi devredilemez niteliktedir. Kapalı AO'lar açısından uygulanacak TK m. 421'de sona erme için ağırlaştırılmış karar ve toplantı nisabı öngörülmüş, HAAO

¹⁰¹ Oğuzman, Öz, **Borçlar Hukuku**, C.1, s. 347.

için özel hüküm olması nedeniyle uygulanacak SerPK m. 29/6 hükmü uyarınca ise, “...esas sözleşmelerinde açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, toplantı nisabı aranmaksızın, ortaklık genel kuruluna katılan oy hakkını haiz payların üçte ikisinin olumlu oy vermesi şartı aranır. 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...” ifadesiyle ağırlaştırılmış nisap HAAO’lar bakımından da kabul edilmiştir.

Açıklanan yetersayı ile belirli nisaba sahip pay sahipleri tarafından HAAO’nun feshine karar verilmesi durumunda azınlık pay sahiplerinin bu işlemten olumsuz olarak etkilenecekleri şüphesizdir. Özellikle de borsa AO’larda çeşitli ekonomik beklentilerle ortaklığın paylarına yatırım yapmış olan pay sahiplerinin bu yöndeki beklentileri anılan kararla son bulmuş olacaktır. Bu durumda borsada tedavül eden pay senetlerine, bunların tedavül edeceğine güvenerek yatırım yapan ancak hâkim pay sahipleri tarafından bilinen ya da öngörülen çeşitli nedenlerle yapılacak işlem nedeniyle, onlar gibi bu duruma hazırlıklı olmayan ve bilgi sahibi olmayan pay sahipleri hazırlıksız yakalanacak ve sona erme kararının ortaklık payları üzerinde yaratacağı olumsuz etkiden zarar göreceklerdir. Zira sona erme kararı alan bir borsa AO’nun ya da borsada kayıtlı olmayan HAAO’nun paylarına eskisi gibi alıcı bulunması ve pay fiyatının düşmemesi düşünülemez. Belki de böyle bir durumdaki HAAO’da, pay sahiplerinin paylarını hâkim pay sahibine satmaktan ve fiyat açısından onun insafına kalmaktan başka çaresi olmayabilecektir.

İşte bu durumdaki pay sahiplerine sermaye piyasası mevzuatı ile ayrılma hakkı tanınması kanımızca isabetli olmuştur. Bu sayede azınlık ya da bireysel yatırımcı durumdaki pay sahipleri, ayrılma hakkının hem fiyata ilişkin ve hem de talep haklarını koruyan diğer hukuki imkânlarından istifade edebileceklerdir.

Ancak karşılaştırmalı hukuk incelendiğinde sona ermenin, ayrılma hakkına neden olan önemli nitelikteki işlemler arasında yer almadığı görülmektedir¹⁰².

Bunun temel sebebi olarak, fesih kararı alınması durumunda ortaklık malvarlığının hızlıca nakde çevrilerek pay sahiplerine payları oranında dağıtılacağı

¹⁰² Amerikan hukukunda DGCL, Alman hukukunda AktG ve UmwG, İtalyan hukukunda C.c. ve Kanada hukukunda CBCA hükümlerinde sona erme halinde ayrılma hakkına yer verilmemiştir.

varsayımıyla hareket edilmesi gösterilmiştir¹⁰³. Bu durumda ayrılma hakkına ihtiyaç kalmayacaktır. Ancak bu varsayım; tasfiyenin yıllarca sürmesi, malvarlığının nakit üzerinden dağıtılmaması veya ortaklığın tasfiye sürecinde bölünmenin yaşanması ve tüm bunların sonunda, pay sahiplerinin sona ermenin oylandığı tarih itibarıyla ortaklığın devamlılığı esasına göre yapılacak değerlemeye göre, tasfiye imtiyazının söz konusu olduğu durumlar hariç olmak üzere, paylarına oranla alacakları karşılıktan daha azını almaları durumunda geçerliliğini tabiatıyla yitirecektir.

Bu tespitlere rağmen 20. yüzyıldaki ayrılma hakkına yön veren eğilimlerin açıklandığı şekilde ayrılma hakkına yaklaşmadığı, özellikle 19. yüzyıldaki analistçilere göre birleşme gibi yapısal bir değişikliğin sona ermeye nazaran daha üzerinde durulmayı gerektirici bir konu olduğu ve sona ermenin zaten pay sahibinin katlanması gereken bir risk olarak görülmesi nedeniyle ayrılma hakkının doğumuna neden olabilecek bir işlem olarak kabul edilmediği gerekçelendirilmiştir¹⁰⁴. Kanımızca bu yaklaşım isabetli görülemez. Bir önceki paragrafta işaret ettiğimiz üzere, tasfiye süresinin uzaması halinde, pay sahipleri, hele ki yatırımcı konumundaki pay sahipleri dikkate alındığında, sona erme kararı tarihi ile tasfiyenin bitim tarihi arasında geçen sürede pay değeri anlamında ciddi maddi kayıplarla karşılaşabilirler. Ayrıca tasfiye neticesinde elde edilecek tasfiye payının mevcut pay değerini karşılamakta bile yetersiz kalması gibi hususlar da kuvvetle muhtemeldir. Bu itibarla sona erme kararı, ayrılma hakkının amaç ve işlevleri bakımından hakkın tanınmasını gerektirecek, işlem temelini değiştiren önemli nitelikteki bir işlem görünümündedir.

Öte yandan, ayrılma hakkına menfaatlerin dengelenmesi işlevi açısından yaklaşan başka bir görüş tarafından ise, sona erme halinde ayrılma hakkının tanınmamasının yerinde olduğu savunulmaktadır. Zira bu görüşe göre, ayrılma hakkında, pay sahiplerinin riskinin farklılaştığı durumda zarar gören pay sahiplerinin zararı işlemde menfaat elde eden pay sahiplerinin kazancıyla karşılanmaktadır. Oysa sona ermede, tasfiye neticesinde tüm pay sahiplerine ortaklık malları satılarak

¹⁰³ Manning, **Appraisal Remedy**, s. 250.

¹⁰⁴ Manning, **Appraisal Remedy**, s. 250.

paylarının karşılığı ödenmektedir. Böylelikle pay sahipleri arasında tümüne nakit ödeme yapılacağından ötürü herhangi bir risk farklılaşması olmayacaktır¹⁰⁵.

Kanımızca, tasfiye sürecinin pay değerleri üzerinde yapacağı olumsuz etki, tasfiye payının dağıtılmasının uzaması ve pay sahiplerinin yatırım yaptıkları pay karşılıklarını geç ve/veya eksik tahsil edecek olmaları gibi sebeplerden ötürü sona erme kararı hakkın kullanıma gereksinim duyulacak başlıca önemli nitelikteki işlemlerdendir. Başka bir ifadeyle sona erme kararı neticesinde pay sahiplerinin ekonomik çıkarlarının işleminden etkilenme riski yüksek oranda bulunmaktadır. Bu meyanda SerPK ve Ayrılma Tebliği'nde sona erme kararının hakkın kullanımına neden olan işlemler arasında sayılması yerinde ve gereklidir.

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

Ayrılma Tebliği'nde düzenlenen ayrılma hakkına yol açan önemli nitelikteki işlemlerin bir diğeri, m. 5/1-g'de düzenlenen HAAO'ların *“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”* işlemidir.

Esasen ayrılma hakkına neden olan bu başlık altında ele aldığımız işlem Türk mevzuatına özgü bir düzenleme hüviyetindedir. Söz konusu düzenlemenin detaylı olarak anlaşılabilmesi için öncelikle HAAO'ların bedelli sermaye artırımını düzenleyen Pay Tebliği ilgili hükümlerinin incelenmesi gerekmektedir. Ancak öncelikle belirtmek isteriz ki, sermaye artırımından gelen fonla ilişkili taraflara olan nakit dışı borçların ödenmesi düzenlemesi başlı başına ne derece isabetli olduğu tartışmalı olan bir düzenlemedir. Kanımızca böyle bir düzenleme, ilgili taraflarca suistimal edilmeye açık, böylelikle de sermaye piyasasında yatırımcının güvenliğini zaafa uğratan bir düzenleme görünümündedir. Zira hâkim ya da kontrol sahibi olan pay sahiplerinin yönetim üzerindeki etkisi ve Türk ekonomi hayatının kendine özgü koşulları değerlendirildiğinde, sermaye piyasası mevzuatının koruyucu hükümlerinin bile bir noktadan sonra etkisiz kalabileceği dikkate alınmalıdır.

¹⁰⁵ Letsou, **Appraisal**, s. 1140, 1151.

Ayrıca hükümde geçen “...mevcut sermayesini aşması...” ifadesi ile kastedilen kanaatimizce ortaklığın esas sermayesidir. Nitekim HAAO'lara ilişkin diğer SPK tebliğlerinde, özellikle sermaye artırım ve sermayeye ilişkin düzenlemeler içeren Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği¹⁰⁶, Pay Tebliği gibi tebliğlerde hep esas sermayeye atıf yapılmakta, hükmün lafzı da aynı izlenimi vermektedir.

Genel anlamda bedelli sermaye artırım, ortaklığa dışarıdan aynı ya da nakdi yeni sermaye getirilmesi ve bunun neticesinde pay sayısı veya mevcut payların itibari değeriyle birlikte ve aynı ölçüde esas sermaye tutarının artmasıdır¹⁰⁷. Ancak SerPK m. 12/1, Pay Tebliği m. 12/4 hükümleri uyarınca HAAO'larda yapılacak bedelli sermaye artırımlarında, pay bedellerinin nakden ödenmesi esas benimsenmiş olduğundan, aynı sermaye konulması HAAO'larda mümkün olmayacaktır.

Pay Tebliği m. 12/4 hükmünde bedelli sermaye artırımlarında sermaye koyma borcunun nakit olarak yerine getirileceği ilkesel olarak kabul edildiği gibi, aynı şekilde söz konusu hükümde HAAO'ların yapacakları sermaye artırımlarında nakit sermaye koyma borcunun, ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlarına mahsubu suretiyle yerine getirilmemesi esas da benimsenmiştir. Zira, yine aynı fıkra da gerçek ya da tüzel kişilerce yalnızca nakden konulan fonlar, şayet bu durum mali müşavir raporu ile de tespit edilebiliyorsa, muaccel oldukları takdirde sermaye koyma borcundan mahsup edilebilmektedir¹⁰⁸.

Asıl konunun düzenlendiği fıkra ise, altıncı fıkra olup, burada Ayrılma Tebliği m. 5/1-g ve 9 hükümleri ile uyumlu bir şekilde “*Halka açık ortaklıklar*

¹⁰⁶ 25/12/2013 tarih ve 28862 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

¹⁰⁷ Tanım için bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 130, N. 9-67. Yazar tarafından yeni sermaye taahhüdü şeklinde ifade edilmiştir; ayrıca bkz. Bahtiyar, **Ortaklıklar**, s. 349; ayrıca bkz. Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 456. Yazarlar, tarafından sermaye taahhüdü yoluyla artırım tabiri kullanılmıştır. Erdoğan Moroğlu, **Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı**, On İki Levha Yayıncılık, 3. bs., İstanbul 2015, s. 5 vd.

¹⁰⁸ 27/02/2015 tarih ve 29280 sayılı Resmi Gazete’de Pay Tebliği’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.1.a) ile mülga olan m. 12/5 fıkrası ise, HAAO'ların yapacakları bedelli sermaye artırımlarında ortaya çıkan nakit sermaye koyma borcunun ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlara mahsup edilmek suretiyle yerine getirilmesinin istisnaen ancak söz konusu fıkra da belirtilen şartlara uyulmak suretiyle gerçekleştirilebileceğini ifade etmekteydi. Bu şartlar ise, söz konusu işlemin SerPK m.23 hükmü uyarınca önemli işlem olarak kabul edilmesi ve yine SerPK m. 29 uyarınca yapılacak genel kurulda onaylanması idi. İlave olarak bu işlemde yararlanacak gerçek ya da tüzel kişi açısından pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu da öngörülmüştü. Aynı zamanda bu durum ayrılma hakkının doğmadığı hallerden biri olarak kabul edilmişti.

tarafından yapılacak 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 durumunda gerçekleştirilecek sermaye artırımı, Kanunun 23 üncü maddesi çerçevesinde önemli nitelikteki işlemler arasında sayılır. Bu durumda söz konusu sermaye artırımına ilişkin Kurulca onaylı izahnamenin ihraççıya verilmesinden önce, Kanunun 24 üncü maddesi çerçevesinde ortaklara ayrılma hakkı verilmesi ve buna ilişkin işlemlerin tamamlanması gerekir” hükmü yer almıştır.

Düzenlemeye ilişkin ilk olarak akla, ayrılma hakkı sürecinin burada artırım süreci ile birlikte nasıl işleyeceği, ortaklıkların, ayrılma hakkı zorunluluğundan kaçınmak amacıyla söz konusu düzenlemeyi dolanmaya çalışabilecekleri meseleleri gelmektedir. Ancak aşağıda yine bu başlık altında inceleneceği üzere, Pay Tebliği’nde m. 12/8’de bir takım önleyici düzenlemeler öngörülmüştür.

Detaylı olarak irdelendiğinde, hükümde ayrılma hakkının tanınması için belirli koşulların bir arada bulunması gerektiği anlaşılmaktadır. Bu koşullar; 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.

Elde edilecek fonun ortaklık sermayesini aşması gerekliliği, ortaklığın ve dolayısıyla pay sahiplerinin ekonomik çıkarları açısından yerinde bir düzenleme görünümündedir. İşlemin ilişkili taraflarla yapılması şeklindeki sınırlama ise, ilk bakışta yatırımcının korunmasını amaçlayan SPK mevzuatı açısından isabetli görünmeyebilse de, düzenleme kapsamının genişlemesi halinde bu sefer hakkın kullanımının genişlemesinin ortaklıkların ticari faaliyetlerini ve hareket kabiliyetlerini daraltıcı etkisi söz konusu olabilecektir. Ayrılma hakkının kullanılması ihtimali ortaklığın karar vericileri üzerinde zaten yapılması planlanan ve hakkı doğuran önemli nitelikteki işlemleri engelleyici bir faktör olarak işlev görmektedir. Bunun yanı sıra bir de hakkı doğuran işlemlerin kapsamının genişlemesi ticari özgürlüğün daha da daraltılması anlamına gelecektir. İlişkili taraf statüsünde olmayan üçüncü kişilere yapılacak önemli meblağdaki borç ödemeleri,

her ne kadar objektif koşullarda ortaklığa kazandırılmış nakit dışı varlığın karşılığında yapılıyor olsa da, özellikle nakit dışı varlık kapsamına giren aynı varlıklar söz konusu olduğunda, söz konusu varlıkların güncel değerinde meydana gelebilecek ani ve radikal değişimler neticesinde ortaklığı ekonomik açıdan zarara sokabilme potansiyelini bünyesinde barındırmaktadır. Ancak bu yorumla meseleye yaklaşıldığında, söz konusu riskin ticari hayatın doğasından kaynaklandığı, aksine ödeme konusu aynı varlıkta değer artışının da söz konusu olabileceği hususları göz ardı edilemez. Tüm bu tahlillerin neticesinde, incelenen düzenlemeyle ayrılma hakkı tanınması, gerekli ve yerinde bir düzenleme görüntüsü vermemektedir¹⁰⁹.

Ele alınan bu hükümlere¹¹⁰ ilâve olarak Pay Tebliği m. 12/9'da ayrılma hakkının bu sefer HAAO'ların paylarını halka arz etmeksizin yapacakları bedelli sermaye artırımlarında nakit dışı varlık devrinden kaynaklanan ilişkili taraf borçlarının ödenmesi halinde de tanınacağı düzenlenmiştir. Hüküm bu başlık altında ele aldığımız konuya ilişkin altıncı ve yedinci fıkra hükümlerinin bu durumda kıyasen uygulanacağını belirtmektedir.

Anılan fıkranın işaret ettiği, HAAO'ların bedelli sermaye artırımları yoluyla çıkarılacak paylarının halka arz edilmeksizin satışı Pay Tebliği m. 13'de düzenlenmiştir. Maddenin birinci fıkra hükmünde söz konusu satışın halka arz edilmeksizin satışın iki farklı türü olan tahsisli veya nitelikli yatırımcıya¹¹¹ satış

¹⁰⁹ Düzenleme ile ilgili açıklamalar açısından bkz. Turan, **Ayrılma Hakkı**, s. 84; Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 29.

¹¹⁰ Finansal görünüm olarak ilişkili taraflara olan nakit dışı varlık devri kaynaklı borçları önemli yer tutan ve bu durumun adeta süreklilik arzettiği HAAO'lar açısından, yatırımcının korunması amaçlı ve fıkradaki oran ve süre unsurları açısından değerlendirildiğinde idarenin (SPK) sübjektiflik özelliği ön planda olan bir düzenlemesi niteliğinde olmak üzere, Pay Tebliği'nin mülga 12/7. madde hükmünde; bedelli sermaye artırımında elde edilecek fon ilişkili taraflara olan borçların ödenmesi işleminde kullanılmayacak olsa bile, artırım kararından önce ortaklığın kamuya açıklanan dört dönem finansal tablolarında görünen ilişkili taraflara nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan toplam borçların ortalamasının, söz konusu borçlar dâhil edilmeden ortaklığın aktif toplamı ortalamasına oranının % 20 olması durumunda ayrılma hakkının uygulanması zorunluluğu getirilmiştir.

¹¹¹ Nitelikli yatırımcı SPK'nın II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği'nde, (28/06/2013 tarihli ve 28691 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır) m. 4/1-m'de "*Kurulun yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dahil profesyonel müşterileri ifade eder*" şeklinde tanımlanmış, profesyonel müşteriler ise ayrıntılı olarak SPK'nın III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliği'nde (17/12/2013 tarihli ve 28854 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır) m. 31 ve 32'de tanımlanmıştır.

yöntemlerinden birisi ile yapılabileceği belirtilmekte ve maddenin devam eden fıkralarında, bu şekildeki satışa ilişkin teknik hususlar düzenlenmektedir.

Son olarak, m. 12/8 hükmüyle tüm madde genelinde, özel olarak ele alındığında ise, bu başlık altında ele aldığımız ayrılma hakkına ilişkin olarak, bedelli sermaye artırımlarında öngörülen yükümlülüklerin dolanılması halinde, yaptırım olarak Kurul tarafından sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde işlem tesis edileceği belirtilmiştir¹¹².

Bu hükümden kasıt, çeşitli muhasebe işlemleriyle ayrılma hakkı yükümlülüğünden kaçınmak amacıyla maddede yer alan oranların farklı gösterilmesi ya da bir takım yönetsel işlemlerle gerçekte yapılmak istenilen işlemin gizlenmesidir. Bu durumda Kurul'un yapacağı işlemler SerPK'nın "*Sermaye Piyasalarında Denetim ve Tedbirler*" başlıklı beşinci kısım hükümleri uyarınca gerçekleştirilecektir. Esasen bu durumda gündeme piyasa dolandırıcılığı (manipülasyon) suçu gündeme gelecektir. Nitekim SerPK m. 107 hükmünde piyasa dolandırıcılığı suçunun bir türü olan bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı suçu düzenlenmiş olup, "*sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkilemek amacıyla yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgi veren, söylenti çıkaran, haber veren, yorum yapan veya rapor hazırlayan ya da bunları yayan*" kişiler hakkında hapis ve adli para cezasına yer verilmiştir. Bu suçun soruşturulması için ise, Kurul tarafından Cumhuriyet Başsavcılığı'na şikâyet başvurusunda bulunulması gerekir¹¹³.

f. Halka Açıklık Statüsünden Çıkma

Sermaye Piyasası mevzuatında düzenlenen ayrılma hakkının tanındığı önemli nitelikteki işlemlere yukarıda açıklandığı üzere SerPK m. 23 ve Ayrılma Tebliği m. 5 ve m. 6'da yer verilmiştir. Bunların yanı sıra pay sahiplerine ayrılma hakkının tanındığı özel bir düzenlemeye ise, SerPK m. 33/4'te yer verilmiş ve "*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*

¹¹² Bu konuda ayrıca bkz. Kurul Karar Organı'nın 12.02.2013 tarih ve 5/143 sayılı kararı, 03.01.2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. SerPK'da Kurul'a tanınan idari yaptırımların hukuki niteliği hakkında değerlendirmeler için bkz. Ahu Karakurt, "Sermaye Piyasası Kanunu Bağlamında İdari Yaptırımlar", **TBB Dergisi**, S. 85, 2009, s. 146, 147.

¹¹³ Ayrıntılı bilgi ve değerlendirmeler için bkz. Deniz Şensoy, "Manipülasyon; Piyasa Dolandırıcılığı Suçu, Uygulanacak Tedbirler ve Yaptırımlar", **Ankara Barosu Dergisi**, S. 3, 2013, s. 389- 392.

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 hüküm altına alınmıştır. Ancak yine aynı Kanun m. 16/1 hükmü uyarınca payları borsada işlem görmeyen AO’lar için halka açık ortaklık statüsünü kazandıktan sonra en geç iki yıl içinde paylarının işlem görmesi için borsaya başvurmak zorunluluğu getirilmiş ve bir yaptırım ya da önlem olarak da, bu yükümlülüğe uymama halinde, Kurul’un bu payların borsada işlem görmesi veya ortaklığın halka açık ortaklık statüsünden çıkarılması için, ortaklığın talebini aramaksızın gerekli kararları alacağı düzenlenmiştir¹¹⁴.

Aynı konu, daha detaylı olarak, SPK’nın II-16.1 sayılı Tebliği’nde¹¹⁵ düzenlenmiştir. Söz konusu Tebliğ’in m. 5 hükmünde ayrılma hakkı tanınmasına ilişkin detaylar ve izlenecek prosedür ayrıntılı olarak açıklanmıştır. Esasen Tebliğ’in m. 5 hükmü ile ortaklıkların SerPK m.16/1’den farklı olarak, kendi kararları ile halka açıklık statüsünden nasıl çıkacaklarının düzenlendiği söylenebilir.

Tebliğ m. 5/1 hükmüne göre, pay sahibi sayısı nedeniyle halka açık sayılan AO’lar, paylarının borsada işlem görmesini ve SerPK mevzuatına tabi olmak istemiyorlar, bir başka deyişle HAAO olarak faaliyetlerine devam etmek istemiyorlarsa, bunun için genel kurul kararı alabileceklerdir.

Tebliğ’in 5/5. maddesi ise, söz konusu genel kurul toplantısı için SerPK m. 33/4’te yer alan nitelikli çoğunluğa aynen yer vermekte ve toplantıda olumlu oy vermeyenlerin dışındaki tüm pay sahiplerine herhangi bir şart aranmadan ayrılma hakkı tanınacağından bahsetmektedir.

¹¹⁴ HAAO statüsünün kaybı ve kazanılması konularında detaylı değerlendirmeler için bkz. Aytekin Çelik, “Halka Açık Anonim Ortaklık Statüsünün Kaybedilmesi”, **Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 13, S. 1, 2005, s. 38 vd.; Sami Karahan, “Halka Açık Anonim Ortaklık Statüsünün Kazanılması”, **Batider**, C. 21, Sa. 2, 3, s. 30 vd.; Tekinalp, **Sınıf Değiştirme**, s. 30, 32. Sınıf değiştirmenin söz konusu olduğu hakkında değerlendirmeler için bkz. Tekinalp, (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar 12. bs.**, s. 105, N. 165, s. 230, N. 4731.; Oğuz Kürşad Ünal, “Türk Hukukunda Halka Açık Anonim Ortaklık Kavramı”, **Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi**, C. 2, Sa. 1, Mart 1998, s. 7, 8.; Karahan, **HAAO**, s. 58.; Turan, **Ayrılma Hakkı**, s. 83, dpn. 19.

¹¹⁵ Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği, 30.12.2013 Tarih ve 28867 (Mükerrer) sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

Tebliğ m. 4 ise, ayrılma hakkı kullanım fiyatına ilişkin olarak Ayrılma Tebliği hükümlerinden farklı içerikte detaylı hükümler içermektedir¹¹⁶.

Anılan Tebliğ hükümleri değerlendirildiğinde, HAAO statüsünden çıkma işleminin ve bu işlemde ayrılma hakkının kullanılmasının, SerPK m. 23 ve Ayrılma Tebliği m. 5 ve 6'da sayılan ve ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikteki işlemlerden daha farklı olarak düzenlendiği görülmektedir.

Bu farklı düzenlenmiş olma hali kanaatimizce anılan işlemi ayrılma hakkını doğuran diğer önemli nitelikteki işlemler arasında daha özel bir konuma sokmaktadır. Zira, HAAO'lık statüsünden çıkma işlemi yukarıda ele aldığımız¹¹⁷ ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikteki işlemlerle nitelikli çoğunlukla genel kurul kararını gerektirmesi gibi benzer özellikler gösterse bile, yukarıdaki paragraflarda işaret ettiğimiz II.-16.1 sayılı Tebliğ'in ayrılma hakkının kullanılması konusundaki farklı düzenlemeleri, yani ilgili GK toplantısına katılarak hakkın kullanılacağı önemli nitelikteki işleme karşı olumsuz oy vermek ve muhalefet şerhini işletmek zorunluluğu olmaksızın, diğer önemli nitelikteki işlemlerden daha farklı bir karar yetersayısıyla alınacak karar ve daha farklı kriterlere göre hesaplanacak ayrılma hakkı kullanım fiyatının söz konusu olması nedeniyle Ayrılma Tebliği'ndeki düzenlemelerden bu yönleri açısından ayrılmaktadır.

Netice itibariyle kanaatimizce, anılan farklı yönleri bu işlemin, mevzuat gereği doğrudan ayrılma hakkını doğuran işlemler arasında yer aldığı halde ayrılma hakkının SerPK mevzuatınca tanındığı diğer önemli nitelikteki işlemlerden daha farklı özellikler taşıdığını göstermektedir. Ancak bu özellikleri HAAO statüsünden çıkmayı, hakkın tanındığı diğer işlemlerden ayrı bir hukuki konumda değerlendirmemizi de gerektirmemektedir. Zira, kanaatimizce burada kanun koyucunun takdirine bağlı olarak işlem içeriğinin ve buna bağlı olarak hakkın kullanılmasının özel bir şekilde düzenlenmesi hali söz konusudur¹¹⁸.

¹¹⁶ Fiyata ilişkin bu hükümler detaylı olarak ileride s. 251 vd.'nda incelenecektir.

¹¹⁷ Bkz. yukarıda s. 105-118.

¹¹⁸ HAAO statüsünden çıkmayı önemli işlem kabul etmeyen görüş için bkz. Sönmez, **Paylar**, s. 193.

3. Doğrudan Önemli Nitelikte Kabul Edildiği Halde Tebliğ Düzenlemesi ile Pay Alım Teklifine Tabi Tutulan İşlemler

a. İmtiyaz Tanınması ve Mevcut İmtiyazlarda Değişiklik Yapılması

İmtiyazlı paylar, sahiplerine diğerlerine oranla üstün veya farklı haklar tanıyan paylar olarak tanımlanabilir¹¹⁹. Nitekim TK m. 478/2’de imtiyaz tanımlanmış ve “*kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda, paya tanınan üstün bir hak veya kanunda öngörülmemiş yeni bir pay sahipliği hakkıdır*” şeklinde tarif edilmiştir¹²⁰. Ancak TK m. 340 hükmünde esas sözleşmede sadece TK’nın açıkça izin verdiği konularda düzenleme yapılabileceği öngörülmektedir. Bu meyanda m. 478/2 hükmünde yer alan “*kanunda öngörülmemiş yeni bir pay sahipliği hakkı*” ifadesinin kabulü, kanunda öngörülmeyen yeni bir pay sahipliği hakkının esas sözleşme ile nasıl tanınabileceği konusunda doktrinde¹²¹ farklı değerlendirmeler olmakla birlikte kanaatimizce mümkün olmamalıdır.

Daha sonra aynı maddenin üçüncü fıkrasında TK m. 360’a atıf yapılmıştır. TK m. 360’ın birinci fıkrasında “...*belirli pay gruplarına, özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine ve azlığa yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınabilir...*” hükmüne yer verilmiş ve aynı maddenin ikinci fıkrasında bu payların imtiyazlı olduğu belirtilerek yönetim kurulunda temsil edilmenin bir imtiyaz olarak düzenlenebileceği belirtilmiştir. Ayrıca TK m. 479’da oyda imtiyazlı paylarla ilgili kurallar getirilmiştir.

TK’nın yürürlüğü girmesine kadarki süreçte Türk uygulamasında YK’da temsil edilme hakkına ilişkin temel ilke bu hakkın payın sahibine değil bizzat paya

¹¹⁹ Abuzer Kendigelen, **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, Beta Basım, İstanbul 1999, s. 38; Halil Arslanlı, **Anonim Şirketler, I. Umumi Hükümler**, 2. bs., Fakülteler Matbaası, İstanbul, 1959, s. 140; Tuğrul Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku**, Ban ve Tic. Araş. Ens., 6. bs., Ankara 1982, s. 252; Tekinalp, (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, s. 564, N. 784 vd; Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat), **AO Hukuku I**, s. 425 vd.

¹²⁰ Söz konusu tanımda farklılıktan bahsedilmese de üstünlüğün yaratılması için ortaklık haklarının içeriğinde farklılığa gidilmesi gerektiği yönündeki değerlendirme için bkz. Ozan Niyazi Günel, “**İmtiyazlı Hisse Senetleri**”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2009, s. 11.

¹²¹ TK m. 340 karşısında mümkün olamayacağı yönünde bkz. Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 383; Moroğlu, **Öneriler**, s. 280; mümkün olabileceği ve hükmün dar yorumlanmaması gerektiği konusunda bkz. Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 480; Tekinalp, (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, s. 565, N. 786 vd.

bağlanabileceği idi¹²². Ancak TK m. 360'da, bu ilkeye "istisna getirilerek" ve yönetim kurulunda temsil edilme hakkı "imtiyaz" olarak isimlendirilerek, bu grup hakkının pay sahibi gruplarına, azınlığa ve pay gruplarına tanındığına ilişkin ifadelerle yer verilmiş ise de, TK m. 360/2 hükmü karşısında kural olarak paya tanınmamış olması halinde imtiyaz söz konusu olmaz¹²³.

TK m. 478/1 hükmü uyarınca imtiyaz ancak ilk esas sözleşme veya esas sözleşme değişikliğiyle tanınabilir. Bunun yanı sıra imtiyazın esas sözleşmede açıkça belirtilmesi gerekmektedir¹²⁴. Bunun için ise imtiyaz konu, mahiyet ve sınırları itibarıyla esas sözleşmede düzenlenmiş olmalıdır. Dolayısıyla imtiyazın mevcut olup olmadığı hususunda yorum yoluna başvurulması mümkün değildir.

İmtiyazlar öncelikle ve sıklıkla pay sahibinin mali hakları alanında kar payı dağıtımını konusunda karşımıza çıkmaktadır. Buradaki imtiyaz, TK ve SerPK'nın kar payı dağıtımına ilişkin esaslarına aykırılık oluşturmadığı sürece kardan daha fazla pay almak (oran veya tutar olarak), kardan öncelikle yararlanmak (kar payı dağıtılmasında diğerlerine nazaran öncelikle pay almak) ve öngörülen tutarı karşılamaya o yılın karının yetmemesi durumunda, gelecek yıl veya yılların karından eksiğin tamamlanması yoluna gitmek şeklinde olmaktadır¹²⁵. Ancak her iki mevzuat uyarınca da ayrılması gereken yedek akçelerin ayrılması ve tüm pay sahiplerine esas sözleşme uyarınca dağıtılması gereken kar payının dağıtımını hususlarına riayet

¹²² Sami Karahan, **Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması**, Kazancı Yayınları, İstanbul 1991, s. 20; Gamze Turan, "Anonim Şirketlerde Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz", **Ankara Barosu Dergisi**, Y. 65, S. 4, Güz 2007, s. 127; Tekinalp, (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, s. 566, N. 789; Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat), **AO Hukuku I**, s. 429.

¹²³ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 231, N. 12-18; Somut bir pay grubu ayrımı yapılmadığı sürece düzenlemenin uygulama kabiliyeti olmayacağı yönünde bkz. Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 252; pay grubu oluşturulması gerektiği konusunda bkz. Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat), **AO Hukuku I**, s. 430; Tekin Memiş, "Grup İmtiyazının Kabul Edildiği Bankalarda Grup İçindeki Bütün Paylar Nitelikli Pay Sayılır mı?", **Prof. Dr. Pekcanitez'e Armağan, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Özel Sayı, 2014, C. III, s. 3105-3121; Ersin Çamoğlu, "6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunda Belirli Grupların Temsili", (Çevrimiçi) <http://arslanlibilimarsivi.com/> (Son Erişim Tarihi: 26.03.2017). Yazar imtiyazın payları oluşturan gruba verildiği görüşündedir.

¹²⁴ Bazı paylara imtiyaz tanınmış olduğu ya da imtiyazlı pay ihraç edilmiş olduğu yönündeki kayıtların yeterli olmayacağı yönünde bkz. Karahan, **İmtiyaz**, s. 25-26; Domaniç, **Anonim Ortaklıklar**, s. 1060, Gönen Eriş, "Ayrıcalıklı Pay Senetleri I", **Yargıtay Dergisi**, Ankara, 1979, Sayı 4, s. 923.

¹²⁵ Yavuz Akbulak, "Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Paylar", s. 4, (Çevrimiçi) <http://www.legalisplatform.net/>, (Son Erişim Tarihi: 18.01.2014), Tekinalp, (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, s. 569, N. 796 vd.

edilmesi gerekmektedir¹²⁶. Görüldüğü üzere bu şekildeki bir imtiyaz, bireysel yatırımcı konumundaki pay sahibinin ortaklıktan beklediği en başta gelen mali menfaati olan kar payını doğrudan etkilemektedir. Dolayısıyla buna ilişkin yapılacak bir esas sözleşme değişikliği, pay sahibinin ortaklıkla olan ilişkisini temelden etkileyen bir olgudur.

Pay sahibinin mali haklarından bir diğeri de tasfiye bakiyesine iştirak hakkıdır¹²⁷. Uygulamada bu konuda imtiyaz tanınması durumuyla seyrek karşılaşılmaktadır. Bu imtiyaz da netice itibariyle tasfiyenin gerçekleşmesi halinde pay sahibinin ekonomik menfaatini doğrudan etkileyecek önemde bir imtiyazdır. Ancak söz konusu imtiyaz, ortaklığın herhangi bir sona erme sürecine binaen alacağı bir GK kararı ile tanınacak ise, zaten sona ermede ayrıca ayrılma hakkı tanınmış olduğundan işlevsel olmayacaktır.

Bunların dışında rüçhan hakkı konusunda da imtiyaz söz konusu olabilmektedir. Bu şekildeki imtiyaz, rüçhan hakkının kapsamının pay sahibinin mevcut payı oranında değil de, belirli bir pay senedi adedine göre belirlenmesi şeklinde olabilmektedir¹²⁸.

Bir diğer mali nitelikteki imtiyaz ise hazırlık devresi faizi talepli imtiyazdır. Doktrinde tartışmalı olmakla birlikte kar dağıtımının hazırlık devresi nedeniyle gecikeceği ortaklıklarda tasarruf sahiplerinin ilgisini çekebilmek için öngörülen bu hakkın imtiyaza konu olabileceği hâkim görüş tarafından savunulmaktadır¹²⁹.

Bunların yanı sıra tahvil talep hakkı¹³⁰ ve değiştirilebilir imtiyazlı¹³¹ pay senetleri de ihdas edilebilmektedir.

¹²⁶ Oğuz Kürşat Ünal, “Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunun İmtiyazlı Hisse Senedi Çıkarma Yetkisi”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Haziran, Aralık 2000, C. IV, S. 1, 2, s. 5.

¹²⁷ Tasfiye payında imtiyaz tanıma yöntemleri konusunda detaylı bilgi için bkz. Günel, **İmtiyaz**, s. 31-32; Tekinalp, (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, s. 570, N. 799.

¹²⁸ Karahan, **İmtiyaz**, s.132.

¹²⁹ Tekinalp, (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar 12. bs.**, s. 489, N. 937 vd. Bu hakkın bir alacak hakkı olarak kabul edilmesi gerektiği hakkında bkz. Karahan, **İmtiyaz**, s. 133-134.

¹³⁰ Anılan imtiyaz, anonim ortaklığın tahvil ihraç etmesi halinde, mevcut ortakların ihraç edilen tahvilleri almada rüçhan haklarının bulunduğu ya da bazı pay senedi veya pay senedi gruplarının ihraç edilecek tahvillerden diğerlerine nazaran daha fazla alma haklarının bulunduğu esas sözleşmede öngörülmesiyle yaratılabilir. Karahan, **İmtiyaz**, s. 135.

¹³¹ ABD ve İngiltere’de uygulama alanı bulan değiştirilebilir imtiyazlı pay senetleri, pay sahiplerine ellerinde bulunan pay senetlerini, konusu farklı olan imtiyazlı pay senetleriyle ya da adi pay senetleriyle değiştirebilme imkânı sunmaktadır. Detay bilgi için bkz. Louis Engel, Henry R. Hecht, **How To Buy Stocks**, Little, Brown & Co., New York 1994, s. 32-34. Ancak bu tür pay

Kar payı ve tasfiye bakiyesiyle ilgili imtiyaz tanıyan mali haklara ilişkin imtiyazların yanı sıra yukarıda ele alınan diğer mali imtiyazlar da pay sahibinin ekonomik menfaatlerini doğrudan ilgilendirmekte ve bunların ihdası, çoğu imtiyaz özelinde ortaklıkla arasında olan sözleşmesel ilişkiyi temelden etkileyecek nitelikte görünmektedir.

Kayıtlı sermaye sisteminde ise, TK m. 460/4 ve HAAO'lara uygulanacak olan SerPK m. 18/5 hükümleri doğrultusunda YK tarafından alınacak imtiyazlı paylara ilişkin kararlar nedeniyle ayrılma hakkının nasıl işleyeceği konusunda iki farklı görüş bulunmaktadır. Bir görüşe¹³² göre buna ilişkin YK kararları nedeniyle ayrılma hakkı kullanılmalıdır. Bu durum ayrılma hakkı için GK kararı gerekmesinin bir istisnasıdır. Diğer görüş¹³³ ise, ayrılma hakkına ilişkin SerPK hükümleri ve Ayrılma Tebliği hükümleri nedeniyle YK'nın yetkisinde olmasına rağmen bu kararların GK gündemine taşınması gerektiği ve GK kararı alınarak ilgili prosedürün yerine getirilmesi gerektiği yaklaşımındadır. Kanaatimizce HAAO'larda, kayıtlı sermaye sisteminde, YK'nın paylara imtiyaz tanınmasına ilişkin karar alması halinde ayrılma hakkının işleyişinin nasıl olacağı konusunda kanunda ve ikincil mevzuatta yer alan boşluğun yorum yoluyla doldurulmasından ziyade bu konunun mevzuatta düzenlenmesi gerek ayrılma hakkını düzenleyen hükümler gerekse de hukuk güvenliği açısından isabetli olacaktır.

İdari haklara ilişkin imtiyazlar söz konusu olduğunda uygulamada bunun en başta gelen örneklerinden biri oy hakkı konusundadır. Oy hakkı, pay sahiplerine şirketin yönetimi ve denetimi üzerinde söz sahibi olma imkânı sağlamaktadır. Bu açıdan oy hakkı, idari hakların en önemli grubunu oluşturmaktadır.

Oy hakkında imtiyaz tanınmasına ilişkin çeşitli yöntemler kullanılmaktadır¹³⁴. Ancak TK m. 479 uyarınca oyda imtiyazın tanınma yöntemi sınırlandırılmış ve

senetlerinin hukukumuz açısından ihracının mümkün olamayacağı tespiti için bkz. Karahan, **İmtiyaz**, s. 138.

¹³² Veliye Yanlı, Sermaye Piyasası Kanununda Halka Açık Şirketlerle İlgili Suç ve Yaptırımlar ile Önemli Nitelikte İşlemler Paneli, Önemli Nitelikteki İşlemler Sunumu, (Çevrimiçi), <http://www.tusiad.org/bilgi-merkezi/sunumlar/sermaye-piyasasi-kanununda-halkaaciksirketlerle-ilgili-suc-ve-yaptirimlar-ile-onemli-nitelikte-islemler-paneli/>, (Son Erişim Tarihi: 08.10.2014).

¹³³ Burak Adıgüzel, "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı", **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XVIII, 2014, S. 2, s. 9.

¹³⁴ Çeşitli yöntemler için bkz. Turan, **İmtiyaz**, s. 131; ayrıca bkz. Ünal, **İmtiyaz**, s. 6-7.

tanınabilecek oy hakkına ilişkin bir üst sınır getirilmiştir¹³⁵. Ancak HAAO'lar özellikle de borsa AO'ların doğası gereği bu sınırın tatbiki bu tür ortaklıklarca genelde tercih edilmeyebilir ve bu durumda maddenin ikinci fıkrasındaki sınırın aşılmasına ilişkin imkândan yararlanılması yoluna gidilebilecektir.

İdari haklara ilişkin olarak tanınacak bir diğer önemli imtiyaz ise ortaklık organlarında temsil edilme konusundaki imtiyazlardır. Oy hakkında geçerli olan sermayeye oranla hak sahibi olma ve genel kurul kararlarının alınmasında geçerli olan çoğunluk ilkeleri gereği, gerekli çoğunluğu elinde bulunduran pay sahipleri yönetim organlarının üyelerini kendi tercihleri doğrultusunda belirleme imkânına sahip olacaktır. Bu durumda çoğunlukla diğer pay sahipleri arasındaki çatışmaların önlenmesi amacıyla bazı pay gruplarına ortaklık organlarına aday önerme hakkı tanınmıştır¹³⁶.

Yukarıda açıklanan TK m. 360 hükmü yönetim kuruluna aday önerme hakkını pay sahibi gruplarına, pay gruplarına ve azınlığa vermektedir.

Son olarak azınlık hakları konusunda imtiyaz oluşturulmasını ele almakta fayda vardır. Bu haklar bazen belli konularda çoğunluğun karar almasını önlemektedir ki bunlara olumsuz azınlık hakları denilmektedir (TK m. 559, 421), bazen ise çoğunluğa rağmen belirli işlemlerin gerçekleştirilmesini sağlamaktadır ki bunlar olumlu azınlık haklarıdır¹³⁷ (TK m. 399/5, 420/1, 439/1, 486/3, 531, 539, SerPK m. 29/5, GKTY m. 32/3).

Öte yandan TK m. 421/3 ve 4 hükümleri uyarınca imtiyazlı pay oluşturulmasını, ortaklık konusunun tamamen değiştirilmesini ve nama yazılı payların devrinin sınırlandırılmasını öngören esas sözleşme değişiklikleri sermayenin en az %75'ini temsil eden pay sahiplerinin olumlu oylarıyla gerçekleştirilebilmekte ve aynı maddenin altıncı fıkra hükmü uyarınca konunun tamamen değiştirilmesine ve imtiyazlı pay oluşturulmasına ilişkin genel kurul kararlarına olumsuz oy vermiş pay sahipleri, bu kararların ticaret sicil gazetesinde yayınından ibaren altı ay içinde, pay

¹³⁵ “(1) Oyda imtiyaz, eşit itibarî değerdeki paylara farklı sayıda oy hakkı verilerek tanınabilir.

(2) Bir paya en çok onbeş oy hakkı tanınabilir. Bu sınırlama, kurumlaşmanın gerektirdiği veya haklı bir sebebin ispatlandığı durumlarda uygulanmaz...”

¹³⁶ Kendigelen, **İmtiyaz**, s. 183.

¹³⁷ Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 533.

devir kısıtlamalarına bağı kalmadan paylarını devredebilme imkânına sahip olmaktadırlar.

TK m.421'in altıncı fıkrasının gerekçesinde de açıkça ifade edildiği üzere *"Hükmün amacı, devri sınırlandırılmış bulunan bir nama yazılı paysahibine, ...imtiyazlı paylar oluşturulması halinde herhangi bir kısıtlamaya bağı olmaksızın paylarını devrederek şirketten çıkmak olanağını vermektir. Anılan kararlar şirkette önemli değişiklikler meydana getirir; bir paysahibi bu tür kararları önleyemeyebilir. Ancak, onun ayrıca şartları değişmiş bir şirkette, paylarının devrinin sınırlı olması nedeniyle kalmasına göz yummak da adil değildir. Sınırlamaların, yani bağlamın geçici olarak askıya alınması, ona adeta bir kurtulma olanağı verilmesi anlamını taşır. Bu hakkın sadece söz konusu kararlara karşı olumsuz oy kullanmış paysahiplerine tanınması da ayrıca yorumlanmayı gerektirmeyecek kadar açıktır"*¹³⁸. Ancak nama yazılı payların devrinin sınırlanması kararı üzerine niçin imtiyaz ve konunun tamamen değiştirilmesinde olduğu üzere, geçici süre için bağlam sınırlamalarıyla bağı olmaksızın pay sahibine devir imkânı sağlanmadığının isabetli bir izahı bulunmamaktadır. Zira alıntılanan aynı gerekçe bu durumdaki pay sahipleri için de geçerlidir¹³⁹.

Her ne kadar bağlam kuralı vesilesiyle yapılmış olsa da gerekçede ifade edildiği üzere, genel anlamda imtiyaz oluşturulması ortaklıkta pay sahibi açısından önemli değişiklikler meydana getirmektedir. Bu değişikliği önleyemeyen pay sahiplerinin ortaklıkta kalması adil olmayacaktır. Aynı gerekçeler ayrılma hakkı açısından da geçerlidir. Zira her ne kadar pay sahiplerinin paylarını satarak ortalıktan ayrılma imkânı olsa da, bu imkân borsada işlem görmeyen HAAO'lar açısından alıcı bulma ve fiyat açısından güçlükler içeren bir süreç olacak, borsa AO'ları söz konusu olduğunda ise, bu sefer imtiyaza ilişkin esas sözleşme değişikliğinin pay fiyatlarını olumsuz etkilemesi nedeniyle payını satarak ortaklıktan ayrılma pay sahipleri için adil sonuçlar doğurmayacaktır.

Karşılaştırmalı hukukta Amerikan, İtalyan ve Kanada hukuklarında imtiyaz oluşturulmasına ilişkin esas sözleşme değişikliklerinde ayrılma hakkı tanınmıştır.

¹³⁸ TK Madde Gerekçeleri, s. 147.

¹³⁹ Kendigelen, İlk Tespitler, s. 321.

İtalyan hukukunda Medeni Kanun'un ayrılma hakkına zorunlu olarak yol açan nedenlerin yer aldığı 2437 maddesinin g bendinde oy hakkı ve mali haklar konusundaki esas sözleşme değişikliklerine yer verilmiştir¹⁴⁰.

ABD hukukunda ise pay sahipliği haklarında değişiklik yapan esas sözleşme değişikliklerinde genellikle ayrılma hakkı tanınmaktadır. Buna örnek olarak *Massachusetts' New Business Corporation Act* m. 156D'de, pay sahipliği haklarında önemli ve olumsuz etkiler meydana getiren esas sözleşme değişikliklerinde bu hak tanınmıştır¹⁴¹. *Minnesota Statute* m. 302A'da da, ayrılma hakkı pay sahiplerinin haklarını etkileyen esas sözleşme değişikliklerine münhasır olmak üzere kabul edilmiştir¹⁴².

Kanada hukukunda, CBCA m. 173/1'de detaylı bir liste halinde maddede listelenen paylara ilişkin imtiyazların ihdası hallerinde ayrılma hakkı tanınmıştır. Buna göre; e bendi yeni pay grubu ihdası, g bendi paylara ilişkin imtiyaz, hak ve kısıtlamalar getirilmesi ya da bunlarda değişiklik yapılması, h bendi pay gruplarının değiştirilmesi, i bendi pay gruplarının bölünmesi, j bendi yöneticilerin pay gruplarında değişiklik yapmaları konusunda yetkilendirilmesi, k bendi ihraç edilmemiş paylara ilişkin imtiyaz, kısıtlama ve koşulların değiştirilmesi, l bendi ise j ve k bentlerindeki yetkilerin genişletilmesi, geri alınmasına ilişkindir¹⁴³.

Alman ve İsviçre hukuklarında ayrılma hakkı ya da imkanı imtiyaz ihdası halinde tanınmamıştır.

Türk sermaye piyasası hukukunda ise, SerPK m. 24/4 uyarınca SPK'nın idari takdiri neticesinde¹⁴⁴, SerPK'nın söz konusu işlemi önemli işlem kabul eden m. 23/1-ç ve önemli işlemlerde ayrılma hakkı öngören m. 24/1 hükmüyle çelişecek şekilde, Ayrılma Tebliği m. 11 ve 12 hükümleri gereğince, bu işleme ilişkin olarak ayrılma hakkı tanınması yerine zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğü getirilmiştir. Ayrıca HAAO'larda imtiyaza ilişkin esas sözleşme değişiklikleri SerPK m. 23/1-ç ve

¹⁴⁰ Ventruruzzo, **Withdrawal Rights**, s. 62.

¹⁴¹ William W. Swiggart, "Chapter 156D-Massachusetts' New Business Corporation Act", **The Independent Counsel**, (Çevrimiçi) <http://www.aigclaw.org/tic93.html>, (Son Erişim Tarihi: 04.08.2014).

¹⁴² James E. Dorsey, Thomas S. Fraser, Emily E. Duke "Dissenters' Rights in Minnesota", 2002, s. 4, (Çevrimiçi) <http://www.fredlaw.com>, (Son Erişim Tarihi: 04.08.2014).

¹⁴³ (Çevrimiçi) <http://laws-lois.justice.gc.ca>, (Son Erişim Tarihi: 04.08.2014).

¹⁴⁴ Bu konudaki detaylı açıklama ve tartışma için bkz. aşağıda dpn. 146 ve ona ilişkin açıklamalar.

Ayrılma Tebliği 5/1-ç maddesi uyarınca önemli işlem olarak kabul edilmiş, buna ilişkin değişiklik kararlarının toplantı nisabı aranmaksızın katılan oy hakkına sahip payların üçte iki çoğunluğuyla ya da sermayenin en az yarısının temsil edilmesi halinde oyçokluğuyla karara bağlanması esas kabul edilmiştir (SerPK m. 29/6, Pay Tebliği m. 7/1).

Ayrılma Tebliği m. 11/1'e göre bu işlemden “...yararlanacak olan gerçek veya tüzel kişiler tarafından pay alım teklifinde bulunulması zorunludur. Bu durumda pay alım teklifi fiyatı bu Tebliğin onuncu maddesindeki esaslar çerçevesinde belirlenir.”

Görüldüğü üzere anılan fıkra uyarınca bu işlem için zorunlu pay alım teklifi fiyatı, SPK'nın II/26-1 no'lu Pay Alım Teklifi Tebliği¹⁴⁵ m. 15'ten farklı olarak ayrılma hakkı kullanım fiyatıyla aynı esaslara göre düzenlenmiştir. Zira yukarıda açıklandığı üzere imtiyaz tanınması veya mevcut imtiyazlarda değişiklik yapılması işlemi özü itibarıyla ayrılma hakkının tanınabileceği önemli nitelikteki bir işlemdir. Nitekim SerPK m. 24/1'de bu işlemde pay sahiplerine ayrılma hakkının tanınacağı belirtilmektedir. Ancak bu konuda hazırlanmış olan ikincil mevzuat konumundaki Ayrılma Tebliği m. 11/1 ve m. 12/1-d hükümleriyle ayrılma hakkı yerine pay alım teklifi zorunluluğu getirilmiştir. Bir an için ayrılmanın (geniş anlamda) şekli olarak zorunlu pay teklifinin tercih edilmiş olabileceği görüşü ileri sürülebilirse de, ayrılma hakkı ile zorunlu pay alım teklifinin farklı kavramlar olduğu izahtan varestedir. Bu durumda SerPK m. 24/1'in metninde açıkça ayrılma hakkının, m. 23/1'de sayılan tüm önemli işlemlere tanındığı şeklindeki ifadenin bu konudaki istisnayı içermeyen yer alması uygun olmamıştır. Her ne kadar m. 23/1 son bent, m. 24/4 ve 25/1'de SPK'nın ikincil düzenleme yetkisine atıf yapılmaktaysa da görünüm olarak bu durum yasayla verilen bir hakkın ikincil mevzuatla geri alınması şeklinde değerlendirilmeye müsaittir¹⁴⁶.

¹⁴⁵ 23.1.2014 tarih ve 28891 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

¹⁴⁶ Bir görüş tarafından yukarıda tespitimiz, farklı bir konu bağlamında ancak aynı duruma işaret edecek şekilde; SerPK m. 24'ün lafzı itibarıyla tüm pay sahiplerine -usulüne uygun toplantı yapılmaması halinde ise katılmasalar bile- herhangi bir şarta bağlanmadan ayrılma hakkının tanınmasının, talep çokluğunda sorun oluşturacağı ve bu durumda sonradan ikincil mevzuat düzenlemesi ile de bu hakka -bir defa kanun tarafından tanındığı için- sınırlama getirilemeyeceği ifade edilmiştir. Bkz. Tekin Memiş, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun Ortaklıktan Çıkma ve Çıkarılma Konusu İle İlgili Getirdiği Yenilikler ve Uygulamasının Değerlendirilmesi

Kanaatimizce bu işlemde pay alım teklifi zorunluluğunun ayrılma hakkına tercih edilmesinin ardında imtiyaz tanınması neticesinde bundan yararlanacak pay sahiplerinin hâkim konuma geleceği, zorunlu pay alım teklifi müessesinin amaç ve işlevleri açısından mesele değerlendirildiğinde bu tercihin daha uygun olacağı düşüncesi bulunmaktadır¹⁴⁷.

Nitekim gerek pay alım teklifi zorunluluğunu düzenleyen SerPK m. 26'nın ikinci bendinin ikinci cümlesinde yer alan “*Ancak, imtiyazlı payların mevcudiyeti nedeniyle yönetim kontrolünün elde edilemediği hâller bu madde kapsamında değerlendirilmez.*” hükmü ve gerekse Ayrılma Tebliği m. 11/2’de yer alan “*Oy haklarının, tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak yüzde yirmi beşine sahip olan pay sahibi grubunun bulunmadığı ortaklıklarda, ortaklık paylarında grup ayırımına gidilmesi yoluyla mevcut payların tümüne aynı imtiyazın tanınması halinde Kurul tarafından zorunlu pay alım teklifi yerine ayrılma hakkı kullandırma zorunluluğu getirilebilir.*” hükümlerinin de bu kanaati doğrulayıcı bir işlevi olduğu söylenebilir. Zira bu hükümlerle yine kanaatimizce, şayet ortaklıkta hakimiyet durumu elde edilmemişse ya da belirli oranın üzerinde paya sahip olarak hakimiyeti elinde bulundurduğu söylenebilecek bir pay sahibi grubu yok ise ve tanınmak istenilen imtiyaz belirli bir pay grubunu diğerleri üzerinde etkili ve üstün olabilecek bir konuma getirmeyecekse, bu durumda pay alım teklifi zorunluluğu doğmamakta ya da ayrılma hakkına tercih edilmesinin bir gerekçesi kalmamakta ve bu durumda, Kurul, SerPK’da prensiben ayrılma hakkını doğurduğu kabul edilen imtiyaza ilişkin esas sözleşme değişikliğinde ayrılma hakkının kullanılmasının tercih edebilir olduğunu düzenlemek istemiş olabilir.

Benzer bir hüküm yine Ayrılma Tebliği m. 12/1-c’de “*Ortaklıkların mevcut paylarına tanınmış imtiyazlarının tüm ortaklar için bedelsiz olarak tamamen kaldırılması, konu veya kapsam bakımından daraltılması işlemleri,*” için ayrılma hakkının doğmayacağı kabul edilir şeklinde yer almaktadır. Burada artık tüm pay sahipleri için eşit şekilde imtiyazların kaldırılması veya daraltılması söz konusu olduğunda, pay sahiplerinin ayrılma hakkı vasıtasıyla korunmasına da gerek

Konferansı Konuşması”, m.24’e ilişkin açıklamalar, (Çevrimiçi) <http://www.bavder.com>, (Son Erişim Tarihi: 02.09.2014).

¹⁴⁷ Zorunlu pay alım teklifi işlev ve amacı hakkında ayrıntılı değerlendirme için bkz. yukarıda I.III.C.

kalmayacağı değerlendirilmesiyle hareket edildiği söylenebilir. Ancak her ne kadar böyle bir yaklaşımla hareket edilmiş olabileceği düşünülse de, SerPK m. 23/1-ç'nin lafzı bu yaklaşımı desteklememektedir. Dolayısıyla bu düzenlemenin kanun hükmüne aykırı görünümde olduğunu ifade edebiliriz.

Bu tercihin ne kadar isabetli ve SerPK hükümleri ile uyumlu olduğu tartışılabilir olmakla birlikte netice itibariyle, SPK mevzuatı tarafından imtiyaz tanınması ve imtiyazların değiştirilmesi işleminde pay sahibi açısından ayrılma hakkı ile hemen hemen aynı sonucu doğuracak zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğü getirilmesi, pay sahiplerinin çıkarlarının korunması ve ayrılma hakkıyla paralel işlev görececek bir müessese olması açısından olumlu karşılanabilir. Tüm bu tespitlerimiz, yukarıda bu başlık altındaki açıklamalarımız içerisindeki her bahiste açıkça belirtilmemiş olsa da mevcut imtiyazlarda değişiklik yapılarak kapsam ve konularının değiştirilmesi işlemleri için de geçerlidir. Zira değişiklik yapılması durumunda da pay sahipleri açısından yukarıda işaret edilen sakıncalı sonuçların doğması muhtemeldir. Nitekim mevcut imtiyazların kapsam ve konularının değiştirilmesi pratikte imtiyaz ihdas edilmesi gibi etki yapacaktır. Neticede her iki durumda da bir kısım pay sahipleri diğerlerine göre daha ayrıcalıklı hale getirilmektedir. Yani bu durumda pay sahiplerinin ortaklık içindeki pay sahipliği konumları işleminden etkilenecek, söz konusu etki aynı zamanda pay değerlerine de yansımaktadır. Bu şekilde değişiklik işleminden konumları etkilenen pay sahiplerini ayrılma hakkının ya da aynı işlevi görececek bir hakkın koruyucu fonksiyonundan yararlandırmamanın haklı gerekçesi olamaz.

b. Borsa Kotundan Çıkma

Sermaye piyasası araçlarının borsada işlem görmesi için borsa kotuna¹⁴⁸ alınması işlemi kotasyon¹⁴⁹ olarak adlandırılmakta olup borsada işlem görme, yatırım araçlarının borsada alım satımına konu olmasını ifade etmektedir (Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Esaslar Yönetmeliği¹⁵⁰ m. 4/h, l). Borsada

¹⁴⁸ Borsada işlem görmesine izin verilen menkul kıymetlerin listesidir. Bkz. (Çevrimiçi) <http://www.iktisatsozlugu.com>, (Son Erişim Tarihi: 16.03.2018).

¹⁴⁹ Ortaklığa ait menkul kıymetlerin borsa listesine alınması şeklindeki tanım için bkz. Memiş, Turan, **a.g.e.**, s. 92.

¹⁵⁰ 19/10/2014 tarihli ve 29150 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış ve değiştirilmiştir.

kote edilmiş paylar ise, kotasyon başvurusu yapılmış ve borsa yönetimince şartlara uygunluğu tespit edilerek kota alınmış paylardır¹⁵¹.

Yabancı hukuklarda *delisting*, *going private*, *börsenaustritt* şeklinde isimlendirilen borsa kotundan çıkma işlemi Türk sermaye piyasası hukukunda, prensip itibariyle, doğrudan ayrılma hakkına neden olabilecek önemli nitelikte bir işlem olarak kabul edilmiştir (SerPK m. 23/1-a, m. 24/1 ve Ayrılma Tebliği m. 5/1-d). Ancak aşağıda detaylı ele alınacağı üzere SPK tarafından ilgili tebliğ hazırlanırken bu işlem için ayrılma hakkı yerine zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğü tercih edilmiştir.

Borsa kotundan çıkma ortaklık pay sahipleri açısından ciddi etkileri olan bir işlemdir. Zira bu işlem neticesinde ortaklık tabi olduğu kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinden, borsa AO'ların tabi oldukları sermaye piyasası ve borsa mevzuatı yükümlülüklerinden kurtulmuş olacak, bu durum da hâkim pay sahibi dışındaki pay sahiplerinin çıkarlarını olumsuz yönde etkileyecektir. Bunun neticesi olarak ayrılma hakkının tanınıp tanınmaması gerektiği üzerinde asıl durulması gereken konudur.

Borsa kotundan çıkma, ihraççının talebi ya da başka bir şekilde borsa kotasyonunun sona erdirilmesidir¹⁵². Karşılaştırmalı hukukta borsa kotundan çıkma, Kanada ve İtalya hukuklarında ayrılma hakkına neden olan işlemler arasında yer almaktadır.

İtalya hukukunda Medeni Kanun m. 2437'de pay sahiplerinin borsa kotundan çıkma kararında uzlaşamamaları durumunda ayrılma hakkı tanınmıştır¹⁵³.

Kanada hukukunda CBCA m. 190/1-f hükmü uyarınca pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınmıştır¹⁵⁴. Ancak doktrinde borsa kotundan çıkma halinde ayrılma hakkı imkânının tanınmasının pay sahipleri açısından yeteri kadar koruma sağlamadığı, pahalı ve uzun süren bir süreç olduğu ve pay sahiplerine yapılan ödemenin yeterince tatminkâr olmadığı tespitleri yapılmıştır¹⁵⁵.

¹⁵¹ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 156, N. 9-130.

¹⁵² Wolfgang Groß, **Rechtsprobleme des Delisting**, s. 145.

¹⁵³ Ventoruzzo, **Withdrawal Rights**, s. 62.

¹⁵⁴ (Çevrimiçi) <http://laws-lois.justice.gc.ca>, (Son Erişim Tarihi: 05.08.2014).

¹⁵⁵ Magnet, **Appraisal**, s. 120-123.

Alman hukukunda ise, borsa kotundan çıkma işlemine ilişkin olarak ayrılma hakkı tanınmamıştır. BörsG¹⁵⁶ m. 39/II¹⁵⁷’de borsa kotundan çıkma ana hatlarıyla düzenlenmiş olup, söz konusu fıkra bu konudaki detay prosedürleri için ilgili borsa düzenlemelerine atıf yapmaktadır. Doktrinde bu şekildeki borsadan çıkma işlemi *echtes delisting* –gerçek borsa kotundan çıkma- olarak da adlandırılmaktadır¹⁵⁸. Aynı şekilde birleşme, bölünme, malvarlığı devri gibi yollarla dolaylı şekilde borsa kotundan çıkma ise *unechtes delisting* –gerçek olmayan borsa kotundan çıkma- şeklinde adlandırılmaktadır¹⁵⁹.

Kanunda açıkça yer almadığı için borsa kotundan çıkma işlemi için genel kurul kararının gerekip gerekmediği hususu ve bu işlemde ayrılma hakkının tanınıp tanınmaması gerektiği hususu Alman hukukunda doktrinde tartışmalara ve mahkeme kararlarına konu olmuştur.

Bu tartışmada hâkim olan görüş ve mahkeme kararları bu işlem için genel kurulda karar alınmasını zorunlu görmektedirler¹⁶⁰. Mahkeme kararları açısından özellikle bu alanda uygulamayı belirlemiş olan Alman Temyiz Mahkemesinin 25.12.2002 tarihli *Macroton* kararına değinmek gerekir. Bu kararda yüksek mahkeme borsa kotundan çıkmak için kanunda yazılı olmasa da, başlıca iki kriter belirlemiştir. Bunlar; bu işlemin gerçekleştirilebilmesi için öncelikle genel kurul kararı alınması gerektiği ve hâkim pay sahibi ya da ortaklığın pay alım teklifi yapması zorunluluğudur. Esasen mahkeme bu kararının gerekçesi olarak; pay sahibinin payını

¹⁵⁶ Börsengesetz vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351).

¹⁵⁷ Kanun’un 21.6.2002 tarihinde yürürlüğe giren mülga olan metninde 38. maddede, bu tarihten önceki metninde ise 43. maddede borsa kotundan çıkma düzenlenmişti. Eski tarihli hazırlanan eserlerde atıflar doğal olarak söz konusu maddelere yapılmaktaydı.

¹⁵⁸ Jens Koch, **Hüffer Aktiengesetz**, 11. Auflage, C. H. Beck, 2014, AktG § 119 Rechte der Hauptversammlung, Rn. 30.

¹⁵⁹ Koch, **Hüffer Aktiengesetz**, AktG § 119 Rechte der Hauptversammlung, Rn. 30.

¹⁶⁰ Bu görüşteki birçok yazar için bkz. Hans Jürgen Hellwig, Michael Bormann, “Die Abfindungsregeln beim Going Private, Der Gesetzgeber ist gefordert”, **ZGR**, 2002/3, s. 481, dpn. 91’de anılan yazarlar. Ancak bu konudaki tartışmalar daha sonra verilen mahkeme kararları ile etkisini yitirmiş olduğundan detaya girilmeye gerek görülmemiştir. Mahkeme kararları açısından ise Alman Anayasa Mahkemesinin 23.08.2000 tarihli *Motometer* kararı örnek olarak gösterilebilir. Bu konuda bkz. Peer Zumbansen, “German Corporate Law in Constitutional Perspective: The Squeeze Out Reviewed”, **German Law Journal**, Vol. 2, 2001, (Çevrimiçi) <http://www.germanlawjournal.com/index.php?pageID=11&artID=45>, (Son Erişim Tarihi: 15.08.2014); “BVerfG: Übertragende Auflösung” einer AG - Moto Meter-AG”, **NJW**, 2001, s. 279-281. Bu kararda mahkemece azınlığın ortaklıktan çıkarılmasının anayasal güvence altında olan mülkiyet hakkı ile ilişkili olduğu, azınlığın ortaklıktan çıkarılabilmesi için payları için yeterli olan fiyatın ödenmesi gerektiği ifade edilmiştir.

borsada satabilmesinin onun anayasal hakkı olan özel mülkiyet hakkını ilgilendirdiği, şayet pay sahibi bu hakkından yoksun kılınacaksa bunun ancak çoğunluk kararı ile olacağı ve payını, fiyatın hâkim kararıyla belirleneceği hukuki süreçten geçilerek satabileceğini ifade etmiştir¹⁶¹.

Uygulama uzun süre ele alınan karar doğrultusunda şekillendikten sonra Alman Anayasa Mahkemesi, bu konudaki içtihadın değişmesine neden olan 11.07.2012 tarihli kararında, Alman Federal Mahkemesi'nin, *Motometer* kararı ile oluşan içtihadını Alman anayasasının mülkiyet hakkına ilişkin hükümleriyle ilişkilendirmesi yorumunu uygun bulmamış ve özel mülkiyet hakkının ihlalinin söz konusu olmadığına hükmetmiştir.

Bunun üzerine Alman Federal Mahkemesi 08.10.2013 tarihli *Frosta*¹⁶² kararında *Macroton* kararıyla oluşturduğu içtihadını değiştirerek genel kurul kararı alınması ve zorunlu pay alım teklifi yapılmasına gerek olmadığı, BörsG ve diğer borsa mevzuatının pay sahiplerinin korunması için yeterli olacağına hükmetmiştir¹⁶³. Bu karar neticesinde yeni dönemde eskiden HAAO'lar açısından daha zahmetli olan borsa kotundan çıkma işleminin daha kolay hale gelmesi söz konusu olacaktır. Ayrıca yeni oluşacak uygulamanın, halka açıklık oranı az olanların yanı sıra maliyetleri düşürmek amaçlı yeniden yapılandırma işlemleri planlayan HAAO'lar bakımından da uygun olması beklenmektedir¹⁶⁴.

ABD hukukunda ise, borsa kotundan çıkma başlı başına ayrılma hakkının tanındığı bir işlem olarak kabul edilmediği halde, kolaylaştırılmış birleşme işlemi gibi yukarıda bu başlık altında gerçek olmayan borsa kotundan çıkma olarak nitelendirilen işlemler dolayısıyla ele alınmaktadır. Doktrinde bu konudaki tartışma pay alım teklifi ve sair şekilde payların çoğunluğuna sahip olan hâkim pay sahibinin

¹⁶¹ “BGH: Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses und Pflichtangebots für reguläre Delisting – Macroton”, *NZG*, Heft 6, 2003, s. 280-281; Delisting Reloaded - German Supreme Court Abandons Cumbersome Restrictions, Nov 18, 2013, (Çevrimiçi) <http://www.gibsondunn.com/publications/>, (Son Erişim Tarihi: 04.09.2014); Karara ilişkin ayrıntılı değerlendirme için bkz. Karsten Schmidt, “Macroton oder: weitere Ausdifferenzierung des Aktionärsschutzes durch den BGH”, *NZG*, 2003, s. 601-606.

¹⁶² *BeckRS*, 2013, 19377.

¹⁶³ Laurenz Wieneke, “Aktien- und kapitalmarktrechtlicher Schutz beim Delisting nach dem FROSTA Beschluss des BGH”, *NZG*, Heft 1, 2014, s. 25-26; Oliver Rothley, “Aufgabe der Macrotron-Grundsätze”, *GWR*, 2013, Heft 23, s. 493-494.

¹⁶⁴ “Landmark Ruling by the German Federal Court facilitates Delisting”, *Ashurst Frankfurt*, December 2013, (Çevrimiçi) www.ashurst.com/doc.aspx?id_Content=9934, (Son Erişim Tarihi: 15.09.2014).

bunu takiben kolaylaştırılmış birleşmeye gitmesi durumunda pay sahiplerinin olağan birleşme işlemlerindeki gibi korunup korunamadığı hakkındadır.

Bir görüş, Delaware Yüksek Mahkemesinin emsal niteliği taşıyan *In re Siliconix Inc. Shareholders Litigation*¹⁶⁵ ve *Glassman v. Unocal Exploration Corp*¹⁶⁶ kararlarından hareketle pay sahiplerinin değindiğimiz şekilde borsa kotundan çıkma işlemlerinde yeterince korunamadığı ve bu nedenle olması gereken korumanın sağlanması için, olağan birleşmelerde yapıldığı üzere işlemin dürüstlük kuralına uygunluğu açısından en azından *limited fairness test* şeklinde adlandırdıkları sınırlı şekilde dürüstlük kuralı denetiminin mahkemece uygulanması gerektiğini ifade etmektedir¹⁶⁷. Ayrıca bu görüş tarafından önerdikleri çözüme alternatif olmak üzere Delaware mevzuatındaki ayrılma hakkına ilişkin hükümlerde, borsa kotundan çıkma işlemlerinde pay alım teklifi aşaması ve kolaylaştırılmış birleşme aşamalarında paylar için ödenen fiyatların ayrılma hakkı fiyatının altında kalması durumunda talep etsin veya etmesin azınlık pay sahiplerinin tümüne ayrılma hakkı fiyatı üzerinden ödeme yapılacağı ve ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin mahkeme masraflarının davanın kazanılması halinde ana ortaklık tarafından karşılanacağına ilişkin değişiklik yapılması da önerilmektedir.

Diğer görüş ise, her ne kadar mahkemelerce olağan birleşmede olduğu şekliyle dürüstlük kuralı denetimi uygulanmasa da, mahkemelerin bu konuda uyguladıkları gerek pay alım teklifi aşamasında şeffaflık ve pay sahipleri üzerindeki baskıyı önleyici kuralları gerek de işlemin ikinci aşaması olan birleşmede kesin şekilde tanınacak olan ayrılma hakkı sayesinde yeterli korumanın sağlanmış olacağı, ayrıca mahkemelerce *Pure Resources, Inc. S'holders Litig.*¹⁶⁸ davasında olduğu üzere borsa kotundan çıkmaya ilişkin bu paragrafta belirttiğimiz işlemlere ilişkin yapılan dikkatli incelemenin yeterli olacağı ve eleştiri olarak getirilen dürüstlük kuralı

¹⁶⁵ No. Civ. A. 18700, 2001 WL 716787 (Del. Ch. June 21, 2001).

¹⁶⁶ 777 A.2d 242 (Del. 2001).

¹⁶⁷ Bradley R. Aronstam, R. Franklin Balotti, Timo Rehbock, "Delaware's Going-Private Dilemma: Fostering Protections for Minority Shareholders in the Wake of Siliconix and Unocal Exploration", **The Business Lawyer**, Vol. 58, February 2003, p. 557-558.

¹⁶⁸ 808 A.2d 421 (Del. Ch. 2002)

denetimiyle aynı işlevi göreceğini ifade etmektedir. Ayrıca yine bu görüşe göre karşı görüş sahiplerinin önerilerinin uygulanabilirliği bulunmamaktadır¹⁶⁹.

Türk hukukunda Ayrılma Tebliği m. 8 ile borsa kotundan çıkma özel olarak düzenlenmiştir. Maddeye göre borsa kotundan çıkma için borsaya başvurmanın ön koşulu olarak, pay alım teklifi sonucu ya da başka bir şekilde tek başına ya da birlikte hareket ettiği kişilerle birlikte doğrudan veya dolaylı şekilde oy haklarının en az %95 veya üstü çoğunluğa sahip olunması gerekmektedir (m. 8/1). Bunun sağlanması halinde borsaya kottan çıkma başvurusu ve SPK'ya zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğü için başvurulması gerekmektedir (m. 8/2).

Ancak bu noktada yukarıda bu konunun başında ifade ettiğimiz şekilde, borsa kotundan çıkma işlemi açısından Tebliğ'le yapılmış olan ayrılma hakkı yerine zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğü tanınmasına ilişkin tercihi değerlendirmek uygun olacaktır.

Yukarıda da değindiğimiz üzere¹⁷⁰ borsa kotundan çıkma işleminin pay sahibi açısından ciddi sonuçları olacaktır. Ortaklığın borsada kayıtlı olmasının ortaklık açısından getirdiği yükümlüklerin pay sahibinin lehine olmasının yanı sıra payın devredilebilirliği açısından da yatırımcı konumunda olan pay sahibi için taşıdığı önem büyüktür. Borsadan çıkma kararının payın devredilirliğini etkilemesi çoğu zaman kaçınılmazdır. Çalışmamızda ele alındığı üzere¹⁷¹ ayrılma hakkının önde gelen bir fonksiyonu da payın adil değer üzerinden nakde çevrilmesi imkânını sağlamasıdır¹⁷². Pay sahibinin payının devredileceğine olan inancının onu ortaklık payını almaya yönelten işlem temeli düzeyindeki saiki olduğu söylenebilir. Bu açıdan yaklaşıldığında borsa kotundan çıkmanın, pay sahibi açısından işlem temelini değiştireci etki yapacak bir işlem boyutunda olduğunu söyleyebiliriz. Dolayısıyla bu işlemde ayrılma hakkı tanınmasının yerinde olacağı değerlendirilebilir¹⁷³.

Ancak zorunlu pay alım teklifini öngören Ayrılma Tebliği m. 11/1 hükmü incelendiğinde, bir önceki imtiyaz başlığı altında yaptığımız açıklamalarda¹⁷⁴ da yer

¹⁶⁹ Jon E. Abramczyk, Jason A. Cincilla, James D. Honaker, "Going-Private "Dilemma"?-Not in Delaware", **The Business Lawyer**, Vol. 58, August 2003, p. 1371.

¹⁷⁰ Bkz. bu başlık altındaki üçüncü paragraf.

¹⁷¹ Bkz. yukarıda s. 88.

¹⁷² Aynı konuda bkz. Magnet, **Appraisal**, s. 101.

¹⁷³ Aynı yöndeki görüş için bkz. Sönmez, **Ayrılma**, s. 111.

¹⁷⁴ Bkz. s. 178.

verdiğimiz üzere, ayrılma hakkı kullanım fiyatı ile borsa kotundan çıkma durumunda pay alım fiyatı paralel şekilde düzenlenmiştir¹⁷⁵. Öncelikle bu tercih sebebiyle pay sahiplerinin fiyat açısından dezavantajlı konumda olmadıklarını ifade etmeliyiz.

Hakkın kullanılması açısından yaklaşıldığında ise, ayrılma hakkının tanınmış olması halinde bu haktan, prensip olarak, sadece işleme ilişkin genel kurul toplantısına katılıp da muhalif kalan pay sahipleri yararlanabilecekken, pay alım teklifi toplantıya katılsın katılmasın tüm azınlık pay sahiplerine yapılacağından, ayrılma hakkına nazaran daha kapsayıcı ve böylelikle azınlık ve pay sahiplerinin menfaatleri açısından da daha faydalı olacağı düşünülebilir. Buna karşın ise, borsa AO'ları bakımından uygulama kabiliyeti olan Kurumsal Yönetim Tebliği uyarınca böyle bir karar öncesi pay sahiplerinin yeterince bilgi sahibi olabilecekleri, yine bu kurallar uyarınca oluşturulacak yönetim komiteleri ve bağımsız YK üyeleri sayesinde böyle bir kararın, pay sahiplerinin çıkarlarını negatif yönde etkilemesinin büyük ölçüde önüne geçilebileceği de değerlendirilebilir. Öte yandan elektronik ortamda GK'ların yapılmasına ilişkin TK m. 1527 ve Anonim Şirketlerde Elektronik Ortamda Yapılacak Genel Kurullara İlişkin Yönetmelik¹⁷⁶ hükümleri uyarınca borsa AO'ları açısından GK'ların elektronik ortamda yapılması zorunluluğu bulunmaktadır. Bu düzenleme sayesinde de daha fazla sayıda pay sahibinin GK'ya katılma olanağı bulunmakta, böylelikle ayrılma hakkının daha fazla pay sahibi tarafından kullanılabilmesi imkânı doğmaktadır. Zorunlu pay alım teklifinde hâkim pay sahibinin üzerine maliyet açısından fazla yük binecek, yeterli mali imkânlarla sahip olmadığı takdirde ise, zaten alım işlemi gerçekleşmeyeceği için işlem gerçekleşmemiş olacak, böylelikle pay sahiplerinin hakları da zarar görmemiş olacaktır. Ancak aynı durumun ayrılma hakkı tanınmış olsaydı, ayrılma hakkının kullanılmasında da geçerli olacağını belirtmemizde fayda vardır.

Borsa kotundan çıkma işlemini gerçekleştirebilmek için en az %95 oyçoğunluğunun sağlanması gerekmektedir. Bu oran oldukça yüksek bir oran olup aynı zamanda, Çıkarma Tebliği uyarınca azınlığı ortaklıktan çıkarma hakkının,

¹⁷⁵ “5 inci maddenin birinci fıkrasında sayılan önemli nitelikteki işlemlerden (ç) ve (d) bentlerinde belirtilenler için, bu işlemlerden yararlanacak olanlar tarafından, ... pay alım teklifinde bulunulması zorunludur. Bu durumda pay alım teklifi fiyatı bu Tebliğin onuncu maddesindeki esaslar çerçevesinde belirlenir.”

¹⁷⁶ 28.08.2012 tarih ve 28395 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

azınlık açısından ise paylarını ortaklığa satma hakkının kullanımına neden olan %98'lik orana¹⁷⁷ oldukça yakındır (Çıkarma Tebliği m. 4/1, m. 5).

Esasen bu tespitler karşısında aslında tıpkı Çıkarma Tebliği'nde çıkarma ve satma haklarının karşılıklı olarak düzenlenmiş olmasında olduğu üzere ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğunun bir arada düzenlenmesi daha isabetli olurdu. Bununla kastettiğimiz Ayrılma Tebliği'ndeki mevcut düzenlemenin aksine, ayrılma hakkı ile zorunlu pay alım teklifinin, işlemler bazında SPK tarafından ayrıştırılarak birbirine tercih edilmesi yerine, ayrılma hakkının da devrede olacağı ancak belirli şartların sağlanması sonrası, örneğin ayrılma hakkının kullanılmasını takiben zorunlu pay alım teklifinin devreye girmesi şeklinde bir düzenlemedir¹⁷⁸.

Bütün bu açıklamalara ilaveten Türk hukukunda borsadan çıkma konusunun sadece SerPK ve tebliğlerde düzenlenmediğinin de belirtilmesi gerekmektedir. Borsa İstanbul A.Ş. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Esaslar Yönetmeliği m. 16/4 ve Borsa İstanbul A.Ş. Kotasyon Yönergesi¹⁷⁹ m. 27'de de ortaklığın kendi isteği ile borsa kotundan çıkması düzenlenmiştir. Yönetmelik m. 16/4'de bu konuda yetkili merciin borsaya başvuru üzerine borsa genel müdürü olduğu ifade edilmiş, anılan yönetmelik uyarınca çıkarılan yönerge m. 27'de ise bu sefer istem üzerine kottan çıkma konusunda SPK düzenlemelerine atıf yapılmış ve bunların tamamlanması halinde yetkinin borsa yönetim kurulunda olduğu ifade edilmiştir¹⁸⁰.

Ancak kanımızca hemen yukarıda ifade ettiğimiz üzere borsa kotundan çıkma işleminde sadece pay alım teklifi zorunluluğu getirilerek inisiyatifin yalnızca hâkim

¹⁷⁷ Yürürlükten kalkan, 2/1/2014 tarihli ve 28870 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan, II-27.1 sayılı aynı isimli tebliğin 4/1 maddesinde bu oran %95 olarak, yani Ayrılma Tebliği ile aynı oran olarak belirlenmişti.

¹⁷⁸ Anılan tespit genel anlamda Ayrılma Tebliği'nin ayrılma hakkı yerine zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğü öngördüğü hükümleri hakkındaki yaklaşımımızı yasıtmakta olup borsa kotundan çıkma işlemi özelinde, aşağıda s.188 vd. yer verilen işleme ilişkin hukuki hak ve mekanizmaların fazlalığı ve karmaşıklığına ilişkin eleştirilerimiz saklıdır.

¹⁷⁹ 14/07/2015-13/11/2015 onay tarihli.

¹⁸⁰ Yürürlükten kaldırılan BIST Kotasyon Yönetmeliği (24.06.2004 tarih ve 25502 sayılı RG'de yayınlanmıştır) m. 25 ile de ortaklığın kendi isteği ile borsa kotundan çıkması düzenlenmişti. Bu hükümde bu konudaki nihai karar merciinin BIST yönetim kurulu olduğu, ancak yönetim kurulunun bu konudaki nihai kararını verirken ortaklıktan yatırımcıların mağduriyetlerinin önlenmesi için bir takım tedbirler alınmasını kararlaştırabileceği ifade edilmişti. Bu hükümden yola çıkarak henüz pay alım teklifi yükümlülüğünün bu işlem için mevzuatta yer almadığı eski mevzuat döneminde, hâkim pay sahibi için pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğü getirilebileceği görüşü (bkz. Sönmez, **Ayrılma**, s. 183-184) ileri sürülmüştür. Ayrıca aynı görüş uyarınca söz konusu düzenleme tek başına bile yatırımcının korunması açısından yeterli kabul edilebilir.

konumdaki pay sahibine tanınması isabetli olmamıştır¹⁸¹. Bu noktada ikincil mevzuat düzenlemeleriyle ilgili bir meselenin daha altını çizmek isteriz. Şöyle ki, bir yandan Ayrılma Tebliği m. 8/1 ile %95 oranında oy hakkını temsil eden paya sahip olunması halinde borsa kotundan çıkma işlemi için başvuru yapılabileceğinden bahsedilmekte, öte yandan yine buna çok yakın bir oran olan %98 oranında oy hakkını temsil eden paya ulaşılması halinde bu sefer Çıkarma Tebliği m. 4/1 uyarınca hâkim pay sahibinin azınlığı çıkarma hakkından¹⁸², aynı hükmün devamında ise azınlığın paylarını hâkim pay sahibine satma hakkından¹⁸³ bahsedilmektedir¹⁸⁴.

Elbette ki bu kavramların her biri farklı bir hukuki hakkı ifade etmekte ve farklı işlevleri olmaktadır. Ancak borsa kotundan çıkma işleminde hâkim pay sahibi çıkma başvurusunda bulunmayı tercih etmese bile, ulaşabilecek olduğu %98’lik pay oranı nedeniyle Çıkarma Tebliği m. 4/1 uyarınca çıkarma hakkına sahip olmaktadır. Bu hakkı kullanmak hâkim pay sahibinin takdirindedir. Ancak hâkim pay sahibi bu hakkını kullanmaya karar verirse, bu durumda aynı Tebliğ m. 5/7 hükmü uyarınca çıkarma başvurusuyla eş zamanlı olarak, borsa AO’larının borsa kotundan çıkma için borsaya başvuru yapması gerektiği ifade edilmiştir. Yani bu durumda aslında dolaylı olarak zaten borsa kotundan çıkma işlemi gerçekleşmektedir.

Böylelikle ele alınan mevzuat hükümleri neticesinde çıkarma hakkının kullanımı ile borsa kotundan çıkma işleminin zorunlu olarak aynı sonucu doğurduğu görülmektedir.

Öte yandan yine Çıkarma Tebliği m. 4/1 uyarınca aynı durumda bu sefer azınlık pay sahiplerinin paylarını hâkim pay sahibine satma hakları doğmaktadır. Hatta Tebliğ’e göre öncelikle satma hakkının kullanılması gerekmekte, ancak satma hakkının kullanılması için belirlenen hak düşürücü süre geçtikten sonra çıkarma hakkının kullanılabileceği ifade edilmektedir (Çıkarma Tebliği, m. 5/1-6). Bu durumda çıkarma hakkının kullanılmadığı bir durumda dahi teorik olarak satma

¹⁸¹ Yukarıda dpn. 178’deki görüşümüz doğrultusunda ayrılma hakkı da tanınması halinde bu açıdan daha fazla seçenek olacaktır.

¹⁸² Detaylı değerlendirme için bkz. yukarıda s. 26 vd.

¹⁸³ Detaylı değerlendirme için bkz. yukarıda s. 30 vd.

¹⁸⁴ Çıkarma Tebliği’nin ilk yayımlanan metninde çıkarma ve satma haklarının kullanılması için şart olan oran %95 olarak belirlenmişti (2/1/2014 tarihli ve 28870 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği II-27.1, m. 4/1). Bu durum ise, aşağıda borsa kotundan çıkma işleminde söz konusu olabilecek hukuki hak ve mekanizmaların fazlalığına ilişkin eleştirilerimizi daha da kuvvetlendirmekteydi.

hakkının kullanılmasıyla, tıpkı borsa kotundan çıkma işlemi için öngörülen pay alım teklifi neticesinde ya da çıkarma hakkının kullanılması halinde olduğu üzere, tüm azınlık paylarının hâkim pay sahibinin eline geçmesi sonucu gerçekleşebilmektedir.

Tüm bu mevzuat hükümleri bir arada değerlendirildiğinde, borsa kotundan çıkma sonucu doğuran ve Ayrılma ve Çıkarma Tebliğ'lerinde düzenlenen zorunlu pay alımı ile çıkarma ve satma hakkına ilişkin düzenlemeler, netice olarak aynı sonucu doğuran ve bu nedenle de birarada düzenlenmiş olmaları gereksiz olarak değerlendirilebilecek düzenlemeler görümündedir¹⁸⁵. Ayrıca değişik mülahazalarla söz konusu hukuki hak ve mekanizmaların farklı işlevler gördüğü ileri sürülecek olsa dahi, borsa kotundan çıkma işlemi açısından bu farklı işlevlerin hepsinin bir arada bulunmasına gerek olduğu *de lege ferenda* söylenemez.

Bu tespite karşın çözüm olarak SPK tarafından açıklanan durumlarda anılan hak ve yükümlülüklerle ilişkin düzenlemelerde revizyona gidilerek daha sade, komplike görünümde olmayacak şekilde bunların işleyişini sağlayacak bir mekanizmanın oluşturulması yerinde olacaktır. Öneri olarak hem Ayrılma Tebliği hem de Çıkarma Tebliği'nde öngörülen hak ve yükümlülüklerin doğduğu durumlarda bunlardan sadece bir kısmının işlevsel olması yönünde düzenleme yapılabilir.

Yukarıdaki tahlillere ilave olarak bir HAAO'nun borsa kotundan çıkması durumunda halka açıklık statüsünün ne olacağı sorunu da irdelenmelidir. İlgili mevzuata bakıldığında gerek Çıkarma Tebliği'nde gerek de II-16.1 Sayılı Tebliğ'de hükümler mevcuttur. II-16.1 Sayılı Tebliğ m. 8/3 hükmü uyarınca, borsa kotundan çıkmaya ilişkin pay alım teklifi işlemlerinin tamamlanmasının ardından borsa tarafından payların borsa kotundan çıkarılması ve işlem görmekten sürekli men edilmesine karar verilmekte, bu kararı takiben bir sene içerisinde paylarının yeniden işlem göremesine karar verilmemesi durumunda, Kurul tarafından resen ortaklığın kanun kapsamından çıkarılmasına karar verilmektedir. Çıkarma Tebliği m. 5/13

¹⁸⁵ Bu tespit açısından ayrıca bkz. Memiş, SerPK Konferansı, m. 27'ye ilişkin açıklamaları. Yazar pay alım teklifi, çıkarma ve satma haklarını SerPK düzenlemesi açısından ele alarak bu düzenlemelere ilişkin belirsizlik ve karışıklığı eleştirmektedir; Ayrıca bkz. Emrullah Kervakıran, "Sermaye Piyasası Kanununda Pay Sahibinin Ortaklıktan Çıkma ve Çıkarılması", m. 24'e ilişkin açıklamaları, SerPK Konferansı, (Çevrimiçi) <http://www.bavder.com>, (Son Erişim Tarihi: 09.09.2014). Yazar SerPK ve TK'nın çıkma ve çıkarılmayla ilgili getirmiş olduğu düzenlemelerin fazlalığını eleştirmektedir.

hükmü uyarınca da, hâkim pay sahibi tarafından çıkarılma hakkının kullanıldığı ortaklık kanun kapsamından resen çıkarılır¹⁸⁶.

c. Birleşme İşlemine İlişkin Yeni Tebliğ Düzenlemesi

Yukarıda¹⁸⁷ birleşme bahsinde değinildiği üzere, Ayrılma Tebliği m. 11/1’de yapılan değişiklik ile devrolunan ve payları borsada işlem gören ortaklığın, payları borsada işlem görmeyen ve birleşmeye esas olan finansal tabloları itibariyle aktif toplamı daha büyük olan bir ortaklık ile birleşmesinde, devralan ortaklıkta birleşme işlemi öncesi hâkim ortak konumunda olan pay sahipleri ile bunlarla birlikte hareket edenler tarafından pay alım teklifinde bulunulması zorunluluğu getirilmiş olup, aynı Tebliğ m. 12/1.d hükmü gereği bu tür birleşmeler de ayrılma hakkından istisna edilmiştir.

SPK’nın düzenleme yetkisine binaen yapmış olduğu bu düzenleme neticesinde zorunlu pay alım teklifinin bu işlemde ayrılma hakkı yerine tercih edilmesinin yerindeliği açısından konuya yaklaştığımızda şu tespitlerde bulunulabilir: SPK bu düzenleme ile bu şekildeki bir birleşmede, borsa dışı ortaklığın hâkim pay sahibinin devralınan borsa AO’ya hâkim olacağı ve borsa AO’yu yönlendirme gücüne sahip olabileceği varsayımından hareket etmiş olabilir. Ancak bu varsayımın her zaman ve durumda doğru olacağı tartışılabilir bir olgudur. Böyle olduğunu farz ettiğimizde bu sefer söz konusu pay sahibinin diğer tüm pay sahiplerine alım teklifi yapabilecek mali imkâna sahip olması gerekeceği olgusuyla karşılaşırız. Bu durumdaki bir pay sahibini böyle bir yükümlülüğe maruz bırakmak, her ne kadar pay alım teklifinin oran ya da maliyet şartına bağlı yapılabileceği akla gelse de, her zaman isabetli olmayabilir. Zira bu imkân dahi zorunlu pay alımının bu şekildeki bir birleşme işlemini gereğinden fazla zorlaştırabileceği olgusunu tamamıyla bertaraf etmemektedir. Öte yandan birlikte hâkimiyet durumunu da bu analiz kapsamında değerlendirmek gerekmektedir. Hâkim pay sahibinin hem borsa AO’ya hâkim olması hem de devralacak olan borsa dışı ortaklığa hâkim olması

¹⁸⁶ Borsa kotundan çıkan ortaklık pay sahipleri fiyatı beğenmedikleri ya da ortaklıktan çıkmak istemedikleri takdirde (ve çıkarma hakkının kullanılmadığı durumda) TK hükümlerine tabi halka kapalı ortaklık ortağı olarak ortaklıkla olan ilişkilerini devam ettirirler. Bu konuda ayrıca bkz. Ünal Tekinalp’in açıklamaları (Çevrimiçi) <http://uzmanpara.milliyet.com.tr/haber-detay/gundem/borsadan-cikista-ortak-ne-yapacak/3863/>, (Son Erişim Tarihi: 25 Mart 2018).

¹⁸⁷ Bkz. yukarıda s. 146.

durumunda, daha küçük oranda paylara sahip olan veya sadece yatırımcı konumunda olan pay sahiplerinin payları için yine hâkim pay sahibinin pay alım teklifinde bulunması gerekecektir. Ancak aynı eleştiriler bu durumda da söz konusu olabilecektir.

Meseleye ayrılma hakkının bu işlemde tanınmasının daha isabetli olup olmayacağı açısından yaklaşıldığında ise şu tespitler yapılabilir: Ayrılma hakkının amaç ve fonksiyonları değerlendirildiğinde, bu şekildeki bir birleşme, özellikle bu işlemde hâkim durumdaki pay sahibi ya da sahipleri tarafından yararlanılacağı düşünüldüğünde, diğer pay sahiplerinin ekonomik menfaatlerini etkileyebilir. Zira hâkim duruma gelen ya da hâkimiyet durumunu değiştirerek HAAO'nun faaliyetlerini yönlendirme kabiliyeti kazanan pay sahibinin/sahiplerinin alacağı kararlar doğrultusunda ortaklık değeri ve payları etkilenebilecektir.

Ancak bu tür bir birleşme neticesinde ortaklıklar topluluğunun oluşabileceği gerçeği göz ardı edilmemelidir. Böyle bir durumda ise, TK'nın ortaklıklar topluluğuna ilişkin hükümleri de devreye girecektir. Bilindiği üzere TK'nın topluluğa ilişkin hükümlerinde, m. 199, m. 202 gibi, pay sahiplerinin bilgi sahibi olmalarını ve haklarının korunmasını sağlayıcı bir takım hukuki düzenlemeler bulunmaktadır. Dolayısıyla pay sahipleri açısından zorunlu pay alım teklifinin mi ya da ayrılma hakkı tanınmasının mı daha isabetli olacağı tartışmasından ayrı olarak zaten topluluk hükümleri ile belirli bir düzeyde hukuki korumanın sağlanacağını söylemesi yerinde olur.

Tekrar mevcut tartışmaya döndüğümüzde, bu tür birleşme işleminde ayrılma hakkının tanınması durumunda, zorunlu pay alım teklifi prosedürüne nazaran, kural olarak sadece ilgili genel kurul toplantısına katılan pay sahipleri bu haktan yararlanabilecek, yani yararlanabilecek kişiler çevresi daralmış olacaktır. Diğer yandan zorunlu pay alım teklifi prosedürüne nazaran, ayrılma hakkının kullanım maliyeti ortaklığın üzerinde olacak ve bu durum ortaklığın ekonomik anlamda zarar görmesine neden olacaktır. Ancak bu varsayım da iktisadi açıdan her zaman isabetli olmayacaktır. Zira maliyetin hâkim pay sahibinin üzerinde kalması da ileri vadede birleşme sonrasında ortaklığı ekliyelebilecektir. Her ne kadar, zorunlu pay alım teklifinde olduğu üzere, ayrılma hakkının da Ayrılma Tebliği m. 9/5'e göre oran ve maliyet şartına bağlı olarak şartlı kullandırılması söz konusu olsa bile, neticede

zorunlu pay alım teklifinde olduğu üzere işlemin yapılmasını önleyici etkisi olabilecektir.

Ayrıca borsa AO'nun devralınma sürecinde işlemin taraflarından biri HAAO olduğundan SPK II-23.2 sayılı Tebliğ hükümleri de uygulama alanı bulacaktır. Bu Tebliğ'in genel esaslar ve birleşmeye ilişkin esaslar başlıklı ikinci ve üçüncü bölüm maddelerinin neredeyse tamamı yatırımcı konumundaki pay sahiplerinin çıkarlarının korunmasına yönelik hükümler taşımaktadır. Söz konusu bu hükümlerde pay sahiplerinin bilgi sahibi olmasını sağlayacak duyuru metninin hazırlanması, birleşme işleminde esas alınacak finansal tabloların mahiyeti, taraf ortaklıklar mali durumu hakkında bağımsız bir uzman kuruluştan rapor alınması, kamunun aydınlatılması ve pay sahiplerinin haklarının korunması için özel düzenlemeler getirilmiştir. Tüm bu hükümlerin yatırımcı pay sahibini koruduğu bir gerçek olmakla birlikte, işlemde kaynaklanacak ekonomik etkilenmeler nedeniyle bizce zaten kabul edilmiş olan zorunlu pay alım teklifi düzenlemesi ya da tartışma düzleminde ele aldığımız ayrılma hakkı mekanizmaları gibi ekstra koruyucu mekanizma veya yöntemlerin bu işlem için öngörülmesi doğru bir yaklaşımdır.

Açıkladığımız nedenlerle her iki müessesenin de ele aldığımız türdeki birleşme işleminde tanınmasının genel anlamda işlemin yapılmasını önleyici etkisinin olabileceği ancak zorunlu pay alım teklifinin ayrılma hakkına nazaran tercih edilmesinin amaç ve işlev açısından daha uygun olduğu söylenebilir. Böylelikle GK toplantısına katılma zorunluluğu olmadan daha fazla sayıda pay sahibinin pay alım teklifi imkânından yararlanması söz konusu olabilecek, aynı zamanda paylara ödenecek fiyat açısından da Ayrılma Tebliği m. 11/1 hükmü dolayısıyla her iki hukuki mekanizma arasında bir farklılık oluşmayacaktır.

4. Önemlilik Kriterini Karşıladığı Takdirde Önemli Kabul Edilen İşlemler

a. Malvarlığı Üzerindeki Önemli Nitelikteki Tasarruf ve Kiraya Verme İşlemleri

SerPK m. 23/1-b yer verildiği ve Ayrılma Tebliği m. 5/1-b'de ayrıntıları düzenlendiği üzere, 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”, aynı Tebliğ m. 6/1 hükmü 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,

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” halleri “önemli nitelikte işlem” sayılarak ayrılma hakkının doğumuna sebep olmaktadır¹⁸⁸.

Ancak söz konusu m. 6/1’in devamında yukarıda anılan işlemlerin değerinin hesaplamasına dair “*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 fıkra da belirtilen esaslar çerçevesinde hesaplanan oranların anlamlı olmayacak şekilde yüksek çıkması gibi sebeplerle uygulanabilirliğinin bulunmaması durumunda, sadece uygulanabilir olmayan orana bağlı olarak değerlendirme yapılmaz” şeklinde açıklama da yapılmıştır.*

Dolayısıyla ortaklık malvarlığı üzerinden yapılacak olan tasarruflar ve borçlandırıcı işlemler ancak belli bir değer üzerinde ise ve böylelikle oransal olarak ortaklık toplam malvarlığı ya da gelirleri içerisinde yarıdan fazlaya tekabül ediyorsa, madde anlamında önemli olarak kabul edilecek ve ayrılma hakkına neden olacaktır¹⁸⁹.

¹⁸⁸ SerPK m. 23/1’teki ilgili hüküm hakkındaki değerlendirme ve eleştiriler için bkz. Levent Biçer, Esra Hamamcıoğlu, “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**, S.1, 2013, s. 44-45.

¹⁸⁹ Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 18, 19.; Ayrıca bkz. Biçer, Hamamcıoğlu, **a.g.e.**, s 44. Yazarlar tarafından farklı bir yaklaşımla, malvarlığının tümünün ya da önemli bir kısmının sadece toptan devredilmesi halinde SerPK 23/1-b hükmünün uygulanması gerektiği, kısmi ya da parça parça devir durumunda hükmün uygulanmasının konuluş amacıyla uyumlu olmayacağı görüşü savunulmaktadır. Ayrıca bu kapsamda Kanun’da Kurul’a verilen, ikincil düzenleme ile önemlilik ölçüsünü belirleme yetkisinin hukuk tekniği ve güvenliği açısından hatalı olduğu ifade

Yabancı ülke hukuklarında malvarlığı üzerindeki tasarruf ve kiralama işlemleri nedeniyle pay sahiplerine ayrılma hakkının tanınmış olduğu ülkeler arasında ABD ve Kanada göze çarpmaktadır¹⁹⁰.

Kanada hukukunda ayrılma hakkının düzenlendiği CBCA m. 190/1-e’de ortaklık malvarlığının önemli bir kısmının ya da tamamının devredilmesi, kiralanması ve takas edilmesi durumları genel kurul kararını gerektiren önemli nitelikte işlemlerden sayılmış (CBCA m. 189/3) ve böyle bir kararı alan ortaklık pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınmıştır.

ABD hukukunda ise, söz konusu durumda ayrılma hakkı her eyalette tanınmamış olup, bir kısım eyalette tanınmıştır¹⁹¹. *Colorado Business Corporation Act* m. 7-113-102’nin birinci fıkrasının (c) ve (d) bendleri uyarınca, ortaklık, malvarlığının tümünü ya da önemli bir kısmını, işlerin olağan akışı dışında¹⁹² satar, kiraya verir, takas eder ya da başka şekilde tasarrufta bulunursa, böyle bir işlem öncelikle m. 7-113-102’nin birinci ve ikinci fıkralarına göre genel kurul kararına tabidir ve bu durumda pay sahiplerinin ayrılma hakkı doğar¹⁹³.

Ortaklık malvarlığının tamamı ya da önemli bir kısmı itibarıyla satılması ilk önce ABD hukukunda düzenlemelere konu yapılmış olan bir işlemdir¹⁹⁴. Buna yol açan etken Delaware Temyiz Mahkemesi’nin vermiş olduğu *Butler v. New Keystone Copper Co.* kararı olmuştur. Netice itibarıyla bu tür işlemlerin bundan böyle genel kurulun nitelikli çoğunlukla alacağı kararlar sonucunda yapılabileceği düzenlenmiştir.

edilmektedir. Aynı zamanda kısa süreli kiraya verme işlemlerinin de m. 23/1-b kapsamında değerlendirilmemesi gerektiği yaklaşımı ileri sürülmektedir. Kanımızca kanun ve ikincil düzenlemedeki kriterleri karşıladıktan sonra işlemin toptan ya da teker teker yapıldığının önemi olmasa gerektir. Nitekim varılan anlaşma gereği devre konu malvarlığı unsurları birarada Tebliğ’deki oran şartını karşıladığı halde, bunların yine anlaşma gereği parça parça tesliminin söz konusu olması sonucu değiştirmemelidir. Aksi takdirde bu durum hükmü dolanmaya zemin hazırlayacaktır. Bunun yanı sıra kira sözleşmesinin süresi üzerinden yapılan ayırım da her durumda isabetli kabul edilemez. Zira burada önemli olan konu kira sözleşmesinin süresi değil, sözleşmenin toplam tutarıdır.

¹⁹⁰ Kanada hukuku için bkz. CBCA m. 189/3; Amerikan hukuku için bkz. *Colorado Business Corporation Act*, m. 7-113-102’nin birinci fıkrasının (c) ve (d) bendleri.

¹⁹¹ Örneğin, Delaware eyaletinde malvarlığı satışı ayrılma hakkına neden olmamaktadır.

¹⁹² Ortaklığın işletme konusu dışında kalan satışlar olarak anlaşılmalıdır.

¹⁹³ Ayrıca bkz. Lee Reichert, John R. Chadd, “Dissenters’ Rights: The Colorado Supreme Court Finally Speaks,” **The Colorado Lawyer**, Vol. 34, 2005, s. 61.

¹⁹⁴ Welch, Turezyn, **a.g.e.**, s. 641

Karşılaştırmalı hukuk açısından konuya yaklaşıldığında, malvarlığının önemli bir kısmının ya da tümünün satılması, esasen ortaklığın varlığını temelden etkilemeye ya da değiştirmeye yönelik bir işlem olarak değerlendirilebilir. Zira, bu işlem neticesinde ortaklığın başka bir ortaklık tarafından devralınması ya da satış sürecini ortaklığın tasfiye sürecinin izlemesi muhtemeldir. Böylelikle Alman hukukundaki isimlendirmesiyle *unechte fusion*¹⁹⁵ (gerçek olmayan birleşme) ya da ABD hukukundaki *de facto merger*¹⁹⁶ (fiili birleşme) durumu ile karşılaşılmaktadır. Dolayısıyla söz konusu malvarlığı devrinin bu fiili birleşme işleminin bir unsuru olarak yapılması da söz konusu olabilir. Türk hukuku ve sermaye piyasası mevzuatı açısından konuya yaklaşıldığında ise, TK m. 408/2-f'ye göre bu şekildeki önemli miktardaki malvarlığı satışı GK'nın devredilemez yetkileri arasında olup¹⁹⁷, zaten tasfiye süreci öncesi ortaklığın sona ermesi söz konusu olacağı için ayrılma hakkı bu durumda da uygulanabilir olacaktır.

Birleşme işlemi ile malvarlığı devrini birbirinden ayıran en önemli farklar, devir işleminin devreden ortaklığın infisahına neden olmaması ve devir karşılığının ekseriyetle nakit olarak alınmasıdır¹⁹⁸. Ancak ABD'de Delaware eyaleti DGCL m. 271 hükmünde malvarlığı devrinde nakdin yanı sıra başka bir ortaklığın ya da devralan ortaklığın payları, malvarlığı veya menkul kıymetlerinin karşılık olarak verilebileceği yer almaktadır. Türk hukukunda da malvarlığı devri, birleşmeden

¹⁹⁵ Kavramın tanımı için bkz. Arthur Meier Hayoz, Peter Forstmoser, **Schweizerisches Gesellschaftsrecht**, 9. Auflage, Stämpfli, Bern 2004, § 24, N. 20. Bu durumda FusG m. 69 uygulanacaktır. Bkz. Ulysses v. Salis-Lütolf, **Fusionsgesetz**, Zürich 2004, s. 13, (Çevrimiçi) <http://www.fusionsgesetz.ch>, (Son Erişim Tarihi: 01.10.2014).

¹⁹⁶ Kavram için bkz. yukarıda s. 16. Ayrıca bkz. Michael S. Shenberg, Rachel Zublatt, "Cargo Partner' Limits De Facto Merger Doctrine", **New York Law Journal**, Vol. 231, No. 83, 2004, p. 2.

¹⁹⁷ Söz konusu düzenleme hakkındaki eleştiriler için bkz. Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 308-309; ayrıca bkz. Soner Altaş, "Anonim Şirketlerde Önemli Miktarda Şirket Aktifinin Toptan Satışı Sorunu", **Mali Çözüm Dergisi**, S. 123, 2014, s. 100 vd.

¹⁹⁸ Sadece malvarlığı ve işletmeler düzeyinde birleşmenin malvarlığı satışı veya aktif ve pasifleriyle işletme devri yoluyla gerçekleşeceği, ancak bu durumda devreden ortaklık pay sahipleriyle devralan ortaklık pay sahipleri arasında ortaklık ilişkisi doğmayacağı yönünde bkz. Türk, **Birleşme**, s. 59. Aynı yönde bkz. Sabih Arkan, **Ticari İşletme Hukuku**, 22. Baskı, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 2016, s. 41; Sami Karahan, **Ticari İşletme Hukuku**, 23. bs, Mimoza Yayıncılık, Konya 2012, s. 33-34. Ticari işletmenin devri konusunda detaylı bilgi için bkz. Ercüment Erdem, "Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Ticari İşletmenin Devri", **Yaşar Üniversitesi E-Dergisi**, Vol. 8, Armağan Sayısı, 2013, s. 987-1018; Sema Aydın, Hasan Ali Kaplan, Arzu Şen Kalyon, "Ticari İşletme Devri ve Devrin Hukuki Sonuçları", **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XVII, Sa. 1-2, Y. 2013, s. 229-260.

farklı şekilde, kural olarak ortaklığın infisahına neden olmamakta ve devir karşılığının mutlaka nakit olarak verilmesi zorunluluğu bulunmamaktadır.

İsviçre hukukunda FusG m. 69/1’de ise, ortaklık malvarlığının kısmen veya tamamen devri halinde malvarlığı devralınan ortaklık pay sahiplerine devralan ortaklıkta pay ya da menkul kıymet verilmesi halinde bölünme hükümlerinin uygulanacağı hükmü yer almaktadır. Alman hukukunda bu şekilde bir düzenleme yoktur.

Ortaklık malvarlığının tamamının ya da önemli bir kısmının devri, ortaklık ile pay sahiplerinin ilişkisi değerlendirildiğinde, işlem temelini etkileyecek nitelikte bir işlem olarak kabul edilmelidir. Bir görüş tarafından farklı bir yaklaşımla bu durumda ayrılma hakkının tanınmasının nedeni olarak, varlık satışından elde edilecek paranın farklı türden varlıklara yatırılması durumunda bunun pay sahiplerinin risk durumlarını etkileyeceği, bu nedenle de ayrılma hakkının bu işlemde tanınmış olduğu ifade edilmiştir¹⁹⁹. Ancak kanaatimizce, peşinen bu yargıyla konuya yaklaşmak hatalı olacaktır. Zira bir ortaklığın malvarlığı satışından gelecek parayla yatırım yapmasını başlı başına bir risk durumu olarak görmek isabetli bir yaklaşım değildir. Zaten yatırım yapmak ortaklıkların ticari faaliyetleri kapsamında başlı başına olağan görülecek bir işlemdir. Aynı zamanda tacir sıfatını haiz ortaklıkların bu şekilde yatırımlar yapmaları elbetteki bir takım ticari riskleri bünyesinde barındırıyor olsa da, ticari hayattaki en doğal faaliyetleri dahi peşinen önemli derecede riskli kabul eden bir yaklaşım geliştirmek isabetli olmayacaktır.

Ayrılma hakkının niçin konuyu düzenleyen diğer ülke hukuklarında tanınmamış olduğunun da sorgulanması gerektiği doktrinde dile getirilmiştir²⁰⁰. Buradan hareketle, Alman hukukunda kimi yazarlarca, ayrılma hakkının aktiflerin tamamının satılması halinde UmwG m. 29 hükmünün kıyasen uygulanması suretiyle kullanılabileceği görüşü savunulmaktadır²⁰¹. Ancak tatbikatta Alman mahkeme içtihadı buna cevaz vermemiştir²⁰².

¹⁹⁹ Letsou, **Appraisal**, s. 1150, 1151.

²⁰⁰ Sönmez, **Ayrılma**, s. 105-106.

²⁰¹ Grunewald, **Das Recht zum Austritt**, s. 110; Schindler, **Austrittsrecht**, s. 209.

²⁰² Bayern Yüksek Mahkemesi’nin 17.9.1998 tarihli *Magna Media* kararında, mahkemece, tüm aktiflerin hakim ortağa satışında ayrılma hakkı doğmadığına ve birleşmeye ilişkin hükümlerin uygulanamayacağına hükmedilmiştir. Bkz. Herbert Wiedemann, “Gedanken aus Anlass der Magna Media Entscheidung”, **ZGR**, 6/1999, s. 857 vd. ; UmwG’de yer alan yapısal değişikliklere

Son olarak malvarlığının tamamı ya da önemli bir kısmının devri halinde devralan ortaklık pay sahiplerine de ayrılma hakkının tanınması gerekip gerekmediği konusu üzerinde durulmasında fayda bulunmaktadır. Bu konuya ilişkin olarak yukarıda²⁰³ işaret edilen görüş uyarınca, devralan ortaklık pay sahiplerine ayrılma hakkının tanınmasına gerek yoktur, zira devralan ortaklık malvarlığı devralma neticesinde devralınanla bütünleşmektedir. Oysa malvarlığı satışı durumunda devredilen malvarlığı tamamen başka bir malvarlığı ile değiştirilmektedir. Netice olarak devretme durumunda pay sahiplerinin riskleri ile devralma durumunda pay sahiplerinin riski farklı yani daha az olmaktadır. Ancak kanaatimizce bu tespitin aynısı devralan ortaklık açısından da yapılabilir. Diğer yandan anılan görüşe göre, böyle bir durumda genel kurul kararına gerek olmamaktadır. Ayrılma hakkı ise, kural olarak genel kurul kararını gerektiren bir işlem neticesinde kullanılmaktadır. Ancak kanaatimizce ayrılma hakkının kullanılması her durumda istisnasız olarak GK kararını gerektirmemektedir. Ayrıca devralan ortaklık için de devralmaya konu işlemin pay sahiplerinin pay değerlerini etkileyecek boyutta olması yüksek bir olasılıktır.

Konuya malvarlığı devralımında, devralınan malvarlığı içerisinde yer alan aktiflerin yanı sıra aynı malvarlığında yer alan pasiflerin de devralınıp devralınmadığı açısından yaklaşmak gerektiği bir başka görüş tarafından ileri sürülmüştür²⁰⁴. Buna göre ABD hukukunda, kural olarak, Türk hukukunda olduğu gibi aktiflerin devrinde pasiflerin de intikali söz konusu olmamaktadır. Oysa Türk hukukunda tartışmalı da olsa aktiflerin pasifleri de kapsayacağı, üstelik malvarlığının tamamının ya da tamamı kadar önemli bir kısmının satışı halinde işletmenin devri hükümlerinin uygulanacağı ve bu durumda da pasiflerin de devralınmış olacağı görüşleri savunulmaktadır²⁰⁵.

ilişkin tanımın malvarlığı devrini düzenleyen AktG m. 179/a'yı kapsamadığı ve dolayısıyla bu maddeye uygulanamayacağı yönünde bkz. Ursula Stein, **Münchener Kommentar zum Aktiengesetz**, Hrsg. Wulf Goette, Mathias Habersack, Susanne Kalss, Band. 4, 3. Auflage, C. H. Beck, 2011, AktG § 179 a, Rn. 23.

²⁰³ Bkz. dpn. 199.

²⁰⁴ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 106.

²⁰⁵ Sami Karahan, **Anonim Şirketlerde Tasfiye**, Mimoza Yayıncılık, Konya 1998, s. 200; Mehmet Özdamar, "Anonim Ortaklığın Sahip Olduğu Malvarlığının Yönetim Kurulu Tarafından Topluca Devredilmesi", **Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2006, C. 14, S. 2., s. 103. Ticari işletmenin devrinin mutlak surette pasiflerin/borçların da devrini içermeyeceğine ilişkin görüş

Kanaatimizce bir malvarlığının ya da işletmenin neticede pasifleriyle de satın alınması olgusu karşısında ve işlemin tutarının büyüklüğüne göre kimi ortaklık esas sözleşmelerinde anılan işlemin genel kurul kararına tâbi tutulabildiği değerlendirilmesinden hareketle, pay sahiplerinin risk durumlarının esaslı şekilde etkilendiği sonucuna varılmalıdır. Her ne kadar pay sahibi için her risk doğuran işlemde ayrılma hakkı tanınması şeklindeki bir yaklaşım isabetli olmasa da, buradaki risk durumu işlem temelini etkileyecek düzeyde olup, böyle bir durumda devralan ortaklık pay sahiplerine de ayrılma hakkı tanınması isabetli olacaktır. Üstelik bu çalışmanın konusunu oluşturan HAAO’lar açısından ve SerPK’nın “temel vizyonu” olan “yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması amacıyla piyasanın düzenlenmesi ve denetlenmesi”²⁰⁶ açısından meseleye yaklaşıldığında bu yaklaşım güç kazanmaktadır.

Bunun yanı sıra söz konusu duruma bu sefer Ayrılma Tebliği m. 5/2’de yer alan ve yukarıda önemli işlemlere ilişkin açıklamalar kısmında değindiğimiz, önemli nitelikteki işlemlerin üçüncü kategorisini oluşturan, Ayrılma Tebliği’nde açıkça belirtilmiş olmasa da SPK tarafından önemli işlem olarak kabul edilebilecek nitelikteki işlemler açısından yaklaşılabılır. Zira değindiğimiz bu husus Tebliğ m. 5/2’de yer verilen “...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...” tanımlaması içerisine girebilecek nitelikte görülebilir. Bu durumda SPK tarafından, HAAO bazında yapılacak bu nitelikteki bir satın almanın ya da ortaklıktan önemli miktarda bir para çıkışının söz konusu olacağı uzun vadeli ve yüksek meblağlı bir kiralama işleminin önemli nitelikteki işlem sayılarak, söz konusu

için bkz. Mehmet Fatih Arıcı, **Ticari İşletmenin Aktif ve Pasifi ile Devri**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2008, s. 157-160. Aynı yöndeki görüş için bkz. Kerem Çelikboya, **Ticari İşletmenin Devri**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2017, s. 256 vd.. Gerçek kişi tacire ait işletmenin devrinde, devir işleminin prensip olarak devir tarihi itibarıyla işletmenin borçlarını da içereceği, ancak somut olayın özelliklerine göre değerlendirme yapmak gerektiği, devir tarihi itibarıyla bilançonun çıkarılarak belirlene yapılmasının uygun olacağı, tüzel kişi tacirler bakımından ise, devir sözleşmesinde hangi borçların (pasifin) devredildiği açıkça yazılmamışsa, devrin borçları (pasifi) kapsamayacağı yönündeki görüş için bkz. Ünal Tekinalp, “Ticari İşletmenin TK m. 11(3)’e Göre Devrinde Borçların Hukuki Yazgısı”, **Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı**, Sözkese Matbaacılık, Ankara 2015, s. 11-17. Ayrıca bkz. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar 12. bs.**, s. 116, N. 189c vd.

²⁰⁶ SerPK, **Madde Gerekçeleri**, m. 1.

karar için genel kurul yapılması ve diğer koşullar eşliğinde, ayrılma hakkı tanınması zorunluluğu öngörülebilir.

b. İlişkili Taraflardan Malvarlığı Edinilmesi ve Kiralanması

Bir önceki başlık altında ele aldığımız malvarlığının tamamının veya önemli bölümünün devri veya kiraya verilmesinin tam tersi görünümü ancak bu sefer ilişkili taraf kriteri getirilmek suretiyle Ayrılma Tebliği m. 5/1-e ve m. 6/2 hükümlerinde düzenlenmiştir. Buna göre HAAO'nun ilişkili taraflarından önemli ölçüde mal varlığı edinmesi veya 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" şeklinde yer verilen önemlilik kriterini karşıladığı takdirde önemli işlem olarak kabul edilecek ve ayrılma hakkının kullanılmasına neden olacaktır.

Ancak m. 5/1-e'de düzenlenen bu önemli işlem türü, m. 5/1-b'deki tam tersi görünümlü benzerinden, içerik açısından önemli bir farklılık içermektedir. Zira burada düzenlenen malvarlığı alımı ve kiralama, ancak ilişkili taraflardan yapıldığı takdirde önemli işlem olarak kabul edilecek ve ayrılma hakkına neden olacaktır. Dolayısıyla hükmün lafzı ve *de lege lata* yorumu ilişkili taraf olmayanlardan yapılan satın alma ve kiralamaları kapsamamaktadır.

Burada önem kazanan kavram ilişkili taraf kavramıdır. Esasen ilişkili taraf kavramı TMS'de tanımlanmış olan bir kavramdır. TMS 24 İlişkili Taraf Açıklamaları Standardı²⁰⁷ tanımlar başlıklı m. 9 hükmünde ilişkili taraf "*Finansal tablolarını hazırlayan işletmeyle (bu Standartta 'raporlayan işletme' olarak kullanılacaktır) ilişkili olan kişi veya işletmedir.*" şeklinde tanımlanmış ve devamında tanımda geçen kişi, işletme kavramları detaylandırılmıştır²⁰⁸.

²⁰⁷ 31/12/2005 tarih ve 26040 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış ve çeşitli tarih ve sayılı tebliğlerle güncellenmiş olup, yararlanılan metin 2014 yılı itibarıyla güncel olan metindir.

²⁰⁸ "(a) 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,

Anılan maddede bu tanımlamaların sonrasında, devamla, ilişkili taraf tanımında geçen kişi kavramının açılımında yer verilen yakın aile üyeleri kavramı tanımına da aşağıdaki şekilde yer verilmiştir.

“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.”

Görüldüğü üzere, bu açıklamalar ilişkili taraf kavramını oldukça detaylandırmakta ve kapsamını geniş tutmaktadır. İlişkili taraf kişi ya da işletme olabilmektedir.

Ancak yine de, Ayrılma Tebliği m. 5/1-e’de tanımlanan işlem, bir önceki başlık altında ele aldığımız ve malvarlığı alımı ve kiralama yapılması halinde, ilişkili taraflarla yapılmayan işlemleri kapsamamaktadır. Dolayısıyla hükmün kapsamına girmeyen malvarlığı alımları ve kiralama işlemleri açısından yukarıda ifade ettiğimiz şekilde Ayrılma Tebliği m. 5/2 hükmü işletilebilir²⁰⁹.

Önemli orandaki malvarlığı alımı ve kiralama yapılması esasen ortaklık bütçesi ve kaynaklarından hatırı sayılır bir tutarın ayrılması ve kullanılmasını

(iii) Raporlayan işletmenin veya raporlayan işletmenin bir ana ortaklığının kilit yönetici personelinin²⁰⁸ 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.”

²⁰⁹ Bkz. yukarıda s. 198.

gerektirir. Elbette böyle bir alım neticesinde ortaklığa ödenen bedel karşılığında aktif girişi olacaktır, ancak bir önceki başlık vesilesiyle değindiğimiz üzere, devralınan malvarlığı ile birlikte pasif girişinin söz konusu olduğu durumlarda -Türk hukukunda işletme ve sair toplu malvarlığı alımlarında, pasif nakli işletme alımlarında her zaman²¹⁰, sair malvarlığı alımlarında ise, sıklıkla karışılabilir bir olasılıktır- pay sahiplerinin ekonomik menfaatlerinin, hele ki burada ortaklıktan kastedilenin HAAO olduğu bir durumda, olumsuz yönde etkilenmesi ihtimali oldukça yüksektir.

Kaldı ki, ortaklık tarafından yapılan, yapılacak her yeni malvarlığı alımı önemli bir değere karşılık gelmek şartıyla satın almayı gerçekleştiren ortaklığın pay sahipleri açısından da riskler doğuran bir durumdur. Her ne kadar önceki başlık altında, satın alan ortaklık pay sahiplerine ayrılma hakkının tanınmamasının nedeni olarak satın alan ortaklığın pay sahipleri açısından bu durumun daha az risk taşıdığı yönündeki görüşe²¹¹ yer verildiyse de, aslında bu durumun netice itibarıyla bir çelişki yaratacağı, zira birleşme halinde her iki ortaklık pay sahiplerine de bu hak tanınırken, satın almada satın alan ortaklık pay sahiplerinin bundan mahrum olmasının tutarsız bir yaklaşım olacağı ileri sürülmüştür²¹².

Ayrılma Tebliği düzenlemesine ilişkin irdelenmesi gereken diğer bir konu ise, m. 6/3'de yer verilen *“Birinci ve ikinci fıkralarda belirtilen sınırların altında kalsa dahi, her durumda yönetim kurulunun mal varlığının ortaklığın faaliyetleri açısından taşıdığı önemi dikkate alarak değerlendirme yapması gerekir.”* hükmüdür. Her ne kadar doğrudan ayrılma hakkına işaret etmiyor ise de, YK'ya sorumluluk yüklemesi bakımından bu hüküm anlamlıdır.

Bu hükümden anlaşıldığı üzere, bir önceki başlıkta incelenen malvarlığı üzerinde tasarrufta bulunulması ve kiraya verilmesi ile bu başlık altında incelenen ilişkili taraflardan malvarlığının alımı ve kiralanması işlemlerindeki önemlilik ölçütü, yukarıda değinilen altıncı maddenin birinci ve ikinci fıkralarında düzenlenen önemlilik ölçütlerini karşılamasa bile, işleme konu malvarlığının ortaklık açısından

²¹⁰ Ticari işletme devrinin pasif devrini de içermesi gerektiği yönündeki hâkim görüş, bu yöndeki sözleşmenin pasifleri de içermesi gerektiğine ilişkin görüş ve sair diğer tartışmalar için bkz. Koray Demir, *“Ticari İşletmenin Devrinde Yeni Dönem: Eski ve Yeni Sorunlar”*, İÜHFM, C. LXXI, S. 2, 2013, s. 103-120; Kevork Acemoğlu, *Malvarlığı Veya Ticari İşletmenin Devri*, Fakülteler Matbaası, İstanbul 1971, s. 31 vd; ayrıca bkz. Arıcı, *İşletmenin Devri*, s. 140-144.

²¹¹ Bkz. d.pn. 199 ve 203'de atıf yapılan Letsou görüşü.

²¹² Manning, *Appraisal Remedy*, s. 258.

taşıdığı önem değerlendirilmeli, yani önem kriteri birinci ve ikinci fıkraların lafzına bağlı kalınmadan geniş bir yorum ile değerlendirilerek hareket edilmelidir.

Kanımızca irdelenen fıkra ile getirilen düzenlemenin ne kadar isabetli olduğu tartışılabilir bir durumdur. Zira tamamen hakkı istismar amacıyla hareket ederek ortaklıktan ayrılmak isteyen pay sahipleri açısından bu düzenleme istismara açık olup, ortaklık işleyişinin de yapılması düşünülen bu tür işlemlerin getireceği ayrılma hakkı tanınması riski nedeniyle sekteye uğraması ve dolayısıyla işlemin ortaklık üzerinde engelleyici etkisi söz konusu olabilecektir²¹³. Öte yandan hükmün lafzı önemlilik kriterlerinin sınırlayıcı olarak belirlenmediği, yatırımcı konumundaki pay sahiplerinin korunması açısından, onların pay değerleri üzerinde etki edebilecek nitelikteki işlemlere ilişkin kararların GK'ya getirilerek alınması ve bu kapsamda dolaylı olarak ayrılma hakkı gibi sair koruyucu hak ve mekanizmalardan pay sahiplerinin yararlandırılması saikinin ağır bastığı şeklinde de yorumlanabilir.

c. Faaliyet Konusunun Değiştirilmesi

Ortaklık faaliyet konusunun değiştirilmesi²¹⁴, SerPK m. 23/1-c ve Ayrılma Tebliği m. 5 hükmü uyarınca, ancak tümüyle ya da önemli ölçüde değiştirilme halinde ve ayrıca Ayrılma Tebliği 5. madde uyarınca aynı Tebliğ'in m. 6

²¹³ Karşı görüş için bkz. Biçer, Hamamcıoğlu, **a.g.e.**, s. 44. Yazarlar tarafından malvarlığına ilişkin tasarruf ve kiraya verme işlemlerinin önemli işlem sayılmasına ilişkin düzenlemenin kapsamının dar şekilde belirlenmiş olduğu eleştirisi getirilmektedir. Anılan yaklaşıma göre söz konusu kapsamın daha da geniş olarak kefalet, garanti, bağış gibi önemli miktarda ortaklık malvarlığı devrini öngören ya da neden olabilecek tüm sözleşmeleri de içerecek şekilde tasarlanmış olması gerekmekte idi.

²¹⁴ Bu konuda detaylı bilgi için bkz. Sevilay Uzunallı, **Anonim Şirkette İşletme Konusu**, Adalet Yayınevi, Ankara 2013, s. 161-171; Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 262, N. 12-83; Tekinalp, **Tek Kişi Ortaklığı**, s. 142, N. 12-79, Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 262 vd.; Bahtiyar, **Ortaklıklar**, s. 129 vd.; Bilgili, Demirkapı, **Ortaklıklar Hukuku**, s. 207; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, s. 279, N. 435 vd. Ultra Vires ilkesi bağlamında bkz. Tekinalp, **Tek Kişi Ortaklığı**, s. 145, N. 12-86; Hüseyin Ülgen, "Ticaret Şirketlerinin Ehliyeti", **Prof. Dr. M. Kemal Oğuzman'ın Anısına Armağan**, Beta Basım, İstanbul 2000, s. 1288; Ünal Tekinalp, "Ultra Vires, 40. Yılında Türk Ticaret Kanunu", **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı ile Deniz Hukuku Anabilim Dalı Öğretim Üyeleri ve Araştırma Görevlilerinin Değerlendirmeleri**, İÜHF, İstanbul 1997, s. 45; Pulaşlı, **Şirketler Hukuku**, s. 53; Fahiman Tekil, **Şirketler Hukuku**, Otağ Matbaacılık, İstanbul 1981, s. 151; Nisim Franko, "Ticaret Şirketlerinin Kefalet Ehliyeti", **Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu II, Bildiriler-Tartışmalar**, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 1985, s. 45; Mustafa Can, **ABD Ortaklıklar Hukukunun Tasarı Türk Ticaret Kanunundaki Ortaklıklar Hukukuna Etkileri**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2009, s. 21; Murat Alışkan, "İşletme Konusu ve 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Ticaret Şirketlerinin Ehliyeti ve Temsil", **MÜHF-HAD**, C. 18, S. 2 (Özel Sayı), s. 208.

hükmündeki önemlilik kriterini yerine getirmek koşuluyla önemli nitelikteki işlem olarak kabul edilmiştir²¹⁵.

Tebliğ madde 6/4 ise, bu konuda sınırları kesin olarak belirlenmiş ölçütler ihtiva etmek yerine “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 terkedilerek üretim konusu malın dışarıdan tedarik edilmesi gibi karar ve işlemlerdir” şeklinde örnek kabilinden ancak değişikliğin niteliği konusunda ilgilisine fikir verecek bir metin içermektedir.

Böylelikle konu değişikliğinin en azından önemli nitelikte olması gerekmekte bunun ise, ana faaliyet konusunun yan faaliyet haline gelmesi ya da üretim işleyiş sürecinin değiştirilmesi şeklinde olması gerektiği sonucuna varılmaktadır. Buradaki üretim işleyiş sürecinin değiştirilmesinden kasıt, hükümdeki örnekte olduğu gibi, sürecin tümüyle değiştirilmesi olup, kanımızca üretimin daraltılması ya da genişletilmesi bu kapsama girmez.

Açıklanan SerPK ve Ayrılma Tebliği düzenlemesi incelendiğinde, öncelikle esas sözleşme değişikliklerinde toplantı ve karar nisaplarını düzenleyen TK m. 421 hükmü ile farklılık gösterdiği görülmektedir. TK düzenlemesinde özel karar ve toplantı nisabı öngörülen durum AO’nun işletme konusunun tamamen değiştirilmesi iken, SerPK ve Tebliğ düzenlemesinde HAAO faaliyet konusunun önemli ölçüde değiştirilmesi de önemli işlem olarak görülmüş ve ayrılma hakkı sonucu bağlanmıştır. Üstelik konunun önemli ölçüde değişmiş kabul edilmesi için getirilen ölçütler ile TK m. 421’in gerekçesinde konunun tamamen değişmiş kabul edilmesi için yapılan açıklamalar karşılaştırıldığında bu farklılık doğal olarak iyice kendisini göstermektedir.

TK m. 331/1 hükmüne göre, AO’lar kanunen yasaklanmamış her türlü ekonomik amaç ya da konular için kurulabilir. TK, bu konuda bir sınırlama

²¹⁵ Söz konusu düzenlemenin önemli nitelikte işlem olarak SerPK’da yer almasında yatırım ortaklıklarının bu statüden çıkarak normal HAAO’lara dönüşme kararı almaları durumunda, bu işlemin söz konusu ortaklıkların hem pay sahibi hem de müşteri statüsünde bulunan pay sahiplerinin haklarına zarar verici etkilerinin olması karşısında eSerPK döneminde beliren ihtiyacın etkili olduğu yönünde değerlendirmeler için bkz. Çetin, Töremiş, Cantimur, **a.g.e.**, s. 178.

getirmemekte, mülga TK döneminde de geçerli olan kanunen yasak olmama kuralını devam ettirmektedir²¹⁶.

AO'ların kurulma sebebi iktisadi olup, bununla, pay sahiplerinin ekonomik menfaatlerinin korunması ve bunun için de kar elde edilmesi ve pay sahiplerine dağıtılması amaçlanır²¹⁷. Buna karşın TK'da yer alan diğer bir ticari ortaklık türü olan kollektif ortaklıklar ise, TK m. 211'in açık ifadesi dolayısıyla ancak bir ticari işletmeyi çalıştırmak amacıyla kurulabilmektedir. Bir başka ifadeyle diğer bir ticari ortaklık türü olan kollektif ortaklık bağlamında kanun koyucu ticari işletme çalıştırmayı ortaklığın ekonomik amacı bağlamında mutlak bir kriter olarak kabul etmişken, AO bağlamında çok daha geniş bir yaklaşımı benimseyerek herhangi bir sınırlamada bulunmamıştır.

İşte AO'nun bu gelir sağlayıp dağıtma amacına ulaşmak için hangi faaliyetlerde bulunacağı ortaklığın konusunu belirlemektedir. Ortaklığın konusu bir taraftan da ortaklık tarafından TK m. 371/1 hükmü kapsamında, yani TK düzenlemesine uygun şekilde olmak şartıyla yapılabilecek işlemlerin sınırını oluşturur. Bununla kastedilen her ne kadar yetkili temsilcileri tarafından yapılan işlemler ortaklığı iyi niyetli üçüncü şahıslar nezdinde hukuken bağlasa da, TK düzenlemesi çerçevesinde yapılabilecek olan işlemlerdir. Meseleye söz konusu TK düzenlemesi açısından yaklaşıldığında, esas sözleşmede her tür konuyu içerecek şekilde bir işletme konusu kapsamı düzenlemesi yapılamayacağı ifade edilmelidir²¹⁸.

Esas sözleşmede yer alan konunun değiştirilmesi, esas sözleşme değişikliği niteliğinde olup buna ilişkin kararın TK m. 421, HAAO'lar açısından ise, SerPK m.

²¹⁶ Kanunen yasaklanmış konu örnekleri için bkz. Mustafa Yavuz, "Anonim ve Limited Şirketlerin Kanunen Yasaklanmamış Her Türlü Ekonomik Amaç ve Konu İçin Kurulabilmesi," **Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi**, S.125, (Mayıs) 2014, s. 2-3; Ayrıca bkz. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, s. 279, N. 435 vd.

²¹⁷ Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 207. 6762 sayılı Kanun'dan farklı olarak, TK'da esas sözleşmede hem amacın hem konunun bir arada gösterilmesi gereği terk edilerek, sadece konunun gösterilmesi gerektiği düzenlenmiştir. Gerekçede, kazanç elde etmek ve paylaşma şeklinde ifade edilebilecek olan amaca ulaşıp ulaşılmadığının tespitinin mümkün olamayacağı, oysa bu genel amaca ulaşmak için icra edilen faaliyetlerin gerçekleşip gerçekleşmeyeceğinin tespit edilebileceği açıklanarak, ortaklığın sona erme nedeni olarak 6762 sayılı kanundan farklı olarak amaç yerine konunun belirlenmiş olduğu ifade edilmiştir. **TK Madde Gerekçeleri**, m. 529/1-b, ayrıca bkz. Bahtiyar, **Ortaklıklar**, s. 129. Yazara göre getirilen değişiklik terim farklılığının ötesindedir.

²¹⁸ Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 207.

29 ve Ayrılma Tebliği m. 7 hükümleri uyarınca nitelikli çoğunlukla GK tarafından karara bağlanması gerekir.

Kuruluş sırasında ortaklığın işletme konusunun esaslı noktaları belirtilmiş ve tanımlanmış bir şekilde sözleşmeye geçirilmesi zorunludur (TK m. 339/2-b).

TK m. 331 hükmü, AO'nun işletme konusunun ekonomik nitelikte olması gerektiğini belirtmektedir²¹⁹. Ortaklığın unvanı kullanılarak işlem yapıldığında bunun ortaklığın amacı ve işletme konusu içerisinde olması gerekir. Böyle yapılmadığı takdirde AO kural olarak yine işlemle bağlıdır ancak temsilcilerin sorumluluğu doğar (TK m. 371/1)²²⁰. Bu kapsamda mülga TK m. 321'den farklı olarak TK m. 371/1 hükmüne, temsile yetkili olanların kanuna ve esas sözleşmeye aykırı işlemlerden ötürü ortaklığın rücu hakkının saklı olduğuna ilişkin cümle eklenmiştir. Ancak kanun ve esas sözleşmeye aykırı işlemler zaten YK üyelerinin sorumluluğunu doğuracağından bu hükme gerek olmadığı tespiti de doktrinde yapılmıştır²²¹.

Ayrıca bir yenilik olarak TK m. 371/2 hükmüyle getirilen düzenlemeye göre, temsile yetkili kişilerin üçüncü kişilerle işletme konusu dışında yaptığı işlemler de kural olarak ortaklığı bağlar. Ancak üçüncü kişinin işlemin işletme konusu dışında kaldığını bildiği ya da durumun gereğinden bilebilecek olduğu ispat edilirse, ortaklık sözleşme ile bağlı olmadığını ileri sürebilir. Öte yandan hükme göre esas sözleşmenin ilânı üçüncü kişinin bilgisinin ispatı için yeterli değildir²²².

İtalyan hukukunda konu değişikliğinde ayrılma hakkı tanınmıştır (Cc. m.

²¹⁹ “Anonim şirketler, kanunen yasaklanmamış her türlü ekonomik amaç ve konular için kurulabilir.”; Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 258, N. 12-79. AO'ların kurulma sebebi iktisadi olup, pay sahiplerinin ekonomik menfaatlerinin korunması amacını güder. Ayrıca bkz. Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 480.

²²⁰ Ayrıca bkz. Ali Paşlı, “Yeni Türk Ticaret Kanunu Anonim Ortaklık Hükümlerinin Tanıtılması (I) YTK Kitap 2 - Kısım 4 - Bölüm I Genel Hükümler ve Temel İlkeler”, **Batider**, C. 27, S. 3, Eylül 2011, s. 137-167; Alışkan, **Temsil**, s. 211-214; Burçak Yıldız, “TTK Tasarısı'nda Şirketlerin Ehliyeti ve Bu Bağlamda TTK m. 137 Hükümündeki “Ultra Vires” Sınırlamasının Yerindeliliğinin Değerlendirilmesi”, **Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C.55, S.1, 2006, s. 338-342. YK üyelerinin sorumluluğuna ilişkin değerlendirmeler için bkz. İsmail Cem Soykan, “Türk Ticaret Kanunu'nda ve Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nda Anonim Şirketin Yönetimi ve Temsili”, **Legal Hukuk Dergisi**, 2010, C. 8, S. 91, s. 2377.

²²¹ Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 262.

²²² Anılan hükmün AB'nin ortaklıklar hukukuna ilişkin 68/151 sayılı Birinci Yönergesinden esinlendiğine ilişkin bkz. Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 263. Yazar tarafından hükmün, MK m. 3/2 hükmü kapsamında kötü niyeti çağrıştıran ifadesiyle üçüncü kişileri koruma amacını tam olarak gerçekleştirilemeyeceği belirtilmiştir.

2437/1-a). Ancak söz konusu değişikliğin Ayrılma Tebliği düzenlemesine paralel şekilde önemli nitelikte bir değişiklik olması gerektiği belirtilmelidir²²³.

Kanada hukukunda ise, ayrılma hakkı; CBCA m. 173/1-c hükmü uyarınca, ortaklık faaliyet konularının değiştirilmesi, bunlara yenilerinin eklenmesi ve mevcutların kaldırılması durumlarında tanınmıştır. Burada hüküm metninde önemli değişiklikten söz edilmemiştir. Ancak Kanada hukukunda bu durumda pay sahiplerine ayrılma hakkının tanınmış olmasının arka planında bu durumun pay sahiplerini etkileyecek önemli nitelikte bir olgu olarak görülmesi yatmaktadır²²⁴.

Alman ve İsviçre hukuklarında konu değişikliğinde ayrılma hakkı tanınmamış olmasına rağmen (AktG m. 23/3-2; OR m. 626/1-2), Alman doktrininde konu değişikliği halinde de ayrılma hakkının kıyasen tanınması gerektiği yönünde görüşler bulunmaktadır²²⁵.

Bir ortaklığın faaliyet konusu ortaklıktan beklenen ekonomik faydayı doğrudan etkileyen bir olgudur. Elbette ki, güncel hayatta ortaklığın faaliyet konusu belirlenirken bunun iktisadi bir alt yapısının olması ya da bu alt yapının hazırlanmış olması beklenir. Aksi bir durum hayatın olağan akışına da uygun olmayacaktır. HAAO'lar gibi büyük hacimli ve daha kurumsal nitelikteki ortaklıklar söz konusu olduğunda, faaliyet konusu belirlenirken ya da değiştirilmesi planlandığında farklı bir olasılık düşünülemez. Bu olguya güvenerek pay sahipleri ortaklıkta, hele ki bu bir borsa AO niteliğindeki bir HAAO ise, yatırım yaparak pay sahibi olurlar. Bu olgudaki esaslı değişikliklerin pay sahiplerinin ortaklıkla olan ilişkisini temelden etkileyecek nitelikte bir işlem olduğu yadsınamaz²²⁶. Ne var ki, borsa AO'ları bakımından uygulama kabiliyeti olan kurumsal yönetim ilkelerini²²⁷ düzenleyen II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği²²⁸ uyarınca, böyle bir değişiklik öncesi pay

²²³ Mülga İtalya Krallığı Ticaret Kanunu'nda da konu değişikliğinde ayrılma hakkı tanınmıştır. Bu konuda bkz. Türk, **Birleşme**, s. 66. Yürürlükteki Medeni Kanun açısından bkz. Ventrizzo, **Withdrawal**, s. 62; Steinhauer, **a.g.e.**, s. 366. Ayrılma hakkına yol açan sebeplerin yer aldığı Cc. m. 2437'nin birinci fıkrasının (a) bendinin metninde amaç kelimesi geçse de, cümleinin devamından aslında burada ifade edilenin ortaklığın faaliyet konusunun değiştirilmesi olduğu anlaşılmaktadır.

²²⁴ Magnet, **Appraisal**, s.101.

²²⁵ Amaç değişikliği bakımından inc. Grunewald, **Das Recht zum Austritt**, s. 110; Schindler, **Austrittsrecht**, s. 205.

²²⁶ Benzer yöndeki görüş için bkz. Schindler, **Austrittsrecht**, s. 205 vd.

²²⁷ Bu konuda bkz. Paslı, **Kurumsal Yönetim**, s. 244-255.

²²⁸ 03.01.2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

sahipleri ya da pay sahibi olmayı düşünen yatırımcılar yeterince bilgi sahibi olabileceklerdir, yine bu kurallar uyarınca oluşturulacak yönetim komiteleri ve bağımsız YK üyeleri sayesinde böyle bir kararın, pay sahiplerinin çıkarlarını negatif yönde etkilemesinin büyük ölçüde önüne geçilebilecektir. Dolayısıyla meseleye borsa AO'lar açısından yaklaşıldığında konu değişiklikleri nedeniyle ayrılma hakkının tanınmasına ilişkin Türk sermaye piyasası mevzuatındaki düzenlemeyi ihtiyatla karşılamaktayız. Esaslı bir konu değişikliği HAAO gibi büyük hacimli ortaklıklarda nadiren gerçekleşebilecek bir durumdur. Zira pratikte bu hacimdeki bir ortaklıkta esaslı bir konu değişikliği öncesinde bunun iktisadi, ticari ve teknik alt yapısı mutlaka hazırlanmış olmak zorundadır. Söz konusu hazırlık ise detaylı ve profesyonel bir hazırlık ya da uyum sürecini ihtiva eder. Yani pay sahiplerinin birdenbire, ani ve hazırlıksız şekilde böyle bir kararla karşılaşmaları ve bundan kaynaklı mağduriyet yaşamaları olasılığı söz konusu olmayacaktır. Kaldı ki, böyle bir süreçte değişikliği uygun görmeyen pay sahiplerinin paylarını devrederek ortaklıktan ayrılmaları her zaman olasıdır. Ayrıca ortaklık konusunun kademeli olarak değiştirilmesi durumuna ilişkin olarak da yaklaşımımız; mevcut düzenlemeye göre yukarıda ele aldığımız önem kriterini karşılamayan konu değişikliklerinin ayrılma hakkına neden olmayacağı, ancak incelediğimiz SPK düzenlemesinin bu şekilde dolanılması söz konusu olduğunda ise, SerPK beşinci ve altıncı kısımdaki ilgili hükümler ve Ayrılma Tebliği m. 14 uyarınca YK üyelerinin sorumluluğuna gidilebileceği yönündedir.

5. Tebliğ Düzenlemesi İle Ayrılma Hakkından İstisna Edilen İşlemler

Ayrılma Tebliği m. 12'de, SerPK m. 24/4 tarafından Kurul'a verilen ayrılma hakkının doğmadığı halleri belirleme yetkisine binaen ayrıntılı bir liste halinde ayrılma hakkının doğmadığı işlemlere yer verilmiştir. Bu listeye genel olarak bakıldığında, liste dahilinde yer verilen ya da işlem tanımlaması altında kastedilen işlemlerin tamamının Kurul'ca aynı Tebliğ'in beşinci maddesinde belirlenen önemli nitelikteki işlemlerle örtüştüğü görülmektedir. Ancak hemen belirtmek isteriz ki, esasen bizce Tebliğ m. 12/1 birinci cümlede geçen; *"Aşağıda belirtilen önemli nitelikteki işlemler için bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde ayrılma hakkının*

*doğmadığı kabul edilir” ifadesi problemlidir. Zira SerPK m. 23’te sınırlı sayıda ifade edilmemiş olan önemli nitelikteki işlemler nedeniyle yapılacak GK’ya katılarak olumsuz oy kullanan pay sahiplerinin ayrılma hakkının olduğu SerPK m. 24/1’de açık şekilde ifade edilmiştir. Dolayısıyla kanun tarafından önemli kabul edilen bir işlemin ikincil mevzuat konumundaki Tebliğ ile farklı rejime tabi tutulması temel hukuk kaideleri açısından uygun değildir. Bir an için farklı bir yaklaşımla m. 24/1 ilk cümlede m. 23’de belirtilen önemli nitelikteki işlemler için GK toplantısının yapılmasından bahsedildiği, oysa Tebliğ m. 12/2’de, (Tebliğ uyarınca) “*ayrılma hakkının doğmadığı*” şeklinde ifade edilen hallerde, ilgili düzenlemeler uyarınca GK toplantısı yapma zorunluluğu bulunan haller ayrı olmak üzere, YK kararının yeterli olup GK toplantısı yapmaya gerek olmayacağı şeklindeki ifadeden GK yapılmayacaksa önemli nitelikteki işlem için ayrılma hakkı SerPK m. 24/1’e göre de doğmaz görüşü ileri sürülebilirse de, bu sefer SerPK m. 29/6 ve diğer ilgili TK ve SerPK hükümleri uyarınca GK toplantısı yapılması gereken bir işlem için ikincil mevzuat ile farklı düzenleme getirilmesinin hukuken isabetli olmadığı haklı olarak savunulabilir. Netice itibarıyla m. 12’deki Tebliğ düzenlemesi SerPK m. 23 ve 24 hükümleri ile uyumlu değildir. Ayrıca Tebliğ m. 12 hükmü tahlil edildiğinde, özellikle maddenin lafzından ve düzenlenme şeklinden hükmün mutlak emredici nitelikte bir hüküm olarak kabul edilemeyeceği kanaatindeyiz.*

İlgili Tebliğ düzenlemesine göre ayrılma hakkının doğmadığı işlemler aşağıdaki şekildedir:

“a) Ortaklıkların tabi olduğu diğer ilgili mevzuat uyarınca yapılması zorunlu olan işlemler”. Burada finansal kiralama²²⁹, bankacılık²³⁰, sigortacılık²³¹ gibi özel kanun ve mevzuata tabi olarak faaliyet gösteren HAAO’ların, bu alanlarda faaliyet gösteren düzenleyici kuruluşların aldığı kararlar veya mevzuat düzenlemeleri

²²⁹ Finansal Kiralama Kanunu m. 15 uyarınca ortaklık, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu tarafından istenilen düzenlemeleri yapmak ve koruyucu tedbirleri almak zorundadır. Bu kapsamda aktif devri gibi işlemler gündeme gelebilmektedir.

²³⁰ Bankacılık Kanunu’nun “Denetim ve Alınacak Önlemler” başlıklı altıncı kısım hükümleri uyarınca Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu tarafından malvarlığı devri, birleşme gibi kararlar alınması mümkündür.

²³¹ Sigortacılık Kanunu m. 20/2-a hükmü uyarınca, ilgili bakan, sigorta ortaklıklarında ortaklığın faaliyette bulunduğu sigorta branşlarından, reasürans ortaklığında ise, sigorta gruplarından birine veya tamamına ait sigorta portföyünü teminat ve karşılıkları ile birlikte başka ortaklık veya ortaklıklara devretmeye yetkilidir.

nedeniyle ayrılma hakkı doğuran bir işlemi yapmaları söz konusudur. Ancak her durum ve koşulda getirilen bu muafiyetin pay sahiplerinin korunmaya değer ekonomik menfaatleri açısından haklı görülemeyeceği söylenebilir.

Her ne kadar özel kanuna tabi HAAO'lar, ilgili düzenleyici kurumun mevzuat gereği öngördüğü birleşme, malvarlığı üzerinde önemli tasarruf işlemleri yapma gibi bir takım işlemlerde bulunuyorsa da, netice itibariyle bu işlemlerin mutlaka ortaklık üzerinde ekonomik etkisi olacağı gibi yatırımcı konumundaki pay sahiplerinin bundan etkilenmemesi beklenemez. Bu şartlar altında aslında SerPK tarafından pay sahipleri için öngörülmüş olan emredici nitelikteki ayrılma hakkının böyle bir ikincil düzenleme hükmü ile istisna edilmesi sadece özel nitelikteki ortaklığın mevzuatı öyle gerektiriyor diye haklı görülemez.

“b) Yönetim kontrolüne bir kamu kurumunun sahip olduğu ortaklıklarca yapılan işlemler”. Bu bentte kastedilen SerPK m. 26/2 anlamında ortaklık oy haklarının %50'sinden fazlasına doğrudan veya dolaylı şekilde sahip olunmasına ya da yönetim kurulunun salt çoğunluğu²³² veya genel kurulda bu sayıdaki yönetim kurulu üyeliği için aday gösterme hakkı veren imtiyazlı paylara sahip olunmasına ilişkin kanuni karinedir²³³. Bu nitelikteki paylara sahip kamu tüzel kişileri ise, TK m. 359/5 anlamında devlet, il özel idaresi, belediye, köy gibi tüzel kişilerdir. Bu muafiyet hali de kanımızca hem ayrılma hakkının amaç ve fonksiyonları açısından hem de SerPK ve ilgili mevzuat düzenlemeleriyle güdülen amaçlar açısından yerindeliği tartışabilir bir husustur. Her ne kadar kamunun hâkim olduğu ortaklıklarda yine kamunun menfaatlerinin korunması amacıyla getirildiği ileri sürülebilecek olsa da, esasen borsa AO'lar da kamuya açık, menfaat anlamında bir şekilde kamuyu ilgilendiren yapılardır. Kaldı ki, böyle bir muafiyet durumunda, yatırımcı konumundaki pay sahipleri açısından, ortaklığın giriştiği önemli işlemler neticesinde pay değerlerinin olumsuz etkilenme riski, tıpkı diğer HAAO'larda olduğu üzere her zaman mevcuttur. Dolayısıyla kamu kurumları lehine sermaye

²³² Esas sözleşme ile YK'nın karar alması konusunda farklı nisap öngörülmesi halinde, örneğin salt çoğunluktan daha fazla bir çoğunlukla karar alınacağının belirlendiği bir durumda kanımızca, hükmün lafzından da ortaya çıkan, burada aksinin ispat edilebildiği adi karinenin mevcut olduğu, dolayısıyla esas sözleşme hükmünün dikkate alınması yönünde olmalıdır.

²³³ Kanuni karine, varsayım kavramları hakkında detaylı bilgi ve değerlendirmeler için bkz. Fatma Tülay Karakaş, “Karine Kavramı, Kanuni Karineler ve Varsayımlar”, *AÜHFD*, 62 (3) 2013, s. 729-759.

piyasası alanında eşitsiz bir durum yaratıldığı söylenebilir. Bizce son tahlilde getirilen bu istisna hali borsa ve ekonominin gerçekleriyle bağdaşmamakta ve söz konusu yapıdaki ortaklıklara üzerinde durduğumuz dezavantajlı durum nedeniyle ilgiyi azalatacak bir faktördür. Bu nedenle getirilen düzenlemenin yeniden değerlendirilmesi yerinde olacaktır.

“c) Ortaklıkların mevcut paylarına tanınmış imtiyazlarının tüm ortaklar için bedelsiz olarak tamamen kaldırılması, konu veya kapsam bakımından daraltılması işlemleri.” Bu muafiyet tüm pay sahipleri açısından ve ortaklıktan herhangi bir bedel çıkışını gerektirmeksizin yapılan imtiyaz iptali ve daraltılması işlemlerini kapsamaktadır. Yukarıda²³⁴ incelendiği üzere HAAO’larda imtiyaz tanınması ve mevcut imtiyazların değiştirilmesi, ayrılma hakkı ya da Türk sermaye piyasası mevzuatında olduğu üzere zorunlu pay alım teklifi prosedürlerini gerektirdiği halde, imtiyazların tamamen kaldırılması hali ayırık olmak üzere tüm mevcut imtiyazların bütün pay sahipleri açısından bedelsiz olarak daraltılması halinin istisna edilmesi kanımızca ciddi şekilde tutarsızlık olarak değerlendirilmelidir. Kaldı ki, hukuk alanında geçerli olan çoğun içinde az da vardır yorum ilkesi gereğince de imtiyazların bedelsiz olarak daraltılmasının SerPK m. 23’te geçen kapsam ve konu değişimi ifadesi karşısında ayırık tutulması da kanunun lafzına aykırılık göstermektedir. Öte yandan ayrılma hakkı ya da muadili bir hak tanınmadan imtiyazların bedelsiz daraltılmasının pay sahiplerinin paylarının değerine ilişkin menfaatlerini en az imtiyaz tanınması ya da değiştirilmesi kadar etkilemeyeceğini düşünmek tutarsızlık olur

“ç) Yatırım ortaklıklarının yatırım ortaklığı niteliklerinin değiştirilmesi, yitirilmesi ve bu kapsamda yapılan imtiyaz değişiklikleri işlemleri.” Yatırım ortaklığı; *“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”*²³⁵ (SerPK m. 48/1).

²³⁴ Bkz. s. 176-178.

²³⁵ SerPK m. 50’de; *“Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, sermayesi her zaman net aktif değerine eşit olan yatırım ortaklıklarıdır. Net aktif değer ise varlıkların toplamından borçların toplamının düşülmesi suretiyle bulunan tutarı ifade eder.”* şeklinde tanımlanmıştır. Yeni Sermaye Piyasası Kanunu’nda kabul edilen yeni hükümlerle yatırım ortaklıkların pay senetlerini iade

Gayrimenkul yatırım ortaklığı, girişim sermayesi yatırım ortaklığı gibi çeşitli alt ayrımları olan yatırım ortaklıkları, SerPK ve ilgili SPK tebliğleriyle²³⁶ düzenlenmiş olan AO'lardır. Söz konusu tebliğler incelendiğinde, hepsinde yatırım ortaklığı statüsünden çıkılması durumunda çıkma kararının oylanacağı ortaklık genel kurulunda olumlu oy verenlerin dışındaki tüm pay sahiplerinin payları için zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğü tanınmıştır. Yukarıdaki açıklamalarımızda²³⁷ irdelendiği üzere zorunlu pay alım teklifi her ne kadar ayrılma hakkıyla bir takım benzer amaçlara hizmet etmekte ise de, her iki kurum arasındaki farklılıklar değerlendirildiğinde özellikle hükümde belirtilen imtiyaz değişiklikleri işlemlerinde ayrılma hakkı tanınmamasının haklı görülebilmesi oldukça zordur.

“d) Önemli nitelikteki işlem sonucunda pay alım teklifi zorunluluğu getirilen veya gönüllü olarak pay alım teklifi yapılması Kurulca uygun görülen işlemler.” Bu bentte ifade edilen önemli nitelikteki işlemlerden pay alım teklifi zorunluluğu getirilenleri zaten yukarıda²³⁸ detaylı olarak incelenmiştir. Gönüllü pay alım teklifi de zorunlu pay alım teklifi ile aynı neticeleri doğuracak ve aynı işlevi görecektir. Gönüllü veya zorunlu pay alımının söz konusu olduğu önemli nitelikteki bir işlem için bir de ayrılma hakkının tanınmasının ne derece isabetli olacağı tartışılabilir. Bunlar bir açıdan da birbirlerinin alternatifi konumunda olan hukuki prosedürlerdir. Nitekim istisnai bir düzenleme olarak II-26.1 sayılı Tebliğ m. 14/1-b hükmünde, pay iktisabı olmaksızın yönetim kontrolünün pay sahiplerince ele geçirilmesine ilişkin yazılı anlaşmalar GK'da onaya sunulduğu ve ortaklık tarafından ayrılma hakkı kullandırıldığı takdirde bu sefer pay alım teklifi zorunluğunun doğmayacağı düzenlenmiştir. Ancak pay alımını yapacak kişi açısından her iki müessese arasında hukuken farklılık olduğunu, hukuken alıcının, ayrılma hakkında ortaklık, pay alım

almayan kapalı tür yanında açık türde de kurulmalarına, yani yatırım ortaklıklarının AO şeklinde ve değişken sermaye ile kurulmalarına ve pay sahibinin pay senedini ortaklığa iade ederek karşılık bedelini nakden almasına da izin verildiğine (SerPK m. 48/I, 50,51) ilişkin açıklamalar ve detaylı tahlil için bkz. Füsun Nomer Ertan, “6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı”, **İÜHFİM**, C. LXXI, S. 2, 2013, s. 137.

²³⁶ III-48.3 sayılı, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, 9/10/2013 tarih ve 28790 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır; III-48.1 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, 28/5/2013 tarihli ve 28660 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır; III-48-2 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, 29/08/2013 tarihli ve 28750 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

²³⁷ Bkz. s. 171 vd.'daki başlıklar, İkinci Bölüm, B.4. no'lu başlığa kadar.

²³⁸ Bkz. s. 171 vd.

teklifinde ise hâkim pay sahibi olduğunu vurgulamak yerinde olacaktır. Buna rağmen ekonomik açıdan yaklaşıldığında son tahlilde mali yükümlülük hâkim pay sahibinin üzerindedir. Zorunlu pay alım teklifi ve ayrılma hakkı arasında önemli işlem bazında Tebliğ ile yapılan tercihin yerindeliği konusundaki değerlendirmelerimiz ise zaten daha önce üç numaralı, dört numaralı ve buradaki açıklamalarımızın dâhil olduğu beş numaralı başlıklar altında ilgili kısımlarda²³⁹ yer almaktadır.

Ayrılma hakkının tanındığı önemli nitelikteki işlemlerde Ayrılma Tebliği m. 11/5 hükmü uyarınca gönüllü pay alım telifinde bulunulması için bir ön şart olarak *“...pay alım teklifi fiyatının ayrılma hakkı kullanım fiyatına eşit veya bu fiyattan yüksek olması...”* hususu, cümlenin hemen devamında *“...ve Kurulca uygun görülmesi şartıyla münhasıran pay alım teklifinde bulunulur.”* şeklinde ifade edilmiştir. Bu hükümle fiyat açısından, pay alım teklifi yapılması durumunda pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanamayacak olması nedeniyle mağdur olmamaları temin edilmiş olmaktadır.

“e)Bölünen ortaklığın ortaklık yapısının korunduğu yeni ortaklık kurulması suretiyle bölünme işlemleri, kolaylaştırılmış usulde birleşme ve bölünme işlemleri.” Anılan işlemlerin, yukarıda birleşme²⁴⁰ ve bölünme²⁴¹ bahsinde değindiğimiz üzere, tartışılabilir olmakla birlikte koşullarının sağlandığı hallerde, hem ayrılma hakkına alternatif başka imkânların da bulunması hem de ayrılma hakkını doğuran sebeplerin görece olarak oluşmaması açısından ayrılma hakkının kullanılmasını gerektirmediği bir yönüyle söylenebilir. Şöyle ki, Birleşme Tebliği m.13/1 uyarınca *“Bir veya birden fazla sermaye şirketinin oy hakkı veren paylarının %95 veya daha fazlasına sahip bir halka açık ortaklık tarafından devralınması suretiyle birleşmede, halka açık ortaklık paylarından devrolunan şirketlerin ortaklarına pay verilmesini gerektirmeyen durumlarda veya halka açık ortaklık paylarından devrolunan şirketlerin ortaklarına pay verilmesi gereken ancak halka açık ortaklık paylarının nakit karşılığının devrolunan şirketlerin ortaklarına seçimlik hak olarak önerilmesi durumlarında, kolaylaştırılmış usulde birleşme uygulanabilir.”* Kaldı ki, Birleşme Tebliği m. 13/1’de bahsi geçen sermaye ortaklığının bir HAAO olması durumunda,

²³⁹ Bkz. s. 178-179, 184-187 ve 190-192.

²⁴⁰ Bkz. s. 146, dpn. 62.

²⁴¹ Bkz. s. 150.

Çıkarma Tebliği m. 4/1'teki %98'lik oranın sağlandığı hallerde birleşme işlemine gerek kalmadan satma ya da çıkarma hakkı da kullanılabilir.

Bunlardan başka kolaylaştırılmış birleşme aşamasında TK m. 141/2 uyarınca sadece ayrılma akçesinin öngörülmesi durumunda da yine ayrılma hakkının kullanılmasına gerek kalmayacaktır²⁴².

Bu ihtimallere ilâveten Birleşme Tebliği m. 13/1'de yer alan HAAO paylarının nakit karşılığının devralınan sermaye ortaklığı pay sahiplerine TK m. 141 doğrultusunda seçimlik hak olarak önerilmesi halinde de ayrılma hakkının sermaye piyasası mevzuatı uyarınca tanınmasına bir ölçüde gerek kalmayabilecektir.

Bölünmede ise gerek oranların korunduğu yeni ortaklık kurulması suretiyle bölünmede gerekse de kolaylaştırılmış usulde bölünme işleminde, pay sahipleri açısından, onların mali haklarına zarar gelme ihtimali nispeten daha az olduğundan ayrılma hakkının istisna tutulduğu tespiti yapılabilir. Zira oranların korunduğu yeni kuruluş suretiyle bölünme işleminde, isminde de yer aldığı üzere mevcut pay sahiplerinin bölünen ortaklıktaki pay oranları aynen korunmaktadır²⁴³. Bölünen ortaklık malvarlığının bir bölümünü devralması amacıyla kurulan bir sermaye ortaklığı olacağından²⁴⁴, kaldı ki Birleşme Tebliği m. 14/1 uyarınca HAAO'nun malvarlığı unsurlarını kısmi ya da tam bölünmede devralan AO'ların SerPK kapsamına alınacağı da hüküm altına alınmıştır, pay sahiplerinin zarara uğrama ihtimalleri düşük olacaktır. Buna rağmen ayrılma hakkının amaç ve fonksiyonları açısından konuya yaklaşıldığında ve yatırımcı pay sahiplerinin ekonomik menfaatlerinin en ufak etkilenmelerden dahi korunması gerektiği düşüncesiyle ayrılma hakkının tanınmaması eleştirilebilir niteliktedir.

Ayrıca ele aldığımız oranların korunduğu yeni ortaklık kurulması suretiyle bölünme işleminde aşağıdaki paragrafta değineceğimiz kolaylaştırılmış bölünme işlemine nazaran pay sahiplerinin zarar görme risklerinin daha fazla olabileceği ve bu nedenle kolaylaştırılmış bölünme ile aynı şekilde değerlendirilmemesi gerektiği kanaatindeyiz. Yeni kurulan ortaklığın AO olması halinde yukarıda değindiğimiz

²⁴² Bu durumda çıkarmalı birleşme dediğimiz *squeeze out merger* söz konusudur. Ayrıntılar için bkz. s. 21-22, dpn. 64-68.

²⁴³ Benzer açıklamalar için bkz. Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 150; Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 727, N. 25-08.

²⁴⁴ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 729, N. 25-16.

Birleşme Tebliği m. 14/1 uyarınca, AO'nun SerPK kapsamına alınacak olması pay sahipleri açısından bölünen ortaklıktaki paylarının akıbetini çok daha güvenli bir konuma getirirse de, yeni kurulan ortaklığın diğer sermaye ortaklıklarından biri ya da kooperatif olduğu durumlarda aynı yargıya varmak imkânı olmayacaktır. Bu durumda bu açıdan da söz konusu düzenlemenin tartışılabilir olduğu kanaatindeyiz.

Kolaylaştırılmış bölünme ise, Birleşme Tebliği m. 17/1 hükmüyle düzenlenmiş bir hukuki işlemdir. Hükme göre; *“İştirak modeliyle kısmi bölünme işlemlerinde; bölünen halka açık ortaklığın, işlem sonucunda devralan tarafın oy hakkı veren paylarının en az %95’ine sahip olması durumunda kolaylaştırılmış usulde bölünme uygulanabilir.”* İştirak modeliyle kısmi bölünme işlemi ise aynı Tebliğ m. 4/1-1’de *“Bölünen şirketin, bölünmeye konu malvarlığının başka bir şirkete aynı sermaye olarak konulduğu ve devrin karşılığında bölünen şirketin devralan şirket sermayesinde pay sahibi olduğu kısmi bölünmeyi ifade eder”* şeklinde tanımlanmıştır.

Bu bölünme türünde pay sahiplerinin zarar görme ihtimali çok daha az görünmektedir. Zira zaten devralan ortaklıkta bölünen HAAO, %95 ve üstü pay oranına sahip olmakta ve bölünme öncesinde devralan ortaklık ile olan hâkimiyet ilişkisi ve dolaylı şekilde tesis edilen mevcut pay sahipliği kompozisyonu zaten devam etmiş olmaktadır. Bu durumda bölünen HAAO devam etmekte olduğu ve mevcut pay sahipleri çok büyük oranda hâkimiyet ilişkisi nedeniyle devralan ortaklık üzerinde de dolaylı olarak pay sahibi olduklarından ötürü ayrılma hakkının işlevsel olacağı söylenemez.

Kaldı ki, her tür önemli işlem için ayrılma hakkının tanınması ve ayrılma hakkı kullanımının çok geniş tutulmasının ortaklık menfaatleri açısından zararlı olabileceği, yapılması ortaklık için faydalı ya da gerekli olan işlemleri zora sokacağı hatta engelleyeceği de değerlendirilmelidir²⁴⁵.

Ancak tüm bu açıklamalara rağmen SerPK m. 24’ün önemli işlemlere ilişkin kararlarda ayrılma hakkı tanınacağına ilişkin lafzı karşısında, bir ikincil mevzuat

²⁴⁵ Aynı yöndeki değerlendirmeler ve özellikle ayrılma hakkının kullanımının ortaklık malvarlığı üzerinde yapacağı etkiler açısından bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 39; Ayrılma hakkı kapsamının geniş tutulmasının ortaklığın *affectio societatis* unsuruna aykırılık teşkil edeceği yönünde bkz. Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 9; Letsou, **Appraisal**, s. 1138; Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 723.

hükmüyle bu şekilde bir düzenleme yapılmasının normlar hiyerarşisi açısından isabetli olmadığı da ifade edilmelidir.

“f) İşlemin adli makamlarca 9/6/1932 tarihli ve 2004 sayılı İcra ve İflas Kanunu 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 ipotēğe dayalı menkul kıymet veya teminatlı menkul kıymet ihracı amacıyla yapılan mal varlığı devir işlemleri” İİK hükümleri uyarınca başlatılan alacak takibi işlemleri ve bunun neticesinde yapılacak haciz ve satış prosedürleri nedeniyle HAAO zorunlu olarak bölünme, birleşme ya da sona erme kararı almak durumunda kalabilir. Aynı şekilde malvarlığının önemli bir bölümünü devretmek zorunda da kalabilir. İşte böyle durumlarda ortaklığın bu zorunlu işlemler nedeniyle bir de pay sahiplerine ayrılma hakkının kullanılması nedeniyle ödeme yapması, ortaklığın mali durumu üzerinde ciddi ölçüde olumsuz etkide bulunabilir. Aynı durum kamu alacaklarının tahsiline ilişkin mevzuat söz konusu olduğunda da geçerlidir²⁴⁶.

6361 sayılı kanun²⁴⁷ m. 18 uyarınca, bir finansal kiralama sözleşmesi kapsamında kiralayanın; kiracının talebi ve seçimi üzerine üçüncü bir kişiden veya bizzat kiracıdan satın aldığı veya başka suretle temin ettiği veya daha önce mülkiyetine geçirmiş bulunduğu bir malın zilyetliğini, her türlü faydayı sağlamak üzere kira bedeli karşılığında kiracıya bırakması şeklinde yürütülen finansal kiralama faaliyeti içerisinde, kiralamaya konu ortaklık malvarlığının kiraya veren ortaklığa devrinden hemen sonra, hatta bir anlamda kiraya veren ortaklıktan kiralamak amacıyla kiralama işi yapan ortaklığa devredilmesi hali ortaklıkların tercih edebildiği bir finansman yöntemi olup, bu hal ayrılma hakkından istisna tutulmak istenmiştir. Bu faaliyete ilişkin yapılacak önemli işlemlerde -özellikle bu işlemin önemli miktardaki malvarlığı devri işlemi olacağı öngörülebilir- ayrılma hakkının tanınmaması, finansal kiralama işlemiyle hedeflenen ekonomik amaçlar değerlendirildiğinde kanaatimizce makul görünmektedir.

²⁴⁶ Bu konuda ayrıca bkz. 6183 Sayılı Amme Alacaklarının Tahsili Usulü Hakkında Kanun, 28/7/1953 tarih ve 8469 sayılı RG’de yayınlanmıştır.

²⁴⁷ Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu, 13/12/2012 tarih ve 28496 sayılı RG’de yayınlanmıştır.

Varlığa veya ipotekle dayalı menkul kıymetleri içine alan teminatlı menkul kıymetler, uygulamada varlık finansmanı fonları ile konut finansmanı fonları tarafından III-59.1²⁴⁸ ve III-58.1²⁴⁹ no'lu Tebliğ'ler uyarınca bu fonların veya ipotek finansmanı kuruluşlarının devralacağı varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen menkul kıymetlerdir. Söz konusu fonlar, finansal kiralama şirketleri ve finansman şirketleri ile banka, ipotek finansmanı kuruluşları ile geniş yetkili aracı kurumlar tarafından aktiflerindeki varlıklar devredilmek ya da banka, ipotek finansmanı kuruluşları ile geniş yetkili aracı kurumlar açısından ilâveten diğer fon kurucusu ortaklıkların da aktiflerindeki varlıkların devralınmak suretiyle fon bünyesine katılması neticesinde kurulabilmektedir (III-58.1 no'lu Tebliğ, m. 4/1). Tebliğler ile oluşturulmuş bu yapı ve işleyiş değerlendirildiğinde, ihraççı fonların oluşturulması amacıyla söz konusu olacak malvarlığı devirlerinin ayrılma hakkının kapsamına alınması, bu fonların kurulmasıyla hedeflenen yatırım amaçlarına aykırı olacaktır.

Kira sertifikalarını ihraç etmek için kurulacak varlık kiralama şirketlerinin kurucusu olabilecek III-61.1 sayılı Tebliğ m. 12/1'de sayılan kurum ve ortaklıkların, yani kaynak kuruluşların (anılan Tebliğ, m. 3/1-ğ), VKŞ'lere yapacakları malvarlığı devirleri hakkında da yukarıda paragrafta dile getirdiğimiz değerlendirme geçerli olacaktır. Üstelik gerek konut veya varlık finansmanı fonlarının gerekse de VKŞ'lerin kurulmasının ortaklık ve dolayısıyla pay sahipleri açısından ortaklık gelirlerini artıracak bir yatırım olacağı da göz önüne alınmalıdır. Bu tespitlere ilave olarak ayrılma hakkının, ele aldığımız bu tür sermaye piyasası yatırım faaliyetlerine yönelik işlemlerde tanınmasının SerPK m. 1/1'de ifade edilen sermaye piyasalarının gelişmesinin sağlanması hedefiyle de örtüşmeyeceği ortadadır.

“g) Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerinde yer alan varlıkları kiraya vermesi.” GYO'ların kendi portföylerinde yer alan ve III-48.1 no'lu Tebliğ'in dördüncü maddesinin birinci fıkrasında açıklanan varlıklarını kiraya vermeleri işleminde ayrılma hakkının tanınmamış olması, gerek ayrılma hakkının kapsamının

²⁴⁸ Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği, 21/1/2014 Tarih ve 28889 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

²⁴⁹ Varlığa veya İpotekle Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği, 9/1/2014 Tarih ve 28877 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

geniş tutulmamasına ilişkin görüşlerimiz²⁵⁰ gerekse de Ayrılma Tebliği m. 12/1-f bendine ilişkin olarak da ifade ettiğimiz anılan türdeki işlemlerin hizmet ettiği yatırım amaçları doğrultusunda isabetli görülebilir.

“ğ) Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerinde yer alan varlıklar üzerinde 28/5/2013 tarihli ve 28660 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan III-48.1 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği hükümleri çerçevesinde aynı hak tesis edilmesi.” III-48.1 no’lu Tebliğ’de GYO’ların portföylerindeki gayrimenkuller üzerinde aynı hak tesis edebileceği haller ve aynı hak türleri sınırlı şekilde belirlenmiştir.

Sadece sınırlı hallere ilişkin olarak mevzuat tarafından tanınmış olan GYO’ya ait gayrimenkuller üzerinde aynı hak tesisi, GYO’nun kurulmasına yol açan özellikli yatırım amaçları açısından –arsa üzerinde girişilecek projenin teminatı olması ya da satın alınan gayrimenkul projeleri nedeniyle ilgili taraflara güvence sağlanması açılarından- elzem hususlar olup, bu tür durumlarda pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınması söz konusu amaçlarla bağdaşmayacak ve yine ayrılma hakkının kapsamı hakkındaki görüşlerimiz²⁵¹ doğrultusunda isabetli olmayacaktır.

“h) Ortaklıkların kendi tüzel kişilikleri adına ve finansal tablolarında tam konsolidasyona dahil ettikleri ortaklıklar lehine mal varlığı üzerinde aynı hak tesis etmesi.” İncelendiğimiz bentte, HAAO ile aralarında tam bir hâkimiyet ilişkisi bulunan bağlı ortaklıklarının bulunduğu durumlarda, bu bağlı ortaklıkları lehine malvarlığı üzerinde aynı hak tesis etmesi işlemlerinin kastedildiği görülmektedir. Nitekim SPK’nın 09.09.2009 tarih ve 28/780 sayılı ilke kararında²⁵² HAAO’ların üçüncü kişiler lehine rehin, ipotek vermelerinin onları ciddi risklere maruz bıraktığı, HAAO’ların malvarlıklarının ve pay sahiplerinin korunması ilkesinden hareketle bu konuda düzenleme yapılması gerektiği ifade edilmiştir.

Her ne kadar tam konsolidasyona tabi tuttuğu bağlı ortaklığı için de olsa önemli boyuttaki ortaklık malvarlığı üzerinde aynı hak tanınması işleminin, işleme muhatap ortaklık ve onun pay sahipleri açısından risk oluşturacağı ele aldığımız SPK kararında da değinildiği üzere aşîkârdır. Bu nedenle bizce ayrılma hakkının bu

²⁵⁰ Bkz. yukarıda s. 214, dpn. 245.

²⁵¹ Özellikle bkz. yukarıda s. 214, dpn. 245 ve ilgili açıklamalar.

²⁵² SPK’nın 2009/40 sayılı Haftalık Bülteninde yayınlanmıştır.

işlemden tanınması ya da tanınmaması gerektiği hususu, ayrılma hakkının tanınmasına yönelik olarak pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması yönündeki görüşler ve buna karşılık ayrılma hakkının geniş şekilde uygulanmasının ortaklık faaliyetlerini engelleyici etkisini öne çıkaran görüşler açısından yaklaşıldığında tartışılabilir durumdadır.

“1) Kurulca uygun görülmesi koşuluyla, Kurul 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.” Bu bent TK m. 376 hükmüne paralel bir şekilde HAAO’ların sermayesinin yarısı ya da daha fazlasının karşılıksız kalması halini düzenlemektedir.

Anılan bentte ekonomik değeri bulunmayan daha doğrusu zamanla ekonomik değerini kaybetmiş olan ve ortaklığın zarara uğramasında etkisi olan malvarlığı değerlerinden -ki bunlar atıl kalmış bir takım üretim tesisleri, borca batık durumdaki iştirakler gibi malvarlığı unsurları olabilir²⁵³- sermaye kaybının giderilmesinde etkili olacağı özel bağımsız denetçi raporu ile tespit olunanlarının ancak Kurul’un uygun bulması şartıyla satılıp devredilmesi işlemleri kastedilmektedir.

Söz konusu şartlar değerlendirildiğinde anılan işlemin zaten çok sıkı koşullara bağlandığı ve etraflıca denetime tabi tutulduğu görülmektedir. Böyle bir durumdaki ortaklıkta bu şekildeki varlık devri işlemlerinin pay sahipleri açısından ayrılma hakkının kullanımı gerektirecek şartları oluşturduğu söylenemez.

“i) Birleşme amaçlı ortaklığın taraf olduğu birleşme ve sona erme işlemleri.” Ayrılma Tebliği m. 4/1-a ve Birleşme Tebliği m. 4/1-b’de birleşme amaçlı ortaklık tanımlanmıştır²⁵⁴. Ancak ülkemiz uygulamasında başkaca ve daha yaygın halka

²⁵³ Örnekler için bkz. İsmail Kayar, “Yeni TTK’ya Göre Anonim Şirkette Sermaye Kaybı ve Borca Batıklığın Tespiti ve Sonuçları”, **Hukuk Araştırmaları Dergisi**, C.18, Özel Sayı, 2012, s. 650.

²⁵⁴ “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 gerçekleşmemesi halinde kurucular dışındaki ortaklara iade edilmesi amacıyla mevduat, devlet iç borçlanma senedi ve benzeri yatırım araçlarından bir veya

açılma usulleri bulunması nedeniyle mevzuat bakımından yeni ve özellikli bir teknik düzenleme görünümünde olan bu tür ortaklıkların kurulmasının ne ölçüde tercih edileceğinin belirsiz olduğunu ve bu açıdan söz konusu düzenlemeyi şüpheyile karşıladığımız öncelikle ifade etmek isteriz. Tanımından açıkça anlaşıldığı üzere birleşme amaçlı ortaklık kurma, halka açılmada tercih edilebilecek bir yöntem olup, bu yöntemde sadece bu amaç doğrultusunda ve sınırlı bir süre için kurulan bir HAAO söz konusudur. Amacın gerçekleşmemesi halinde söz konusu ortaklık iradi tasfiyeye gitmekte ve kurucular dışındaki pay sahiplerine pay bedelleri ödenmektedir. Söz konusu ortaklığın birleşme amacı dışında bir faaliyeti olmamakta olup, bu hususlar kamuoyuna açıklanarak önceden duyurulmakta ve unvanında buna ilişkin ifade yer almaktadır.

Tüm bu açıklananlardan da önemli olarak yine tanımda bu tür ortaklıklarda birleşmeye ilişkin genel kurulda olumsuz oy kullanan pay sahiplerinden veya birleşmenin gerçekleşmemesi durumunda söz konusu olacak sona erme halinde, ortaklık tarafından, kurucular dışındaki tüm pay sahiplerinden pay geri alımı yapılması öngörülmüştür. Aslında bu mekanizma ilk bakışta ayrılma hakkının da söz konusu olabileceği, işleyiş ve hakka sebebiyet veren işlemler açısından ayrılma hakkıyla büyük ölçüde benzerlik gösteren niteliktedir. Ancak aşağıda tahlil edileceği üzere bizce ayrılma hakkından istisna edilmeye ilişkin Tebliğ düzenlemesi işlev ve amaç açısından daha uygun görünmektedir.

Buradaki geri alım, SPK'nın II-22.1 sayılı Tebliği²⁵⁵ m. 4/1-g'de *“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*

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 birleşme amaçlı ortaklığın 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 ortaklığı ifade eder.”; Söz konusu ortaklıklarla ilgili detaylı bilgi ve değerlendirmeler için bkz. Gül Okutan Nilsson, **Sermaye Piyasası Hukukunda Birleşme Amaçlı Ortaklık**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2016, s. 1 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.

²⁵⁵ Ayrıca bkz. SPK'nın 21.07.2016 tarihli duyurusu ve 25.07.2016 tarihli ek açıklaması.

*açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede belirtilen esas ve usuller çerçevesinde belirlenen fiyatlar üzerinden satın alınmasına imkan veren program*²⁵⁶ şeklinde tanımlanan gönüllü pay alım programı uyarınca yapılacaktır. Söz konusu gönüllü geri alım programı birleşme amaçlı ortaklıklara özgü, anılan Tebliğ’le belirlenmiş bir geri alım usulü olup, HAAO’larda payların geri alımına ilişkin Tebliğ’le belirlenmiş kuralların bu tür ortaklıklara uygulanmayacağı da Tebliğ’de özellikle belirtilmiştir (II-22.1 sayılı Tebliğ, m. 2/4). Esasen her ne kadar program isminde gönüllü ifadesi geçmekte ise de, düzenleniş şekline aslında program kapsamındaki geri alımın, geri alım yükümlüsü anlamında bir zorunluluğa işaret ettiğini ve bunun şartlarının dahi önceden belirlenmiş olduğunu ifade etmekte fayda vardır²⁵⁷.

Detaylı olarak irdelendiğinde birleşme amaçlı ortaklıkla ilgili hükümlerde öngörülen özel nitelikteki pay geri alım programı düzenlemesinin ayrılma hakkı ile benzer işlevleri hatta çok daha fazlasıyla yerine getirdiği görülmektedir. Zira birleşmeye karşı olumsuz oy kullanımı veya sona erme halinde kurucular dışındaki tüm pay sahiplerinin paylarının onların ortaklığın halka arzı sırasında ödedikleri fiyat üzerinden önceden garanti altına alınmış şekilde geri alımı yapılmaktadır. Öte yandan pay sahiplerinin muhtemel faiz kayıpları açısından da meseleye yaklaşıldığında, yapılacak pay değeri ödemesinde faiz kaleminin de yer almasına ilişkin kriter ve kayıtların düzenlenecek izahnamede yer almasının mümkün olacağı düşüncesindeyiz. Ayrıca bu şekilde bir hareket tarzı yatırımcı pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması açısından gerekli ve uygun olacaktır. Böylelikle pay sahipleri zarar etmekten mutlak manada korunmuş olmaktadır. Oysa bu durumda ayrılma hakkı tanınmış olsaydı, tüm pay sahiplerinin paylarının alınması Ayrılma Tebliği m. 9/5-a uyarınca, yani maliyetin fazla olması gerekçesiyle önlenebilecekti. Diğer yandan sona erme halinde tüm pay sahiplerine ödeme yapılması da ancak ilgili genel kurula katılmaları ve olumsuz oy kullanmaları halinde söz konusu olacaktı.

²⁵⁶ Geri alım programı veya program ise II-22.1 sayılı Tebliğ m. 4/1-e’de “*Ortaklık paylarının geri alımına ilişkin bu Tebliğde belirlenen çerçevede hazırlanıp ortaklık genel kurulu tarafından onaylanan usul ve esaslar*” şeklinde ifade edilmiştir.

²⁵⁷ Burada geçen gönüllü alımın aslında ayrılma hakkı olduğu yönünde bkz. Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 10. Bu görüşe katılma imkânı bulunmamaktadır. Zira bu yaklaşım ilgili mevzuat düzenlemesine tamamen aykırı olacaktır. Geri alım programı hakkında detaylı değerlendirmeler için bkz. Okutan Nilsson, **Birleşme Amaçlı Ortaklık**, s. 87, 90, 198 vd. Yazar tarafından da bu işlemde zorunlu bir geri alımın söz konusu olduğu ifade edilmektedir. Yazara göre gönüllü geri alım ile ayrılma hakkı yerine çıkma hakkı tanınmaktadır.

Zaten burada öngörülen hukuki mekanizma, belirli bir amaçla sonradan sona ermek üzere süreli olarak kurulan özel nitelikteki bir ortaklığa birleşmeden sonra devam etmek istemeyen ya da sona erme üzerine, yatırımcının ödediği paranın kendisine geri verilmesi üzerine kurgulanmış olup, böyle bir yapıda ayrılma hakkı tanınması ayrılma hakkının klasik fonksiyon ve amaçları²⁵⁸ açısından uygun olmayacaktır.

Ayrılma Tebliği m. 12/2’de ise ayrılma hakkının doğmadığı hallerde buna ilişkin YK kararı alınmasının yeterli olacağı ve buna ilişkin gerekçeli YK kararının kamuoyuna açıklanması gerektiği ifade edilmiştir²⁵⁹. Yine aynı bent hükmü uyarınca diğer ilgili düzenlemeler uyarınca genel kurul toplantısı yapılması gerektiği hallerde de toplantı gündemine ayrılma hakkının doğmadığına ilişkin YK beyanının ekleneceği ifade edilmiştir.

6. Önemli İşlemlere İlişkin Kararlar

HAAO’larda SerPK m. 23, Ayrılma Tebliği m. 5 ve 6 tarafından tanımlanan ve ayrılma hakkını doğuranların da dâhil olduğu önemli nitelikteki işlemlerin gerçekleştirilebilmesi için SerPK m. 29/6 ve Ayrılma Tebliği m. 7/1 uyarınca genel kurul kararı alınması gerekmektedir.

Söz konusu genel kurul kararlarının alınabilmesi için, SerPK m. 29/3 hükmünde genel kurul kararları için atıf yapılan TK m. 418’de belirlenen olağan nisaptan farklı olarak nitelikli nisap öngörülmüştür. SerPK m. 29/6 ve Ayrılma Tebliği m. 7/1 uyarınca esas sözleşmede daha ağır nisaplar öngörülmediği sürece iki ihtimalli bir prosedür düzenlenmiştir. Buna göre ya toplantı nisabı aranmaksızın, ortaklık genel kuruluna katılan oy hakkını haiz payların üçte ikisinin olumlu oy vermesi gerekmekte ya da toplantıda sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların en az yarısının hazır bulunması hâlinde, toplantıya katılan oy hakkını haiz payların çoğunluğu ile karar alınması gerekmektedir. Esasen bu hüküm değerlendirildiğinde ortaklık için bu kadar önem taşıyan SerPK m. 23’te sayılan önemli nitelikteki

²⁵⁸ Söz konusu amaç ve fonksiyonlar hakkında detaylı bilgiler için bkz. yukarıda s. 85 vd.

²⁵⁹ Bu bilgiler ilgili belgelerle birlikte Kurulun özel durumlara ilişkin hazırlamış olduğu II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği (23.1.2014 Tarih ve 28891 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.) m. 2 ile II-15.2 sayılı Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği (23.1.2014 Tarih ve 28891 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.) m. 2 hükümleri uyarınca KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu)’ta 27.12.2013 tarih 28864 sayılı RG’de yayımlanan VII-128.6 sayılı Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği m. 1 uyarınca veya Kurul internet sitesinde ya da Kurul tarafından belirlenecek sair şekillerde yayınlanacaktır. Bu konuda ayrıca bkz. Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 31.

işlemlerin bu denli az bir çoğunluğun kararına bırakılmış olması ve dolayısıyla ayrılma hakkının kullanılmasının da bu miktarda bir çoğunluk kararı ile olması eleştiriye açık bir durumdur. Bu şekilde, katılımın toplam pay sahibi adetine kıyasla oldukça az olduğu GK toplantılarında bile ayrılma hakkının kullanılabilmesi, meseleye sırf ayrılma hakkının kullanılması açısından yaklaşıldığında olumlu karşılanabilecek olsa da, bu denli az pay sahibinin yararlanacağı bir ayrılma hakkı işleyiş sürecini de olumlamak imkânı bulunmamaktadır. Kaldı ki, bu derece önemli kararlara bu kadar az sayıdaki pay sahibinin katılıyor olması hakkın tanınması sebebinin de sorgulanmasına yol açabilecek nitelikte olup, aynı zamanda güç boşluğuna da işaret etmektedir.

Halka açık sayılan ortaklıkların SerPK m. 33/4 ve II-16.1 sayılı Tebliğ m. 5/5 hükümlerine göre SerPK kapsamından çıkmaları ve dolayısıyla pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınmasına ilişkin yapılacak olan genel kurul toplantılarında gerekli olan karar nisabı, SerPK ve Ayrılma Tebliği hükümlerinden farklı şekilde belirlenmiştir. İki ihtimalli düzenlenen prosedür uyarınca, ya pay sahibi tam sayısının en az üçte ikisinin olumlu oyu ya da toplam oyların dörtte üçü ile karar alınmalıdır. Toplantı nisabı konusunda ise, hükümde bir açıklık bulunmamakta olup, asgari olarak anılan karar nisaplarını teşkil eden pay sahibinin toplantıda hazır bulunması gerektiği söylenebilir. Ancak hemen belirtmek isteriz ki, alınacak karara ilişkin olarak pay sahibi tam sayısını esas alan anılan hükümler başlı başına sorunlu bir görüntü arz etmektedir. Zira TK ve SerPK'ya hâkim olan AO'larda geçerli oy sistemi, pay oranını esas almakta iken, HAAO'ların kanun kapsamından çıkmaları kararında bu yerleşmiş sistemin terkedilmiş olması haklı sebebi bulunmayan, uyumsuz ve ayrık bir görünüm arz etmektedir.

Öte yandan her ne kadar SerPK m. 29/6'da, TK m. 436/1 uyarınca işlemde taraf olan pay sahiplerinin bu işlemlerin onaylanacağı genel kurul toplantılarında oy kullanamayacakları ifade edilmişse de, Ayrılma Tebliği m. 7/2'de, önemli nitelikteki işlemlere, TK'nın 436 ncı maddesinin birinci fıkrasına²⁶⁰ göre taraf olan nihai kontrol eden ortak statüsündeki gerçek kişilerin veya bunların yönetim kontrolüne

²⁶⁰ "Pay sahibi kendisi, eşi, alt ve üstsoyu veya bunların ortağı oldukları şahıs şirketleri ya da hâkimiyetleri altındaki sermaye şirketleri ile şirket arasındaki kişisel nitelikte bir işe veya işleme veya herhangi bir yargı kurumu ya da hakemdeki davaya ilişkin olan müzakerelerde oy kullanamaz." Ayrıca bkz. Bilgili, Demirkapı, **Şirketler**, s. 319.

sahip olduğu ortaklıkların, bu işlemlerin gerçek kişilerin kendileri için doğrudan kişisel nitelikte sonuç doğurması halinde oy kullanamayacakları belirtildikten sonra, söz konusu Tebliğ m. 7/3'te birleşme, bölünme işlemlerine taraf olma, tür değiştirme veya sona erme kararı alınması, faaliyet konusunun tümüyle veya önemli ölçüde değiştirilmesi, borsa kotundan çıkma kararının alınması işlemleri bundan istisna tutulmuştur. Aynı konuda SerPK m. 29/6 hükmünde TK m. 436/1'de yer verilen pay sahibine atıf yapılmışken, ayrıca anılan SerPK hükmünde oydan yoksunluk özel olarak düzenlenmiş ve Kurul'a bu konuda düzenleme yetkisi tanınmamışken, oydan yoksunluk halinin Tebliğ'de bu şekilde tamamen farklı bir şekilde belirlenmiş olması en başta normlar hiyerarşisini aykırıdır. Tebliğ'deki düzenleme ile oydan yoksunluğun tespitinde tüzel kişi pay sahibinin yukarı doğru iştirak yapısının incelenerek tespitinin gerektiği, bunun sonucunda ortaklıklar topluluğunda hâkim ortak ile topluluk içerisindeki diğer ortaklıkların da işlemle ilgili menfaat bağı bakımından esas alınabileceği söylenebilir²⁶¹.

Ayrılma Tebliği m. 7/3'te istisna tutulan bu önemli nitelikteki işlemlerin ortaklığın mevcut yapısını, ortaklık niteliğini ya da devamını etkileyen işlemler olmalarından ve dolayısıyla tüm pay sahiplerinin menfaatlerini etkileyecek nitelikte olduklarından ötürü bu işlemler açısından tüm pay sahiplerine oy hakkı tanınmak istenmiş olabilir²⁶². Bir görüş tarafından bu hükümle ortaklıklar topluluğunun söz konusu olduğu durumda yapısal değişiklik işlemlerinin hâkim pay sahibi ya da grup ortaklıklarının oylarıyla gerçekleştirilebilmesinin mümkün kılındığı ifade edilmektedir²⁶³. Ancak bu durumda Ayrılma Tebliği m. 5/1'de yer verilen diğer önemli nitelikteki işlemlerde neden bu istisnanın tanınmadığı, m. 7/3'teki önemli işlemlerin diğerlerinden ayrı tutulmasının hukuki gerekçesi tartışılabilir bir meseledir. Tebliğ m. 7/3'de bu işlemlerin kişisel sonuç doğurmadığı kabul edilir şeklinde bir ifade vardır. Ayrıca TK m. 436'nın lafzı oy kullanan kişinin kendisi

²⁶¹ Çağlar Manavgat, **Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2016, s. 314-315.

²⁶² Konuya ayrılma hakkı açısından yaklaşan görüş uyarınca, söz konusu işlemlerde bu durumdaki pay sahiplerinin de oy hakkı olan pay sahipleri kadar korunmaya değer menfaatleri vardır. Bkz. bu yönde Siegel, **Appraisal Right**, s. 130-135. Yazar bu konuda ABD hukukundaki farklı uygulamaları da ele alarak ayrıntılı değerlendirmelerde bulunmaktadır. Aynı yönde Eisenberg, **a.g.e.**, s. 91.

²⁶³ Manavgat, **Halka Arz**, s. 315.

açısından doğrudan kişisel nitelikli sonuç doğuran halleri kapsamaktadır. Bu açıdan meseleye yaklaştığımızda dahi kişisel sonuç doğurma bakımından istisna edilen önemli nitelikteki işlemleri diğer önemli nitelikteki işlemlerden kesin çizgilerle ayırmak oldukça güçtür.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

AYRILMA HAKKININ KULLANILMASI VE İŞLEYİŞ SÜRECİ

I. HAKKIN KULLANILMA ŞARTLARI

Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için SerPK m. 24 ve Ayrılma Tebliği m. 9'da yer verilen birtakım şartların sağlanması gerekmektedir. Bu şartları ele aldığımızda bunlardan bir kısmının maddi nitelikte olduğu, bir kısmının ise şekli nitelikte olduğu göze çarpmaktadır. Maddi nitelikteki şartların; hakkın kullanılabilmesi için pay sahibi olunması ve önemli nitelikteki bir işlem hakkında karar alınmasından ibaret olduğu söylenebilir¹.

Şekli şartlar ise, SerPK m. 24/1 ve Ayrılma Tebliği m. 9/1'e göre pay sahibinin önemli işlemin görüşüleceği genel kurul toplantısına katılıp olumsuz oy kullanması ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işletmesidir. Ancak SerPK m. 24/2 ve Ayrılma Tebliği m. 9/2'ye göre usulüne uygun genel kurul toplantı çağrısı ya da ilânı yapılmadığı veya pay sahibine haksız olarak toplantıya katılma imkânı verilmediği hallerde söz konusu şekil şartları aranmamaktadır. Ayrıca SerPK m. 33/2 ve II-16.1 no'lu Tebliğ m. 5/5'de düzenlenen işlem açısından da şekli şart aranmamaktadır.

A. Maddi Şartlar

1. Pay Sahibi Olunması

Ayrılma hakkını düzenleyen tüm hukuk sistemlerinde olduğu üzere² Türk sermaye piyasası mevzuatında da ayrılma hakkının kullanılabilmesi için HAAO'da pay sahibi olunması şarttır (SerPK m. 24/1 ve Ayrılma Tebliği m. 9/1).

Söz konusu mevzuatın kesin ifadesi uyarınca intifa senedi, tahvil, bono gibi pay haricindeki sermaye piyasası araçlarının (SerPK m. 3/1-ş) sahipleri tarafından bu hak kullanılamamaktadır.

Ayrılma hakkının pay sahipleri tarafından kullanılmasında özellik arz eden kimi durumlar söz konusu olabilir. Oydan yoksun pay sahiplerinin durumu, pay

¹ Aynı yöndeki tespit için bkz. Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 32.

² Diğer hukuk sistemleri açısından bkz. yukarıda s. 92, dpn. 369.

üzerinde intifa hakkı bulunması ve payın bağlam hükümleri uyarınca devredilmesi hallerinde hakkın kimin tarafından kullanılacağı meseleleri yukarıda birinci bölümde³ detaylı olarak incelenmiştir.

2. Önemli Nitelikteki İşleme İlişkin Karar Alınması

“Önemli Nitelikteki İşlemler” başlığı altında ayrıntılı olarak değindiğimiz üzere, SerPK m. 24/1 ve Ayrılma Tebliği m. 9/1 uyarınca pay sahibi tarafından ayrılma hakkının kullanılabilmesi için, SerPK m. 23/1 ve Ayrılma Tebliği 5 ila 12. maddeler uyarınca önemli nitelikte bir işlem hakkında genel kurul kararı alınması ve bu önemli nitelikteki işlemin, konuyu detaylı olarak düzenleyen Ayrılma Tebliği hükümlerince açıkça ayrılma hakkının tanındığı önemli nitelikte bir işlem olması gerekir. Zira ilgili bölümde ele alındığı üzere, Türk sermaye piyasası mevzuatı açısından konuyu düzenleyen en kapsamlı metin olan Ayrılma Tebliği’nde; karşılaştırmalı hukukta kimi ülke mevzuatlarınca ayrılma hakkının tanındığı birtakım önemli nitelikteki işlemlerin ayrılma hakkı yerine zorunlu pay alım teklifi gibi hukuki prosedürlere tabi tutulduğu, yine yabancı ülke hukuklarındaki düzenlemelere ilave olarak birtakım işlemlerin de ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikte işlem sayıldığı, ayrılma hakkını doğuran kimi önemli nitelikteki işlemlerin belirli hallerde bu hakkın kullanımından istisna tutulduğu, kimi durumlarda ise ortada ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikte bir işlem olmasına rağmen zorunlu pay alım teklifi gibi alternatif hukuki prosedürlerin ayrılma hakkının yerine devreye girdiği görülmektedir⁴. Ancak hemen belirtelim ki, Tebliğ’de bu şekilde düzenleme yapılmış olması, daha önce de ifade ettiğimiz üzere, SerPK’nın önemli işlemlerde ayrılma hakkı tanınacağına ilişkin hükümleri (m. 23, 24) ile uyumlu değildir ve kanunun ayrılma hakkı tanıdığı işlemlerin Tebliğ ile farklı düzenlemeye tabi tutulması normlar hiyerarşisine aykırı ve isabetsizdir⁵. Nitekim bu durumda, Tebliğ ile aslında ayrılma hakkı doğuran durumların farklı düzenlemeye tabi tutulmasının, ayrılma

³ Bkz. yukarıda s. 92 vd.

⁴ Karşılaştırmalı hukuktaki düzenlemelerle ilgili olarak bkz. Grunewald, **Das Recht Zum Austritt**, s. 110; Siegal, **Appraisal**, s. 121; Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 723.

⁵ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 388, N. 14-101. Yazar tarafından idari otoriteye önemli işlemlerin kapsamını ucu açık şekilde genişletme yetkisi verilmesi hukuk güveligini tehlikeye atma riski taşıdığından eleştirilmektedir. Ayrıca bkz. Adıgüzel, **Sermaye Piyasası**, s. 84. Aksi görüş için bkz. Bektaş, **Ayrılma Hakkı**, s. 772-773. Yazar tarafından SerPK m. 24/4 hükmü uyarınca Kurul’a bu yetkinin verilmiş olduğu ifade edilmektedir.

hakkının kimi işlemler için kaldırılmasının hukuken geçerliliği de kanımızca tartışmalıdır.

B. Şekli Şartlar

1. Genel Kurul Toplantısına Katılma Halinde

SerPK m. 24/1 ve Ayrılma Tebliği m. 9/1 uyarınca, pay sahiplerinin, ayrılma hakkının tanındığı herhangi bir önemli nitelikteki işleme ilişkin toplanacak genel kurula katılınması ve bu toplantıda olumsuz oy kullanılması ve ayrıca muhalefetin toplantı tutanağına işletilmesinden ibaret şekil şartlarını yerine getirmeleri gerekmektedir⁶. Ayrılma hakkının kullanılması için SerPK ve Ayrılma Tebliği'nde öngörülen sistem esasen bu şekildedir. GK toplantısına katılmama durumu ise, söz konusu düzenlemeler bakımından istisnai nitelik taşımaktadır. Ayrılma Tebliği'nde m. 6/3'te bahsi geçen YK'nın değerlendirmesine tabi olarak önemli sayılması gereken malvarlığına ilişkin işlemler de sonuçta GK toplantısını gerektireceğinden ayırık bir durum oluşturmayacaktır. Ayrılma hakkının söz konusu şekil şartları yerine getirilerek kullanılması için yapılması gerekenlerin, GK toplantısı öncesinde, toplantı esnasında ve toplantı sonrasında şeklinde üç aşamadan oluştuğu ifade edilebilir⁷. Öte yandan, şekil şartları bağlamında hakkın kullanımının nasıl başladığı ya da hangi aşamaları içerdiği kriterleri açısından konuya yaklaşıldığında, karşılaştırmalı hukukta, Kara Avrupası sistemi ile Anglo-Sakson sisteminin farklılaştığı, bu nedenle de ortada iki farklı sistemin bulunduğu söylenebilir. Nitekim Kara Avrupası sisteminde hakkın kullanılacağı GK toplantısı öncesinde ortaklık tarafından pay sahipleri bilgilendirilmekte, Anglo-Sakson sisteminde ise, pay sahipleri tarafından ortaklık bilgilendirilmektedir. Ancak karşılaştırmalı hukukta hakkın kullanımına ilişkin hususlar ileride ilgili bölümde ülke bazında ve hakkın kullanımına ilişkin ilgili ülke düzenlemeleri bütünlük içerisinde ele alınmak suretiyle detaylı olarak incelenecektir⁸.

Bu durumda öncelikle ayrılma hakkının kullanılacağı genel kurulun toplanmasına ilişkin Ayrılma Tebliği'nde öngörülen düzenlemeleri ele almakta fayda vardır. Zira genel kurul çağrısı ve gündemine ilişkin bu düzenlemelere uygun bir

⁶ Şekil şartları bakımından benzer görüş için bkz. Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 33.

⁷ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 181.

⁸ Bkz. aşağıda, s. 236 vd.

genel kurul toplantısının gerçekleşmemesi hakkın hukuka uygun şekilde kullandırılması sonucunu doğurmayacaktır.

a. Genel Kurul Toplantısı İçin Yapılması Gerekenler

Ayrılma hakkının kullanılacağı genel kurul toplantısına ilişkin öncelikle gündemin belirlenmesi gerekir. Buna ilişkin olarak Ayrılma Tebliği m. 10/6 uyarınca öncelikle görülecek önemli nitelikteki işlemin ya da birden fazla ise her bir önemli nitelikteki işlemin ayrı bir gündem maddesi olarak belirlenmesi ve her bir işlem özelinde belirlenen ayrılma hakkı kullanım fiyatının ayrıca gösterilmesi gerekir. Yani Tebliğ'e göre, ayrılma hakkını doğuran farklı önemli nitelikte işlemler için, her bir işlemde ayrılma hakkı kullanım fiyatının baz alınacağı tarih aralığı farklı olacağı için farklı fiyatlar belirlenmesi muhtemel olup, bu konu ileride ayrılma hakkının kullanım fiyatının değerlendirileceği başlık altında incelenecektir.

Bunun yanı sıra Ayrılma Tebliği m. 9/4 uyarınca ayrılma hakkına ilişkin ise, önemli işleme ilişkin karara muhalefet oyu kullanacak pay sahiplerinin ayrılma hakkının bulunduğu, hakkın kullanılması halinde söz konusu olacak birim fiyat ve ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin süreç yer almalıdır.

Ayrılma Tebliği m. 9/5 hükmünde ise, şayet ayrılma hakkının kullanılması, aynı maddenin a bendi uyarınca maliyet ya da b bendi uyarınca oran şartına bağlanmış ise, bu durumda gündemde ayrılma hakkının tanındığı önemli nitelikteki işleme ilişkin maddede bu şartın açıklanması ve ayrıca şartın gerçekleşmesi halinde uygulanmak üzere ayrı bir gündem maddesi olarak işlemten vazgeçilebileceğinin açıklanması gerekir. Hükmün lafzında her ne kadar işlemten vazgeçilebileceğinin ayrı bir gündem maddesi olarak yer alması zorunludur şeklinde ifade edilmişse de, bu hususun ayrı bir madde olarak değil de, önemli nitelikteki işleme ilişkin maddede yer alması halinde kanımızca yine oran ya da maliyet şartına bağlı olarak ayrılma hakkına neden olan işlemten vazgeçilebilecek olup, Tebliğ'in bu hükmü şekli niteliktedir. Bu durumda her ne kadar gündemin usulüne uygun açıklanmamış olması nedeniyle SerPK'da Kurul'a tanınmış olan yaptırımlar gündeme gelebilecek ise de, bizce sadece, aynı zamanda bir düzen hükmü görüntüsü veren bu hükmeye dayanarak işlemi iptal ettirmek amaca uygun olmayacaktır. Pay sahiplerine yapılacak çağrı konusunda ise TK'ya nazaran özel hüküm olması sebebiyle SerPK m. 29 hükümleri

uygulanacaktır. Anılan madde birinci fıkra hükmü uyarınca HAAO'lar, pay sahiplerini genel kurul toplantısına, esas sözleşmede gösterilen şekilde, ortaklığın internet sitesi ve Kamuyu Aydınlatma Platformu ile Kurulca belirlenen diğer yerlerde yapılacak ilânla, ilân ve toplantı günü hariç en az üç hafta öncesinden çağırmak zorundadırlar. Söz konusu sürenin nisbi emredici nitelikte olduğu ve bu nedenle de bu hükme aykırılığın, çağrının usulsüzlüğü ve GK kararının butlanına veya yok hükmünde sayılmasına değil de iptal edilmesine yol açabileceği doktrinde⁹ ifade edilmiştir. Kanımızca da bu hükümdeki süreyi yokluk ya da butlana yol açan ağırlıkta bir hüküm gibi yorumlamamak gerekir.

SerPK m. 29/2 uyarınca ise, payları borsada işlem gören nama yazılı pay sahipleri de, TK m. 414/1'den farklı olarak, iadeli taahhütlü mektup yerine bir önceki paragrafta açıkladığımız şekilde davet edilecektir. Ancak anılan bende göre nama yazılı paylardan borsada işlem görmeyenler TK m. 414/1'de usulle çağırılacaktır¹⁰.

Öte yandan ayrılma hakkının tanındığı bir başka işlem olan SerPK m. 33/4 ve buna ilişkin çıkarılan II-16.1 sayılı Tebliğ m. 5 uyarınca halka açık sayılan ortaklıkların genel kurul kararıyla SerPK kapsamından çıkmasına ilişkin genel kurul toplanması süreci biraz daha farklı düzenlenmiştir.

II-16.1 sayılı Tebliğ m. 5/2 uyarınca toplantı ilânının konuya ilişkin SPK kararının tebellüğ tarihinden itibaren on iş günü içerisinde yapılması, genel kurul toplantısının da iki ay içerisinde yapılması zorunludur. SerPK m. 29'da öngörülen üç haftalık süre hakkındaki görüşlerimize paralel şekilde bu hükümdeki süreyi de GK kararının iptal edilebilmesini sağlayacak nitelikte nisbi emredici bir hüküm olarak görmekteyiz.

Toplantı gündemine ilişkin özel bir düzenleme olarak anılan Tebliğ m. 5/3'te; ortaklığın paylarının borsada işlem görmesinin istenmemesi gerekçesiyle kanun kapsamından çıkma hususunun, genel kurul toplantısına katılmayanlar da dâhil olmak üzere Kanun kapsamından çıkma kararına olumlu oy kullananlar dışındaki

⁹ Moroğlu, **Hükümsüzlük**, s. 89; Halil Arslanlı, **Anonim Şirketler, II-III. Anonim Şirketin Organizasyonu ve Tahviller**, Fakülteler Matbaası, İstanbul 1960, s. 21.

¹⁰ Halka açık statüsünü kazanan ortaklıklar açısından borsada işlem görmeyen nama yazılı payların sahiplerinin TK'daki usulle çağırılacağına ilişkin düzenlemenin uygulanırılığının, SerPK m. 16/2 ve II-16.1 sayılı Tebliğ'in 13. madde hükmünde öngörülen borsada kote olma zorunluluğu uyarınca ancak iki yıl süreceği ardından yine SerPK m. 29/2'nin uygulanacağı hakkında bkz. Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 35.

pay sahiplerinin ayrılma hakkının bulunduğu ve ayrılma hakkı kullanım fiyatı, kullanım süresi ve ayrılma hakkının işleyiş sürecinin tek bir gündem maddesi olarak yer alacağı ifade edilmiştir.

Aynı Tebliğ'in m. 5/4 hükmünde ise, ayrılma fiyatına ilişkin değerlendirme raporunun, genel kurul toplantısı gündemi ile birlikte ortaklığın internet sitesinde ve Kurul'un özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde genel kurul toplantısı gündemi eki olarak yayımlanacağı ifade edilmiştir. Söz konusu hükme göre genel kurul toplantısı gündeminin TTSG'de ilanı sırasında değerlendirme raporunun nerede yayımlandığı hususunun ilan edilmesi yeterli olacaktır.

Genel kurul toplantısına ilişkin hususlar ise yukarıda "Önemli İşlemlere İlişkin Kararlar" başlığı¹¹ altında değerlendirilmiştir.

b. Karara Muhalif Kalma ve Muhalefet Şerhini İşlettirme

Yukarıda ifade ettiğimiz üzere ayrılma hakkının kullanılmasının şekli şartları önemli nitelikteki işleme ilişkin karara karşı olumsuz oy kullanılması ve buna ilişkin muhalefetin toplantı tutanağına geçirilmesidir¹². Bu iki hukuki işlem birbirinden farklı hukuki konular oldukları için aşağıda ayrı ayrı ele alınacaktır.

Genel kurul kararına karşı olumsuz oy kullanılması, Ayrılma Tebliği m. 9/2'de karara muhalif kalma şeklinde ifade edilmiştir. Ancak karara muhalif kalma sadece olumsuz oy kullanma kavramı ile tanımlanamaz. Muhalif kalma kavramı geniş ve dar anlamda ifade edilebilecek bir kavramdır. Dar anlamda muhalif kalma, aleyhte oy kullanma şeklinde gerçekleşir. Aleyhte oy ise, karara muhalif ya da aykırı kalma şeklinde olabileceği gibi red, kabul etmeme, tasvip etmeme şeklinde ifade edilebilir¹³. Çekimser oy kullanılmasının ise, olumsuz oy olarak kabul edilse bile¹⁴ ayrılma hakkı için gerekli muhalefet etme şartını gerçekleştirmeyeceği, ancak

¹¹ Bkz. yukarıda s. 221 vd.

¹² Bu şartların ayrılma hakkının ayırt edici özelliklerinden olduğu yönündeki görüş için bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 116.

¹³ Bkz. Yavuz Okçuoğlu, "Anonim ve Kooperatif Şirketler Genel Kurul Kararlarının İptali İçin Gerekli Olan Muhalefet ve Muhalefetin Tutanağına Geçirilmesi", **Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu II**, Ankara 1985, Ban. ve Tic. Huk. Ens., s. 273. Yazar tarafından Yargıtay 11 HD'nin, 7.12.1984 tarih ve E.1984/4466, K.1984/6101 sayılı kararına atıf yapılarak, bu kararda "red" ve "tasvip etmeme" şeklindeki ifadelerin aleyhte oy kavramını karşılamayacağına ilişkin daire görüşü eleştirilmektedir.

¹⁴ Çekimser oyun ret anlamında kabul edilerek değerlendirme yapıldığına ilişkin açıklamalar için bkz. Ali Paslı, "Anonim Ortaklık Genel Kurulunda Kullanılan "Oy"Un Hukuki Niteliği", **İÜHFİM**, C. LXVII, S.1-2, 2009, s. 175, dpn.37.

toplantı tutanağında muhalefetin belirtilmesi halinde o zaman muhalefet etme şartının gerçekleştirilmiş olacağı bir görüş tarafından savunulmuştur¹⁵. Muhalefet etmenin geniş anlamı ise, karara karşı olumlu oy kullanmamış olmayı ifade eder¹⁶. Bu açıdan kararın lehinde olanlar dışındaki tüm eylemleri kapsayıcı özellik gösterir. Genel kurul toplantısına katılmış olunmasına rağmen hiç oy kullanılmamış olunması da bu kapsamda değerlendirilmektedir.

Tüm bu açıklamalara rağmen daha önce de açıkladığımız¹⁷ üzere Türk hukukunda SerPK m. 24/1'in açık ve keskin ifadesi karşısında ayrılma hakkının kullanılması için pay sahiplerinin ilgili GK toplantısında hakkın dayandığı işleme ilişkin olumsuz oy kullanması, m. 24/2'deki istisnalar dışında şarttır.

Ayrılma hakkının tanınmasında, karşılaştırmalı hukuk incelendiğinde, bu hakkın kullanılmasının dar ya da geniş anlamda karara muhalif kalma şartına bağlanmasının kanun koyucunun tercihiyle bağlı bir durum olduğu görülmektedir. DGCL m. 262/a hükmüne göre ayrılma hakkının kullanılabilmesi için lehte oy kullanmamış olmak yeterlidir¹⁸.

Alman hukukunda UmwG m. 29/1'de muhalif olma tabiri kullanılmıştır¹⁹. MBCA m. 13.02'de de muhalefet etmek tabiri kullanılmıştır. Bu durumda oy kullanmayan ya da çekimser oy kullanan pay sahiplerinin ayrılma hakkından yararlanmayacağı tespiti yapılmıştır²⁰.

Muhalefetin tutanağa geçirilmesi de öngörülen ikinci şekil şartıdır. Muhalefetin tutanağa geçirilmesi konusunda Türk hukukundaki baskın görüş karara muhalif kalındığının ayrıca toplantı tutanağına geçirilmesi yönündedir²¹. Diğer bir görüş ise pay sahibinin red oyu vermesi ve bunun tutanağa geçirilmiş olmasını yeterli sayan görüştür²². Bu ikinci görüşten hareketle ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin olarak, bir başka görüş tarafından muhalif kalma nedeninin belirtilmesine

¹⁵ Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 33. Çekimser oy kullanılması geniş anlamda muhalefet etme kavramı içerisinde kabul edilmektedir. Bu yönde bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 117.

¹⁶ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 117.

¹⁷ Bkz. yukarıda, s. 94.

¹⁸ Nitekim Letsou tarafından çekimser oy ya da aleyhte oy kullanmanın ayrılma hakkının kullanılması için yeterli olacağı ifade edilmiştir. Letsou, **Appraisal**, s. 1158.

¹⁹ Kullanılan kelime *gegen*'dir.

²⁰ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 118.

²¹ İptal davası açılmasına ilişkin TK m. 446/1-a hükmüne dayanan görüş hakkında bilgi için bkz. Moroğlu, **Hükümsüzlük**, s. 236-237.

²² Moroğlu, **Hükümsüzlük**, s. 236-237; Okçuoğlu, **a.g.e.**, s. 271.

gerek olmadığı ifade edilmiştir²³. SerPK m. 24/1 lafzı incelendiğinde, kullanılan ifadenin “...*muhalefet şerhini toplantı tutanağına işlettiren...*” şeklinde bir ifade olduğu, bu ifadenin TK m. 446/1’deki “...*muhalefetini toplantı tutanağına işleten...*” ifadesinden daha güçlü şekilde pay sahibinin muhalefetine ilişkin açıklamayı toplantı tutanağına kaydettirmesine işaret ettiği görülmektedir. Ancak yine de ayrılma hakkını kullanacak pay sahiplerinin çıkarlarını korumak adına bu konuda aşırı katı bir yaklaşımı benimsemek yerine, pay sahibinin muhalefet ettiğini gösteren herhangi bir kaydın tutanakta bulunmasının yeterli olacağı düşüncesindeyiz.

İptal davasının açılabilmesi şartları değerlendirilirken, bir görüş tarafından ortaya atılmış olan, olumsuz oy kullanmanın asli şart, muhalefet şerhinin işlettirilmesinin ise ispat şartı olarak değerlendirilmesi fikrinden²⁴ kanımızca faydalanılabilir. Nitekim tutanağa muhalefet şerhinin işlettirilmesi tek başına pay sahibinin inisiyatifinde olmayıp, özellikle toplantının ayrıca kayda alınması gibi durumlarda da muhalefet şerhinin kaydettirilmesi hükmü geniş ve mümkün olduğunca pay sahibinin hakkı kullanmaktaki çıkarlarının korunması açısından yorumlanmalıdır. Bu nedenle ayrılma hakkının kullanılması bakımından her iki işlemi de eşit önemde şartlar olarak gören görüşe²⁵ katılmamaktayız.

Netice itibarıyla her ne kadar SerPK m. 24/1 lafzı TK m. 446/1’e nazaran muhalefet şerhinin işlettirilmesi konusunda daha güçlü bir ifadeye sahipse de, hakkı kullanacak pay sahiplerinin çıkarlarının korunması yaklaşımıyla kanaatimizce muhalefet şerhinin işlettirilmesi sırasında neden gösterilmesine gerek bulunmamakta olup, toplantı esnasında oylama işlemi tamamlanıp işleme ilişkin karar alınana kadar yapılabilecektir²⁶. Şerh ettirme işleminde ayrılma hakkının kullanılacağına belirtilmesine gerek olmadığına ilişkin görüş de kanımızca yerindedir²⁷.

2. Genel Kurul Toplantısına Katılamama Durumunda

Ayrılma hakkının tanındığı önemli nitelikteki işleme ilişkin genel kurul toplantısına ilgili düzenlemelerde belirtilen bir sebeple katılamaması halinde, SerPK

²³ Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 34.

²⁴ Anılan görüş için bkz. Okçuoğlu, **a.g.e**, s. 271

²⁵ Benzer görüşte bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 118. Yazar tarafından Spranger’e atıfla muhalefetin şerh ettirilmesinin fonksiyonuna ilişkin açıklamalar yapılmaktadır.

²⁶ Toplantı boyunca bu işlemin yapılabileceği hakkındaki görüş için bkz. Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 34.

²⁷ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 118.

ve Ayrılma Tebliği uyarınca, pay sahibinin, yukarıda²⁸ açıkladığımız şekli şartları yerine getirmesine gerek bulunmamaktadır (SerPK m. 24/2, Ayrılma Tebliği m. 9/2). Yani bu durum şekli şartların uygulanmasında istisna teşkil etmektedir.

Anılan hükümler uyarınca pay sahibinin toplantıya katılamaması şu üç sebepten birinin gerçekleşmiş olmasına dayanmalıdır. Birincisi pay sahibi ya da temsilcisinin toplantıya katılmasına haksız biçimde engel olunması, ikincisi toplantıya çağrının ilgili hükümlere uygun yapılmaması, üçüncüsü ise toplantı gündeminin usulüne uygun ilân edilmemesidir. Gündemin usulüne uygun ilân edilmemesi yukarıda²⁹ değindiğimiz üzere her durumda pay sahibinin şekli şartları yerine getirme zorunluluğunu ortadan kaldırmamalıdır. Nitekim Ayrılma Tebliği m. 9/5'te yer alan oran ya da maliyet şartına binaen işlemde vazgeçilebileceğinin ayrı gündem maddesi olarak değil de, şarta ilişkin maddede belirtilmesi anılan duruma benzer bir örnektir.

Aynı zamanda TK m. 446/b hükmünde yer alan, genel kurul kararlarına karşı pay sahibi tarafından iptal davası açabilme şartlarından olan bu üç hal, ayrılma hakkının şekli şartlarının yerine getirilmesi zorunluluğunu da ortadan kaldırmaktadır³⁰.

Haksız olarak toplantıya katılmaya engel olunması hile, tehdit ya da pay sahibi veya temsilcisinin sıfatlarına haksız olarak itiraz edilmesi hallerinde gerçekleşebilir³¹. Ayrıca bu hükmün kapsamına pay sahibinin toplantıya katılsa bile önemli nitelikteki işleme ilişkin oy kullanacakken toplantı dışına çıkarılması ya da toplantı sırasında önemli nitelikteki işleme ilişkin oy kullanmasının engellenmesi hallerinin de gireceği ifade edilmiştir³².

Yukarıda³³ değinildiği üzere, toplantıya çağrı konusunda özel hüküm olması nedeniyle öncelikli olarak uygulanacak olan SerPK m. 29/1 ve 2. fıkra hükümleri uyarınca toplantı çağrısı yapılacaktır. Ancak bunun yanı sıra TK'nın ilgili m. 413-414 hükümleri de uygulama alanı bulacaktır.

²⁸ Bkz. yukarıda s. 227 vd.

²⁹ Bkz. s. 229.

³⁰ Pay sahibinin iptal davası açtığı halde ayrılma hakkını kullanıp kullanamayacağı meselesi ileride s. 272 vd.'da detaylı olarak incelenecektir.

³¹ Bu konuda bkz. Moroğlu, **Hükümsüzlük**, s. 249.

³² Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 34.

³³ Söz konusu hükümlerin içeriği konusunda bkz. s. 228-229.

Doktrinde toplantı çağrısının usulüne uygun kabul edilebilmesi için üç temel koşulun bir arada bulunmasının gerektiği ifade edilmiştir³⁴. Bunlar; çağrının bütün pay sahiplerine yapılmış olması, çağrının hukuken yetkili kişi ya da organlar tarafından yapılmış olması ve çağrının şekil ve içerik³⁵ açısından pay sahibini toplantının zamanı konusunda yeterli düzeyde aydınlatıcı olmasıdır³⁶. Ayrıca yetkili organ ya da kişilerce çağrının yapılması gibi kurucu unsurların bulunmaması ya da TK m. 447’de ifade edilenler gibi butlan hallerinin bulunması halinde ortada yoklukla ya da butlanla malul bir toplantı olacağından, hukuken ayrılma hakkının kullanılmasına imkân veren bir işlem de bulunmayacaktır. Dolayısıyla pay sahibinin ayrılma hakkını şekli şartlarını yerine getirmeden kullanabilmesi için bahsettiğimiz üç koşuldaki hiçbirinin gerçekleşmemesi ve yokluk ya da butlan yaptırımı ile de sakatlanmamış bir genel kurul kararının mevcudiyeti şarttır.

Toplantı gündeminin usulüne uygun ilan edilmemesi durumu yukarıda³⁷ Ayrılma Tebliği hükümleri uyarınca ele alınmıştı. Bunun haricinde ise gündeme ilişkin konularda TK hükümleri uygulanacaktır. TK’nın gündeme ilişkin m. 413 ve 414 hükümlerine aykırılığın, gündemde hiç yer almayan bir konuda karar verilmesi de dâhil olmak üzere iptal sebebi oluşturacağı, zira bu hükümlerin nitelik itibarıyla nispi emredici nitelikte hükümler olduğu ifade edilmiştir³⁸. Dolayısıyla bu hükümlere aykırılık halinde pay sahibinin ayrılma hakkını kullanmasına engel bir yokluk durumu mevcut olmayacaktır.

Söz konusu genel kurul toplantısına katılmaya engel teşkil eden durumların mevcut olduğunu ispat etmek yükümlülüğü, TK m. 446/1-b hükmüne paralel şekilde pay sahibinin üzerindedir³⁹. Ancak buradaki ispat yükümlülüğü her durumda kesin ispat şeklinde olmayıp, halin ve durumun gereklerine göre pay sahibinin iddiasında haklı kabul edilecek olması yeterli olacaktır.

³⁴ Bkz. Moroğlu, **Hükümsüzlük**, s. 70.

³⁵ Yazar tarafından gündem unsuru çağrının içeriği başlığı altında incelenmektedir. Bkz. Moroğlu, **Hükümsüzlük**, s. 92 vd.

³⁶ Adı geçen tüm bu koşullara ilişkin detaylı açıklama ve değerlendirmeler için bkz. Moroğlu, **Hükümsüzlük**, s. 70 vd.

³⁷ Bkz. yukarıda s. 228 vd.

³⁸ Moroğlu, **Hükümsüzlük**, s. 92-93.

³⁹ Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 34.

Bu açıklamalarımıza ilaveten ayrılma hakkının şekli şartlara gerek olmadan kullanılmasında, ortada usulsüz bir toplantı çağrısı olsa bile, pay sahibinin bu toplantıya katılması halinde ve önemli nitelikteki işleme ilişkin oy kullanma ve muhalefetini tutanağa geçirme imkânı bulması halinde yine şekil şartlarını yerine getirmesi gerekliliğine ilişkin görüşe⁴⁰ katıldığımızı belirtmek isteriz.

3. SerPK m. 33/4 ve II-16.1 Sayılı Tebliğ m. 5/5'te Düzenlenen Ayrık Durum

Halka açık sayılan ortaklıkların genel kurul kararı ile SerPK kapsamından çıkması durumunda, pay sahiplerine tanınan ayrılma hakkı söz konusu olduğunda, SerPK m. 33/4 ve II-16.1 Sayılı Tebliğ m. 5/5 düzenlemesi, ayrılma hakkının kullanılmasının şekli şartları olarak belirttiğimiz genel kurul toplantısına katılarak olumsuz oy kullanma ve muhalefetini tutanağa işletme şartlarını aramamıştır. Ancak Kanun ve Tebliğ bu durumda pay sahibinin kanun kapsamından çıkma işlemine ilişkin genel kurul toplantısında olumlu oy kullanmamış olmasını asgari olarak yeterli ve gerekli bir olumsuz şekli şart olarak aramıştır. Nitekim anılan kanun hükmünde; “...*Kanunun kapsamından çıkma kararına olumlu oy kullanmayan pay sahiplerine 24 üncü madde uyarınca ayrılma hakkı tanınır...*”, Tebliğ hükmünde ise “...*Kanun kapsamından çıkmaya ilişkin genel kurul kararına olumlu oy kullananlar dışındaki pay sahiplerine herhangi bir şart aranmaksızın ayrılma hakkı kullandırılır...*” şeklinde söz konusu şart ifade edilmiştir. Yaratılan bu farklılığın nedeni olarak, burada HAAO statüsünde olmanın pay sahiplerinin iradesi dışında yasa gereği kendiliğinden gerçekleşmiş olması ancak bir kere bu statü kazanıldıktan sonra, pay sahibi tarafından oy verilmek suretiyle bilinçli olarak bu statüden çıkılması talep edilmedikçe, pay sahiplerinin mümkün olduğunca en geniş şekilde ve şekli şartları yerine getirme yükümlülüğü olmaksızın haktan yararlanarak HAAO statüsünün avantajlarından faydalanmalarının istenmiş olabileceği görüşü ileri sürülebilir. Ancak bu görüş de, ayrılma hakkının tanındığı diğer önemli nitelikteki işlemlerde ayrılma hakkı kullanımı için neden şekli şartların arandığını açıklamakta yetersiz kalabilecektir. Esasen burada kanun koyucu ve ikincil mevzuat belirleyici kurumların subjektif takdirinin söz konusu olduğu da vurgulanmalıdır.

⁴⁰ Pulaşlı, **Şerh II** , s. 1086.

Bu durumda, açıkladığımız üzere, halka açık sayılan ortaklığın genel kurul kararıyla SerPK kapsamından çıkması işlemi, Türk hukukunda sermaye piyasası mevzuatında yer verilen ayrılma hakkı düzenlemelerine nazaran hakkın kullanılabilmesi açısından daha özgün bir görünüm arz etmektedir.

II. KARŞILAŞTIRMALI HUKUKTA AYRILMA HAKKININ KULLANILMASINA VE İŞLEYİŞİNE İLİŞKİN DÜZENLEMELER

A. ABD Hukuku

ABD hukukundaki hakkın işleyişi sürecini, bu konuda kılavuz konumundaki iki ana kaynak olan DGCL ve MBCA'daki işleyişe ilişkin hükümler doğrultusunda incelemek isabetli olacaktır. Söz konusu kanunlardaki hükümler genel anlamda birbirine alternatif konumunda düzenlemeler içermektedir. Ancak anılan kanunlardaki bu düzenlemeleri belirli ortak aşamalar altında incelemek, daha doğru ifadeyle, ayrılma hakkının işleyiş sürecinin bu ortak aşamalardan oluştuğunu söylemek mümkündür.

Belirttiğimiz aşamalardan ilki pay sahiplerine ayrılma haklarının bildirilmesidir. ABD hukukunda bu bildirim genel kurul toplantısından önce yapılmaktadır. Genel kurul toplantısı öncesinde böyle bir bildirimde bulunmanın nedeni olarak, MBCA gerekçesinde, ayrılma haklarını ya da bu haklarını ne şekilde kullanacaklarını bilmeyen pay sahiplerini bilgilendirmek amacına matuf olduğu ifade edilmiştir⁴¹.

Öncelikle genel kurul toplantı gündeminde pay sahiplerinin ayrılma hakkından yararlanabilecekleri ya da ayrılma haklarının mevcut olmadığı veya ortaklığın ayrılma hakkının varlığı konusunda tereddütleri bulunduğu hususlarının açıkça belirtilmesi gerekir. Ayrılma hakkının kullanılacağı durumda toplantı gündemi ile birlikte pay defterinde kayıtlı pay sahiplerine yazılı olarak bildirimde bulunulur. Ayrıca bu bildirimde mevzuatta yer alan ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin hükümlerin metinlerinin de yer alması gerekmektedir (DGCL m. 262/d-1; MBCA m. 13/20).

⁴¹ Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 737; Welch, Turezyn, **a.g.e.**, s. 607, 608; Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 142; ; The American Law Institute, **a.g.e.**, s. 337 vd.; Letsou, **Appraisal**, s. 1157 vd.

Söz konusu bildirimin pay sahiplerine DGCL m. 262/d-1 hükmü uyarınca genel kurul toplantısından en az yirmi gün önce yapılması gerekmektedir. MBCA’da söz konusu bildirim için bir süre öngörülmemiştir (MBCA m. 13/20).

İkinci aşama ise, ortaklık tarafından yapılan bildirimi alan ve ayrılmak isteyen pay sahiplerinin ortaklığa ihbarda bulunmasıdır. Pay sahibi tarafından genel kurul toplantısı öncesinde yazılı olarak yapılması gereken bu ihbar sayesinde ortaklığın hakkı kullanan pay sahipleri hakkında bilgi sahibi olması sağlanmakta, aynı zamanda bu ihbar, pay sahibinin hakkı kullanmak üzere ortaklığa karşı yasal başvurusu niteliğinde olmaktadır.

İhbar müessesesinin temel işlevinin ortaklığın ve diğer pay sahiplerinin hakkı kullanabilecek olan pay sahiplerinin sayısını ve buna göre ortaklığın ödemek zorunda kalacağı muhtemel bedeli tespit etmeleri olduğu söylenebilir⁴². Bu işlevine ilâve olarak anılan bildirimde bulunmayan pay sahipleri hakkı kullanamayacaklarından hakkın kullanımının sınırlandırılması işlevine sahip olduğu tespiti de yapılmıştır⁴³.

Söz konusu bildirimi yapan pay sahiplerinin haktan yararlanabilmek için genel kurul toplantısına kadar ortaklıkta kalmaları gerekmektedir. Payın bu süre zarfında devri halinde yeni pay sahibi ayrılma hakkını kullanamayacaktır⁴⁴.

Ortaklığın yaptığı bildirimden sonra payı devralan yeni pay sahibi ise, yazılı olarak ihbarda bulunmak suretiyle ayrılma hakkını kullanabilecek olup, bu hakkını kullanması, işlem den haberi olması nedeniyle payı bilinçli olarak devralmış olduğu iddiasıyla engellenemez⁴⁵.

Üçüncü aşama ise, ayrılma hakkını doğuran karara karşı muhalif kalınmasıdır. Bu konuyu işlerken ayrıntılı olarak açıkladığımız⁴⁶ üzere, DGCL m. 262.a. uyarınca pay sahibinin genel kurulda olumsuz oy kullanmış olması ya da hiç oy kullanmamış olması bile bu şartın yerine getirilmesi için yeterli kabul edilmiş, MBCA m. 13.02’ye göre ise olumsuz oy kullanma gerekli kabul edilmiştir. Öte yandan bu hukukta oy hakkı olmadığı halde ayrılma hakkı kullanma imkânı tanınan pay sahipleri de vardır.

⁴² Welch, Turezyn, **a.g.e.**, s. 607-608; Letsou, **Appraisal**, s. 1157 vd.; Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 143; The American Law Institute, **a.g.e.**, s. 339 vd.

⁴³ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 143; ayrıca bkz. The American Law Institute, **a.g.e.**, s. 339 vd.

⁴⁴ Welch, Turezyn, **a.g.e.**, s. 610.

⁴⁵ Welch, Turezyn, **a.g.e.**, s. 610.

⁴⁶ Bkz. yukarıda s. 231 vd.

Dördüncü aşama ise, ortaklık tarafından ayrılma hakkını kullanacak pay sahiplerine ayrılmaya ilişkin formların gönderilmesi ve doldurulan formların tekrar ortaklığa ulaştırılmasından ibarettir. Genel kurul karar tarihinden itibaren on gün içerisinde pay sahiplerine ortaklık tarafından ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin formlar gönderilir. Bu formlarda pay sahibinin formu doldurduktan sonra kaç gün içerisinde ortaklığa geri göndermesi gerektiği ve ayrılma hakkı kullanım fiyatı yer alır. Gerek MBCA gerekse DGCL metinleri incelediğinde söz konusu sürelerin emredici şekilde düzenlendiği, bu nedenle aykırılığın hak kaybına sebebiyet vereceği söylenebilir. Buna ilâveten yazılı olarak talep etmiş olan pay sahiplerine kaç tane pay sahibinin ayrılma hakkını kullanmak üzere ortaklığa söz konusu formları gönderdiği ve bunların sahip oldukları pay miktarları hakkında bilgi verilir (MBCA m. 13.22; DGCL m. 262/d-2).

MBCA m. 13.24'e göre, ayrılma hakkı ödemesi tarihinden geriye dönük olarak on altı aydan eski olmamak üzere ortaklık bilançosu, o yıla ait ortaklık gelir tablosu, diğer mali tablolar ve pay bedelleri tespitine ilişkin hesaplamaların yer aldığı belgelerin örnekleri pay sahiplerine gönderilir. Bu şekilde pay sahibi bu belgeleri inceleyerek ödenen bedelin doğruluğunu kontrol etme ve yasal süresi içerisinde itiraz edip etmeme konusunda karar verme imkânına sahip olur.

Pay sahipleri anılan formları ayrılma hakkının kullanılacağına ve ayrılma hakkını doğuran karar lehine oy kullanmamış olduklarına ilişkin bir beyanla formda bildirilen süre içerisinde ortaklığa geri gönderirler. Geri gönderme süreleri MBCA m. 13/23-a'da kırk günden az, altmış günden fazla olmamak üzere, DGCL m. 262/d-2'de ise yirmi gün olarak belirlenmiştir.

Son aşama ise pay bedellerinin ortaklık tarafından ödenmesi ve payların devralınmasıdır. MBCA düzenlemesi uyarınca pay bedelleri, açıkladığımız şartları yerine getiren pay sahiplerine formların ortaklığa gönderilmesi için belirlenen sürenin bitmesinden itibaren otuz gün içerisinde faiziyle birlikte ödenir.

Ancak Delaware düzenlemesinde ödeme yapılması prosedürü MBCA'dan daha farklı olarak belirlenmiştir. Bahsettiğimiz tüm şartları yerine getiren pay sahipleri -ya da tek bir pay sahibi- veya ortaklık tarafından pay bedellerinin tespiti için dava açılması gerekmektedir.

Söz konusu davanın ayrılma hakkına ilişkin genel kurul toplantısından itibaren yüz yirmi gün içerisinde açılması gerekmektedir. Davanın açılması için öngörülen bu süre hak düşürücü nitelikte olup, doğrudan kanunun emredici hükmüne dayanmaktadır. Anılan dava tek bir pay sahibi tarafından açılabilir karar ayrılma hakkının kullanan tüm pay sahipleri için geçerli olacaktır. Bu nedenle davayı açan pay sahibinin diğer pay sahiplerinin de menfaatlerini gözetmesi gerekmektedir. Mahkeme, hakkı kullanabilecek durumda olan pay sahiplerini belirledikten sonra, pay değerlerinin tespit edilmesi işlemini yerine getirir (DGCL m. 262/h-g)⁴⁷.

B. Alman Hukuku

Alman hukukunda ayrılma hakkının genel anlamda işleyiş sürecini öncelikle bu konuda iki temel düzenleyici kaynak olan AktG ve UmwG bakımından ayrı ayrı incelemekte fayda vardır.

AktG’de ayrılma hakkı, topluluğa ilişkin hükümler bağlamında tanınmıştır. AktG m. 305 kapsamında topluluk dışı pay sahiplerinin korunması anlamında, onlara hâkimiyet sözleşmesi nedeniyle paylarının hâkim ortaklık tarafından satın alınması imkânı, gerek aynı madde uyarınca paylarının hâkim ortaklık payları ile takası, gerekse de m. 304 uyarınca yıllık ödeme garantisi olanakları ile birlikte bir seçimlik hak olarak sunulmaktadır. Burada GK kararına muhalif kalınması gibi bir şekli şart bulunmamaktadır. Hâkim ortaklığın topluluk dışı pay sahiplerinin paylarını satın alması yani başka bir deyişle ayrılma hakkını kullandırma imkânı süreye bağlı olarak tanınabilir. Ancak bu süre AktG m. 305/IV uyarınca hâkimiyet sözleşmesinin tescil ve ilânından itibaren en az iki ay olmak zorundadır. Sözleşmede yer verilen satın alma bedelinin hakkaniyete uygun olmaması halinde pay sahibi hakkaniyete uygun bedelin tespiti için mahkemeye başvurabilir. Böyle bir durumda ise payların satış süresi mahkeme kararından itibaren en az iki ay daha uzamış kabul edilir. AktG m. 305/IV uyarınca pay sahiplerine hâkim ortaklık paylarının önerilmesi halinde, hâkim ortaklık ile pay sahibinin ortağı olduğu bağlı ortaklık birleşse idi ne kadar pay verilecek idiyse o kadar pay verilecek ve bu durum hakkaniyete uygun kabul edilecektir. Pay bedellerinin nakit olarak ödenmesi durumunda hakkaniyete uygun bedel konusunda kanunda açıklık bulunmamakla birlikte, AktG m. 305/III hükmüne

⁴⁷ Welch, Turezyn, **a.g.e.**, s. 611-613.

göre, hâkimiyet sözleşmesinin ortaklığın genel kurulunda onaylandığı tarihteki ortaklığın durumu ve ilişkileri göz önünde bulundurularak hesap yapılması gerekmektedir. Bu değer ortaklığın faal durumdaki değeri ve gizli yedek akçeleri değerlendirilerek bulunacak gerçek değer olması gerektiği, ancak bunun en az borsa değerine eşit olacağı doktrinde⁴⁸ ileri sürülmektedir. Borsa değerinin gerçeği yansıtmadığı durumda bunun da üzerine çıkılabileceği kabul edilmektedir. Alman Federal Makemesi önceleri 2001 tarihli *Dat Altana* kararıyla hesap yapılırken dikkate alınacak süreyi, hâkimiyet sözleşmesinin onaylandığı GK tarihinden itibaren geçecek üç aylık süre olarak dikkate alırken, daha sonra 2010 yılında almış olduğu *Stollwerk*⁴⁹ kararı ile eleştiriye uğrayan bu içtihatını değiştirerek hâkimiyet sözleşmesine ilişkin duyurunun yapıldığı tarihten itibaren üç aylık sürenin dikkate alınması gerektiğine içtihat etmiştir⁵⁰.

Açıklandığı üzere pay bedelinin düşük bulunması durumunda pay sahipleri tarafından mahkemeye başvurulabilmektedir. Bu durumda hâkimiyet sözleşmesinde belirlenen bedelden daha yüksek bir bedele mahkemece hükmedilmesi halinde hâkim ortaklığa sözleşmeyi feshetme hakkı tanınmıştır (AktG m. 304/IV, m. 305/V). Bu şekilde hâkim ortaklığın beklenmedik mali yükten kurtulabilmesi imkânı sağlanmış olmaktadır⁵¹.

UmwG uyarınca öngörülen sistemde ayrılma hakkının kullanılması ve işleyişi ise üç aşamada incelenebilir⁵². Birinci aşama GK toplantısı öncesinde pay sahiplerine ayrılma hakkını kullanabileceklerine ilişkin bildirimde bulunulmasıdır. Bu şekilde süreç ortaklık tarafından pay sahiplerine birleşmede ve bölünmede⁵³, UmwG m. 29'ye göre birleşme veya bölünme sözleşmesinde, tür değiştirmede ise ilgili kararda m. 207 ve m. 194/1-6'ya göre yer verilen ayrılma teklifi⁵⁴ ile başlamaktadır. Anılan

⁴⁸ Emmerich/Habersack, **a.g.e.**, AktG § 305 Abfindung, Rn. 37-41; Okutan Nilsson, **Topluluk**, s. 47.

⁴⁹ BGHZ 186, 229.

⁵⁰ Emmerich/Habersack, **a.g.e.**, AktG § 305 Abfindung, Rn. 45.

⁵¹ Emmerich/Habersack, **a.g.e.**, AktG § 305 Abfindung, Rn. 85.

⁵² Sönmez'e göre ise sürecin dört aşaması bulunmaktadır. Bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 145.

⁵³ Bölünmeye ilişkin UmwG m. 125'in atfı nedeniyle UmwG m. 29 uygulanacaktır.

⁵⁴ *Abfindungsangebot*.

hükümlere göre pay sahiplerine ayrıca yazılı bir teklif göndermeye ya da bildirimde bulunmaya gerek bulunmamaktadır⁵⁵.

Ayrılma teklifinin niteliği konusunda bir görüşe⁵⁶ göre, söz konusu teklif, borçlandırıcı işlemin kurulmasına yönelmiş olup, teklifin kabul edilmesiyle taraflar arasında edimi payların teslimi ile eş zamanlı olarak paranın ödenmesi olan bir sözleşme kurulmuş olmaktadır. Diğer bir görüşe⁵⁷ göre ise, ayrılma hakkının dayanağı olan sözleşme⁵⁸, üçüncü kişiyi koruyucu etkili sözleşme⁵⁹ niteliğinde olup, bu sözleşmeye dayanarak pay sahiplerinin opsiyon hakkı doğar. Pay sahiplerinin ayrılma teklifi opsiyonunu⁶⁰ kabul etmeleri halinde tek taraflı irade beyanları ile sözleşme kurulmuş olur.

Ayrılma teklifinin ortaklık tarafından yapılmaması ya da usulüne uygun yapılmaması halinde pay sahibi tarafından nasıl hareket edebileceği konusu ise, üzerinde durulması gereken başka bir hukuki meseledir. Bu konuda bir görüş⁶¹ tarafından, yapısal değişikliğe ilişkin ayrılma hakkını düzenleyen UmwG m. 207 ve m. 29'un, hem ayrılma teklifinin yapılması zorunluluğuna yer verdikleri, hem de bu konuda bağımsız bir talep hakkına izin verdikleri, dolayısıyla böyle bir durumda pay sahiplerinin mahkemeye başvurmak suretiyle teklifin yapılmasını sağlayabilecekleri ileri sürülmektedir.

Diğer bir görüşe⁶² göre ise, bu durumda dava açılmasına gerek bulunmamaktadır, zira söz konusu maddelerin lafzı da böyle bir yaklaşımı desteklememektedir. Ancak ayrılma teklifi yapılmasa bile ayrılma hakkı pay

⁵⁵ Ancak tür değişikliğinde; şahıs ortaklığının başka tür ortaklığa dönüşmesi (UmwG m. 216), sermaye ortaklığının şahıs ortaklığına dönüşmesi (UmwG m. 231) ve sermaye ortaklığının başka bir hukuki yapıya dönüşmesine (UmwG m. 238) ilişkin hükümlerde pay sahiplerine ayrılma teklifinin yazılı olarak gönderilmesi öngörülmüştür. Bkz. Marcus Lutter, Martin Winter, **Umwandlungsgesetz Kommentar**, Otto Schmidt, Band II, Köln 2009, s. 2665-2667, 2791-2792, 2855.

⁵⁶ Marsch-Barner, **Kallmeyer Umwandlungsgesetz**, s. 970-971.

⁵⁷ Bu görüş için bkz. Spranger, **a.g.e.**, s. 48, 49.

⁵⁸ Birleşme, bölünme ve tür değiştirmeyi içine alan yapısal değişiklik sözleşmelerinin; konzernde ise, kârın veya hakimiyetin devri sözleşmelerinin bu nitelikte olduğuna ilişkin bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 188.

⁵⁹ Üçüncü kişiyi koruyucu etkili sözleşme hakkında detaylı bilgi için bkz., Damla Gürpınar, **Sözleşme Dışı Yanlış Tavsiyede Bulunma, Öğüt veya Bilgi Vermeden Doğan Hukuki Sorumluluk**, Güncel Yayınevi, İzmir 2006, s. 200 vd.

⁶⁰ Opsiyon hakkı konusunda bkz. Vedat Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, Yetkin Yayınları, Ankara 2005, s. 160 vd.

⁶¹ Marsch-Barner, **Kallmeyer Umwandlungsgesetz**, s. 960-961.

⁶² Spranger, **a.g.e.**, s. 49.

sahibinin talebiyle kullanılabilir. Nitekim Alman Yüksek Mahkemesi de almış olduğu *MEZ*⁶³ kararında bu yönde içtihatla bulunmuştur⁶⁴.

Ayrıca ayrılma teklifinde bedelin belirtilmesi zorunludur. Zira bu durum ayrılma teklifinin pay sahiplerini bilgilendirme ve bedelin tespitinde alt sınırı oluşturma işlevinin gereğidir⁶⁵.

İkinci aşama GK kararına muhalif kalınarak bunun tutanağa geçirilmesidir⁶⁶. Ancak UmwG m. 29/2 uyarınca pay sahibinin, GK'ya katılmasına haksız şekilde engel olunması, GK toplantısına usulüne uygun davet yapılmaması ve gündemin usulüne uygun şekilde ilân edilmemesi durumunda bu şart aranmamaktadır.

Takip eden aşama ise ayrılma teklifinin pay sahipleri tarafından kabul edilmesidir. Ayrılma teklifini kabul etme süresi, konuyu düzenleyen UmwG m. 31 ve 209 uyarınca, hakkı doğuran kararın tescilinden itibaren iki aydır. Ayrılma bedelinin gereğince belirlenmediği durumda ise, pay sahibi, SpruchG m. 4/1-1'e göre ayrılma bedelinin tespiti için yapısal değişikliğin sicile kayıt tarihinden itibaren üç ay içerisinde dava açabilir. Söz konusu dava açıldığı takdirde ayrılma hakkının kullanılması gereken iki aylık süre, tespit davasına ilişkin kararın ilânından itibaren başlar (UmwG, m. 31, m. 209). Kabul beyanının karşı tarafa ulaşması gereken tek taraflı irade açıklaması şeklinde yapılması gerekmekte olup, geçerli olması için şekil şartı öngörülmemiştir⁶⁷.

Yukarıda atıf yaptığımız görüşe⁶⁸ göre, değer tespit davası başlığı altında detaylarını inceleyeceğimiz⁶⁹, pay sahiplerinin ayrılma bedelinin tespiti için açabilecekleri dava, sürecin son aşamasını oluşturur. Kanımızca her durum ve şartta başvurulmasına gerek olmayan bu prosedür, opsiyonel bir süreç olup hakkın kullanılmasında özellikli bir durum olarak ele alınması daha uygun olur.

⁶³ BGHZ 180, 154 ff.

⁶⁴ Karar hakkında bkz. Martin Würthwein, Spindler/Stilz, **Aktiengesetz**, 2. Auflage, C. H. Beck, München 2010, AktG § 243 Anfechtungsgründe, Rn. 138-140.

⁶⁵ Spranger, **a.g.e.**, s. 229-231.

⁶⁶ Bu konuda bkz. yukarıda s. 231 vd.

⁶⁷ Meister/Klöcker, **Kallmeyer Umwandlungsgesetz**, s. 976.

⁶⁸ Bkz. yukarıda, dpn. 52.

⁶⁹ Bkz. aşağıda s. 281 vd., özellikle dpn. 207, 213, 216.

C. İsviçre Hukuku

TK m. 141/1’de yer verilen birleşme sözleşmesinde kararlaştırabilecek seçimlik ayrılma akçesi düzenlemesi İsviçre hukuku kaynaklıdır. Bu sistemde birleşme sözleşmesinde yer verilmesi halinde seçimlik ayrılma akçesinin talep edilebilmesi için öncelikle ortaklığa yöneltmiş bir irade açıklaması yapılmak zorundadır. Ancak FusG’de bu bildirim için herhangi bir şekil şartı ya da süre öngörülmemiştir. Doktrinde gerek süre gerekse de bildirimin şeklinin birleşme sözleşmesinde belirtilebileceği görüşü hâkimdir⁷⁰. Nitekim bu seçimlik hakkın kullanımına ilişkin bildirimin yazılı olarak yapılacağının birleşme sözleşmesinde yer alabileceği ifade edilmiştir⁷¹.

Seçimlik ayrılma akçesine ilişkin talebin hangi süre içerisinde yapılacağının kanunda yer almaması nedeniyle anılan hakkın kullanımı ile ilgili sürenin ne zaman başlayacağı ve ne kadar süreceği konuları doktrinde tartışılmıştır. Bu konuda bir görüşe⁷² göre hakkın kullanılmasına ilişkin sürenin başlangıcını belirlemede birleşme kararının alınması belirleyici olmalıdır. Bu görüş uyarınca FusG m. 19/1’de yer alan ve derneklerin birleşmesinde ayrılmayı düzenleyen hükümden kıyasen yararlanılmalıdır. Bu hükme göre dernek üyeleri birleşme kararından itibaren iki ay içerisinde bu haklarını kullanabilirler. Dolayısıyla bu hükümden ticaret ortaklıklarının birleşmesinde de yararlanılmalıdır.

Diğer görüşe⁷³ göre ise, hakkın kullanılması talebi birleşme işlemi hakkında pay sahiplerinin bilgi sahibi olmasından itibaren yapılmalıdır. FusG m. 16/1’de bu konu düzenlenmekte olup, hükme göre birleşme sözleşmesi, toplantı bildirimi ve gündemi toplantı tarihinden otuz gün önce pay sahiplerinin incelemesine sunulur. Bu durumda pay sahipleri, toplantı tarihinden otuz gün önce seçimlik ayrılma akçesi konusunda bilgi sahibi olduklarından ötürü, hakkın kullanım süresi bu tarihten itibaren başlamalıdır.

Açıklandığı üzere doktrinde aynı zamanda hakkın ne kadar süre içerisinde kullanılması gerektiği de tartışma konusudur. Sürenin başlangıcı konusunda FusG m.

⁷⁰ Sebastian Burckhardt, **Zürcher Kommentar zum Fusionsgesetz**, 2. Auflage, Schultess, Zürich 2012, s. 137; von der Crone, **a.g.e.**, s. 138; Vogel v.d., **FusG**, s. 168.

⁷¹ Burckhardt, **FusG**, s. 137.

⁷² Lukas Glanzmann, **Stämpflis Handkommentar**, Stämpfli, Bern 2003, s. 53-54.

⁷³ von Salis, **Fusionsgesetz**, s. 45-46.

19 hükmünün kıyasen uygulanmasını öngören görüşe⁷⁴ göre bu iki aylık süre içerisinde hakkın kullanılması gerekmektedir. Diğer görüş taraftarlarına göre ise, anılan süre genel kuruldan önceki otuz günlük süreç olacaktır⁷⁵. Başka bir görüşe⁷⁶ göre ise, hakkın ne zamana kadar kullanılacağı somut duruma göre belirlenecektir.

Ancak doktrinde sürenin birleşme sözleşmesinde belirlenmediği hallerde devralan ortaklık tarafından belirlenmesinin zorunlu olduğu da ifade edilmiştir⁷⁷.

Ayrılma akçesi talebinin hukuki niteliğine ilişkin olarak bir görüşe⁷⁸ göre pay sahibinin bu hakkı inşai nitelikte bir haktır. Bu açıdan bu talep şarta bağlı ileri sürülemez.

FusG hükümleri uyarınca ortaklık tarafından ayrılma akçesini talep hakkının tanınması zorunlu değilse de, hakkın kullandırılması ortaklık tarafından tercih edilmişse, m. 13/1 uyarınca ayrılma bedelinin birleşme sözleşmesinde gösterilmesi gerekmektedir. Yine m. 14/3-d hükmü uyarınca, ayrılma akçesi ödemesi söz konusu ise, buna birleşme işlemine ilişkin ilânda yer verilmesi gerekmektedir.

Pay sahibinin söz konusu hakkını kullanılabilmesi için genel kurulda karara muhalif kalması ve bunu tutanağa işletmesi zorunluluğu bulunmamaktadır. Bu farklılık, İsviçre sisteminde düzenlenen seçimlik ayrılma akçesini talep hakkını, hakkın kullanılması açısından da ayrılma hakkı ve ayrılma hakkının düzenlendiği diğer hukuklardan ayırmaktadır.

Aynı şekilde bu hukuk sisteminde söz konusu hakkın kısmen kullanılıp kullanılamayacağı, hakkın kullanımının diğer pay sahipliği haklarına etkisi, pay bedellerinin ödenme zamanı gibi hususlar da yasal mevzuatta düzenlenmemiştir.

D. Kanada Hukuku

Kanada hukukunda süreç, ABD hukukundakiyle belirli yönlerden benzerlik göstermektedir⁷⁹. Bu hukuk düzeninde de ayrılma hakkına ilişkin genel kurul

⁷⁴ Glanzmann, **SHK**, s. 53.

⁷⁵ von Salis, **Fusionsgesetz**, s. 46, dpn. 80.

⁷⁶ Yves Schneller, **Die Organe der Aktiengesellschaft bei einer ordentlichen Fusion: Stellung, Pflichten und Verantwortlichkeit nach Fusionsgesetz**, St. Gallen 2006, s. 97-98.

⁷⁷ Bkz. Develi, **Ayrılma Akçesi**, s. 453. Sönmez tarafından hakkın kullanılması sürecinin başlangıcı olarak FusG m. 105'te düzenlenen ayrılma (ayrılma akçesini talep) hakkının kullanımında pay bedelinin tespiti için mahkemeye başvurulmasına ilişkin hükümden yararlanabileceği görüşü ileri sürülmüştür. Hükme göre pay sahipleri birleşme kararının tescilinden itibaren iki ay içerisinde değer tespiti davasını açabilmektedirler. Görüş uyarınca ayrılma (ayrılma akçesini talep) hakkı da bu iki aylık süre içerisinde kullanılmalıdır. Bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 193.

⁷⁸ von Salis, **Fusionsgesetz**, s. 46.

kararının alınacağı toplantı öncesinde kendilerine yapılan bildirim üzerine, ayrılma hakkını kullanmak isteyecek pay sahipleri tarafından ortaklığa yazılı olarak ihbar gönderilmektedir (CBCA m. 190/5). Bu ihbarda, pay sahibi tarafından ayrılma hakkını doğuran işleme muhalif olduğuna dair bildirim yer almaktadır. Bu aşamadan sonra ortaklık tarafından CBCA m. 190/6 uyarınca, kendisine daha önce ihbar göndermiş olan pay sahiplerine ayrılma hakkını doğuran işleme ilişkin kararın alındığı tarihten itibaren on gün içerisinde, ayrılma hakkını doğuran işleme ilişkin kararın alınmış olduğuna ilişkin bilgilendirme amaçlı olarak yazılı bildirim gönderilir.

Sonraki aşama olarak CBCA m. 190/7 uyarınca pay sahibi, ortaklık tarafından yapılan söz konusu bildirimin kendisine ulaşmasından itibaren veya böyle bir bildirim kendisine ulaşmamış ise, ayrılma hakkını doğuran kararın alındığını öğrendiği tarihten itibaren yirmi gün içinde ortaklığa ödeme talebini içeren bir bildirimde bulunur. Diğer yandan pay sahibi bu bildirimi yaptıktan itibaren otuz gün içerisinde paylarını ortaklığa teslim etmek zorundadır (CBCA m. 190/8). Aksi halde pay sahipleri ayrılma haklarını kullanamazlar (CBCA m. 190/9).

Daha sonra ortaklık, CBCA m. 190/12 uyarınca, ayrılma hakkını doğuran kararın geçerlilik kazanmasından sonra ya da pay sahiplerinin m. 190/7'ye göre yapacağı ödeme talebi bildiriminin kendisine ulaşmasından itibaren yedi gün içerisinde ödeme teklifini içeren bildirimi ilgili pay sahiplerine yapmak zorundadır. Söz konusu bildirimde ayrılma hakkı kullanımı için adil değerin nasıl tespit edildiği ve bunun tutarına yer verilir. CBCA m. 190/14 uyarınca ise ödeme, teklifin pay sahiplerince kabul edilmesi durumunda on gün içerisinde yapılacaktır. Aynı hüküm uyarınca ödeme teklifinin pay sahibine yapılmasından sonra otuz gün geçmesine rağmen kabul beyanının ortaklığa ulaşmaması halinde teklif geçersiz kalacaktır.

Öte yandan CBCA m. 190/26'ya göre, ortaklık ayrılma hakkı ödemesini yapması halinde, söz konusu ödeme nedeniyle zamanında vadesi gelen borçlarını

⁷⁹ Brian Cheffins, "The Oppression Remedy in Corporate Law: The Canadian Experience", **University of Pennsylvania Journal Of International Business Law**, Vol. 10:8, 1988, s. 305 vd.; Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 152 , Ayrılma hakkının Kanada hukukundaki gelişimi ve mevcut düzenlemeler için bkz. Jeffrey G. MacIntosh, "The Shareholders' Appraisal Right in Canada: A Critical Reappraisal", **Canada-United States Law Journal**, Vol. 13:299, 1988, p. 301, 302; Joseph Eliot Magnet, "Shareholders' Appraisal Rights in Canada", **Ottawa Law Review**, V. 11:98, 1979, s. 100 vd.

ödemeyecek duruma gelecekse ya da aktiflerinin toplam değeri pasiflerinin toplam değerinin altına inecekse ayrılma hakkına ilişkin ödeme yapılamaz. Bu durumda ortaklık tarafından şayet adil değerin tespiti için daha önce mahkemeye başvurulmuşsa, adil değerin tespitine ilişkin kararın ilânını izleyen 10 gün içinde ortaklık, pay sahiplerine ayrılma hakkının kullanılamayacağını bildirir (CBCA m. 190/24). Bu takdirde, pay sahipleri ortaklığa karşı CBCA m. 190/25'e göre ayrılma talebinden imtina edebilir ya da ortaklığın mali durumu düzelince ödeme yapılmasını talep edebilir. İkinci seçeneği tercih eden pay sahiplerinin pay sahipliği askıda kalır ve ortaklığın tasfiyesi halinde, alacaklıların gerisinde, ancak diğer pay sahiplerine nazaran öncelikli olarak tasfiye bakiyesinden yararlanma hakkını kazanırlar.

Ortaklık tarafından ödeme teklifinde bulunulmaması ya da yapılan teklifin pay sahibi tarafından kabul edilmemesi halinde, ortaklık tarafından, ayrılma hakkını doğuran işlemin hüküm doğurmasından itibaren elli gün içerisinde ya da mahkemenin uygun görebileceği süre içerisinde payların adil değerinin belirlenmesi için mahkemeye başvurulur (CBCA m. 190/15). Ortaklık tarafından teklif yapılmadığı halde mahkemeden adil değerin belirlenmesinin istenmesi, aynı zamanda adil değerin belirlenmesinde güçlük bulunduğu durumlarda mahkemenin devreye sokulması amacıyla da öngörülmüş bir mekanizmadır⁸⁰. Ortaklık tarafından mahkemeye müracaatta bulunulmaması halinde ise, aynı maddenin on altıncı fıkrası uyarınca pay sahipleri tarafından, on beşinci fıkradaki süreyi takip eden yirmi gün içerisinde ya da başvuru mahkemenin makul kabul edeceği bir süre içerisinde mahkemeye aynı amaçla başvurulabilir. CBCA m. 190/22 uyarınca bahsedilen bu sürecin sonunda mahkemece hem adil değerin tespitine hem de ortaklıkça teklif yapılmadığı hallerde teklifin yapılmış sayılmasına karar verilir.

Son olarak ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin hükümlerde değer tespit davasının açılması halinde ödemenin nasıl yapılacağı konusunda bir açıklık bulunmadığını belirtmek isteriz. Zira bu durumda ödemenin hangi sürede yapılacağına ilişkin yukarıda yer verdiğimiz on dördüncü fıkra gibi bir hükme yer verilmemiştir.

⁸⁰ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 154.

E. İtalyan Hukuku

İtalyan sisteminde ayrılma hakkının kullanımı prosedürü, pay sahipleri tarafından ayrılma hakkını doğuran işlemin öğrenilmesinden sonra ortaklığa yapılacak yazılı başvuru ile başlatılmaktadır. Dolayısıyla bu sistemde genel kurul toplantısı öncesinde veya sonrasında ortaklık tarafından ayrılma hakkına ilişkin bir bildirim yapılması söz konusu değildir. Pay sahipleri ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin taleplerini ayrılma hakkını doğuran genel kurul kararının tescilinden itibaren on beş gün içerisinde, şayet ayrılma hakkı genel kurul kararı dışında bir sebepten doğmuşsa bu sebebi öğrenmelerinden -kimi yazarlara⁸¹ göre ise, bu sebebi öğrenmiş olmaları gereken tarihten- itibaren otuz gün içerisinde ortaklığa başvurarak ayrılma hakkını kullanmaya ilişkin taleplerini yazılı olarak bildirmek zorundadırlar. Bu hukukta ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin bildirimde bulunurken payların tesliminin zorunlu olmadığı, bu şekilde sürecin işleyişinin diğer hukuklara nazaran daha basit ve şekilcilikten uzak olduğu tespiti yapılmıştır⁸².

Ayrılma hakkını kabul eden diğer hukuk düzenlerine nazaran farklı bir uygulama olarak, İtalya hukukunda, ayrılma hakkının fazla sayıda pay sahibi tarafından kullanılarak ayrılma hakkına ilişkin ödenecek tutarın büyümesi ve sürecin ortaklığın zararına işlemesi ihtimaline binaen, ortaklık yararına bir koruyucu bir düzenleme öngörülmüştür. Buna göre ortaklık YK'sı, ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin taleplerin bildirilme süresi geçtikten sonra doksan günlük süre içerisinde, ayrılma hakkını doğuran genel kurul kararını teyit etmek ya da kararı geri çevirmek konusunda tercihte bulunma hakkına sahiptir. Aynı şekilde ortaklık böyle bir durumda infisah etme seçeneğine de sahiptir. Böylelikle ayrılma hakkının işleyişi ya devam ettirilecek ya da ortaklığın tercihine göre son bulacaktır⁸³.

Pay sahipleri tarafından ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin taleplerin ortaklığa bildirilmesinden itibaren yüz seksen gün içerisinde ortaklık tarafından ayrılma hakkına ilişkin genel kurul kararının kaldırılmasına veya infisah etmeye ilişkin seçeneklerin seçilmemesi halinde ayrılma hakkına ilişkin ödemenin yapılması gerekmektedir.

⁸¹ Söz konusu yazarlar için bkz. Ventoruzzo, **Withdrawal Rights**, s. 64.

⁸² Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 152.

⁸³ Ventoruzzo, **Withdrawal Rights**, s. 64-65.

Payların satın alınması konusunda da İtalyan sistemi yine farklı bir düzenleme öngörmektedir. Buna göre ayrılma hakkına konu paylar öncelikle diğer pay sahiplerine rüçhan hakları kapsamında otuz gün içerisinde kullanılmak için önerilecek, bu şekilde satılamayan paylar üçüncü kişilere ya da ortaklığın paylarının borsada işlem görmesi halinde borsada diğer yatırımcılara önerilecek, bu şekilde de payların satılamaması halinde, ortaklık tarafından ortaklığın satın almaya elverişli kaynaklar veya kazançlarının bulunması halinde bunlar kullanılarak satın alınacaktır. Bu durumda da hala geride payların kalması halinde, bu paylar ortaklığın sermayesinin azaltımı yoluyla alınacak ya da ortaklık infisah edecektir. Satın almaya ilişkin bu şekildeki düzenlemelerin amacı ortaklığın bütünlüğü ve sermayesinin korunmasına ilişkin ortaklıkta devam eden pay sahipleriyle ayrılan pay sahipleri arasındaki menfaat dengesinin sağlanmasıdır⁸⁴.

F. İngiliz Hukuku

İngiliz hukuku incelendiğinde, hakkın doğduğu ABD ve İtalyan hukuklarında olduğu şekilde, pay sahiplerine genel geçer bir ayrılma hakkı tanınmadığı görülmektedir. Yalnızca 1986 tarihli *Insolvency Act* m. 110 ve m. 111’de, aynı kanun m. 425-427’de düzenlenen ortaklığın malvarlığının devri suretiyle tasfiyesine ilişkin hükümler kapsamında, genel kurulda pay sahiplerinin çoğunluğu tarafından ortaklığın tasfiyesine karar verilmesi halinde, bu durumda söz konusu karardan itibaren yedi gün içerisinde tasfiye memurluğuna yazılı olarak ayrılma talebiyle başvuran pay sahiplerine anlaşma veya tahkim yoluyla belirlenecek fiyat üzerinden paylarını tasfiye memurluğuna satma hakkı tanınmıştır.

Söz konusu hakkın kullanılabilmesi için; ortaklık paylarının devredilmesi, kar payı ve benzeri menfaatler karşılığında ortaklık mallarının başka ortaklığa devredilmesi kararı alınması, ilgili pay sahibinin kararın lehinde oy kullanmamış olması ve tasfiye memurluğuna göndereceği bildirimde tasfiyenin kaldırılması ya da pay karşılığının ödenmesini talep etmesi, tasfiye memurluğunun da ödeme seçeneğini tercih etmiş olması gerekmektedir⁸⁵.

⁸⁴ Ventrizzo, *Withdrawal Rights*, s. 64-65.

⁸⁵ Özdoğan, *Ayrılma Hakkı*, s. 727; Peter G. Xuereb, *The Rights of Shareholders*, London 1989, s. 198-199.

Netice itibariyle bu hukuk düzeninde söz konusu kapsamda çok istisnai nitelikte uygulaması olan, sınırlı bir ayrılma imkânının tanındığı, ancak çalışmamızda incelediğimiz üzere genel geçer bir ayrılma hakkının tanınmamış olduğu gözlemlenmektedir.

G. Fransız Hukuku

Fransız hukukunda da ayrılma hakkına kaynaklık eden ülke hukuklarında yer verildiği şekilde ayrılma hakkına yer verilmemiştir. Buna karşılık sermaye piyasasına ilişkin düzenlemeler kapsamında HAAO'larda pay sahipleri için başkaca ama benzer amaçlara hizmet eden hak ve imkânlar tanınmıştır. Nitekim ortaklık sermayesinin %30 veya daha fazlasına karşılık gelen pay sahipliği ya da oy hakkı oranına ulaşan veya %30 ve %50 arasında oy ya da sermaye oranına sahip olup da on iki aylık süre içerisinde bu oranı %2 ya da daha fazla arttıran pay sahiplerine ya da pay sahibi veya birlikte hareket eden pay sahiplerine, kalan paylar için pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğü getirilmiştir⁸⁶.

Dolayısıyla pay sahipleri, önemli nitelikteki işlemlere karşı ayrılma hakkına sahip olmamakla birlikte, işlem neticesinde belli bir pay sahibinin üçte birlik kontrol oranına ulaşması durumunda paylarını satma imkânına kavuşacaktır. Ancak pay sahiplerinin pay bedellerinin tespiti için dava açma hakkı bulunmamaktadır. Buna karşılık düzenleyici kurum, pay bedellerinin doğru tespit edilmediği gerekçesi ile söz konusu teklifi durdurma yetkisine sahiptir.

Öte yandan ortaklıktaki pay oranının herhangi bir işlem neticesinde %95 ve üzerine çıkması halinde de pay alım teklifi zorunluluğu ya da satın alma hakkı doğabilmektedir. Bu orana ulaşan hâkim pay sahibi, azınlık pay sahiplerinin düzenleyici kurumdan talepte bulunması halinde, pay alım teklifinde bulunmak zorunda olup, aynı zamanda kendisi de gönüllü olarak pay alım teklifinde bulunabilir⁸⁷.

Netice olarak bu hukuk sisteminde yukarıda açıkladığımız üzere ayrılma hakkı anlamında bir hak pay sahiplerine tanınmamış olup, bahsettiğimiz zorunlu ve

⁸⁶ Stakebuilding, Mandatory Offers and Squeeze-out Comparative Table, Resource ID: 1-518-5074, (Çevrimiçi) <http://practicallaw.com/>, (Son Erişim Tarihi: 17 Mart 2014).

⁸⁷ Fanto, **a.g.e.**, s. 31-32.

gönüllü pay alım teklifi prosedürleri pay sahipleri açısından bir takım faydalar sağlasa da tam anlamıyla ayrılma hakkının yerine getirdiği işlevleri haiz değildir.

H. Avrupa Birliği Mevzuatı

Ayrılma hakkı Avrupa Birliği mevzuatında özel olarak düzenlenmemiştir. Ancak birliğin yayınladığı bir takım mevzuatta bu hakka ilişkin düzenlemeler yer almaktadır. Nitekim 9.10.1978 tarih ve 78/855 sayılı Üçüncü Konsey Direktifi'nin 27. maddesinde, birleşme işleminde devralan ortaklığın devralınan ortaklıkta sermaye payı ve oy hakkı olarak %90 veya daha fazla orana sahip olması halinde, aynı Direktif'in 6. ve 11. maddeleri doğrultusunda ilânın yapılması ve birleşmeyle ilgili belgelerin incelenmesi olanağının verilmiş olması şartıyla, genel kurul toplantısı yapılmadan işlemin gerçekleştirilebileceği hükmüne yer verilmiştir. Aynı Direktif'in 28. maddesine göre ise, m. 27'ye göre gerçekleştirilecek birleşme işleminde pay sahiplerine devralan ortaklıktan uygun bedel karşılığında paylarının devralınmasını talep etme ve pay değeri konusunda ihtilaf çıkması halinde ise, değer in üye ülke düzenlemesine göre mahkeme ya da düzenleyici kurum tarafından belirlenmesi imkânı tanınmıştır⁸⁸.

17.12.1982 tarih ve 82/891 sayılı anonim ortaklıkların bölünmelerine ilişkin Altıncı Konsey Direktifi'nde ise, yukarıda birleşmelere ilişkin olarak değ inmiş olduğumuz Üçüncü Konsey Direktifi'nde yer alan düzenlemeye benzer bir hüküm mevcuttur. Buna göre m. 5/2 uyarınca, bölünme işleminde pay sahiplerine devralan ortaklıkta önceki paylarına oransal olarak uygun miktarda pay verilmediği durumlarda paylarının satın alınmasını talep hakkını üye devletler mevzuatlarında tanıyabilirler. Bu pay sahiplerine ödenecek olan bedel, paylarının değ eriyle uyumlu olmalıdır. Bu konuda ihtilaf olması halinde mahkemeden uyuşmazlığın halli talep edilebilir⁸⁹.

Bu düzenlemelere ilâveten Avrupa AO'nın -SE- statüsüne ilişkin 2001/2157 no'lu Konsey Tüzüğü'nün 24/2 ve 34. maddeleri uyarınca, üye ülkelerce; birleşme

⁸⁸ Third Council Directive of 9 October 1978 based on Article 54 (3) (g) of the Treaty concerning mergers of public limited liability companies, (Çevrimiçi), <http://eur-lex.europa.eu/>, (Son Erişim Tarihi: 29 Kasım 2014).

⁸⁹ Sixth Council Directive 82/891/EEC of 17 December 1982 based on Article 54 (3) (g) of the Treaty, concerning the division of public limited liability companies, (Çevrimiçi), <http://eur-lex.europa.eu/>, (Son Erişim Tarihi: 29 Kasım 2014).

işlemlerinde, birleşmeye muhalif olan azınlık pay sahiplerinin haklarını korumaya yönelik tedbirler alınabileceği belirtilerek ayrılma hakkının tanınmasına imkân sağlanmıştır. Aynı Tüzük m. 25/3’de ise, birleşmeye dahil olan ortaklıkların farklı ülke mevzuatlarına tabi olmaları durumunda, azınlık pay sahiplerinin anılan tazmin hakkından faydalanabilmelerinin imkân dahilinde olduğu, ancak bunun için söz konusu tazmin hakkını hukukunda tanımayan üye ülkedeki ortaklığın birleşme sözleşmesi taslağının kabulü esnasında buna açıkça onay vermesi gerektiği hükmüne bağlanmıştır⁹⁰.

III. AYRILMA HAKKI KULLANIM FİYATININ TESPİTİ

SerPK m. 24/1’de ayrılma hakkının kullanım fiyatı⁹¹ ayrılma hakkının tanındığı önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması olarak ifade edilmiş, m. 24/4’te ise, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda ayrılma hakkı kullanım fiyatının hesaplanmasına ilişkin usul ve esasların Kurul tarafından belirleneceği belirtilmiştir.

Ayrılma Tebliği m. 10/1’de ise, SerPK m. 24/1’deki ifade daha detaylı bir şekilde açıklanarak, borsa AO’larında ayrılma hakkı 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 olduğu ifade edilmiştir.

Borsa AO’larda otuz günlük sürenin başlangıcının tespitinde dikkate alınması gereken tarih önem kazanmaktadır. Bu tarih, ayrılma hakkının kullanılacağı işlemin ilk defa kamuya açıklanması olarak belirlenmiş olup, m. 10/3 uyarınca normal şartlarda KAP’ta açıklanma tarihini ifade ettiğini kabul etmemiz gerekmektedir⁹². Yine aynı hüküm uyarınca borsada işlem görmeyen HAAO’lar için ise bu tarih, Kurul ve ortaklık internet sitesinde yayınlanmadır. Bu iki internet sitesinde

⁹⁰ Council Regulation (EC) No 2157/2001 of 8 October 2001 on the Statute for a European company (SE), (Çevrimiçi), <http://eur-lex.europa.eu/>, (Son Erişim Tarihi: 29 Kasım 2014).

⁹¹ Aynı zamanda ayrılma akçesi olarak da ifade edilebileceğine ilişkin görüş için bkz. Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 40. Yazar tarafından TK m. 141/1’den hareketle bu ifade kullanılmakta olup, bu çalışmada açıkladığımız üzere teknik anlamda ayrılma hakkı ve dolayısıyla ayrılma hakkı kullanım fiyatı ile sözleşmeye dayanan ayrılma akçesi ve bunu talep imkânı farklı kavramlardır.

⁹² Aynı yönde Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 41.

yayınlanma tarihi itibarıyla fark olması halinde ise, kanaatimizce ilk önce hangisinde yayınlandıysa o tarih esas alınmalıdır.

Payları borsada işlem görmeyen HAAO'larda, Ayrılma Tebliği m. 10/2 uyarınca, ayrılma hakkı kullanım fiyatı, Kurul'un ilgili düzenlemeleri doğrultusunda hazırlanacak değerlendirme raporu ile belirlenecektir. Anılan hüküm uyarınca söz konusu rapor fiyatın adil ve makul olduğunu tespit edici nitelikte olacaktır.

Bu değerlendirme raporu hakkında ise, SPK'nın III-62.1 no'lu Tebliği⁹³ hükümleri uygulanacaktır. Tebliğ m. 3/1 hükmü uyarınca sermaye piyasalarında yapılacak olan değerlendirme işleri uluslararası değerlendirme standartları çerçevesinde yapılmak zorundadır. Tebliğ'de atıf yapılan UDS; standartlar, uygulama ve kılavuz notları bölümlerini içermekte olup, ortaklık⁹⁴ ve pay değerlemelerine ilişkin detaylı hükümler içermektedir⁹⁵.

Halka açık sayılan ortaklıkların genel kurul kararı ile SerPK kapsamından çıkılmalarını düzenleyen SPK II-16.1 sayılı Tebliği m. 5/4'te ise, yine Ayrılma Tebliği m. 10/2 hükmüyle paralel şekilde, fiyatın tespiti için Kurul düzenlemelerine göre hazırlanacak ve söz konusu fiyatın adil ve makul olduğunu tespit edecek nitelikte bir değerlendirme raporu hazırlanması zorunluluğuna yer verilmiştir. Ancak bu düzenlemedeki ayırt edici husus *"...Değerleme raporunda, Kurula başvuru tarihinden önceki dokuz aydan daha eski tarihli olmamak kaydıyla, ortaklığın Kurul düzenlemelerine göre hazırlanmış, bağımsız denetimden veya ara dönem finansal tablolar için özel bağımsız denetimden geçirilmiş finansal tabloları esas alınır..."* hükmüdür.

Söz konusu hüküm Ayrılma Tebliği m. 10/2'ye nazaran fiyatın belirlenmesinde esas alınacak daha detaylı ve açık kıstaslar getirmektedir. Zira ifade edildiği üzere, rapora esas olacak olan bağımsız denetimden geçirilmiş ve dokuz aydan daha eski tarihli olmayan finansal tabloların kullanılması zorunluluğu öngörülmektedir. Kanaatimizce raporda esas alınacak finansal tablolara ilişkin hükümden kıyasen Ayrılma Tebliği m. 10/2 hükmünde de yararlanılması tartışılabilir. Ancak öncelikle II-16.1 sayılı Tebliği m. 5/4'te yer alan; değerlendirme

⁹³ Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ, 1/2/2017 tarihli ve 29966 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁹⁴ Ortaklık değerlemesi için özellikle bkz. UDS içerisinde Uluslararası Değerleme Kılavuz Notu 6.

⁹⁵ Aynı yönde açıklamalar için bkz. Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 42.

raporunda esas alınacak finansal tabloların dokuz aydan daha eski tarihli olamayacağına ilişkin hükümdeki dokuz aylık ifadesinin ne kadar isabetli olduğu üzerinde durulmalıdır. Borsa AO'larında otuz günlük bir süre öngörülüyor iken, Tebliğ kapsamındaki AO'larda fiyatın belirlenmesi için bu denli eski tarihli tabloların dikkate alınması kanaatimizce isabetli olmamıştır. Dolayısıyla hükümde yapılacak bir değişiklikle çok daha yeni tarihli tabloların dikkate alınması ya da ayrılma hakkının kullanılacağı işleme özel olarak finansal tabloların yine Kurul düzenlemelerine göre hazırlanması ve bağımsız denetimden geçirilmesi şartı getirilmesi çok daha isabetli olacaktır. Anılan Tebliğ düzenlemesi ifade ettiğimiz gibi borsada işlem görmeyen diğer HAAO'lar için Ayrılma Tebliği m. 10/2'nin işaret ettiği Kurul düzenlemeleri kapsamında değerlendirilebilecek niteliktedir, ancak finansal tabloların düzenlenme tarihlerine ilişkin dile getirdiğimiz sorunun yeni bir Kurul düzenlemesi ile aşılması bu açıdan da uygun olacaktır. Ayrıca finansal tabloların bağımsız denetimden geçirilmesi hususunda, sermaye piyasasında bağımsız denetimi düzenleyen SPK'nın X-22 no'lu Tebliği⁹⁶ hükümleri uygulama alanı bulacaktır.

Gerek Ayrılma Tebliği m. 10/2 gerekse de II-16.1 sayılı Tebliğ m. 5/4'te fiyatın belirlenmesine ilişkin değerlendirme raporunun toplantı gündemi ile birlikte açıklanacağı belirtilmiştir⁹⁷.

Öte yandan Ayrılma Tebliği m. 10/3'de tüm HAAO'lar hakkında, *“bu maddenin ilk iki fıkrası 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*

⁹⁶ Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ, 12/6/2006 tarihli ve 26196 sayılı mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Muhtelif tarihlerde değişikliklere uğramış olup halen yürürlüktedir. Değişiklikler için bkz. Tebliğ'in başlangıç kısmı.

⁹⁷ II-16.1 sayılı Tebliğ m. 5/4'te söz konusu ilânın ortaklığın internet sitesinde ve Kurul'un özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde yayımlanacağı ifade edilmiştir. Yine aynı hükme göre, genel kurul toplantısı gündeminin TTSG'de ilânı sırasında değerlendirme raporunun nerede yayımlandığı hususunun ilân edilmesi yeterli olacaktır. Ayrıca bkz. yukarıda, s. 229-230.

yönetim kurulu kararından daha önce açıklama yapılmış olması halinde bu tarih ayrılma hakkı kullanım fiyatının tespitinde işlemin ilk defa kamuya açıklandığı tarih olarak kabul edilir.” hükmüne yer verilmiştir.

Böylelikle Tebliğ hükmü uyarınca kamuya açıklama yapılmama ya da mevzuata uygun açıklama yapılmama durumlarında bile, kullanım fiyatının belirlenmesinde dikkate alınacak sürenin tespitinde yararlanılacak olan, kamuya açıklanma tarihinin belirlenmesine ilişkin kıstaslar konulmuştur. Yani Kurul tarafından her halükarda hesaplamada yararlanılacak bir zaman aralığı öngörülmüş olup, böyle bir zaman aralığının dikkate alınmayacağı bir fiyat hesaplama süreci, bir istisnai hal bile söz konusu edilmemiştir.

Ayrılma hakkının kullanılacağı önemli nitelikteki işlemle ilgili olarak birden fazla özel durum açıklaması yapıldığı takdirde⁹⁸, fiyatın belirlenmesinde “*fiyat, tutar, oran ya da değerlendirme sonucu ve benzeri bilgilere yer verilmesi veya işlemin o aşamada kesin olup olmadığı hususları aranmaksızın, yapılması planlanan işleme ilişkin niyetle ilgili olarak kamuya yapılan ilk açıklama tarihi esas alınır.*” hükmüne yer verilmiştir (Ayrılma Tebliği, m. 10/4). Dolayısıyla ayrılma hakkının tanınacağı işlemle ilgili olarak, en ufak bir niyet açıklaması dahi, kesinlik ve detay içermese bile Kurul tarafından ilk açıklama olarak dikkate alınmaktadır. Ancak kanaatimizce hükmün ilk açıklama tarihi esas alınır şeklindeki düzenlemesi özellikle pay sahiplerinin çıkarlarının korunması açısından meseleye yaklaşıldığında isabetli olmamıştır. Nitekim bir takım manipülatif açıklamalarla ortalık YK’larının nasıl olsa ilk açıklamanın esas alınacağını öngörerek, ilk açıklamada fiyatı bilinçli olarak düşük tutmak ya da başkaca şekillerde açıklama yapmak ve sonrakilerde farklı hareket etmek yoluyla bu hükmü istismar etmesi ihtimali oldukça yüksektir.

Ayrılma Tebliği m. 10/5’e göre, yukarıda üç ve dört numaralı fıkralara ilişkin açıklamalarımızda yer verdiğimiz ayrılma hakkı kullanım fiyatının belirlenmesine ilişkin süreçler, önemli nitelikteki işlemin yapılamayacağının anlaşılmasına veya yapılmasından vazgeçildiğine ilişkin özel durum açıklamasının yapıldığı tarihten itibaren bir yıl geçmesi durumunda yeniden başlayacaktır.

⁹⁸ Özel durumlara ilişkin açıklama yükümlülüğüyle ilgili olarak bkz. Özel Durumlar Tebliği, m. 21.

Anılan hükme göre ayrılma hakkı kullanım fiyatının hesaplanması için üçüncü ve dördüncü fıkralarda belirtilen hesaplama işlemlerinin revize edilmesine, her ne kadar işlemten vazgeçildiği ya da yapılamayacağı ilân edilse bile, işlemin bir vesileyle tekrar gündeme gelmesi halinde, açıklama tarihinden itibaren bir senelik süre zarfında gerek bulunmayacaktır. Yani Kurul düzenlemesi uyarınca yapılan fiyat hesaplaması bir sene süre ile geçerli kalmaktadır. Ne var ki, bu düzenleme de istimar edilmeye açık olan ve en azından pay sahiplerinin çıkarları açısından isabetli olmayan bir düzenleme görüntüsü vermektedir. Yapılan fiyat hesaplamasının bir sene gibi hayli uzun bir süre geçerli kabul edilebilmesi, pay sahiplerinin çıkarlarının korunması, ayrılma hakkıyla hedeflenen amaçlar ve hakkın işlevselliği açılarından yerinde değildir. Hele ki, borsa gibi fiyatların sürekli değiştiği bir ortamda payları işlem gören AO'larda bu hükmün uygulanması önemli sorunlara yol açabilecek niteliktedir.

Ayrılma hakkı kullanım fiyatına ilişkin bir diğer önemli düzenleme de Ayrılma Tebliği m. 10/6 hükmüyle getirilmiştir. Daha önce gündem bağlamında kısmen ele aldığımız⁹⁹ fıkra hükmü uyarınca, “...her bir önemli nitelikteki işlemin ayrı bir gündem maddesi olarak görüşülmesi ve 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 işleyen pay sahiplerine ödenecek ayrılma hakkı kullanım fiyatının belirlenmesinde, ilgili ortağın olumsuz oy kullandığı tüm önemli nitelikteki işlemlere ilişkin ayrılma hakkı kullanım fiyatlarının en yükseğinin dikkate alınması gerekir.”

Kurul bu düzenleme ile pay sahibinin menfaatlerini ön planda tutan bir yaklaşım sergilemiş olup, fıkra hükmü ile getirilen bu tercihin bir açıdan bakıldığında ayrılma hakkının amaçlarıyla¹⁰⁰ da uyum halinde olduğu söylenebilir. Zira bir genel kurul toplantısında ayrılma hakkının tanındığı birden fazla önemli nitelikteki işlem oylanabilir ve şayet Ayrılma Tebliği m. 11/5’de¹⁰¹ öngörüldüğü üzere ayrılma hakkının kullanımını devre dışı bırakan özellikli bir durum yok ise,

⁹⁹ Bkz. yukarıda, s. 228.

¹⁰⁰ Bkz. yukarıda, s. 85 vd. Atıf yapılan kısım içerisinde özellikle bkz. A alt başlığı.

¹⁰¹ Bkz. yukarıda, s. 212.

pay sahibi hukuken her bir işlem nedeniyle birbirinden bağımsız olarak ayrılma hakkından faydalanamayacağından, bunlardan fiyat bakımından kendisi için en elverişli olanından yararlandırılması pay sahibi çıkarlarına uygundur. Ne var ki, bir başka açıdan meseleye yaklaşıldığında ise, düzenlemenin mevcut haliyle pay sahibini, iradesi o yönde olmasa bile aslında uygun gördüğü bir işlem aleyhine olumsuz oy kullanmak durumunda bırakması ihtimali ciddi ölçüde söz konusudur. Ancak bu durumda da, Ayrılma Tebliği uyarınca hakkın oran ya da maliyet şartına bağlı olarak kullandırabilmesinin, fiyatı en yüksek işleme fazla talep olması halinde ortaklığı ek maliyet riskinden kurtarabileceği, fakat bu takdirde ortaya çıkan sonucun işlemin engellenmesi riskini doğuracağı da bir gerçektir. Hüküm kapsamında söz konusu olabilecek fiyat avantajının ise, ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikteki işlemlerin kamuya açıklanma tarihleri arasındaki –olabilecek olan- farklılıktan ötürü, hesaplama temel oluşturan zaman aralıklarının da farklılık gösterecek olmasından kaynaklanacağını belirtmekte fayda vardır. Öte yandan ortaklığın, bu şekilde oluşabilecek fiyat farklılığını ya da pay sahipleri açısından yaklaşıldığında fiyat avantajını bertaraf etmek amacıyla Ayrılma Tebliği m. 10/5 hükmünden yararlanabilmesi de ihtimal dâhilindedir.

Yukarıda¹⁰² ayrılma hakkının bu hakka yer veren tüm hukuk düzenlerinde ayırt edici özelliklerinden birisinin pay sahiplerinin paylarının adil bir değer¹⁰³ üzerinden satın alınması olduğunu belirtmiştik. Bu başlık altında değindiğimiz Ayrılma Tebliği m. 10/2’de de, borsada işlem görmeyen HAAO’lar bakımından ayrılma hakkı kullanım fiyatının belirlenmesinde, bu fiyatın adil ve makul olduğunun tespiti amacıyla Kurul’un ilgili düzenlemeleri doğrultusunda bir değerlendirme raporu hazırlanması gereğinden bahsedilerek adil değer kavramına atıf yapılmıştır.

Borsa AO’lar hakkında ise, bu başlığın en başında ifade ettiğimiz üzere, kanun koyucu tarafından, SerPK m. 24/1 ve Ayrılma Tebliği m. 10/1’de adil değer ya da bu kavramı ifade edecek başka bir kavrama yer verilmemiş, bunun yerine doğrudan ayrılma hakkı kullanım fiyatının, yani satın almaya konu pay değerinin

¹⁰² Bkz. yukarıda, s. 118.

¹⁰³ Bu kavram Amerikan hukukunda kullanılan *fair value* teriminin karşılığı olarak ve bizim de katıldığımız üzere doktrinde (bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 121; Turan, **Ayrılma Hakkı**, s. 75.; Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 702.) kullanılmakta olup aşağıda ele alınacağı üzere, esasen ayrılma hakkı kapsamında, tüm hesaplama yöntem ve kriterlerini de içine alacak şekilde geniş kapsamda pay bedeli-fiyatı-değeri anlamına gelmektedir.

tespit edileceği yöntem gösterilmiştir. Aslında bir anlamda söz konusu düzenlemeyle adil değerin nasıl belirleneceği ya da adil değer kavramının bu düzenlemeler uyarınca neyi ifade ettiği belirlenmiş olmaktadır.

Biz öncelikle kavramsal önemine, hukukumuz ve karşılaştırmalı hukuktaki ayrılma hakkı kullanım fiyatının belirlenmesindeki rolüne binaen adil değer kavramı üzerinde duracağız, sonrasında ise karşılaştırmalı hukukta adil değerin tespiti ya da değer tespit yöntemleri hakkında bilgi vereceğiz.

A. Adil Değer Kavramı

Adil değer kavramına karşılık gelmek üzere mevzuatta çeşitli tabirler kullanılmaktadır. Örneğin Türkiye Muhasebe Standartları'nda gerçeğe uygun değer kavramı kullanılmış olup, bu kavram 32. no'lu standartta¹⁰⁴ da tanımlanmıştır. Adil değer kavramına ilişkin olarak karşılaştırmalı hukuk incelendiğinde, söz konusu kavramı karşılayan çeşitli tabirler kullanıldığı görülmektedir. Örneğin ABD hukukunda *fair value* (adil değer), *true value* (gerçek değer), *true market value* (gerçek pazar değeri) veya *intrinsic value* (gerçek veya asıl değer) tabirleri kullanılmaktadır¹⁰⁵. Alman hukukunda ise *angemessene Abfindung* (uygun karşılık - tazminat) tabiri kullanılmaktadır. İsviçre doktrininde bu kavram *wirkliche Wert* (gerçek değer) şeklinde ifade edilmektedir¹⁰⁶. Doktrinde bu kavramlar içerisinde pay değerini ifade etmek üzere adil değer kavramının kullanılmasının en isabetlisi olacağı, böylelikle hem pay değerinin hesap edilmesinde kullanılan kriter ve yöntemlerin de yansıtılacağı, hem de uygulamada çıkabilecek yorum karışıklıklarının önlenebileceği ifade edilmiştir¹⁰⁷.

1. Pay Değeri Kavramı

Adil değer kavramının bir anlamda pay değerini ifade ettiğini veya pay değerini de içine alan bir kavram olduğunu bir önceki başlıkta ifade etmiştik. Dolayısıyla pay değeri kavramının anlamı üzerinde durmakta fayda vardır.

¹⁰⁴ Finansal Araçlar: Sunum, 28/10/2006 tarih ve 26330 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmış ve muhtelif tarihlerde değiştirilmiştir.

¹⁰⁵ Siegel, **Appraisal**, s. 135.

¹⁰⁶ Salis-Lütolf, **Fusionsgesetz**, s. 44.

¹⁰⁷ Bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 122. Yazar uygulamada çıkabilecek karışıklıklara örnek olarak mülga TK'nın, meri TK'ya alınmayan m. 418/3 hükmündeki gerçek değer ifadesini örnek göstermektedir.

Payın değeri kavramı, değerlemenin¹⁰⁸ yapıldığı amaç ve yöneme göre değişkenlik arzeden bir kavramdır. Fiyat kavramı da değerden farklıdır. Zira fiyat kavramı mal ve hizmetlerin satın alınması için ödenen para miktarı olup, arz, talep, ekonomik ve siyasi koşullara göre değişiklik göstermektedir¹⁰⁹. Ancak netice itibariyle pay fiyatı da benzer şekilde ortaklığın mevcut koşulları doğrultusunda belirlendiğinden konumuz kapsamında kullanılabilir nitelikte olmakla birlikte, tarafımızca açıkladığımız nedenlerden tercih edilmemiştir.

Pay senedi değerlemesi konusunda temelde altı farklı değer mevcut olduğu söylenebilir¹¹⁰. Ancak bunlardan defter değeri ve piyasa değeri kavramları ön plana çıkmaktadır. Defter değeri, firmanın bilançosunda yer alan öz sermayenin hisse adedine bölünmesi durumunda bulunan değeridir. Piyasa değeri ise, alım satım değeri ve gerçek piyasa değerini içeren bir kavramdır¹¹¹. Nitekim gerçek piyasa değeri ile adil değer arasında benzerlik olduğu ifade edilmektedir¹¹².

Payın gerçek değerinin; muhasebe ve finans alanlarında ortak bir şekilde, payın, işletmenin malî yapısı ile ilgili çeşitli faktörlere göre değerlendirilmesiyle oluşan değerini ifade ettiği söylenebilir¹¹³. Böylelikle işletme değeri ile pay değeri arasında doğrudan bir ilişki olduğu söylenebilir¹¹⁴.

2. Adil Değerin Belirlenmesinde Dikkate Alınacak Ölçütler

İşletme değerinin, onun mali yapısının ilgili çeşitli faktörlere göre değerlendirilmesi neticesinde bulunduğundan ötürü, adil değer de, somut olarak her bir değerlemenin özel şartları dikkate alındığında ortaklık açısından en adil ve hakkaniyetli değeri ifade ettiği bir görüş tarafından ileri sürülmüştür¹¹⁵. Bu nedenle

¹⁰⁸ Değerleme kısaca değer ölçülmesi anlamına gelmektedir. Bkz. Ümit Ataman, Halil Kibar, **Hisse Senedinin Gerçek Değerinin Hesaplanması**, Türkmen Kitabevi, İstanbul 1999, s. 62.

¹⁰⁹ Nurhan Aydın, “Birleşme ve Satın Almalarda İşletme Değerlemesi”, **Şirket Birleşmeleri**, (Ed. Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner), Alfa Kitabevi, İstanbul 2004, s. 194.

¹¹⁰ Bu değerler; nominal (itibari) değer, ihraç değeri, defter değeri, tasfiye değeri, teorik (içsel) değer ve piyasa değeri şeklinde ifade edilebilir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Mete Doğanay, Ramazan Aktaş, **Hisse Senedi Değerlemesi**, Sakarya Üniversitesi Sürekli Eğitim Uygulama ve Araştırma Merkezi, s. 3, (Çevrimiçi) <http://www.kgk.sakarya.edu.tr/>, (Son Erişim Tarihi: 7 Kasım 2014).

¹¹¹ Ataman, Kibar, **a.g.e.**, s. 74; Piyasa değeri kavramı hakkında değerlendirme ve eleştiriler için bkz. Frederik Ruthardt, Dirk Hachmeister, “Der Verkehrswert des Unternehmens als rechtliche Wertkategorie”, **NZG**, 2014, Heft 23, s. 885-892.

¹¹² Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 122.

¹¹³ Ataman, Kibar, **a.g.e.**, s. 74.

¹¹⁴ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 123.

¹¹⁵ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 123.

yapılacak hakkaniyete uygunluk değerlendirmesinde ayrılma hakkının amaçlarının göz önünde tutulması gerektiği, yalnızca pay sahibine en yüksek şekilde belirlenecek değer ödenmesi değil, aynı zamanda ortaklığın çıkarının da gözetilmesi gereği bulunmaktadır.

Payın değerinin belirlenmesinde zaman faktörü de göz önünde tutulması gereken başka bir faktördür. Zira payın değeri zamana göre değişiklik gösterir. Ayrılma hakkının fonksiyonlarından biri de önemli nitelikteki işlem neticesinde pay sahibinin payını uygun fiyattan devredememe ya da hiç devredememe riskine karşı korunması olduğundan, payın değerinin tespit edileceği zamanın, işlemin etkisini göstermeye başlayacağı zamandan önceki bir zaman olması gerekir¹¹⁶.

Nitekim MBCA m. 13.01.4.i’de *fair value* (adil değer) tanımının bir unsuru olarak, bu değer önemli nitelikte işlemin etkilerinin doğmasından hemen önceki dönemde belirlenmesi gerektiği ifade edilmiştir.

Alman hukukunda da, UmwG m. 30/I’de benzer şekilde, değerlemenin önemli işlemle ilgili kararın alındığı tarih itibarıyla yapılacağı ifade edilmiştir. Alman hukukunda *Stichtagsprinzip* (değerleme tarihi ilkesi) adıyla anılan ilke uyarınca değerlemenin, önemli işleme ilişkin kararın etkilerinin bulunmadığı bir tarihte yapılması gerekir¹¹⁷.

Payın değeri hesaplanırken ortaklığın değeri esas alınacağından, ortaklığın değerini belirleyen faktörler, payın değerinin belirlenmesinde de etkili olacaktır¹¹⁸. Söz konusu faktörlere ilişkin olarak doktrinde üç alternatif ölçünün kullanılabileceği ileri sürülmüştür. Bunlar; piyasa değeri, işletmenin satış değerini ifade eden net aktif değeri ile tecrübe, piyasada yaratılan etki gibi parayla ölçülemeyen değerlerin de hesaba katıldığı ortaklık değerinden ibarettir¹¹⁹.

¹¹⁶ Letsou, **Appraisal**, s. 1152: Yazar tarafından işlem öncesi değerin kullanılmaması durumunda işlemten kaynaklanan değer artışından işleme muhalefet eden pay sahiplerinin de yararlandırılmış olunacağı, ancak bu durumda ise işlemin gerçekleştirilmesinin olumsuz yönde etkileneceği ifade edilmiştir.

¹¹⁷ Bu hususta bkz. Schindler, **Austrittsrecht**, s. 132; Barbara Deilmann, **Hölters Aktiengesetz**, 2. Aufl., C. H. Beck, München 2014, AktG § 305 Abfindung, Rn. 31.

¹¹⁸ Bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 125.

¹¹⁹ Söz konusu ölçütler hakkında geniş bilgi için bkz. Lawrence A. Hamermesh, Michael L. Wachter, “The Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law”, **Delaware Journal of Corporate Law**, Vol. 31, 2005, (s. 119) s. 132-137.

Adil değerin hesaplanmasında hangi ölçütlerden yararlanılacağı konusu mahkeme kararlarında da kendini göstermiştir. Amerikan hukukunda Delaware yüksek mahkemesinin *Chicago Corp. v. Munds*¹²⁰ kararı önemli rolü haizdir. Zira bu kararlar pay sahibinin ayrılma hakkını kullanması neticesinde ortaklıktan ayrılması durumunda, sadece ortaklığın mevcut varlıkları üzerinde söz sahibi olmadığı, pay değerinin hesaplanmasında aynı zamanda gelecekte elde edebileceği muhtemel değerlerin de göz önünde bulundurulması gerektiği ifade edilmiştir. Söz konusu içtihat aynı mahkemenin *Tri-Continental Corp. v. Battye* kararında da devam ettirilmiştir¹²¹.

Alman hukukunda ise Alman Yüksek Mahkemesinin *Kali + Salz* kararı payların değerlemesi konusunda bir takım kriterler getirmiştir. Bu kararda özetle ayrılan pay sahiplerinin objektif kriterlere göre pay değeri açısından tatmin edilmesi gerektiği benimsenmiştir¹²².

3. Payın Niteliği ve Değeri Arasındaki İlişki

Başlıkta yer alan konu prensip olarak normal şartlarda, esas sözleşmede imtiyazlı payların öngörülmemiş olduğu durumlarda üzerinde tartışılması gereken bir mesele olarak görülemez. Zira eşit işlem ilkesi¹²³ gereği pay sahiplerine yapılacak ödemenin payları oranında eşit miktarda yapılması gerekir. Ancak bu durumda dahi, payın nama yazılı olduğu ve pay bedelinin tam olarak ödenmediği hallerde, yani kanuni bağlam durumunda, söz konusu nama yazılı paylara diğer nama ya da hamiline yazılı paylar gibi ayrılma hakkı bedeli ödenmesi uygun olmaz.

Esas sözleşmede imtiyazlı payların ya da çeşitli imtiyazlar tanınmış farklı pay gruplarının kararlaştırılmış olması durumunda ise yapılacak ödemenin aynı olmasının uygun olmayacağı söylenebilir¹²⁴. Konuya bu açıdan yaklaşan görüşe¹²⁵

¹²⁰ Shlomo Cohen, "Bell v. Kirby Lumber Corp.: Ascertaining "Fair Value" under the Delaware Appraisal Statute", *Columbia Law Review*, Vol. 81, No. 2 (Mar., 1981), pp. 426-440, s. 426.

¹²¹ Cohen, *a.g.e.*, s. 432 vd.; Ayrıca bkz. William J. Carney, Mark Heimendinger, "Appraising The Nonexistent: The Delaware Courts' Struggle With Control Premiums", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152, 2003, p. 852 vd.

¹²² Frank Wamser, *Spindler/Stilz Aktiengesetz*, 2. Auflage, C.H. Beck, München 2010, Rn. 75.

¹²³ Bkz. Yıldız, *Eşit İşlem*, s. 59 vd.

¹²⁴ Sönmez, *Ayrılma Hakkı*, s. 128.

¹²⁵ Sönmez, *Ayrılma Hakkı*, s. 128.

göre, bu durumda adil değer üzerinden ödeme yapılırken belirli bir primin¹²⁶ yapılacak ödeme tutarına eklemesi gerekir. Alman hukukunda oydan yoksun paylar bağlamında, bu türdeki paylara yapılacak ödemenin diğerlerinden farklı olabileceği doktrinde ele alınmıştır¹²⁷.

Amerikan hukukunda ise, bu konudaki gelişmeler daha farklı bir yönde ilerlemiştir. Bu açıdan iki farklı tartışma göze çarpmaktadır. Birincisi ayrılma hakkı genelde azınlık pay sahipleri tarafından kullanılan bir hak olduğundan ötürü, bu pay sahiplerine ödeme yapılırken bunların azınlık konumları dikkate alınarak özel bir indirim -*minority discount*- uygulanmalı mıdır, yoksa ortaklığın bütün olarak değeri üzerinden payları oranında mı ödeme yapılmalıdır. Azınlık konumları nedeniyle ödenecek tutardan iskonto yapılması, belirlenecek ayrılma hakkı kullanım bedelinden söz konusu indirimin yapılması anlamına gelecektir. ABD’de her ne kadar kimi eyaletlerde¹²⁸ bu anlayış hâkim olsa da, Delaware Yüksek Mahkemesi, kararlarında bu anlayışı kesin olarak reddetmiştir¹²⁹. Kaldı ki, bizce azınlığın oranı da bu konuda dikkate alınmayı gerektiren bir kıstas olabilir. Nitekim ortaklık üzerinde oluşturacağı maliyet ve karşılıklı menfaatlerin dengelenmesi açılarından bakıldığında, yüzde otuzluk azınlık ile binde ifade edilebilecek oranlardaki azınlığın bu açıdan konumları aynı olmamalıdır.

İkinci tartışma ise ortaklıklar topluluğu¹³⁰ durumunda, hâkim ortaklığın pay sahiplerine ayrılma hakkı ödemesi yapılırken belirlenecek değere ilâve olarak, bağlı ortaklıkların kontrolünü elinde bulunduran ortaklığın pay sahibi olduklarından ötürü, kontrol primi adı altında bir ödemenin yapılıp yapılamayacağı noktasındadır. Bu konuda Delaware Yüksek Mahkemesinin içtihadı söz konusu primin verilmesi

¹²⁶ Bu ifadeyle kastedilen teknik anlamında prim olmayıp imtiyaz nedeniyle ödenmesi gereken ilave tutardır.

¹²⁷ Rüdiger Veil, Spindler/Stilz, **Aktiengesetz**, 2. Auflage, C.H. Beck, München 2010, AktG § 305, Rn. 37.

¹²⁸ Bu eyaletlerle ilgili bilgi için bkz. Wertheimer, **Appraisal**, s. 643, dpn. 139.

¹²⁹ Makemenin bu yaklaşımına örnek olarak; *Cavalier Oil Corp. v. Harnett*, 564 A.2d 1137 (Del.1989), *In re Valuation of Common Stock of McLoon Oil Co.*, 565 A.2d 1997 (Me.1989) kararları gösterilebilir. Kararlar için bkz. The American Law Institute, **a.g.e.**, s. 324.

¹³⁰ Türk hukuku açısından ortaklıklar topluluğunun hangi halde oluştuğu, bu konuda TK m. 195 ve Ticaret Sicil Yönetmeliği m. 105 düzenlemesi arasındaki farklar için bkz. yukarıda s. 49, dpn. 186.

yönünde olmuştur¹³¹. Esasen bu durumda, kanaatimizce böyle bir primin, hâkim ortaklıkta sadece pay sahibi konumunda olan ve bağlı ortaklıkta kontrol sahibi konumunda bulunmayan pay sahiplerine ödenmesinin haklılığı bulunmamaktadır.

Kara Avrupası hukukunda, yukarıda ele aldığımız ve ABD hukukunda yer bulan, kontrol primi ödemesi ve azınlık indirimi uygulaması meseleleri benimsenen ve uygulaması olan konular olmamıştır. Anılan konuların anglo-sakson hukukuna özgü olan ve Kara Avrupası hukukunda mevzuatta dayanağı bulunmayan hususlar olduğu söylenebilir¹³². Ancak sadece mevzuatta bulunmamasından ötürü bu gibi faktörlerin adil değerin hesaplanmasında dikkate alınmaması gerektiğini söylemek de yeterli olmayacaktır. Diğer yandan bu şekildeki uygulamaların eşit işlem ilkesine aykırı olacağı ifade edilmiştir¹³³. Ne var ki, bu görüşe karşı da, hakkın uygulanması bakımından farklı konumlardaki pay sahipleri arasında nispi eşitliğin söz konusu olduğu, dolayısıyla bu hususu hiç gözetmeyen mutlak bir eşitlik yaklaşımının isabetli olmayacağı ileri sürülebilir.

B. Karşılaştırmalı Hukukta Değer Tespit Yöntemleri

Ayrılma hakkına ilişkin olarak pay değerinin belirlenmesinde kullanılacak yöntemler konusu, bu hakka hukuklarında yer veren ABD başta olmak üzere belli başlı ülke hukuklarında önemli yer tutmuştur. Bu nedenle biz de aşağıda bu konuda önde gelen bazı ülke hukukları açısından konuyu ana hatlarıyla ele almayı uygun görmekteyiz.

1. ABD Hukuku

Bu konuyla ilgili olarak Delaware Yüksek Mahkemesinin içtihatları ABD hukukunu yönlendirmiştir. Konuyla ilgili çeşitli kaynaklarda¹³⁴ da açıklandığı üzere, ayrılma hakkı kullanımında pay değer tespit yöntemi olarak ABD hukukunda önceleri uzun yıllar *Delaware Block Method* adıyla anılan yöntem başlıca değer tespiti yöntemi olarak uygulanmıştır.

¹³¹ Örnek olarak bkz. *Rapid-American Corp. v. Harris* ve *M.G. Bancorporation, Inc. v. Le Beau* kararları. Carney, Heimendinger, **a.g.e.**, s. 854-855.

¹³² Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 129-130.

¹³³ Ulrich Ransch, “Die Bewertung von Unternehmen als Problem der Rechtswissenschaften”, **AG**, Heft. 8, 1984, s. 207

¹³⁴ Özdoğan, **Ayrılma Hakkı** s. 741 vd.; Develi, **Ayrılma Akçesi**, s. 457; Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 132-133.

Ağırlıklı ortalama değer şeklinde de isimlendirilen bu yöntemde ortaklığın, piyasa değeri, aktif değeri ve gelirleri esas alınarak, bu verilerden ağırlıklı ortalama fiyat hesaplanmakta ve bulunan rakam pay sayısına bölünmekte ve adil değer ya da pay değeri bu şekilde tespit edilmektedir¹³⁵. Söz konusu yöntemde, bu üç değerden hangisinin ne ağırlıkta dikkate alınacağı, mahkemeler tarafından her somut olayın kendi özelliği dikkate alınarak belirlenmektedir¹³⁶.

Ancak bu değerlendirme yönteminin hâkimiyeti ABD hukukunda Delaware Yüksek Mahkemesinin 1983 yılında vermiş olduğu ve bu alanda dönüm noktası olarak kabul edilen *Weinberger v. UOP, Inc.*¹³⁷ kararına kadar devam etmiştir. Bu kararlar değerlendirilmede kabul görmüş tüm finansal tekniklerin uygulanabileceğine hükmedilmiştir¹³⁸. Bu içtihadattan sonra mahkeme kararlarında daha ziyade, gelecekte öngörülen nakit akışlarının belirli bir iskonto oranı ile bugünkü değerinin bulunması şeklinde ifade edilebilecek olan, indirgenmiş nakit akımları (*DCF-discounted cash flows*) metodu kullanılmaya başlanmıştır¹³⁹.

Bunların yanı sıra ABD hukukunda ayrılma hakkının kullanımında pay bedellerinin faiziyle birlikte ödenmesine ilişkin düzenlemeler mevcuttur (MBCA m. 13.24 (a), DGCL m. 262 (h)). Bu düzenlemelerden MBCA’da faiz ödemesi zorunlu olarak yer almış, DGCL’de ise faiz ödenmesi mahkemenin takdirine bırakılmıştır¹⁴⁰. Nasıl bir faiz oranı uygulanacağı konusunda ise; ortaklığın nakit borçları için ödediği faiz oranı, kısa, orta ve uzun vadeli devlet tahvillerine uygulanan faiz oranı veya banka ya da yasal faiz oranları gibi oranların mahkeme kararlarında tercih edildiği görülmektedir¹⁴¹.

¹³⁵ Welch, Turezyn, **a.g.e.**, s. 625;

¹³⁶ Söz konusu değerlerden hangisinin ağırlığının fazla olması gerektiği meselesinin taraflar arasında ihtilaf doğurmasının kaçınılmaz olduğu konusunda bkz. Michael R. Schwenk, “Valuation Problems In The Appraisal Remedy”, **Cardozo Law Review**, 1994, No.16, s. 660; Yöntem hakkında ayrıntılı değerlendirme için bkz. Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 743.

¹³⁷ Alan R. Palmiter, **Corporations**, 6th Edition, Wolters Kluwer, New York 2009, s. 705.

¹³⁸ Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, **The Economic Structure of Corporate Law**, Fourth Edition, Harvard University Press, USA 1998, s. 154.

¹³⁹ Palmiter, **a.g.e.**, s. 705.

¹⁴⁰ The American Law Institute, **a.g.e.**, s. 343; Siegel, **Appraisal Rights**, s. 141-142.

¹⁴¹ Welch, Turezyn, **a.g.e.**, s. 629.

2. Alman Hukuku

ABD hukukunda olduğu üzere Alman mevzuatında da ayrılma hakkında adil değerin belirlenmesine yönelik özel bir hüküm bulunmamaktadır. Bu konuda Alman doktrininde çeşitli yöntemlerin kullanılabileceği ifade edilmiştir¹⁴².

Söz konusu değerlendirme yöntemlerinden en çok tercih edilenleri; gelirlerin değerlemesi¹⁴³, varlık değeri¹⁴⁴ ve ortalama değer¹⁴⁵ yöntemleridir.

Bu konudaki mahkeme içtihatlarına bakıldığında, borsa fiyatı ve adil değer ilişkisi konusunda zamanla değişik değerlendirmelerin olduğu gözlemlenmektedir. Alman Anayasa Mahkemesi¹⁴⁶'nin *DAT/Altana* kararı öncesinde, payların borsa fiyatının değerlemede dikkate alınmaması yönünde bir eğilim varken, bu karar sonrasında çeşitli yöntemlere göre belirlenecek fiyatın borsa fiyatından düşük olamayacağı prensibi benimsenmiştir¹⁴⁷.

Ayrılma hakkı ödemesinde pay sahiplerine faiz ödenmesine ilişkin olarak da yine hem UmwG hem de AktG'de hükümler bulunmaktadır. Zira UmwG m.30'un, m. 15'e atfı dolayısıyla birleşmenin tescil edildiğinin ilânından sonraki günden başlamak üzere BGB m. 247 uyarınca hükmedilecek yıllık baz faiz oranının %5 puan fazlası üzerinden faiz ödenmesi öngörülmektedir¹⁴⁸. Nitekim AktG m. 305'te de benzer şekilde hakimiyet ya da kar devri anlaşmasının yürürlüğe girdiği tarihten sonraki günden başlamak üzere BGB m. 247 uyarınca hükmedilecek yıllık baz faiz oranının %5 puan fazlası üzerinden faiz ödenmesi öngörülmektedir.

3. İtalyan Hukuku

İtalyan hukukunda borsa AO'larda ayrılma hakkında pay değeri, ayrılma hakkını doğuran işleme ilişkin kararın alındığı genel kurul toplantısının ilânından

¹⁴² Karlheinz Küting, Jochen Cassel, Christoph Ruiner, "Unternehmensbewertung im IFRS-Abschluss: Das Methodenspektrum zur Fair Value-Ermittlung", **DStR**, Heft 21, 2012, s. 1048; Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 133.

¹⁴³ *Ertragswertmethode*, bilgi için bkz. Schindler, **Austrittsrecht**, s. 132.

¹⁴⁴ *Substanzwertverfahren*, bilgi için bkz. **A.e.**, s. 132.

¹⁴⁵ *Mittelwertverfahren*, bu yöntem ve diğer anılan yöntemler hakkında bilgi için bkz. Koch, **Hüffer Aktiengeste**, AktG § 305 Abfindung, Rn. 24-28.

¹⁴⁶ *Bundesverfassungsgericht*, **BVerfG**.

¹⁴⁷ Karar hakkında detaylı bilgi için bkz. "BVerfG: Berücksichtigung des Börsenkurses bei Abfindungsbestimmung für außenstehende Aktionäre", **NJW**, Heft 51, 1999, s. 3769 vd.; Thomas Bückner, "Die Berücksichtigung des Börsenkurses bei Strukturmaßnahmen – BGH revidiert DAT/Altana", **NZG**, Heft 25, 2010, s. 967 vd.

¹⁴⁸ Stratz (Schmitt/Hörtnagl/Stratz), **UmwG**, UmwG § 15 Verbesserung des Umtauschverhältnisses, Rn. 31-34.

önceki altı aylık süreçteki ortalama pay değerine göre belirlenmektedir¹⁴⁹. Söz konusu altı aylık verinin, ortaklığın pay senetlerinin işleme kapatılmış olması gibi sebeplerden ötürü sağlanamadığı durumlarda, hemen aşağıda değineceğimiz, kapalı AO'ların paylarının değerlendirilmesine ilişkin hükümlerden yararlanılabilmektedir¹⁵⁰.

Kapalı AO paylarının değerinin tespitinde ise, 2003 yılında İtalyan Medeni Kanunu C.c.'de yapılan reform öncesinde paylar defter değerlerine göre değerlendiriliyordu. Söz konusu reform sonrasında adil değer kriterini esas alan yeni C.c. m. 2437(ter) hükmü uyarınca değer belirlenmesinde ortaklığın varlıkları, borçları ve kazançları, iskonto edilmiş nakit akımlar yöntemi ve piyasa değerinden yararlanılarak bir arada işleme tabi tutulmaktadır¹⁵¹.

IV. HAKKIN KULLANILMASINDA/KULLANDIRILMASINDA İZLENECEK YÖNTEM

Ayrılma hakkının kullanımı için yukarıda¹⁵² açıkladığımız gerekli şartların yerine getirilmesi ya da gerekli şartları haiz olunması durumunda, bu hak pay sahibinin tek taraflı irade beyanı ile kullanılacaktır¹⁵³.

Ayrılma Tebliği m. 9/6 uyarınca, ayrılma hakkını doğuran işleme ilişkin aynı Tebliğ m. 7 hükmüne göre gereken yetersayılar ile genel kurulda karar alınmasını takiben en çok altı işgünü içerisinde ayrılma hakkının kullanılmasına başlanmak zorunluluğu vardır. Başlama tarihinden itibaren ise en az on en fazla ise yirmi iş günü içerisinde ayrılma hakkının kullanımı zorunludur. Her ne kadar hükmün lafzında zorunluluk olduğu şeklinde kesin bir ifade kullanılmış ise de, kanaatimizce Tebliğ'in bu hükmünü bir düzen hükmü olarak değerlendirmek gerekir ve aykırılık halinde, örneğin GK kararından itibaren bir ay içerisinde hakkın kullanılmaya başlanması şeklindeki bir uygulamanın, mutlak anlamda söz konusu işlemin geçersizliğine yol açmayacağı söylenebilir. Böyle bir durumda Kurul'un SerPK uyarınca sahip olduğu yaptırım yetkileri devreye girebilecek olmakla birlikte, pay sahiplerinin de gecikmeden dolayı tazminat talepleri söz konusu olabilecektir.

¹⁴⁹ Ventrizzo, **Withdrawal Rights**, s. 66; Söz konusu yöntemin zorunlu çağrıda fiyatın tespit edilmesinde kullanılan bir yöntemle benzediği yönünde bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 136.

¹⁵⁰ Ventrizzo, **Withdrawal Rights**, s. 66.

¹⁵¹ Ventrizzo, **Withdrawal Rights**, s. 66.

¹⁵² Bkz. yukarıda s. 225 vd.

¹⁵³ Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 37.

Mevzuatımızda Ayrılma Tebliği m. 9/7 ayrılma hakkının aracı kurum vasıtasıyla kullanılmasını zorunlu kılmaktadır¹⁵⁴. Borsa AO'lar dışındaki HAAO'larda ise aracı kurum kullanma zorunluluğuna, ortaklığın talebi ve Kurulca uygun görülmesi halinde muafiyet tanınabilecektir. Yine söz konusu hükümde, “...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 ve genel hükümler doğrultusunda teslim ederek satışı gerçekleştirir...” açıklamasına yer verilmek suretiyle işleyişe ilişkin detaylar düzenlenmektedir. Aynı fıkranın diğer bir önemli hükmü uyarınca ise, pay sahiplerine ayrılma hakkına ilişkin ödemenin en geç pay teslim-satış gününün ertesi işgünü yapılması zorunlu tutularak, ayrılma hakkının kullanımında ödemenin geciktirilmesi önlenmek istenmiştir.

Bu işleyiş biçiminin; hakkı kullanacaklar için pay bedellerinin genel kurul ilânında bildirimi, daha sonra da hakkı kullanacak pay sahibinin paylarının HAAO tarafından satın alınması suretiyle gerçekleştiğinden, özünde bir satış sözleşmesi niteliğinde olduğu ve taraflar arasında öneri ve kabul şeklinde gerçekleştiği tespiti yapılmıştır¹⁵⁵. Bu yaklaşıma göre hakkın işleyişine ilişkin özellikli hususlar dikkate alınmak kaydıyla satış sözleşmesinde alıcı ve satıcı arasında söz konusu olan mükellefiyetlerin ve dolayısıyla satıcının ayıba ve zapta karşı tekeffül yükümlülüklerinin doğacağı da prensip olarak söylenebilir. Bu durumda örneğin ayrılma hakkını kullanacak olan pay sahibinin bir holding AO olması ve paylarına ilişkin devir bilgilerini hakkın kullanıldığı ortaklıktan gizleyerek GK'da ayrılma hakkını kazandıktan sonra ancak hakkı kullanmadan önce payları üzerinde üçüncü kişiler lehine tasarruflar yapması ve sonrasında da meşru malikmiş gibi hakkı kullanması hallerinde söz konusu tekeffül hükümleri devreye girebilir. Bu kapsamda TK m. 23 hükümleri de uygulama alanı bulabilecektir. Kanaatimizce HAAO tarafından genel kurul toplantısı öncesinde öneriye davette bulunulmakta, sonrasında ise hakkı kullanabilecek durumda olan pay sahibi öneriyi kabul ettiğini ortaklığa

¹⁵⁴ Aracı kurum vasıtasıyla hakkın kullanılmasının öngörülmesinin nedeninin, payların borsada işlem gören fiyat üzerinden ağırlıklı ortalama esas alınarak ödenmesi olduğu yönündeki tespit için bkz. Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 39.

¹⁵⁵ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 141.

bildirmekte ve genel kurul ilânında belirtilen esaslar çerçevesinde işlem payların satın almasıyla sonuçlanmaktadır¹⁵⁶.

Ayrılma Tebliği m. 10/7’de, ayrılma hakkı bedelinin nakden ve tam olarak ödenmesi gerektiği prensibi ortaya koyulmaktadır. Bu şekilde hakkın etkin ve pay sahiplerinin çıkarlarını en geniş şekilde koruyacak şekilde işlemesinin amaçlandığı tespiti yapılabilir.

Ayrılma Tebliği m. 10/8’de ise, ayrılma hakkının kullanılması dolayısıyla geri alınan paylar konusunun SPK’nın düzenlemelerine tabi olacağı belirtilmiş, ancak söz konusu düzenlemedeki oran sınırının uygulanmayacağı hükmüne yer verilmiştir. Böylelikle yukarıda¹⁵⁷ ele alınan, payların geri alınmasına ilişkin II-22.1 sayılı Tebliğ’in TK m. 379 vd. hükümleriyle benzeşen m. 9 hükmü gündeme gelmektedir. Bu madde hükmüne göre “(1) Ortaklıkların bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde geri alınan paylarının nominal değeri, daha önceki alımlar dahil ortaklıkların ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşamaz...(2) Payları borsada işlem gören ortaklıkların geri alınan payları borsada işlem gören nitelikte olmalı ve geri alım işlemleri yalnızca borsanın ortaklık paylarının işlem gördüğü pazarında gerçekleştirilmelidir...(3) Geri alınan payların toplam bedeli, Kurul düzenlemeleri çerçevesinde kâr dağıtımına konu edilebilecek kaynakların toplam tutarını aşamaz...”

Bu durumda alıntılanan dokuzuncu maddenin birinci bendinde yer alan yüzde on’luk sınır, Ayrılma Tebliği m.10/8 uyarınca uygulanmayacaktır. Dolayısıyla Ayrılma Tebliği ile II-22.1 sayılı Tebliğ m.9/3’de yer alan payların geri alınmasına ilişkin satın alınmanın yapılabileceği kaynak ve payların niteliği konusundaki diğer sınırlamaların uygulanacağı, Ayrılma Tebliği’nin anılan hükmü ile de teyit edilmiş olmaktadır.

Geri alınan paylarla ilgili olarak bu payların akıbetinin ne olacağı cevaplanması gereken bir sorudur. II-22.1 sayılı Tebliğ m. 19/1’in, aynı Tebliğ m. 9’a yaptığı atıf dolayısıyla ortaklık sermayesinin yüzde onunu aşmayan ve kar dağıtımına konu kaynakların toplam tutarını aşmayan orandaki paylar elde tutulabilecektir. Anılan Tebliğ m. 19/3, bu iki şarttan yüzde on’luk oran şartını aşan

¹⁵⁶ GK toplantısı öncesi icapta bulunulduğu görüşü için bkz. Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 38.

¹⁵⁷ Bkz. yukarıda s. 105 ve orada işaret edilen Kurul duyurusu.

durumdaki payların herhangi bir kayba yol açmadan devirleri mümkün olur olmaz ve her halükarda üç yıl içinde elden çıkartılması veya bu süre içerisinde elden çıkarılmayan payların ise sermaye azaltımı suretiyle derhal itfa edilmesi gereğinden bahsetmektedir. TK m. 385'te ise bu süre altı ay olarak belirlenmiş olup, esasen HAAO'lar bakımından payların elden çıkarılması çok daha kolay olduğu halde Tebliğ düzenlemesinde sürenin daha uzun olarak belirlenmesi, aynı zamanda piyasa oyuncusu olan bu tür ortaklıklara daha fazla bir hareket serbestisi tanınması ve özellikle borsa AO'lar açısından zaten piyasa fiyatı belirli olan payların, orta ve uzun vadedeki piyasa dalgalanmaları da gözetilerek, ortaklık tarafından mümkün olan en kazançlı şekilde elden çıkarılmasının sağlanması amacıyla düşünülmüş olabilir. Söz konusu süre zarfında bu durumdaki payların en azından itfa edilmemesi halinde öncelikle Tebliğ m. 22 uyarınca YK'nın sorumluluğuna gidilebilecek olup, zaten Tebliğ m. 18 hükümleri uyarınca TK sisteminde olduğu üzere, söz konusu paylardan kaynaklanan hakların donma durumu devam edecektir. Aynı Tebliğ m. 19/2 hükmü ise, Tebliğ hükümlerine aykırı olarak iktisap edilen payların bir yıl içerisinde elden çıkarılması, bu mümkün olmadığında ise sermaye azaltımı yoluyla itfası gereğinden bahsetmektedir. O halde söz konusu hükümlerin öncelikle uygulaması gereken özel nitelikte hükümler olduğundan bahisle; iktisap bedelinin ödemesine ilişkin şarta aykırı elde edilen payların aynı zamanda ortaklığın serbest malvarlığı değerinin aşılması ve izin verilmeyen malvarlığı unsurlarının kullanılması durumu söz konusu olduğu için m. 19/2 uyarınca daha kısa bir süre olan bir sene içerisinde elden çıkarılması, mümkün olmaması halinde ise itfaya tabi tutulması, oran şartını aşanların ise üç yıl boyunca elde tutulabileceği ve süre sonunda itfası gerektiği ifade edilebilir¹⁵⁸.

Ayrılma hakkı dolayısıyla payların ortaklık tarafından geri alınması ve bu bağlamda payların geri alınmasında uygulanmayacak olan yüzde on'luk sınır meselesi daha önce birinci bölümde¹⁵⁹ etraflıca incelendiği için, burada o açıklamalarımıza atıf yapmakla yetiniyoruz.

¹⁵⁸ Ayrıca bkz. Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 44-45. Olağanüstü hal nedeniyle geri alınan payların elden çıkarılacağı süre hakkında getirilen geçici düzenleme için bkz. SPK'nın 25.07.2016 tarihli ek açıklaması.

¹⁵⁹ Bkz. yukarıda s. 104 vd.

Ayrılma hakkının kullandırılmasında bu başlık altında açıkladığımız hükümlere uyulmaması ise, Ayrılma Tebliği m. 14 uyarınca, ortaklık yönetim kurulunun sorumluluğunu gerektirir. YK üyelerinin buradaki sorumluluğu, şayet pay sahipleri ayrılma hakkını gereği gibi kullanamamaktan ötürü doğrudan bir zarara uğramışlarsa, ilgili pay sahiplerinin açacakları ve doğrudan kendilerine ödeme yapılması talebinde bulunacakları tazminat davaları yoluyla gündeme gelecektir. YK üyelerinin hakkın kullandırılmasındaki hukuka aykırılıklar dolayısıyla ortaklık açısından neden oldukları zararlar ise, ortaklık tarafından doğrudan, pay sahipleri açısından ise dolaylı zarar¹⁶⁰ kabul edilecek ve pay sahipleri açacakları tazminat davalarında TK m. 555 gereği zararın ortaklığa ödenmesini isteyebileceklerdir.

Ayrıca Ayrılma Tebliği m. 9/8, “*Genel kurullarda önemli nitelikteki işlemler bakımından olumsuz oy kullanarak muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleten pay sahipleri, söz konusu genel kurul toplantısı gündeminde bulunan diğer gündem maddeleri açısından ortaklık haklarını kullanmaya devam ederler.*” hükmünü haizdir. Bu hükümden hareketle satışın tamamlanarak pay tesliminin gerçekleşmesine kadar pay sahiplerinin gündemin diğer maddeleriyle sınırlı olarak pay sahipliği haklarını kullanmaya devam edecekleri hususunun belirtilmek istendiği söylenebilir¹⁶¹.

V. AYRILMA HAKKININ SAHİP OLUNAN PAYLARIN TAMAMI İÇİN KULLANILMASI ZORUNLULUĞU

Türk sermaye piyasası mevzuatı uyarınca ayrılma hakkı pay sahibi tarafından ortaklıktaki paylarının tamamı için kullanılmalıdır. Ayrılma Tebliği m. 9/9’da yer aldığı üzere ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahipleri, bu hakkı pay grubu ayırımına bakılmaksızın sahip oldukları payların tamamı için kullanmak zorundadır. Yani sahibi oldukları paylar, ortaklıkta çeşitli imtiyazların bulunması nedeniyle farklı pay grupları içerisinde yer alsa da, tüm bu paylar ortaklığa satılıp devredilmek zorundadır. Kısmi kullanım kesin olarak yasaklanmıştır. Her ne kadar SerPK m. 24/4

¹⁶⁰ Dolaylı zarar “*hukuka aykırı fiilin mağdura verdiği doğrudan zarara bağlı olarak eklenen bir sebeple mağdurun uğradığı zarardır.*” şeklindeki tanımlama ve detayları için bkz. Kemal Oğuzman, Turgut Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C. 2, 10. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2012, s. 41; Selahattin Sulhi Tekinay, Sermet Akman, Haluk Burcuoğlu, Atilla Altop, **Tekinay Borçlar Hukuku**, 7. bs., Filiz Kitabevi, 1993, s. 565 vd.

¹⁶¹ Tüm pay sahipliği haklarının kullanılabilmesi ilişkin görüş için bkz. Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 44.

hükümü uyarınca hakkın kullanımına ilişkin düzenleme yapma yetkisi Kurul'un inisiyatifine bırakılmış ve bu yetkiye dayanarak Kurul hâlihazırda böyle bir düzenleme yapmış ise de, kanaatimizce Kurul'un belirleyici olup da, her zaman değiştirebileceği nitelikteki böyle bir ikincil mevzuat düzenlemesi mutlak emredici bir hüküm olarak değerlendirilmemelidir. Nitekim söz konusu düzenlemenin ne kadar isabetli olduğu tartışılabilir. Zira ayrılma hakkı ile en başta gözetilen yatırımcı konumundaki pay sahibinin çıkarlarının korunması olduğundan ve AO'lar hukukuna egemen olan pay sahibinin payı üzerinde serbestçe tasarruf edebilmesi ilkesi de değerlendirildiğinde, pay sahibini hakkı kullanmayı tercih ettiği takdirde tümüyle ortaklıktan çıkmaya zorlamak adil bir düzenleme olamaz. Yabancı hukuk düzenlerinde ise, ayrılma hakkına ilişkin kanunlarda, bu konuyu açıkça düzenleyen hükümlere fazlaca yer verilmediği görülmektedir. Buna karşın, örneğin İtalyan hukukunda ayrılma hakkı genel bir kural olarak, kısmen kullanılabilmeyle birlikte, İtalyan Medeni Kanunu'nun ortaklıklar topluluğunda ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin 2497-quarter maddesinin birinci fıkrasının b bendi uyarınca, ana ortaklığın bağlı ortaklığı üzerindeki yönlendirme ve yönetim gücünün haksız kullanımı nedeniyle bağlı ortaklığın uğradığı zararların tazmini hakkında mahkemece karar verilmesi durumuna münhasır olmak üzere, ayrılma hakkının pay sahipleri tarafından paylarının tümü için kullanılmasının zorunlu olduğu düzenlenmektedir¹⁶².

Alman hukukunda ise, bu konuda kanunda açık bir hüküm bulunmamaktadır. Doktrinde konu ele alınmıştır ve kısmi kullanımın mümkün olup olmaması açısından üç farklı yaklaşımdan söz edilebilir¹⁶³. Bir görüşe¹⁶⁴ göre ayrılma hakkı niteliği itibariyle pay sahibini korumayı amaçladığı için pay sahibi paylarının tamamı için ayrılmaya zorlanamaz. Bu görüşe göre ayrıca kanunun lafzı da tersi yoruma uygun değildir. İkinci görüş¹⁶⁵ ise, bunun tam tersi olarak kanunun lafzının kısmi kullanıma engel olduğu şeklindedir. Esasen ayrılma hakkına ilişkin UmwG m. 29/1 metni incelendiğinde; birleşme kararına muhalif olan pay sahibinin payları ya da pay

¹⁶² Ventrizzo, **Withdrawal Rights**, s. 63, dpn. 35.

¹⁶³ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 162.

¹⁶⁴ Susanne Kalss, Semler/Stengel, **Umwandlungsgesetz**, 3. Auflage, C. H. Beck, München, 2012, UmwG § 29 Abfindungsangebot im Verschmelzungsvertrag, Rn. 29; Detlef Spranger, **Rechtsprobleme des Austritts beim Formwechsel (§ 207 ff. UmwG)**, Duncker & Humblot GmbH, Hamburg 2006, s. 177, dpn. 213.

¹⁶⁵ Görüş hakkında bilgi için bkz. Spranger, **a.g.e.**, s. 178-179

sahipliği hakları karşılığında uygun bir parasal karşılığın ödeneceği ifade edilmekte olup, hüküm, bu anılanların bir kısmına karşı da ödeme yapılıp yapılmayacağı hakkında bir açıklık içermemekte, bu husus yoruma açık durumda bulunmaktadır. AktG m. 305’de de, hâkimiyet ya da kar devri sözleşmesinin kapsamı dışındaki pay sahiplerine, payları karşılığı uygun bir karşılığın verileceği ya da parasal karşılığın ödeneceği ifade edilmekte olup (m. 305/2-2), aynı durum bu madde için de geçerlidir. Üçüncü bir görüş ise, orta bir yol izleyerek kural olarak ayrılma hakkının payların tümü için kullanılabileceğini, ancak bunun yanında ortaklığın da kısmi kullanıma imkân tanıyabileceğini ifade etmektedir¹⁶⁶.

Alman hukukuna ilişkin açıkladığımız bu görüşlerin yanı sıra, Türk doktrininde Alman hukukundaki bu duruma ilişkin olarak, konuya ayrılma hakkının münhasırlığı ilkesi¹⁶⁷ açısından yaklaşılması gerektiği, zira eğer herhangi bir hukuk düzeninde kısmi kullanma meselesi açıkça düzenlenmemişse, münhasırlık ilkesinin o hukuk düzeninde geniş olarak yorumlanıp yorumlanmadığına bakılması gerektiği, şayet geniş olarak yorumlanıyorsa, o takdirde pay sahiplerinin ayrılma hakkının kullanıldığı genel kurul kararına karşı iptal davası açamayacağı, bu durumda ise ayrılma hakkının kısmi kullanma imkânının bu hukuk sistemi açısından bulunmadığı sonucuna varılması gerektiği ifade edilmiştir¹⁶⁸. Bu görüşe göre, Alman sistemi söz konusu ilkenin geniş olarak yorumlanmasına elverişli olmadığından kısmi kullanıma cevaz verilmelidir.

CBCA m. 190/4 hükmüyle, Kanada hukukunda, ayrılma hakkının ancak payların tamamı için kullanılabileceği açık şekilde düzenlenmiştir. Bu nedenle bu hukuk düzeninde ayrılma hakkının kısmi olarak kullanılabilme imkânı bulunmamaktadır. Öte yandan CBCA m. 190/11 hükmüne göre ayrılma hakkını kullanan pay sahibinin diğer bütün pay sahipliği hakları donmaktadır. Bu hükümden hareketle, yine yukarıdaki paragrafta atıf yaptığımız görüş tarafından, zaten aksine bir düzenlemenin söz konusu hakların donmasına ilişkin hükmün dolanılmasına yol açabileceği tespitinde bulunulmuştur. Kanaatimizce de bu tespit, söz konusu düzenlemeleri içeren bir hukuk sistemi için tutarlı görünmektedir.

¹⁶⁶ Görüş hakkında bilgi için bkz. Spranger, **a.g.e.**, s. 178-179.

¹⁶⁷ Söz konusu ilke için bkz. aşağıda dpn. 171 ve ilgili açıklamalar.

¹⁶⁸ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 162-163.

ABD hukukunda ayrılma hakkında münhasırlık ilkesi, her ne kadar bu konuda uygulama birliği olmasa da, çoğunlukla geniş anlamıyla uygulanmaktadır. Dolayısıyla bu hukuk sistemi açısından ayrılma hakkının kısmi olarak kullanılmasına genel olarak imkân bulunmamaktadır¹⁶⁹.

VI. AYRILMA HAKKININ DİĞER PAYSAHİPLİĞİ HAKLARINA ETKİSİ

Bu konuyu esasen iki farklı açıdan değerlendirmek uygun olacaktır¹⁷⁰. Birinci husus ayrılma hakkının kullanılabileceği işlemin olması durumunda, pay sahibinin hakkın kullanımı dışında söz konusu işleme karşı ayrıca iptal davası açmak gibi hukuki haklara sahip olup olmadığı meselesi, diğeri de bu hakkını kullanan pay sahibinin ortaklıktan ayrılmasına kadar geçecek süreçte diğer pay sahipliği haklarından yararlanıp yararlanamayacağı meselesidir.

A. Ayrılma Hakkının Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı Dışında Sahip Olduğu Dava Haklarına Etkisi

Ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikteki işleme ilişkin genel kurul kararına karşı ya da bu işleme ilişkin yönetim kurulu kararına karşı, pay sahibinin söz konusu işlemin hukuka aykırılığı nedeniyle yokluğun veya butlanın tespiti ya da iptal davası açabilmesi imkânını önleyen ve onu sadece ayrılma hakkını kullanma veya kullanmama konusunda sınırlayan, yani geniş anlamda ayrılma hakkının münhasırlığı ilkesini¹⁷¹ öngören veya belirlenen ayrılma hakkı kullanım fiyatının uygun olmaması halinde bu sebebe dayanarak işlemin iptali talebine olanak tanımayan sadece buna ilişkin değer tespit davası açabilmesi imkânını veren, yani dar anlamda ayrılma hakkının münhasırlığı ilkesini¹⁷² öngören, bir düzenleme Türk sermaye piyasası mevzuatında bulunmamaktadır¹⁷³. Ancak kanaatimizce bir yandan ayrılma hakkına neden olan işleme karşı butlanın tespiti, iptal gibi davaların açılması diğer yandan da ayrılma hakkının kullanılması, Türk hukuku açısından MK m. 2'den

¹⁶⁹ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 162-163.

¹⁷⁰ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 164-170.

¹⁷¹ Ayrılma hakkını doğuran karar aleyhine ayrılma hakkını kullanmaktan başka herhangi bir hukuki yola gidilememesi şeklinde ifade edilebilir. Bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 164.

¹⁷² Ayrılma akçesinin tespitinde hata yapılması halinde işlemin iptalinin istenememesi, sadece denkleştirme talep edilebilmesi şeklinde ifade edilebilir. Bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 164.

¹⁷³ Aynı yöndeki açıklamalar için bkz. Kervankıran, **Çıkma ve Çıkarılma**, m. 24'e ilişkin açıklamalar.

hareketle hakkın kötüye kullanılması, özellikle de çelişkili davranış yasağı¹⁷⁴ kapsamında değerlendirilmeye elverişlidir. Ancak pay sahibinin ayrılma hakkını kullanmasından sonra, dayanak işleme ilişkin iptal veya hukuki geçersizlik sebeplerinin ortaya çıkması veya bu hallere ilişkin yeni bilgilerin edinilmesi gibi durumlar bu kapsamda değerlendirilemez. Ne var ki, ayrılma hakkının kullanılmasının pay sahibinin bu sıfatını sonra erdireceği düşünüldüğünde, anılan davaların açılmış olmaları halinde devam ettirilmeleri hukuken mümkün görünmemektedir. Tüm bu tespitlere rağmen, davanın ayrılma hakkının yerine tercihe göre açılabilmesi ya da ayrılma hakkının kullanılmış olmasının bu davalara etkisi farklı meseleler olup Türk hukuku açısından pay sahiplerinin ayrılma hakkının yanı sıra dava açma haklarının olduğunu prensip olarak kabul etmek uygun olacaktır¹⁷⁵.

Öte yandan, bu konu kapsamında Türk hukuku açısından söz konusu davalara ilave olarak pay sahibinin yukarıda¹⁷⁶ ele alınan ortaklıklar topluluğuna ilişkin TK m. 202/2 fıkra hükmü uyarınca sahip olduğu payların satın alınması ya da tazminat talepli davayı açma hakkına değinilmesi gerekir. Açıkladığımız üzere pay sahibinin ayrılma hakkını kullanmak yerine bu davayı açması mümkündür.

Bu durumda pay sahiplerinin işleme ilişkin GK kararına karşı, yani ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikteki işleme karşı yokluk veya butlanın tespiti ya da iptal davalarını açma hakkının bulunduğu, ayrıca yine ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin YK kararlarının butlanın tespitinin veya YK üyelerine ve diğer yöneticilere karşı hukuki sorumluluk davalarını açabilecekleri, topluluk hukukundan kaynaklanan payların satın alınması ya da zarar tazmini talepli davayı da açabilecekleri ve ceza hukukuna ilişkin şikayetlerde bulunabilecekleri söylenebilir. Ayrıca pay sahipleri tarafından bu kapsamda açılacak olan davalarda terditli olarak talepte bulunulması; örneğin öncelikle ayrılma hakkının dayanağı olan işlemin iptali, bunun kabul görmemesi halinde zararlarının tazmini talebinde bulunulması söz konusu olabilecektir.

¹⁷⁴ Bu konuda detaylı bilgi için bkz. Akyol, **Çelişkili Davranış**, s. 6-8.

¹⁷⁵ Aynı yönde Develi, **Ayrılma Akçesi**, s. 454.

¹⁷⁶ Bkz. yukarıda s. 64 vd.

Pay sahiplerinin açıkladığımız dava imkânlarını daha da detaylandırdığımızda; işlemin esaslı unsurlarının başından beri mevcut olmaması halinde hukuken yokluğunun tespiti, önemli işleme ilişkin GK kararının TK m. 447'deki şartları taşıması halinde işlemin butlanının tespiti, işlemin birleşme, bölünme veya tür değiştirme olması halinde ve TK m. 192'deki şartları taşıması halinde bu maddede öngörülen özel iptal davası¹⁷⁷, diğer önemli nitelikteki işlemler için TK m. 445'teki şartları taşımaları halinde genel nitelikteki iptal davası, ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin YK kararları için genel hükümlere göre bunların yokluğunun tespiti, TK m. 391'deki şartları taşımaları halinde butlanının tespiti, YK üyeleri ve diğer yöneticilere karşı TK m. 193'te öngörülen özel sorumluluk davası, TK m. 549 ve devamındaki sorumluluk davaları, TK m. 202/2'de düzenlenen payların satın alınması veya tazminat talepli dava ve TK m. 562'deki ceza davalarından bahsedilebilir¹⁷⁸.

Öte yandan ayrılma hakkının münhasırlığı ilkesi yabancı hukuk sistemlerinden ABD ve Alman hukuklarında tartışılmış bir konudur.

ABD hukukunda yukarıda¹⁷⁹ belirttiğimiz üzere eyaletler bazında farklı uygulamalar söz konusu olmaktadır. Aslında ABD hukukunda ayrılma hakkında münhasırlık ilkesini en geniş anlamda uygulayan sadece iki eyalet bulunmaktadır¹⁸⁰. Bunların dışındaki diğer eyaletlerde pay sahiplerinin, yöneticilere karşı, özen ve sadakat borcunun veya güven ilişkisinin ihlali gerekçesi ile ayrı bir sorumluluk davası açabilecekleri öngörülmüştür¹⁸¹.

Münhasırlık ilkesinin uygulanması konusunda ABD'de başlıca üç farklı eğilimin bulunduğu bahsedilebilir¹⁸². Birincisi pay sahiplerine ayrılma hakkına ilişkin genel kurul kararının kanuna, esas sözleşmeye aykırı olduğu gerekçesiyle iptal davası ya da yöneticilerin aleyhine sorumluluk davası açma imkânı vermeyen

¹⁷⁷ TK m. 192'de öngörülen yapısal değişikliklere ilişkin iptal davasında dava açma süresi ilgili GK kararının ilanı tarihinden itibaren iki ay olarak belirlenmişken, TK m. 445'teki genel iptal davasında GK karar tarihinden itibaren üç aydır. Esasen katıldığımız yaklaşım uyarınca bu iki dava arasındaki süre farklılığının haklı bir gerekçeye dayanmayıp, mehz İsviçre kanunundan çeviri yapılırken bu hükmün diğer TK hükümlerine uyumuna dikkat edilmemesinden kaynaklandığı tespiti hakkında bkz. Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 170-171.

¹⁷⁸ İnceleme planımız ve çalışmamızın kapsamı nedeniyle bu konuların detaylarına girilmeyecektir.

¹⁷⁹ Bkz. yukarıda dpn. 169.

¹⁸⁰ Siegel, **Appraisal Rights**, s. 99.

¹⁸¹ Siegel, **Appraisal Rights**, s. 99; Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 726.

¹⁸² Siegel, **Appraisal Rights**, s. 100.

düzenlemelerdir. İkincisi adil değerin tespiti davası yoluyla ayrılma hakkını doğuran işleme ilişkin diğer hukuka aykırılıkların ileri sürülebilmesine cevaz veren düzenlemelerdir. Üçüncüsü ise, adil değerin tespiti davasının münhasıran adil değerin tespitine yönelik düzenlenmesi ve iptal davası ve diğer davaların ayrıca açılabilmesine imkân sağlanmamasıdır. Hatta bu üçüncü düzenleme şeklinin eyaletler tarafından en çok tercih edileni olduğu da ifade edilmiştir.

Delaware eyaletinde ayrılma hakkına sahip bir pay sahibi, ayrılma hakkını doğuran işleme ilişkin karar alınmasında bir hile ya da dolanın olması, yöneticilerin adil işlemde bulunma yükümlülüklerinin ihlali ve işlemin gereken karar alma prosedürlerine uyulmadan yapılması durumlarında işlemin iptali yoluna başvurmak hakkına sahiptir¹⁸³.

Nitekim Delaware Yüksek Mahkemesinin *Weinberger v. UOP, Inc.* kararında, birleşme işleminde ayrılma hakkının kullanılmasının yerine iptal veya tazminat davasının; ancak hile, yanlış beyan, suiistimal, ortaklık varlıklarının kasıtlı bir biçimde değerinin altında elden çıkarılması veya ağır ve açık bir aşırı yararlanma halinde açılabilceği öngörülmek suretiyle, ayrılma hakkının uygulama alanını genişletici bir yorum yapılmıştır¹⁸⁴. Bu kararda birleşme işleminde meşru bir ticarî amacın *-business purpose-* bulunması ve bütünüyle dürüstlük kurallarına *-entire fairness-* uygun olması unsurlarının aranmasına gerek olmadığı ortaya konulmuştur. Böylelikle bu içtihadattan çıkan sonuç, sadece meşru bir amacı olmadığı gerekçesiyle pay sahibi işlemin iptali yoluna başvuramaz. Ayrılma hakkını doğuran işlemde hile ya da suiistimal olması halleri bundan müstesnadır¹⁸⁵. Ancak anılan mahkemenin ilerleyen dönemdeki içtihadında hile kavramının geniş yorumlandığı ve böylelikle hakkın kullanımı dışında dava haklarından pay sahiplerinin mümkün olduğunca geniş şekilde yararlanmasını temin etmeye çalıştığı gözlemlenmektedir¹⁸⁶.

MBCA m. 13.02.d.'de benzer bir yaklaşımla, hakkı doğuran işlemin gerçekleştirilmesinde hukuka aykırılık olmadıkça ya da ilgili karar hile ya da esaslı

¹⁸³ Palmiter, **a.g.e.**, s. 707.

¹⁸⁴ Wertheimer, **Appraisal**, s. 617, dñn. 21; Ayrıca bkz. yukarıda s. 24.

¹⁸⁵ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 166; Welch, Turezyn, **a.g.e.**, s. 598-599.

¹⁸⁶ Thompson, **Exit**, s. 24-25.

aldatma neticesinde alınmadıkça, ayrılma hakkının pay sahibi tarafından münhasıran kullanılabileceği ifade edilmiştir¹⁸⁷.

Alman hukukunda ise, doktrindeki bir görüş¹⁸⁸ uyarınca dar anlamda münhasırlık ilkesi hâkimdir. Bu görüş de dayanağını UmwG m. 14'te bulmaktadır. Bu hükme göre ayrılma bedelinin adil olmadığı gerekçesiyle birleşme işleminin iptali istenemez. Yani açılacak olan genel kurul kararının iptali veya butlanı davası sadece ayrılma hakkı kullanım fiyatının adil olmadığına dayandırılmaz¹⁸⁹.

Anılan görüş UmwG m. 29/II hükmünü de yorumuna dayanak yapmaktadır. Bu hüküm, pay sahibinin genel kurula katılmasına haksız bir biçimde engel olunması, genel kurul toplantısına usulüne uygun davet yapılmaması ve gündemin mevzuata uygun bir biçimde ilân edilmemesi hallerinde, pay sahibinin ayrılma hakkını, genel kurul kararına muhalif kalıp, muhalefetini tutanağa geçirtme şartı aranmaksızın kullanılabilmesine olanak tanıdığı için iptal davasının önüne geçmektedir.

İtalyan hukukunda kanuni düzenlemelerde bu konuda bir hüküm bulunmamaktadır. Bu durumda ayrılma hakkı ile diğer dava hakları arasında bir bağlantı kurulmadığı için pay sahiplerinin ayrılma hakkının yanında iptal davası açmalarının önünde bir engel bulunmamaktadır¹⁹⁰.

Kanada hukukunda da münhasırlık anlamında değerlendirilebilecek bir düzenleme bulunmamaktadır. Dolayısıyla bu hukuk açısından da münhasırlık ilkesinin geçerli olmadığı söylenebilir.

Netice itibariyle herhangi bir hukuk düzeni açısından, ayrılma hakkının yanında dava haklarının kullanılmasına cevaz vermeyen açık düzenlemeler bulunmadıkça, ayrılma hakkının münhasırlığından söz edilemeyeceği, aynı tespitin dar anlamda ayrılma hakkının münhasırlığı açısından da geçerli olduğunu söylemek isabetli olacaktır. Nitekim aksine yorum pay sahiplerinin haklarını kanunun öngörmediği şekilde gereksiz yere daraltmak olacaktır. Ancak hem ayrılma hakkını doğuran işlemin iptalinin hem de ayrılma hakkının kullanılmak istenmesi ihtimalinin ilgili hukuk sisteminde hakkın kötüye kullanımı sayılıp sayılmayacağı ya da

¹⁸⁷ Palmiter, **a.g.e.**, s. 707

¹⁸⁸ Bu görüş için bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 166-167.

¹⁸⁹ Schindler, **Austrittsrecht**, s. 150.

¹⁹⁰ Aynı yönde bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 167.

ortaklıktan ayrılan pay sahibinin davaya taraf olma sıfatını devam ettirip ettiremeyeceği meseleleri de saklıdır. Bunun yanı sıra uygulamada pay sahibinin hakkı doğuran işlemin iptali için dava yoluna başvurmayı tercih edeceği durumlarda, çoğu zaman ayrılma hakkını kullanma imkânını zayi etmemek amacıyla bir yandan da hakkı kullanmayı tercih edebileceği ihtimali de gözden uzak tutulmamalıdır. Kaldı ki, işlemin iptal edilmesinin¹⁹¹ alınan ayrılma bedelini sebepsiz kılacağı da ortadadır.

B. Ayrılma Hakkının Kullanılmasının Dava Hakkı Dışındaki Pay Sahipliği Haklarına Etkisi

Yukarıda¹⁹² açıkladığımız üzere Türk sermaye piyasası mevzuatı uyarınca pay sahipleri, paylarını ortaklığa satıp teslim edinceye kadar ortaklık haklarını ancak önemli işleme ilişkin GK toplantısının diğer gündem maddeleriyle sınırlı şekilde kullanmaya devam edebilirler. Bu durumda ayrılma hakkı işleyiş süreci içerisinde pay sahipliği haklarından yararlanılması açısından oldukça sınırlı bir kullanım söz konusudur. Kaldı ki, böyle bir kısıtlamanın kabul edilmemesi halinde, özellikle iptal davasının da açıldığı hallerde, ayrılma hakkının kullanılma sürecinde yaşanabilecek uzamalar nedeniyle ortaklıkla pay sahipleri arasında çıkar çatışmalarının yaşanabilmesi pek muhtemel olacaktır. Nitekim ortaklıkla olan ilişkilerini ve görece bağlılıklarını tamamen bitirmiş olan pay sahiplerini, hala ortaklıkla ilgili her türlü karar mekanizmalarına katmak doğru bir tercih olmasa gerekir.

Konuyu düzenleyen yabancı ülke hukuklarında ise farklı uygulamalar mevcuttur. ABD hukukunda, *Delaware* eyaletinde, DGCL m. 262/k'ya göre pay sahipleri ayrılma hakkını kullanmaları durumunda, buna ilişkin süreç içerisinde pay sahipliğinden kaynaklanan yönetime katılma ve malvarlığına ilişkin haklarından hiçbirini ortaklığa karşı kullanamazlar. Yalnızca birleşme işleminin yürürlüğe girmesinden önce kar dağıtımını yapılacağının kararlaştırılmış olması bu durumun tek istisnasını oluşturur. Doktrinde ise, ayrılma hakkını kullanan pay sahibinin ortaklığa karşı daha ziyade alacaklıya benzer bir durumda olduğu ifade edilmiştir¹⁹³.

¹⁹¹ Ayrılma hakkını kullanan pay sahibinin davasına devam edememesi durumundan ya da tartışmasından bağımsız olarak bu sonucun hakkı kullanmamış bir pay sahibinin açacağı dava üzerine de elde edebileceği gözden uzak tutulmamalıdır.

¹⁹² Bkz. yukarıda s. 269.

¹⁹³ Welch, Turezyn, **a.g.e.**, s. 617.

Kanada hukukunda da ABD'dekine benzer şekilde ayrılma hakkını kullanan pay sahibinin pay sahipliği haklarını kullanılmasına cevaz verilmemiştir. Zira CBCA m. 190/11 uyarınca pay sahibinin ayrılma hakkını kullanmasıyla pay sahipliğinden kaynaklanan hakları donar.

İtalyan hukukunda ise ele aldığımız bu konu hakkında açık bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu nedenle bu ülke hukukunda pay sahibinin payları ortaklık tarafından devralınıncaya kadar pay sahipliği haklarının aynen kullanılabileceği söylenebilir.

Alman hukukunda pay sahibinin ayrılma bildiriminde bulunması, ayrılma hakkını doğuran işleme ilişkin genel kurul toplantısı öncesinde ortaklığın ayrılma hakkına ilişkin yaptığı teklifin kabulü şeklinde değerlendirildiği için, ayrılma bildiriminde bulunulmasıyla payların ortaklığa devri gerçekleşmektedir. Pay sahibi tarafından değer tespitine ilişkin dava açılması durumunda ayrılma bildiriminde bulunma süresi kararın ilân tarihinden başlamaktadır. Netice itibarıyla pay sahipliği hakları açısından bu hakların askıda kalmasını gerektirecek bir süreç bulunmamakta ve pay sahipliği hakları bildirim anına kadar kullanılabilmektedir¹⁹⁴.

VII. AYRILMA HAKKI KULLANIM FİYATININ TESPİTİ DAVASI

A. Türk Hukukundaki Düzenlemeler

Türk sermaye piyasası mevzuatında pay sahiplerinin HAAO tarafından SerPK, Ayrılma Tebliği ve II-16.1 sayılı Tebliğ hükümleri uyarınca belirlenecek olan ayrılma hakkı kullanım fiyatına karşı, bu konuyu düzenleyen ülke hukuklarında yer verildiği gibi değer tespit davası açabilmelerine ilişkin bir düzenleme bulunmamaktadır.

TK'da ise, yapı değişikliklerine ilişkin ortak hükümler arasında yer verilen ve bu işlemlere ilişkin davaları düzenleyen maddeler arasında yer alan m. 191 hükmüyle ortaklık paylarının ve ortaklık haklarının incelenmesi davası adıyla birleşme sözleşmesinde seçimli ayrılma akçesi ödenmesinin öngörülmesi halinde, bir anlamda değer tespit davası yerine geçecek olan bir dava öngörülmüştür. Yine TK'da ortaklıklar topluluğu ve haklı nedenle ortaklığın feshine ilişkin hükümlerde pay

¹⁹⁴ Schindler, **Austrittsrecht**, s. 146. Bu konunun ayrıntıları için bkz. yukarıda s. 242.

sahipleri tarafından açılacak davalarda payların ortaklık tarafından satın alınması kararı verilmesine bağlı olarak mahkemece pay bedellerinin belirlenmesi söz konusudur. Ancak sermaye piyasası mevzuatı ve ayrılma hakkı açısından bu davalar konumuzu doğrudan ilgilendirmemektedir. Ancak her ne kadar sermaye piyasası mevzuatımızda değer tespiti davası düzenlenmemişse de, HAAO pay sahiplerinin bu mevzuata göre ortaklık tarafından belirlenmesi gereken ayrılma hakkı kullanım fiyatına ilişkin ihtilaflarını değer tespiti davası konusu yapamayacağı söylenemez.

Borsa AO'larında fiyat; SerPK m. 24/1 ve Ayrılma Tebliği m. 10/1 uyarınca açıklama tarihinden itibaren otuz gün içinde borsada oluşan düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması şeklinde belirlenmiş, somut ve kesin ölçüye bağlanmış olsa bile, uygulamada söz konusu fiyatın belirlenmesinde dikkate alınan açıklanma tarihinden kaynaklanabilecek -ki bu günün belirlenmesine ilişkin Ayrılma Tebliği'nin yukarıda¹⁹⁵ ele alınan m. 10'nun 3. ve 4. fıkraları ayrıntılı hükümler getirmiştir- farklı hesaplamalar söz konusu olabilir. Aynı şekilde Tebliğ'in onuncu maddesinin beşinci ve altıncı fıkralarında yer verilen prosedürlere uyulmaması ya da hatalı yorumlanması nedeniyle ortaklık tarafından yapılabilecek yanlış hesaplamalar neticesinde fiyatın hatalı olarak tespiti söz konusu olabilir. İşte tüm bu olası durumlara karşı borsa AO'larında bile pay sahiplerinin açıklanan fiyat nedeniyle değer tespit davası açabileceklerinin kabulü gerekir.

Borsada işlem görmeyen HAAO'lar açısından ise fiyat, Ayrılma Tebliği m. 10/2 ve II-16.1 sayılı Tebliğ m. 5/4 uyarınca ortaklık tarafından Kurul'un düzenlemeleri uyarınca hazırlatılacak değerlendirme raporu uyarınca belirlenecektir¹⁹⁶.

Borsada işlem görmeyen HAAO'lar tarafından pay değerinin değerlendirme raporu ile belirlenecek olmasının fiyatı uygun bulmayan pay sahipleri için değer tespit davası açılmasını şart kıldığı doktrinde ifade edilmiştir¹⁹⁷. Biz açıkladığımız nedenlerle her iki tür HAAO açısından da pay sahiplerinin değer tespit davası açabilmeleri gerektiği görüşündeyiz. Yine anılan görüşe¹⁹⁸ göre, bu davanın açılmasından önce, tıpkı ABD hukukunda MBCA m. 13/26'da¹⁹⁹ öngörüldüğü üzere,

¹⁹⁵ Bkz. yukarıda s. 255.

¹⁹⁶ Bu konudaki ayrıntılı değerlendirmeler için bkz. yukarıda s. 253-254.

¹⁹⁷ Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 43.

¹⁹⁸ Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 43.

¹⁹⁹ Bkz. Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 739.

pay sahibi tarafından ortaklığa başvurularak ek ödeme talep edilmesi, bu talebi yerine getirilmediği takdirde dava hakkının kullanılması daha uygun olacaktır. Kanımızca bu şekilde hareket edilmesi hukuken daha uygun olsa da, yasada buna ilişkin bir düzenleme olmadığı sürece MBCA’da yer aldığı haliyle bu husus bir dava şartı²⁰⁰ olarak değerlendirilemez. Bu davaya ilişkin olarak tartışılacak diğer bir konu ise, Ayrılma Tebliği m. 9/6’da ayrılma hakkının kullandırılması için öngörülen sürelerin pay sahibinin tartıştığımız dava hakkına olan etkisidir. Doktrinde bir görüş tarafından bu davanın açılabilmesi için, pay sahibi tarafından ayrılma hakkının, hükümde anılan genel kurul tarihinden itibaren altı iş günlük başlangıç süresi içerisinde ve yine hükümde yer alan on ve yirmi iş günlük hakkın kullanılması süreleri içerisinde kullanılarak, önerilen pay değeri üzerinden yapılacak ödemenin ihtirazi kayıtla kabul edilmesi ve davanın bunun arkasından açılması gerektiği, aksi halde hakkın kullanılma imkânının kaybedileceği ileri sürülmüştür²⁰¹. Ancak biz söz konusu görüşe katılma olanağı bulamamaktayız. Zira Ayrılma Tebliğ m. 9/6’da yer verilen süreler daha önce de açıkladığımız üzere mutlak emredici nitelikte kabul edilemez. Bu sürelerin hak düşürücü süre niteliği bulunmamakta olup, ortaklık veya pay sahibinden kaynaklanan nedenlerle bu sürelerin uzaması söz konusu olabilir. Kaldı ki, ihtirazi kayıtla hakkın kullanılması ve ödeme kabul edilmesine ilişkin bir düzenleme de mevzuatta yer almamaktadır. Dolayısıyla pay sahiplerini mevzuatta yer almadığı halde bir takım şekli şartları yerine getirmek zorunda bırakmak hukuken isabetli olmayacaktır.

B. Davanın Niteliği

Doktrinde bu davanın usul hukuku açısından niteliği de tartışma konusu yapılmıştır²⁰². Bu hukuki meselenin hallinde mahkemece dava sonunda verilecek hükmün hukuki niteliği ya da etkisi üzerinden hareket etmek doğru olacaktır. Usul hukukumuzda davalar talep edilen hukuki korumanın türüne göre; eda davaları, tespit

²⁰⁰ Dava şartı hakkında genel bilgi için bkz. Ejder Yılmaz, **Hukuk Muhakemeleri Kanunu’nun Getirdikleri**, Nevşehir Barosu, (Çevrimiçi), <http://www.muglabarosu.org.tr>, (Son Erişim Tarihi: 21.11.2014); M. Serhat Sarısözen, “Hukuk Muhakemeleri Kanunu’nun Medeni Usul Hukukumza Getirdiği Yeni Düzenlemeler”, **TBB Dergisi**, S. 96, 2011, s. 351 vd.

²⁰¹ Adıgüzel, **Ayrılma Hakkı**, s. 43.

²⁰² Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 155 vd.; Develi, **Ayrılma Akçesi**, s. 465.

davaları, belirsiz alacak²⁰³ ve tespit davaları ve inşai davalar olmak üzere dört gruba ayrılmaktadır.

Anılan mahkeme hükmünün tespit hükmü niteliği taşıdığıının iddia edilmesi halinde, bu hükümle bir hukuki ilişkinin var olup olmadığının tespit edilmiş olması gerekir²⁰⁴. Ancak bu davada bir hukuki ilişkinin mevcut olup olmadığının tespit edildiği söylenemez.

Belirsiz alacak ve tespit davası nitelmesi konusunda da, önceki paragrafta belirttiğimiz üzere davanın hukuki ilişkinin tespiti amacı taşımaması ve itiraz eden pay sahibinin dava açarken alacağının belirlenmesinin imkânsız ya da kendisinden beklenemeyecek olması gibi bir durumun söz konusu olmadığı tespiti yapılabilir²⁰⁵.

Bu davanın veya dava sonunda verilen hükmün niteliği araştırıldığında, bu davayla daha ziyade mevcut bir hukuki ilişkiye mahkemenin müdahalesinin talep edildiği görülmektedir. Kaldı ki ayrılma hakkına ilişkin değer tespit davasında, bu davayı düzenleyen ülke hukuklarında bir takım istisnalar²⁰⁶ dışında, adil değer mahkemece belirlenmesi ve denetlenmesi amaçlanmaktadır²⁰⁷.

Bu davayı inşai nitelikte gören görüş²⁰⁸ ise, dava sayesinde hukuki ilişkinin unsurlarından bir tanesinin hâkim kararı ile değiştirilmesini, hukuki durumun hemen belirlenmesinde tarafların menfaati olmasını, mahkemenin değer tespiti kararının bütün pay sahipleri için geçerli olacak olmasını gerekçeleri olarak saymaktadır. Ancak söz konusu görüşe Türk hukuku açısından katılma imkânı bulunmamaktadır. Zira tespit davasının inşai bir etki gösterdiğine ilişkin değerlendirme usul hukuka açısından doğru olmayacaktır.

²⁰³ Belirsiz alacak davası hakkında detaylı değerlendirmeler için bkz. Hakan Pekcanitez, **Belirsiz Alacak Davası : HMK m. 107**, Yetkin Yayınları, Ankara 2011, s. 31-34.

²⁰⁴ Tespit davasının konusunun hukuki ilişkiler olabileceği ve bir hukuki ilişkinin mevcut olup olmadığının tespit edilmesinde davacının hukuki yararı bulunması gerektiği hakkında bkz. Baki Kuru, **Hukuk Muhakemeleri Usulü**, C. II, Demir Yayıncılık, İstanbul 2001, s. 1418.

²⁰⁵ Hakan Pekcanitez, “Belirsiz Alacak Davası”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C.11, Özel Sayı, 2009, s. 515.

²⁰⁶ Delaware eyaletindeki düzenleme gereği ortaklık tarafından değer tespiti yapılmamakta, ancak pay sahipleri tarafından değer tespit davası açılmaktadır. Bu davanın inşai nitelikte olduğu, payın adil değer üzerinden satın alınmasının sağlanarak hukuki ilişkinin mahkeme hükmüyle kurulduğu değerlendirilmesi için bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 156-157.

²⁰⁷ Nitekim bkz. Alman hukuku açısından benzer nitelme için, Matthias Casper, Spindler/Stilz, **Aktiengesetz**, 2. Auflage, C. H. Beck, München 2010, Vorbemerkungen zu §§ 241 ff Klagemöglichkeiten im Aktienrecht, Rn. 13.

²⁰⁸ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 155 vd..

Söz konusu davanın neticesinde verilecek kararın nitelik olarak eda hükmü olduğunu kabul etmemiz halinde, hükmün aynı zamanda mahkemece tespit edilen değerın ödenmesi emrini de bünyesinde barındırması gerekecektir²⁰⁹. Gerçekten de bu dava ile pay sahibinin talep ettiğı hukuki koruma ve elde etmek istediğı hukuki fayda, bedelin adil olmadığının tespiti, bu bedelin mahkeme tarafından yeniden belirlenmesi ve bu bedelin ödenmesidir. Dolayısıyla bu durumda davanın niteliğinin eda davası olduğı sonucu varılmaktadır.

Bu dava sonunda verilen mahkeme kararının bütün pay sahipleri hakkında geçerli olması konusunda her ne kadar yasada bir düzenleme yok ise de, davayı inşai nitelikte değerlendiren görüş tarafından ayrılma hakkı ile güdülen amaçlar açısından konuya yaklaşıldığında bu şekilde etki doğurmasını kabul etmek gerektiğı ileri sürülmüştür. Bu durumda ise, aynı görüş tarafından ayrılma hakkını dava sürecinde kullanarak ödemeyi kabul eden ve sürecin dışında kalan pay sahiplerinin hükümden etkilenip etkilenmeyecekleri, verilecek hükmün onlar hakkında da geçmişe etkili olup olmayacağı sorusu olumlu olarak cevaplanmaktadır. Buna dayanak olarak da, her ne kadar inşai kararlar prensip olarak geçmişe etkili olmasa da özel önemde bir menfaatin gerektirmesi durumunda geçmişe etkili olabileceklerinin kabulü gerektiğinin doktrinde savunulmuş olması gösterilmektedir²¹⁰.

Yukarıda açıkladığımız üzere ele aldığımız değer tespit davası inşai nitelikte olmadığı için anılan görüşün yorum tarzına katılmak imkânı bulunmamaktadır. Ancak katıldığımız husus ayrılma hakkının amaçları açısından konuya yaklaşıldığında dava neticesinde verilen kararın davacı pay sahibi ile aynı durumda olan pay sahipleri hakkında da hüküm doğurmasının olanaklı kılınmasının yerinde olacağıdır. Ne var ki, bunun için de kanımızca yapılabilecek olan, TK m. 191/2’de yer aldığı üzere, kesin hükmün nispi etkisine istisna getirilerek hükmün, aynı durumdaki diğer pay sahipleri hakkında da geçerli olması yönünde SerPK’ya eklenecek özel bir usul hükmü ile sorunun çözülmesidir. Mevcut düzenleme karşısında ise, isabetli olan yaklaşım, bu dava sonunda verilecek kararın ayrılma hakkını kullanarak ödeme almış olan diğer pay sahipleri açısından emsal karar

²⁰⁹ Kuru, **a.g.e.**, s. 1405 vd.

²¹⁰ Meral Sungurtekin Özkan, “İnşai Karar ve Özellikleri”, **Prof. Dr. Baki Kuru Armağanı**, Şen Matbaa, Ankara 2004, s. 574.; Ergun Önen, **İnşai Dava**, Ankara Üni. Huk. Fak., Ankara 1981; ayrıca bkz. Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 158.

niteliği taşıyacağı ve buna dayanarak daha az ödeme almış olan pay sahiplerinin ortaklıktan, dava açmak ya da -kabul görmesi halinde- doğrudan talepte bulunmak suretiyle aleyhlerine olan farkı talep edebileceklerinin kabulüdür.

C. Davaya İlişkin Usuli Meseleler

Davaya ilişkin bir diğer önemli husus ise, davacı olabilmek için pay sahibinin²¹¹ yerine getirmesi gereken şartlar olup olmadığı ya da hangi konumdaki pay sahiplerinin davacı olabileceği meselesidir. Türk sermaye piyasası hukuku açısından değer tespit davası ana başlığı altındaki açıklamalarımız doğrultusunda davanın açılabilmesi için, dava pay değerinin toplantı gündeminde ilân edilmesinin ardından açılabilir, pay sahibinin, ayrılma hakkını kullanmak için gereken şartları yerine getirerek hakkın kullanımı için HAAO'ya başvurmuş olması gerekmektedir.

Amerikan hukukunda *Delaware* eyaletinde ise, DGCL m. 262 uyarınca genel kurul toplantısından önce ayrılma hakkının kullanılacağına ortaklığa bildirilmesi şarttır. Genel kurul toplantısından sonra da ortaklık tarafından bu hakkı kullanacağını belirten pay sahiplerine doldurmaları için form gönderilmekte ve nihayetinde doldurulan formlar ortaklığa geri gönderilmektedir. Genel kurul toplantısında da ilgili pay sahibinin dayanak işlem lehine oy kullanmamış olması gerekmektedir. Dolayısıyla ancak bu şartları yerine getiren pay sahiplerinin bu davayı açma hakları vardır²¹².

Alman hukukunda ise, dava, genel kurul kararının ilânından itibaren açılabilir. Davanın açılması halinde pay sahipleri mahkeme kararının ilânından itibaren ayrılma haklarını kullanabilmekte, yani ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin şekli şartların yerine getirilmesine gerek kalmamaktadır²¹³.

Davalı sıfatını haiz olacak olan hakkın kullanıldığı ortaklık olacaktır. Ancak bu ortaklık ayrılma hakkını doğuran genel kurul kararının niteliğine göre belirlenecektir²¹⁴. Nitekim birleşme sebebiyle açılan davada, dava, işlemin niteliğine göre yeni kurulan ya da devralan ortaklığa karşı açılacaktır.

²¹¹ Bu davada davacının, pay sahibi olabileceğine ilişkin açıklamalar için bkz. s. 225.

²¹² Bu hukukta ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin prosedür, detaylı olarak karşılaştırmalı hukukta hakkın kullanılmasını ele alacağımız başlık altında incelenecektir.

²¹³ Bkz. s. 278'de, dpn. 194'in ilişkili olduğu paragraf.

²¹⁴ Sönmez, **Ayrılma Hakkı**, s. 161.

Kanada hukuku bu konuda diğer yabancı ülke hukuklarından ayrılmaktadır. Zira bu hukukta, öncesindeki fiyat teklifi süreçlerinin ardından ortaklık ve pay sahibinin uygun gördüğü fiyatın belirlenememiş olması halinde dava ortaklık tarafından açılmaktadır (CBCA, m. 190/15). Dolayısıyla bu durumda dava hasımsız olarak açılmaktadır. Ancak davanın ortaklık tarafından açılmaması halinde, bu sefer pay sahibi tarafından ortaklığa karşı açılabilmektedir (CBCA, m. 190/16). Söz konusu sürece ait detaylar bir sonraki başlık altında değerlendirilecektir.

Ayrılma bedelinin tespiti davası, hakkı doğuran genel kurul kararından sonra belirli bir süre içerisinde açılmalıdır. Bu süreler ABD Delaware’de yüz yirmi gün, Alman hukukunda SpruchG m. 4 uyarınca üç ay, İsviçre hukukunda (birleşmedeki seçimlik ayrılma akçesine ilişkin olarak) FusG m. 105’e göre iki aydır. Kanada hukukunda ise, ortaklığın açması halinde elli gün olup, ortaklık tarafından açılmadığı durumda, ortaklığın dava açma süresi olan elli günün bitiminden itibaren yirmi gün içinde pay sahiplerince açılmak zorundadır (CBCA m. 190/15 ve 16).

Değer tespit davasında masrafların hangi tarafça ödeneceği konusu da karşılaştırmalı hukukta düzenlemiş bir konudur. ABD’de, Delaware’de DGCL m. 262/j uyarınca masraflar taraflar arasında hakkaniyete göre paylaştırılmakta, MBCA düzenlemesinde ise masraflar davalı ortaklık tarafından karşılanmaktadır (m. 13/31)²¹⁵.

Alman hukukunda SpruchG m. 15/II’ye göre masraflar davalı ortaklık tarafından yüklenilmektedir. Ancak doktrinde masrafların davalı ve davacı arasında hakkaniyet gereği paylaştırılması gerektiği yönünde bir yaklaşım vardır²¹⁶.

İsviçre hukukunda FusG m. 105/III’e göre, yargılama masrafları devralan ortaklık tarafından ödenir. Ancak anılan fıkra uyarınca, özel durumlar haklı gösterdiği takdirde, mahkeme, masrafların davacı tarafından kısmen veya tamamen karşılanmasına karar verebilir.

Türk hukukunda ise, açıklandığı üzere bu davaya ilişkin bir düzenleme SPK mevzuatında bulunmamakla birlikte, usul hukuku kuralları uyarınca kural olarak dava masrafları davayı açarken davacı tarafından karşılanmakta, yargılama sonunda davasında haklı bulunma durumuna göre davalıya yüklenmekte ya da davacı ve

²¹⁵ Özdoğan, **Ayrılma Hakkı**, s. 740.

²¹⁶ Koch, **Hüffer Aktiengeste**, SpruchG § 15 SpruchG. Kosten, Rn. 6.

davalı arasında oransal olarak paylaştırılmaktadır (HMK m. 326). İncelediğimiz değer tespiti davası yönünden TK m. 191 ve m. 555 hükümlerinde²¹⁷ olduğu gibi özel bir kanuni düzenleme de bulunmadığından ötürü, yürürlükteki mevzuat bağlamında değindiğimiz usul hukukunda geçerli genel kaideler uygulanmak durumundadır.



²¹⁷ TK m. 191’de öngörülen davada, üçüncü fıkra uyarınca, dava masrafları kural olarak davalı ortaklığa yüklenmiştir, ancak davasındaki haklılık durumuna göre mahkemece sonradan davacıya da kısmen ya da tamamen yüklenebilmektedir. TK m. 555’de öngörülen ortaklık yöneticilerine karşı açılacak tazminat davasında da, yine ikinci fıkradaki özel düzenleme nedeniyle dava masrafları davaya ilişkin hukuki ve maddi sebepler doğrultusunda davalı ortaklığa kısmen ya da tamamen mahkemece yüklenebilmektedir.

SONUÇ

I. 1. ABD hukuku başta olmak üzere İtalya, Kanada, Almanya gibi ülke hukuklarında yer verilen ayrılma hakkının, AO'lar ve HAAO'lar hukukunda önemli işlevlere sahip bir hak olarak bu hukuk sistemlerinde yerini aldığı ve kendisini istikrarlı bir şekilde kabul ettirdiği görülmektedir. Gerçekten de bu hak; başlıca çıkış noktası olan, ortaklığın yapısını ve geleceğini önemli ölçüde etkileyecek nitelikteki işlemleri, kendi menfaatleri açısından uygun görmeyen ve bu şekildeki bir ortaklıkta devam etmek istemeyen pay sahiplerinin, paylarını yapılması kararlaştırılan işlemde olumsuz yönde etkilenmeden ve bu nedenle zarara uğramadan satarak ortaklıktan çıkabilmeleri imkânı sağlamaktadır. Bu sayede özellikle yatırımcı konumunda olan pay sahiplerinin korunması ve ortaklığın da bu sayede pay sahiplerinden gelebilecek ve işlemin gerçekleştirilmesini engelleyecek nitelikteki dava ve diğer hukuki engellerden kurtulmasını sağlayarak işlem menfaatlerini de gözetici bir etkiye sahip olduğu söylenebilir. Böylelikle ortaklıkta karşılıklı olarak menfaatlerin dengelenmesi şeklinde bir işlev de görmektedir.

I. 2. Buna karşın diğer taraftan hakkın kullanımının ortaklıktan önemli miktarda sermaye çıkışına sebep olması, bu durumun da ortaklığın varlığı ve devamını tehlikeye düşürebileceği, böylelikle alacaklılar ve diğer ilgili çevresinin menfaatlerinin zarara uğraması sonucunun doğabileceği eleştirileri de ileri sürülmektedir. Bu eleştirilere karşı hakkı kabul eden hukuk sistemlerinde genelde, hakkın kullanımının belirli bir oranının üzerine çıkması ya da ortaklık açısından öngörülenden fazla tutarda bir sermaye çıkışını gerektirmesi halinde, hakkın kullanımına yol açan işlemin gerçekleştirilmemesi ve iptal edilmesi şeklinde önlemlerin alındığı da görülmektedir. Ancak bu durumda da ortaklık açısından yapılması planlanan önemli nitelikteki işlemin açıklanan nedenle gerçekleştirilememesi, hakkın işlemi engelleyici etkisi ortaya çıkabilmektedir.

I. 3. Buna rağmen kanaatimizce bu durum ortaklık açısından aşılamayacak bir mesele olamaz. Zira bu denli önemli işlemlere karar verilecekse öncesinden kararı alacak olan çoğunluk pay sahipleri, hâkim hissedar ya da işletme tarafından gerekli hesaplama ve analizin etraflıca yapılması, ona göre hareket edilmesi olması gerektirir. Dolayısıyla zaten böyle bir karara varılacaksa yapılacak işlem

neticesinde ortaklıkta kalacak pay sahiplerinin ya da ortaklığın işlem nedeniyle elde edeceği kazanım, ayrılma hakkı dolayısıyla ayrılacak pay sahiplerine ödenecek olan ayrılma hakkı bedelinden en azından daha az olmamalı, yani ortaklığın hakkın kullanımını doğuran işlemten kazancı daha fazla olmalıdır.

II. 1. Ayrılma hakkına yol açan önemli nitelikteki işlem ve kararlara bakıldığında, hakka mevzuatlarında yer veren ülke hukuklarında farklı hükümlerin olduğu göze çarpmaktadır. Anglo-sakson ülke hukuklarında başta ABD hukuku olmak üzere eyalet bazında farklı düzenlemeler söz konusudur. Ancak bu hakkın ortaya çıkmasında rol oynayan birleşme işleminin tüm eyaletlerde hakkın tanındığı bir işlem olduğu görülmektedir. Kara Avrupası hukukunda ise, yine birleşme, hakkın tanındığı İtalya, Almanya gibi tüm ülke hukuklarında ayrılma hakkına neden olan başlıca işlem olarak yerini almaktadır.

II. 2. Çalışmamızda açıkladığımız üzere bu hakka yer veren ülke mevzuatlarında genelde hakkın ortaklığın temel yapısında değişiklik meydana getiren birleşme, bölünme, önemli miktarda malvarlığı devri gibi işlemlerde tanındığı, bu işlemlerin nitelik itibarıyla pay sahipleri açısından ortaklıkla olan ilişkilerini temelden etkileyecek düzeyde olan ve pay sahipleri açısından ortaklıkta devam etmelerinin beklenemeyeceği, onlar açısından ortaklıkla ilişkilerini sonlandırmak için haklı sebep oluşturacak nitelikteki işlemler olduğu söylenebilir.

II. 3. Ancak bu durumda niçin farklı hukuk sistemlerinde farklı yapısal değişiklik meydana getiren ya da ortaklık açısından ciddi sonuçlar doğuran işlemlerin ayrılma hakkını doğuran işlemler arasında yer aldığı, söz konusu işlemler pay sahibi için ortaklığın devamını çekilemez hale getiriyor ise, neden ortak bir uygulamanın olmadığı ya da aynı hukuk sisteminde aynı karakteristik özellikteki işlemlerden niçin bazılarının ayrılma hakkına neden olduğu halde diğer bir kısmının ayrılma hakkına neden olmadığı soruları ortaya çıkmaktadır.

II. 4. Bu sorulara ortak bir şekilde söz konusu durumların kanun koyucu ya da mevzuat belirleyici kurumların tercihleriyle alakalı olduğu, söz konusu otoritelerin Türk hukukunda ve yabancı hukuklarda olduğu üzere kimi işlemlerde, örneğin borsa kotundan çıkmada, pay alım teklifi zorunluluğu gibi alternatif müesseseleri tercih edebildiği veya o işlemde çeşitli nedenlerle hakkı tanımamayı tercih ettiği cevabı

verilebilir. Kanımızca bu durum hakkın tanınması açısından çelişki olarak görülmemelidir.

II. 5. Prensip itibarıyla hakkın, pay sahibinin söz konusu işlemler nedeniyle paylarını devredememe ya da zarara uğrayarak devredebilme riski ile karşı karşıya kalmasına karşı koruyucu bir fonksiyon icra ettiği söylenebilir. Bu durumda yine ilkesel olarak bu türlü etkisi olan işlemlerde hakkın tanınması gerektiği kanaatindeyiz.

II. 6. Bunlara ilâveten hakkın kullanımına neden olan işlem ve sebeplerin sadece ortaklık açısından yapısal değişiklik-değişme doğuran işlemlerle sınırlı olmadığı, aynı zamanda ortaklıklar topluluğu ya da konzern hukukunda bağlı ortaklık açısından hâkimiyetin, hâkim ortaklık ile bağlantısı olmayan azınlık pay sahiplerinin aleyhlerine netice doğuracak şekilde kullanılması amaçlı işlemlerin de ayrılma hakkına neden olabildiği Almanya, İtalya gibi ülkelerin uygulamalarından görülmektedir.

III. 1. Hakkın kullanılma ve işleyiş süreci de ülke hukukları bazında farklılık göstermektedir. Anglo-Sakson sisteminde süreç önemli işleme ilişkin kararın alınacağı GK toplantısından önce pay sahiplerinin ortaklığa yapacağı bildirim ile başlamakta, Kara Avrupası hukuk sistemlerinde ise, söz konusu bildirim genelde ortaklık tarafından yapılmakta, pay sahibi GK kararından sonra ortaklığa hakkın kullanıma ilişkin bildirimde bulunmaktadır. İşleyiş sürecinin aşamaları değerlendirildiğinde Kara Avrupası sisteminin işleyiş açısından Anglo-Sakson sistemine nazaran daha basit ve kısa olduğu söylenilebilir.

III. 2. Adil bedelin ya da diğer bir ifade ile ayrılma hakkı kullanım bedelinin belirlenmesinde de her ne kadar karşılaştırmalı hukukta sistemler arasında detay farklılıkları olsa da, temelde belirli bir zaman aralığı içerisinde HAAO'lar açısından borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların dikkate alındığı, genelde eğilimin ayrılma hakkına yol açan kararın etkilerinin göstermeye başladığı tarihten önceki bir tarihin dikkate alınarak, hakka neden olan işlemin pay değerleri üzerindeki olumsuz etkisinden pay sahiplerinin en az oranda etkilenmelerinin sağlanması olduğu görülmektedir.

III. 3. Değer tespit davası da ayrılma hakkına ilişkin olarak hukuk sistemleri tarafından yer verilen ve pay sahiplerini koruyucu etkili olarak öngörülmüş bir

mekanizmadır. Özellikle bu davanın açılma zamanı açısından ABD ve Alman hukuklarında farklı düzenlemeler söz konusudur.

III. 4. Hakkın kullanılmasının diğer pay sahipliği haklarına etkisi açısından ise, dar anlamda münhasıriyet ve geniş anlamda münhasıriyet ilkelerinin egemen olduğu görülmektedir.

IV. 1. Türk hukukunda ise, 6362 sayılı SerPK tarafından yer verilen ayrılma hakkına ilişkin düzenlemelerin mevzuatta daha önce bu hak anlamında var olan bir boşluğu doldurduğu, pay devri dışında HAAO'larda pay sahiplerinin ortaklıktan ayrılmalarına ilişkin alternatif bir mekanizmanın oluşturulduğu söylenebilir. SerPK ve ilgili mevzuat, bu konuda düzenledikleri sermaye piyasası ve HAAO'lar alanının özelliklerinden de kaynaklandığı üzere geniş kapsamlı, detaylı ve yaygın şekilde hakkın kullanımına imkân veren bir düzenleme manzumesi görünümündedir. Bu tespit de aslında çalışmanın konusunun HAAO'larda ayrılma hakkı olarak seçilmesinin isabetini ortaya koymaktadır.

IV. 2. Hakka ilişkin SerPK ile getirilen sistem, kendi içerisinde bütünlüğü olan ve tüm süreç detaylarının prensip olarak ortak şekilde düzenlendiği bir sistem görünümündedir. Bu açıdan hakkın tanındığı önemli işleme ilişkin GK'da karar alınması, ayrılma hakkı kullanım fiyatının belirlenmesi, ödemenin yapılarak payların teslimi gibi süreçler ortak hükümlerle düzenlenmiştir.

IV. 3. SerPK'daki düzenlemeye bakıldığında, kanun hükmünde sınırlayıcı olmadan belirlenen hakkın tanındığı önemli nitelikteki işlemlerin genişletilebilmesi ve hakkın kullanımına istisna getirilebilmesi yetkisinin SPK'ya verildiği, SPK'nın bu yetkiye dayanarak ortaklığın ilişkili taraflardan önemli ölçüde malvarlığı edinmesi veya kiralaması, bedelli sermaye artırımlarında sermaye artırımından elde edilecek fonun ilişkili taraflara olan nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan borçların kısmen veya tamamen ödenmesinde kullanılması işlemlerini de ayrılma hakkının kullanılacağı haller arasına dâhil ettiği görülmektedir. Ayrıca yine Kurul'a verilen bu yetki uyarınca, SerPK'da ayrılma hakkı tanınan malvarlığının devredilmesi, kiraya verilmesi, üzerinde aynı hak tesis edilmesi, ilişkili taraflardan önemli ölçüde malvarlığı edinilmesi veya kiralanması ve faaliyet konusunun değiştirilmesi işlemlerine ilişkin Kurul'un önemlilik kriteri getirerek bu işlemler açısından hakkın kullanılabilmesi kriterleri belirlediği görülmektedir.

IV. 4. Öte yandan Ayrılma Tebliği ile Kurul tarafından, SerPK’da önemli nitelikte kabul edilerek ayrılma hakkına neden olan işlemler arasında gösterilen imtiyaz öngörülmesi ya da borsa kotundan çıkma gibi işlemlerde ayrılma hakkı yerine pay alım teklifi zorunluluğu getirilmiştir. Buna ilâveten aynı Tebliğ m. 12 ile liste halinde sayılarak, normal şartlarda ayrılma hakkını doğurması gereken bir takım işlemler ayrılma hakkından istisna tutulmuştur.

IV. 5. Açıkladığımız bu özellikli düzenlemelerin zikredilmesi gereken bir diğeri de ayrılma hakkının kullanılmasının, hakkı kullanacak pay sahiplerinin pay oranı ya da maliyet açısından şarta bağlanabilmesine ilişkin Ayrılma Tebliği düzenlemesidir.

IV. 6. Kurul’un düzenlemesiyle hazırlanan bu tebliğ-ikincil mevzuat hükümleri ile kanunun ayrılma hakkı tanıdığı işlemlere istisna getirilmesi normlar hiyerarşisi açısından eleştirilecek bir konudur. Zira bizce önemli nitelikteki işlemleri düzenleyen SerPK m. 23’ün birinci fıkra hükmü ve ayrılma hakkını düzenleyen m. 24’ün birinci fıkra hükümleri uyarınca önemli nitelikteki işlemler nedeniyle pay sahiplerinin ayrılma hakkı belirli şartların yerine getirilmesine bağlı olarak istisnasız şekilde doğmaktadır. Dolayısıyla Kurul’un buna rağmen, her ne kadar ilgili hükümlerde kendisine düzenleme yapma yetkisi verilmişse de, kanun hükümlerine aykırı şekilde mevzuat oluşturma, istisna getirmesi normlar hiyerarşisi açısından kabul edilemez.

IV. 7. Bu eleştirimiz saklı kalmakla birlikte başka bir açıdan konuya yaklaşıldığında, kanun yapma tekniği açısından yukarıda ifade ettiğimiz özellikli ve teknik düzenlemelerin hepsinin bir arada kanun metninde yer alması doğru olmayacaktır. Bu durumda ayrılma hakkının tanınmadığı dönemde, bu hakkın TK’da düzenlenerek SPK’ya, HAAO’larla ilgili hakkın kullanılmasına ilişkin düzenleyici işlem yapma yetkisi verilmesi yönündeki görüşleri de dikkate aldığımızda, aslında hakkın bu yaklaşımın da ötesinde hem SerPK’da detaylı olarak düzenlendiği, hem de onun ötesinde Kurul tarafından bundan çok daha ayrıntılı ve teknik düzenlemelere tabi tutulduğunu gözlemlemekteyiz.

IV. 8. Kanaatimizce bu düzenleme şekli olumludur. Zira HAAO’larda, yani sermaye piyasasında fazlaca uygulanma gereksinimi olan ayrılma hakkının, detaylı teknik düzenlemelere tabi tutulması gerekir. HAAO’larda pay sahipleri çoğunluğu genelde ortaklıkla bağı zayıf olan küçük yatırımcı konumundaki pay sahiplerinden oluşmakta ve bu pay sahipleri ortaklıkla uzun süreli bir ortaklık bağı içinde hareket etmek

yerine tamamen kendi yatırımsal çıkarlarını ön plana alarak hareket etmektedirler. Bu nitelikteki pay sahiplerinin ortaklığın maruz kaldığı önemli nitelikteki işlemlerde çıkarlarının hâkim pay sahipleriyle kesişmemesi çoğunlukla olağandır. Ayrıca özellikle borsa AO'lar değerlendirildiğinde önemli nitelikteki işlemin pazardaki pay fiyatları üzerinde neden olacağı etkiler ve dalgalanmaların bu pay sahiplerinin yatırım planlarını etkilememesi düşünülemez. Hele ki, ancak kontrolü elinde bulunduran hâkim paydaşın yönlendirmesiyle önemli nitelikte kararların alınabileceği düşünüldüğünde, söz konusu küçük yatırımcıların işlemde ekonomik olarak olumsuz etkilenmeleri sermaye piyasası hukukuna hâkim ilkeler açısından kabul edilemez.

IV. 9. İşte tüm bu değerlendirmeler, bizce ayrılma hakkının sermaye piyasası alanında hem kanun hem de ikincil düzenleme anlamında detaylı düzenlenmesini haklı kılmaktadır.

V. 1. Öte yandan SPK mevzuatında ayrılma hakkının tanındığı önemli nitelikteki işlemleri ele aldığımızda listenin hakkı düzenleyen kimi ülke hukuklarına nazaran hayli geniş olduğu görülmektedir. Ayrılma hakkı SPK mevzuatında; birleşme, bölünme, tür değiştirme, sona erme, konu değişikliği, malvarlığının devredilmesi, kiraya verilmesi ve üzerinde aynı hak tesisi, ilişkili taraflardan malvarlığı edinilmesi veya kiralama yapılması, bedelli sermaye artırımlarında sermaye artırımından elde edilecek fonun ilişkili taraflara olan nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan borçların kısmen veya tamamen ödenmesinde kullanılması işlemlerini kapsayacak şekilde düzenlenmiştir.

V. 2. Bu listeye bakıldığında ayrılma hakkının kapsamının birleşmenin yanı sıra tüm yapısal değişiklikleri içerdiği öncelikle dikkat çekmektedir. İncelememizde, karşılaştırmalı hukukta hakkı düzenleyen tüm hukuk sistemlerinde birleşmede hakkın tanındığı ancak bölünme ve tür değişikliğinin bu açıdan farklılık gösterdiğini açıklamıştık.

V. 3. Bölünmeye ilişkin olarak bir yandan bölünme nedeniyle ortaklık malvarlığının zayıfladığı bu nedenle de bu işlemde ayrılma hakkının tanınmasının isabetli olmayacağı yönünde görüşler varken diğer yandan ise, bölünme nedeniyle ortaklık malvarlığının değişime uğradığı, bunun da pay sahiplerinin çıkarlarını doğrudan etkileyeceği ifade edilerek, ayrılma hakkının tanınması gerektiğine ilişkin görüşler

mevcuttur. Bizce bölünme işleminde pay sahibinin menfaatlerinin etkilenmesi işlemin gereği nedeniyle aşikâr olduğundan hakkın tanınmasına ilişkin sermaye piyasası mevzuatı yaklaşımı yerindedir.

V. 4. Tür değiştirme işlemi de karşılaştırmalı hukukta hakkın istikrarlı bir şekilde tanındığı bir işlem değildir. Kimi yabancı ülke hukuklarında, tür değiştirmenin ayrılma hakkının tanındığı bir işlem olarak kabul edilmemesinin sebebi olarak, bu hukuk sistemlerinde ayrılma hakkının ya da imkânının pay sahipliğinin devamlılığı ilkesinin bir istisnası olarak düzenlendiği, tür değiştirmede ise hukuken pay sahipliğinin devamlılığı korunduğundan bu hakka gerek duyulmadığı, ayrıca kimi hukuk sistemlerinde tür değiştirme ehliyetinin sınırlanmış olduğu şeklinde gerekçeler ileri sürülmüştür. Bunun karşısında ifade edilen tür değiştirmede de, her ne kadar hukuken sınırlanmış olsa bile, bir HAAO'dan bir başka sermaye ortaklığına geçildiği hallerde pay sahibinin paya ilişkin haklarının, özellikle devir kabiliyeti anlamında, olumsuz olarak etkileneceği görüşü de, hele ki tür değiştirmede sınırlama içermeyen hukuk sistemleri bakımından haklıdır. Ancak Türk hukuku bakımından bir HAAO'nun, LO gibi bir sermaye ortaklığına dönüşmesi hali düşünüldüğünde, kamu borçlarından ortakların sorumluluğuna ilişkin düzenleme gündeme gelecektir. Bu durumda ise, tür değiştirme kararının tüm pay sahiplerine sorumluluk getiren bir karar olarak değerlendirilerek pay sahiplerinin oybirliğini gerektireceği yaklaşımı gündeme gelebilir. Böylelikle tür değiştirme işleminde ayrılma hakkı tanınmasının ne ölçüde isabetli olduğu ya da gerekli olup olmadığı Türk hukuku bağlamında tartışılabilir bir konu olarak görünmektedir.

V. 5. Bu yapısal değişiklik işlemlerinin yanı sıra sona erme de yine sermaye piyasası mevzuatında ayrılma hakkının tanınmış olduğu bir diğer işlemdir. Hakkın tanınması anlamında karşılaştırmalı hukukta çok örneğine rastlanılmayan bu işlem türü aslında kanımızca ayrılma hakkının tanınmasını gerektirir niteliktedir. Her ne kadar bu işleme ilişkin olarak, sona erme neticesinde pay sahiplerinin pay karşılıklarını tasfiye neticesinde alacakları varsayımı bulunmakta ise de, sona erme ve tasfiye süreçlerinin uzun sürdüğü ve süreçte bölünme gibi ek işlemlerin de gerçekleşebileceği olgusu karşısında, pay sahiplerinin paylarına ilişkin maddi çıkarlarının kararın alındığı tarihe göre önemli ölçüde olumsuz olarak etkilenebileceği yüksek ihtimal dâhilindedir.

Dolayısıyla biz bu işlemi hakkın tanındığı diğer işlemlerden etki açısından daha farklı olarak görmemekteyiz.

V. 6. Ortaklığın önemli orandaki malvarlığının devri, kiraya verilmesi veya üzerinde aynı hak tesisi işlemleri de mevzuat uyarınca ayrılma hakkına neden olan işlemler arasına dâhil edilmiştir. Ayrılma Tebliği'nin 6. maddesine göre bu işlemlerin ortaklığın malvarlığının oransal olarak yarısını geçen değerde olması şartı da bulunmaktadır. Hakkın tanındığı ABD, Kanada gibi Anglo Sakson hukuku ülkelerinde bu işlemde ayrılma hakkına yer verilmiş olup, bizce SPK tarafından getirilen oran şartı ile birlikte değerlendirildiğinde gayet yerinde bir düzenleme olarak değerlendirilmelidir. Zira anılan önemdeki malvarlığı işlemleri, yatırımcı konumundaki pay sahiplerinin ayrılma hakkıyla koruma altına alınması amaçlanan çıkarlarına mutlak şekilde zarar verici niteliktedir.

V. 7. İlişkili taraflardan yapılan kiralama ve malvarlığı satın alma işlemlerinde Ayrılma Tebliği m. 6'da özel olarak yer verilen ortaklık değerinin %50'sini aşması şartıyla ayrılma hakkı tanınması düzenlemesinin ise, her ne kadar sınırlı kapsamda tanınmış olsa da malvarlığı üzerindeki tasarruf işlemleri gibi ortaklık sermaye yapısını etkilediği için ayrılma hakkının tanınma amacıyla uyumlu olduğu düşüncesindeyiz.

V. 8. Ancak malvarlığına ilişkin anılan her iki işlem için Ayrılma Tebliği m. 6/3'de yer verilen ve YK'ya işleme konu malvarlığının Tebliğ'de yer verilen önemlilik kriterlerini karşılamasa bile ortaklık açısından taşıdığı öneme binaen değerlendirme yapma sorumluluğu yükleyen hükmü, detaylı irdelendiğinde ayrılma hakkını kötüye kullanma eğilimindeki pay sahipleri tarafından sırf ortaklıktan ayrılmanın gerekçesi olarak istismar edilebilecek ve ticari hayatta bu konuda karar alma durumunda olan ortaklıklar açısından ayrılma hakkı kullanımının beraberinde getirebileceği riskler bakımından işleyişi olumsuz yönde etkileyebilecek nitelikte bir düzenleme konumundadır.

V. 9. Sermaye artırımından gelen fonla ortaklığın ilişkili taraflara olan nakit dışı varlık devrinden kaynaklanan borçlarının ödenmesi işlemi de ayrılma hakkını doğurmaktadır. SPK'nın yapmış olduğu özgün bir düzenleme niteliğindeki hüküm, pay sahiplerini koruma amaçlı olup Pay Tebliği hükümleri ile birlikte değerlendirilmelidir. Ancak kanaatimizce düzenlemeye konu olabilecek varlıklar,

özellikle de aynı varlıklar değerlendirildiğinde, bunların değerleri her zaman için gerek ortaklığın lehine gerekse de aleyhine değişkenlik gösterecek niteliktedir ve bu durum da ticari hayatın doğasından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla bu şekilde ticari hayatın olağan seyri açısından makul kabul edilebilecek bir duruma ilişkin ayrılma hakkı tanınmasını isabetli görmemekteyiz.

V. 10. Ayrılma hakkının tanındığı diğer bir işlem de ortaklık faaliyet konusunun tümüyle ya da önemli ölçüde değiştirilmesi olup, Kanada, İtalya gibi hakka yer veren ülkelerde bu işlem ayrılma hakkına yol açan bir işlem olarak mevzuatta yerini almaktadır. Ayrılma Tebliği'nde m. 6'da önem şartına yer verilerek düzenlenen bu işlemde ayrılma hakkının tanınması kanaatimizce isabeti ihtiyatla karşılanması gereken bir düzenlemedir. Zira özellikle borsa AO'ları açısından uygulama alanı bulan kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda zaten bu işlemde pay sahiplerinin menfaatlerinin esaslı şekilde ihlal edilmesinin önüne büyük ölçüde geçilebilmektedir.

VI. SPK mevzuatı tarafından ayrılma hakkının Ayrılma Tebliği dışında başka bir tebliğ ile tanındığı bir işlem olarak, pay sahibi sayısı nedeniyle HAAO statüsünde olan ortaklıkların GK kararıyla bu statüden çıkması işlemi de mevzuatta yerini almıştır. Her ne kadar hakkın kullanılması, ayrılma hakkı fiyatı gibi hususlarda Ayrılma Tebliği düzenlemesinden ayrılınca da, nitelik olarak bu işlem de, Ayrılma Tebliği'nde düzenlenen diğer önemli nitelikte işlemlerden farklı bir görünüm arzetmemektedir.

VII. Ayrılma Tebliği'nde önemli işlemlerden bir kısmı ise, ayrılma hakkı yerine zorunlu pay alım teklifine tabi tutulmuştur. Bu işlemler, kapalı AO'nun devralma suretiyle borsa AO ile birleşmesi, imtiyaz tanınması ve borsa kotundan çıkma işlemleridir. Mevzuatımıza özgü birleşmedeki istisna bir kenara bırakılacak olursa, çalışmamızda detaylı olarak incelenen her iki işlemde, karşılaştırmalı hukukta kimi ülke hukuklarında ayrılma hakkının tanınmış olmasına rağmen, SPK tarafından bu işlemlerin zorunlu pay alım teklifi prosedürüne tabi tutulması her şeyden önce mevzuat belirleyici kurumun tercihi tespiti ile açıklanabilir. Ancak imtiyaz tanınması SerPK m. 23'te açıkça önemli nitelikte işlem olarak yer almış ve m. 24 hükmünce de tüm önemli nitelikteki işlemlerde ayrılma hakkı tanınmıştır. Bu nedenle düzenlemenin kanuna aykırı nitelikte olduğunu ifade etmemiz ve bu açıdan isabetli bulmadığımızı belirtmemiz gerekir. Aynı eleştiri birleşme işlemine ilişkin getirilen

istisna için de geçerlidir. Ancak ayrılma hakkı yanında önemli nitelikteki işlemleri düzenleyen Ayrılma Tebliği'nde zorunlu pay alım prosedürünün de kullanım ve fiyat esaslarının ayrılma hakkı ile paralel şekilde düzenlenmiş olması, esasen pay sahipleri açısından pratikte ayrılma hakkının tercih edilmesine nazaran önemli bir değişiklik yaratmamaktadır. Üstelik pay alım teklifi prosedüründe bu imkândan yararlanacak olan pay sahiplerinin ayrılma hakkında olduğu üzere GK toplantısına katılıp olumsuz oy verme zorunluluğunun bulunmaması da kullanım açısından pay sahipleri için daha avantajlı olarak görülebilir. Ancak öte yandan her iki düzenleme bakımından da öngörülen zorunlu pay alım prosedürü sayesinde inisiyatifin hâkim pay sahibine bırakılmış olması eleştiriye açıktır.

VIII. 1. Sermaye piyasası mevzuatının yanı sıra TK tarafından öngörülen ve pay sahibi açısından fiilen ayrılma sonucu doğuran hükümler de aynı zamanda AO olan HAAO'lar açısından -TK m. 208'e göre azınlığın ihracı dışında- uygulama alanı bulmaktadır. TK sisteminde sermaye piyasası mevzuatına nazaran çok daha sınırlı bir kapsamda fiilen ayrılma sonucu doğuran hükümlere yer verilmiştir. Söz konusu hükümlerde düzenlenen, birleşme işleminde yer verilmesi halinde seçimlik ayrılma akçesi ve ortaklıklar topluluğunda haklı nedeni bulunmayan önemli esas sözleşme değişikliklerine ilişkin dava hakkı, pay sahibi tarafından doğrudan talep edilebilmekte veya kullanılabilir.

VIII. 2. İsviçre hukukunu örnek alan kanun koyucu yapısal değişikliklerden sadece birleşmede, seçimlik ayrılma akçesi talebine, birleşmeye taraf ortaklıkların birleşme sözleşmesinde öngörülme şartıyla ihtiyari olarak yer verebilmelerine imkân tanımaktadır. İncelendiği üzere birleşmeye ilişkin seçimlik ayrılma akçesi düzenlemesi, ayrılma hakkından farklı olarak, bu konuda inisiyatifi pay sahiplerinden bağımsız olarak ortaklıklara veren, bu anlamda ayrılma hakkıyla karşılaştırıldığında pay sahipleri menfaatleri açısından yetersiz ve kısıtlı bir düzenleme görünümündedir.

VIII. 3. Öte yandan bu düzenlemede ayrılma akçesi talebi birleşme sözleşmesine dayanmakta ve ayrılma hakkında olduğu üzere kanuna dayanan ve prensip olarak her birleşme işleminde kullanılması zorunlu olan bir hak görüntüsü vermemektedir. Kaldı ki, ayrılma hakkına kaynaklık eden Amerikan hukukunda bu hak, AO'larda karar alma süreçlerinde oy birliğinden oy çokluğuna geçilmesinin bir sonucu olarak pay sahiplerinin kaybettikleri kararı veto etme imkânlarına karşılık tanınmış bir hak

iken, İsviçre sisteminin kaynaklık ettiği seçimlik ayrılma akçesine ilişkin hüküm pay sahipliğinin devamlılığı ilkesine getirilmiş bir istisna niteliğindedir.

VIII. 4. Üstelik birleşme işleminde söz konusu sözleşmesel seçimlik hakkın hangi sürede ve nasıl kullanılacağına ilişkin ayrıntılara yer verilmemiş ve bu konular uygulamaya bırakılmıştır. Bu durum ise, kanaatimizce farklı yaklaşımlardan kaynaklanacak ihtilafları doğurabilecek niteliktedir.

VIII. 5. Ayrıca TK ve SerPK mevzuatlarında yer alan ayrılma hakkı ile sözleşmeye dayanan seçimlik ayrılma akçesini talep hakkının birleşme işlemi özelinde HAAO'larda nasıl uygulanacağı, her iki sistemin hakların kullanılması ve fiyata ilişkin kurallarının, ne şekilde bir arada işletilebileceği soru işaretleri doğurmakta olup, meselenin mevzuat düzenlemesi gerektirdiği kanımızca aşikârdır.

VIII. 6. TK sisteminde ortaklıklar topluluğuna ilişkin 202. maddenin ikinci fıkra hükmüne göre de ayrılma sonucunu doğuran payların satın alınması talepli dava hakkı pay sahipleri tarafından kullanılabilir. Kanımızca birleşme işlemindeki tespitlerimize benzer şekilde, söz konusu hükümde yer verilen ayrılma sonucu doğuran dava hakkı düzenlemesinin HAAO'lar alanında uygulanmasında, ayrılma hakkının da kullanıldığı durumlarda, fiyat tutarlılığı, haklardan birinin kullanımının diğeri üzerindeki etkisi açılarından TK'nın öngördüğü dava sistemiyle SerPK düzenlemelerinin öngördüğü ayrılma hakkı prosedürlerinin uyumlaştırılması gereği bulunmaktadır.

KAYNAKÇA

- Abramczyk, Jon E.; Cincilla, Jason A.; Honaker, James D.: “Going-Private "Dilemma"?-Not in Delaware”, **The Business Lawyer**, Vol. 58, August 2003, pp. 1351-1371.
- Acemoğlu, Kevork: **Malvarlığı Veya Ticari İşletmenin Devri**, Fakülteler Matbaası, İstanbul 1971.
- Adıgüzel, Burak: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XVIII, 2014, S. 2, s. 1-51. (Ayrılma Hakkı)
- Adıgüzel, Burak: **Sermaye Piyasası Hukuku**, Adalet Yayınevi, Ankara 2017. (Sermaye Piyasası)
- Akbilek, Nevzat: **Anonim Şirket Birleşmelerinde Pay Sahibinin Korunması**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2009.
- Akbulak, Sevinç, Akbulak, Yavuz: **Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**, Beta Basım, İstanbul 2004.
- Akbulak, Yavuz: “Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Paylar”, (Çevrimiçi) <http://www.legalisplatform.net/>, (Son Erişim Tarihi: 18.01.2014).
- Aker, Halit: Türk Ticaret Kanunu Madde 14 Hakkında Bazı Düşünceler ve Yeni Bir Tacir Türü: “Hakim Teşebbüs”, **Batider**, C. XXV, S. 2, 2009, s. 229-295.
- Aker, Halit: “Hakim İşletme ile Bağımlı Şirket Arasındaki Hukuki İlişki ve Hakim İşletmenin Sadakat Borcu”, **Batider**, C.XXII, S. 2, 2003, s. 153-204.
- Aker, Halit: “Anonim ve Limited Şirketlerde Ortaklık Sıfatının Sona Ermesi ve Özellikle Haklı Sebep Fesih Davasına İlişkin Bazı Değerlendirmeler”, **Batider**, C. XXXII, S. 1, s. 63-150. (Haklı Sebep)

- Akın, Murat Yusuf: **Şirketler Hukukunda ve Özellikle Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Sadakat Borcu**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul 2002. (Sadakat)
- Akın, Murat Yusuf: **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, Birinci Basıdan Tıpkı Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2014. (Bağlı Nama Yazılı Hisseler)
- Akın, İrfan: “TTK M.208 Kapsamında Anonim Şirketlerde Azınlığın Ortaklıktan Çıkarılması”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XVII, Y. 2013, Sa. 1-2, s. 1-19.
- Akın, İrfan: **Şirketler Topluluğu Sorumluluk Hukuku**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2014. (Sorumluluk)
- Akuğur, Mehmet: **Türk Hukukunda Anonim Ortaklıkların Bölünmesi**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2005.
- Akyol, Şener: **Medeni Hukukta Çelişki Yasağı**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2007.
- Akyol, Şener: **Dürüstlük Kuralı ve Hakkın Kötüye Kullanılma Yasağı**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2006.
- Akyol, Şener: **Medeni Hukuka Giriş**, İstanbul, Vedat Kitapçılık 2006.
- Al Kılıç, Şengül: **Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşmesi**, Beta Basım, İstanbul 2009.
- Alışkan, Murat: “İşletme Konusu ve 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Ticaret Şirketlerinin Ehliyeti ve Temsili,” **MÜHF-HAD**, Cilt: 18, Sayı: 2, Yıl: 2012. (Temsil)
- 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.

- Altaş, Soner: “Anonim Şirketlerde Önemli Miktarda Şirket Aktifinin Toptan Satışı Sorunu”, **Mali Çözüm Dergisi**, S. 123, 2014, s. 95-102.
- Altay, Sıtkı Anlam: **Anonim Ortaklıklar Hukuku'nda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2009.
- Altınok Ormancı, Pınar: **Sürekli Borç İlişkilerinin Haklı Sebeple Feshi**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2011.
- Ansay, Tuğrul: **Yargıtay Uygulamasında Anonim Şirketler Hukuku**, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara, 1981.
- Ansay, Tuğrul: **Anonim Şirketler Hukuku**, 6. bs., Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 1982.
- Arıcı, Mehmet Fatih: **Ticari İşletmenin Aktif ve Pasifi ile Devri**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2008.
- Aronstam,Bradley R.,Balotti, R.Franklin,Rehbock,Timo: “Delaware's Going-Private Dilemma: Fostering Protections for Minority Shareholders in the Wake of Siliconix and Unocal Exploration”, **The Business Lawyer**, Vol. 58, February 2003, pp. 519-558.
- Arkan, Sabih: “İngiliz Hukukunda Ortaklık Türleri”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C.8, S.3, 1976, s. 101-111.
- Arkan, Sabih: “Yüzden Fazla Ortağı Bulunan Anonim Ortaklığın Sermaye Piyasası Kanunu Karsısındaki Durumu”, **Ankara Barosu Dergisi**, 1982, C. 39, S. 3, s. 367-380.
- Arkan, Sabih: **Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimleri**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1976.
- Arkan, Sabih: **Ticari İşletme Hukuku**, 22. Baskı, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 2016.
- Arslanlı, Halil; Domaniç, Hayri: **Limited Şirketler Hukuku ve Uygulaması, TTK Şerhi**, C.III, Temel Yayınları, İstanbul 1989.

- Arslanlı, Halil: **Anonim Şirketler, IV, Anonim Şirketin Hesapları V, Anonim Şirketin İnfisahı ve Tasfiyesi**, Fakülteler Matbaası İstanbul 1961.
- Arslanlı, Halil: **Anonim Şirketler, I. Umumi Hükümler**, 2. bs., Fakülteler Matbaası, İstanbul 1959.
- Arslanlı, Halil: **Anonim Şirketler, II-III. Anonim Şirketin Organizasyonu ve Tahviller**, Fakülteler Matbaası İstanbul 1960.
- Arslan, Esmahan: **“Türk ve ABD Hukukunda Şirket Birleşmeleri,”** Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2007.
- Aslan, Ayşegül: **“Hakim Ortağın Azınlık Paylarını Satın Alma Hakkı (squeeze-out right), SPK Yeterlilik Etüdü**, Ankara 2005.
- Ataman, Ümit;
Kibar, Halil: **Hisse Senedinin Gerçek Değerinin Hesaplanması**, Türkmen Kitabevi, İstanbul 1999.
- Austin, R. P.: **“Problems For Directors Within Corporate Groups”**, Ed. Michael Gillooly, **The Law Relating to Corporate Groups**, The Federation Press, Sydney 1993.
- Ayan, Özge: **“Yeni Türk Ticaret Kanununda Anonim Şirketin Haklı Sebeple Feshi Davası (531. Madde)”**, **Legal Hukuk Dergisi**, Haziran 2011, s. 2237-2266.
- Aydın, Alihan: **“Anonim Ortaklıkta Çoğunluğun Azınlığa Karşı Korunması”**, Prof. **Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı**, Beta Basım, 2. bs., İstanbul 1999, s. 29-51.
- Aydın, Nurhan: **Birleşme ve Satın Almalarda İşletme Değerlemesi, Şirket Birleşmeleri**, Ed. Haluk. Sümer, Helmut Pernsteiner, Alfa Kitabevi, İstanbul 2004.
- Aydın, Sema; Kaplan, Hasan;

- Kalyon, Ali; Şen, Arzu: “Ticari İşletme Devri ve Devrin Hukuki Sonuçları”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XVII, Y. 2013, Sa. 1-2, s. 229-260.
- Aydoğan, Fatih: **Tek Kişi Ortaklığı**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2012.
- Ayoğlu, Tolga: **Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2008. (Halka Arz)
- Ayoğlu, Tolga: “Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi”, **Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Saygı Sempozyumu, C. 2, 2013, s. 219-249.
- Aytaç, Zühtü: Bağlı İşletmeler Hukuku ve Türk Hukukunda Görünüm, **Batider**, C. VIII, S. 4, 1976, s. 97-124.
- Bachmann, Theo: **Mehrstufige Übernahmen schweizerischer Publikumsgesellschaften**, Schulthess, Zürich 1992.
- Bahtiyar, Mehmet: **Ortaklıklar Hukuku**, 12. bs., Beta Basım, İstanbul 2017. (Ortaklıklar).
- Bahtiyar, Mehmet: **Ortaklıklar Hukuku**, 7. bs., Beta Basım, İstanbul, 2012.
- Bahtiyar, Mehmet: “Anonim Ortaklıkta Payların Üçüncü Kişilere Satılması Durumunda Diğer Ortaklara Önalım Hakkı Tanıyan Anasözleşme Hükümleri ve Etkileri”, **Batider**, 2001, C. XXI, S. 2. (Önalım)
- Balcı, Muharrem: **İhtilafların Çözüm Yolları ve Tahkim**, Umut Kağıtçılık, İstanbul 1999.
- Başgül, Mürsel: **Türk Ticaret Kanunu ile İlgili Taslaklar, Tartışmalar, Bolu Toplantısı**, Ankara 1994, s. 198 vd.
- Becker, Herman: **İsviçre Borçlar Kanunu Şerhi, İkinci Bölüm, Çeşitli Sözleşme Hükümleri**, Bern 1934, (Çev. A. Suat DURA, Ankara 1993)
- Bektaş, İbrahim: “Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı ve Pay

Alım Teklifi Zorunluluğu”, **Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı**, Bankacılık Enstitüsü Yayınları, Ankara 2015, s. 749-828. (Ayrılma Hakkı)

Belser, Lukas; von der Crone,

Hans Caspar: “Auflösungsklage nach Art. 736 Abs. 4 OR. - Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts 4A_475/2009 vom 5. März 2010 in Sachen X (Beschwerdeführerin/Klägerin) gegen Y SA (Beschwerdegegnerin/Beklagte)”, **SZW**, 2010, s. 329.

Berger, Carolyn; Allingham,

Thomas J.: “A New Light on Cash-Out Mergers: Weinberger Eclipses Singer”, **The Business Lawyer**, 1983, Vol

Biçer, Levent;

Hamamcıoğlu, Esra: “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**, S.1, 2013, s. 33-52.

39, p. 2.

Bilgili, Fatih;

Demirkapı, Ertan:

Şirketler Hukuku, 9. bs., Dora, 2013. (Şirketler)

Bilge, Mehmet Emin:

“Anonim Şirketin Sona Ermesi ve Tasfiyesi”, **EÜHFD**, C. XVI, S. 3–4, 2012, s. 261 vd.

Boğa, Serap:

“Sermaye Piyasası Kanuna Tabi Anonim Ortaklıklarda Hisse Devri”, Mersin 2010.

Boyacıoğlu, Cumhur:

Konzern Kavramı, Nobel Yayınevi, Ankara 2006.

Bozkurt Yaşar, Sevgi:

Anonim Şirketlerde İşadamları Kararı İlkesinin (Business Judgement Rule) Uygulanması, Beta Basım, İstanbul 2015.

- Bozkurt, Tamer: **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam) -Die Vinkulierung-**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2016.
- Böckli, Peter: **Schweizer Aktienrecht**, Auflage 4, Schulthess, Zürich 2009.
- Burckhardt, Sebastian: **Zürcher Kommentar zum Fusionsgesetz**, 2. Auflage, Schulthess, Zürich 2012. (FusG)
- Buz, Vedat: **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, Yetkin Yayınları, Ankara 2005.
- Bürgi, Wolfhart F.: **Zürcher Kommentar**, Obligationenrecht, Die Aktiengesellschaft: V. Band: Obligationenrecht, 5. Teil: Die Aktiengesellschaft, b/2:Organisation der Aktiengesellschaft, Art. 698-739 OR, Schulthess Verlag, Zürich 1969.
- Bücker, Thomas: “Die Berücksichtigung des Börsenkurses bei Strukturmaßnahmen – BGH revidiert DAT/Atlana”, **NZG**, Heft 25, 2010.
- Can, Mustafa: **ABD Ortaklıklar Hukukunun Tasarı Türk Ticaret Kanunundaki Ortaklıklar Hukukuna Etkileri**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2009.
- Carney, William J.: “Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes”, **American Bar Foundation Research Journal**, Vol. 5, No. 1 (Winter, 1980), pp. 69-132. (Fundamental Corporate Changes)
- Carney, William J.;
Heimendinger, Mark: “Appraising The Nonexistent: The Delaware Courts’ Struggle With Control Premiums”, **University of Pennsylvania Law Review**, Vol. 152, 2003, p. 845.
- Casper, Matthias: Spindler/Stilz, **Aktiengesetz**, 2. Auflage, C. H. Beck, München 2010.

- Cheffins, Brian: “The Oppression Remedy in Corporate Law: The Canadian Experience”, **University of Pennsylvania Journal Of International Business Law**, Vol. 10:8, 1988, pp. 305-399.
- Clark, Robert Charles: **Corporate Law**, Little Brown, Boston 1986.
- Cohen, Shlomo: “Bell v. Kirby Lumber Corp.: Ascertaining "Fair Value" under the Delaware Appraisal Statute”, **Columbia Law Review**, Vol. 81, No. 2 (Mar., 1981), pp. 426-440.
- Çamoğlu, Ersin: **Kollektif Ortaklıkta Haklı Sebep Kavramı ve Ortağın Haklı Sebep ile Çıkarılması**, İstanbul Üniversitesi Yayınları, İstanbul 1976.
- Çamoğlu, Ersin: **Kollektif Ortaklığın Haklı Sebep ile Feshi ve Ortağın Haklı Sebep ile Çıkarılması**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2008. (Kollektif)
- Çamoğlu, Ersin: “Anonim Ortaklığın Haklı Sebep ile Feshi”, **Prof. Dr. Yavuz Alangoya İçin Armağan**, Beta Basım, İstanbul 2007, s. 667-684. (Armağan)
- Çamoğlu, Ersin: “Anonim Ortaklığın Haklı Sebep ile Feshinde Hakimin Takdir Yetkisi”, **Batider**, C. XXXI, S. 1, 2015, s. 5-19.
- Çamoğlu, Ersin: “6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu’nda Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunda Belirli Grupların Temsili”, (Çevirimiçi) <http://arslanlibilimarsivi.com/> (Son Erişim Tarihi: 26.03.2017)
- Çebi, Hakan: **Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Ortaklıkların Bölünmesi**, XII Levha Yayıncılık, 2010.
- Çeker, Mustafa: **Anonim Ortaklıkta Oy Hakkı ve Kullanılması**, Sözkese Matbaacılık Tic. Ltd. Şti., Ankara 2000.
- Çelik, Aytekin: “Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma”, **Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt 17, Sayı 2, 2009, s. 171-215. (Çıkarılma)

- Çelik, Aytekin: **Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma**, Ankara, 4 bs., Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2016. (Tez)
- Çelik, Aytekin: “Yeni Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Şirketlerde Hakim Pay Sahibinin Satın Alma Hakkı”, Yeni Türk Ticaret Kanunu Özel Sayısı, **Sermaye Piyasası Dergisi**, Ekim-Aralık, Y. 2011, S. 8, s. 78-94. (Satın Alma)
- Çelik, Aytekin: “Halka Açık Anonim Ortaklık Statüsünün Kaybedilmesi”, **Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 13, S. 1, 2005, s. 33-52.
- Çelikboya, Kerem: **Ticari İşletmenin Devri**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2017.
- Çeliksaş, İlyas: **Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı**, Arıkan Basım, İstanbul 2006.
- Çetin, Nusret; Töremiş, Hatice Ebru; Zeynep Cantimur: **6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun Sistematik Analizi**, Yetkin Yayınları, Ankara 2014.
- Çitçi, R. Gamze: “**Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Bölünme**”, Yayınlanmamış Dönem Projesi, Ankara 2008.
- Çonkar, Mustafa Halil: Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliği Sıfatının İspatlanması, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2009.
- Çoştan, Hülya: **Anonim Ortaklıklarda Bölünme**, Turhan Kitabevi, Ankara 2004. (Bölünme)
- Çoştan, Hülya: **Anonim Ortaklıkların (Şirketlerin) Birleşme, Bölünme, Nevi Değiştirme (Tür Değiştirme) Yoluyla Yeniden Yapılanmasında Alacaklının Korunması**, Doktora Tezi, Ankara 2007. (Alacaklının Korunması)
- Çoştan, Hülya: **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Hükümlerine Göre Anonim Şirketin Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirme Yoluyla Yeniden Yapılanmasında**

- Alacaklının Korunması**, Ban ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 2009.
- de Vries, Paul Pieter: **Exit Rights of Minority Shareholders in a Private Limited Company**, Kluwer, Groningen 2010.
- Deilmann, Barbara: **Hölters Aktiengesetz**, 2. Aufl., C. H. Beck, München 2014.
- Değirmenci, Cenker: **Anonim Ortaklıkta Iskat**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2006.
- Demir, Koray: “Ticari İşletmenin Devrinde Yeni Dönem: Eski ve Yeni Sorunlar”, **İÜHFM**, C. LXXI, S. 2, 2013, s. 103-120.
- Develi, Bilge: “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Ayrılma Akçesi”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XVII, 2013, Sa. 1-2, s. 443-489. (Ayrılma Akçesi)
- Dinç, İlhan: **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, Legal Yayınevi, İstanbul 2006.
- Dirikkan Öztürk, Hanife: **Limited Şirket Ortağının Ayrılması ve Ayrılma Payı**, Yetkin Yayınları, Ankara 2005.
- Doğanay, Mete; Aktaş, Ramazan: **Hisse Senedi Değerlemesi**, Sakarya Üniversitesi Sürekli Eğitim Uygulama ve Araştırma Merkezi, (Çevrimiçi) <http://www.kgk.sakarya.edu.tr/>, (Son Erişim Tarihi: 7 Kasım 2014).
- Doğanay, İsmail: **Türk Ticaret Kanunu Şerhi**, C. I, Madde 1-419, Beta Basım, İstanbul 2004. (Şerh I)
- Doğanay, İsmail: **Türk Ticaret Kanunu Şerhi**, C.2, 2. bs., Olguç Matbaası, Ankara 1981.
- Domaniç, Hayri: **Adi-Kollektif ve Komandit Şirketler**, 4. bs., Temel Yayınları, İstanbul 1988. (Kollektif)

- Domaniç, Hayri: **Anonim Şirketler Hukuku Uygulaması, Türk Ticaret Kanunu Şerhi**, C.II, Temel Yayınları İstanbul 1988. (Anonim Ortaklıklar)
- Dorsey, James E.; Fraser, Thomas S.; Duke, Emily E.: “Dissenters’ Rights in Minnesota,” 2002, (Çevrimiçi) <http://www.fredlaw.com>, (Son Erişim Tarihi: 04.08.2014).
- Drinhausen, Florian, Keinath, Astrid: **Gesellschaftsrecht, Beck’sche Kurz-Kommentare**, Ed. Martin Henssler, Lutz Strohn, 62, 2. Auflage, Verlag C.H. Beck, München 2014.
- Dural, H. Ali; Ayoğlu, Tolga: Anonim Şirketler Hukukunda Organsızlık Nedeniyle Fesih Davalarında “Uzun Süre” Koşulu (TTK m. 530), **Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı**, Bankacılık Enstitüsü Yayınları, Ankara 2015, s. 435-458.
- Easterbrook, Frank H.; Fischel, Daniel R.: **The Economic Structure of Corporate Law**, Fourth Edition, , Harvard University Press, USA 1998.
- Eisenberg, Melvin: “The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporation Decisionmaking”, **California Law**, Vol. 57, 1969, pp. 1-181.
- Emmerich, Volker; Habersack, Mathias: **Aktien- und GmbH-Konzernrecht Kommentar**, Hrsg. Volker Emmerich, Mathias Habersack, 7. Auflage, C.H. Beck, 2013, (Çevrimiçi), <http://beckonline.beck.de>, (Son Erişim Tarihi: 11.03.2014).
- Engel, Louis; Hecht, Henry R.: **How To Buy Stocks**, Little, Brown & Co., New York 1994.

- Erdem, Ercüment: “Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Ticari İşletmenin Devri”, **Yaşar Üniversitesi E-Dergisi**, Vol.8, Armağan Sayı, 2013, s. 987-1018.
- Erdem, Nuri: **Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2012. (Tez)
- Eren, Fikret: “Türk Medeni Kanuna Göre Yasal Önalım Hakkı”, Prof. Dr. Attila Özer’e Armağan, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2008 Cilt. XII, Sayı 1-2, s. 103 vd.
- Eriş, Gönen: “Ayrıcalıklı Pay Senetleri I”, **Yargıtay Dergisi**, Ankara, 1979, Sayı 4, s. 915-925.
- Fanto, James A.: **The Legal Basis of Corporate Governance in Publicly Held Corporations**, Ed. Arthur R. Pinto, Gustavo Vicentini, Kluwer Law International, London, 1998.
- Farrar, John H.; Furey, Nigel; Hannigan, Brenda: **Farrar’s Company Law**, London, Butterworths, 1991.
- Fasciani, Paola: “Die Reform des Gesellschaftsrechts in Italien”, (Çevrimiçi) www.italtrade.com/countries/europe/germany/reform.pdf, (Makale yayın bilgisi: **Jahrbuch für Italienisches Recht**, Band 18, S. 157 ff C.F. Müller Verlag, Heidelberg 2005.
- Fischel, Daniel R.: “The Appraisal Remedy in Corporate Law”, **American Bar Foundation Research Journal**, 1983, pp. 875-904. (Appraisal)
- Folk, Ernest L., v.d.: **Folk On The Delaware General Corporation Law: A Commentary And Analysis**, Little, Brown, Boston 1994.
- Forstmoser, Peter; Meier -Hayoz, Arthur; Nobel, Peter: **Schweizerisches Aktienrecht**, Stämpfli, Bern, 1996.
- Franko, Nisim: “Ticaret Şirketlerinin Kefalet Ehliyeti”, **Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu II**,

- Bildiriler-Tartışmalar**, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 1985, s. 37-53.
- Garret, Ray: “History, Purpose And Summary Of The Model Business Corporation Act”, **The Business Lawyer**, Vol. 6, No. 1, (November, 1950), p. 1.
- Geis, George S.: “Articles Internal Poison Pills”, **New York University Law Review**, Vol. 87: 1169, 2009, pp. 1169-1221.
- Gillooly, Michael: “Outside Shareholders in Corporate Groups”, **The Law Relating to Corporate Groups**, Ed. Michael Gillooly, The Federation Press, Sydney, 1993, p. 159 vd.
- Gilson, Robert J.;
Black, Bernard S.: **The Law and Finance of Corporate Acquisitions**, Westbury, NewYork 1995. (Acquisitions)
- Glanzmann, Lukas: “Die Kontinuität der Mitgliedschaft im neuen Fusionsgesetz”, **Aktuelle Juristische Praxis**, 2004, s. 139- 155. (Fusionsgesetz)
- Glanzmann, Lukas: **Stämpfli Handkommentar**, Stämpfli, Bern 2003. (SHK)
- Godshall, Randolph B.;
Hendricks Douglas L.: “Singer v. Magnavox: Delaware Imposes Restrictions on Freeze-out Mergers”, **California Law Review**, Vol. 66, 1978, pp. 128-135.
- Groß, Wolfgang: “Rechtsprobleme des Delisting”, **ZHR**, 165 (2001), s. 141-166.
- Grunewald, Barbara: “Das Recht zum Austritt aus der Aktiengesellschaft”, **Festschrift für Carsten Peter Claussen**, Köln-Berlin-Bonn-München, 1997, s. 103-115. (Das Recht zum Austritt)
- Grunewald Barbara: **Münchener Kommentar zum Aktiengesetz**, Hrsg. Wulf Goette, Mathias Habersack, Susanne Kalss:Band. 5, 3. Auflage, C. H. Beck, 2010, Vierter Teil, Rn. 1.,

- (Çevrimiçi), <http://beck-online.beck.de>, (Son Erişim Tarihi: 08.03.2014).
- Günel, Vural: **Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri**, İMKB, İstanbul 1997.
- Gündoğdu, Gökmen: “Bir Şirketler Topluluğu En Az Kaç Bağlı Şirketten Oluşur? -Ticaret Sicil Yönetmeliği m. 105 Hükmünün Türk Ticaret Kanunu m. 195 Hükmü ile Uyumsuzluğu Sorunu”, **Legal Hukuk Dergisi**, C.12, S. 133, 2014, s. 107-127.
- Günel, Ozan Niyazi: “**İmtiyazlı Hisse Senetleri**”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2009. (İmtiyaz)
- Gürel, Murat: “**Türk Ticaret Kanunu Tasarısında Şirketler Topluluğunda Hakimiyetin Hukuka Aykırı Kullanılmasından Doğan Sorumluluk**”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2009.
- Gürpınar, Damla: **Sözleşme Dışı Yanlış Tavsiyede Bulunma, Öğüt veya Bilgi Vermeden Doğan Hukuki Sorumluluk**, Güncel Yayınevi, İzmir 2006.
- Güven, Pelin: **Türk Rekabet Hukuku ve Avrupa Birliği Rekabet Hukukunda Birleşme ve Devralmaların Denetlenmesi**, Yetkin Yayınları, Ankara 2002.
- Hacımahmutoğlu, Sibel: “AT Komisyonu’nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme”, **Batider**, 2001, C.XXI, S.1, s. 95-138.
- Hacımahmutoğlu, Sibel: “The Business Judgement Rule: İşadamı Kararı mı Yoksa Ticari Muhakeme Kuralı mı?”, **Batider**, C. XXX, S. 4, 2014, s. 99-145.
- Hamermesh, Lawrence A.;
Wachter, Michael L.: “The Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law”, **Delaware Journal of Corporate Law**, Vol. 31, 2005, p. 119 vd.

- Helvacı, Mehmet: “Anonim Ortaklıkta Ticaret Kanunundan Kaynaklanan Azınlık Haklarının Hukukî Niteliği”, **Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Armağan**, Beta Basım, İstanbul 1998.
- Helvacı, Mehmet: **Anonim Ortaklıkların Bölünmesi (Yeniden Yapılandırma Modeli Olarak Bölünme)**, Beta Basım, İstanbul 2004. (Bölünme)
- Hellwig, Hans Jürgen;
Bormann, Michael: “Die Abfindungsregeln beim Going Private, Der Gesetzgeber ist gefordert”, **ZGR**, 2002/3, s. 465-496.
- Hills, George S.: “Consolidation of Corporations by Sale of Assets and Distribution of Shares”, **California Law Review**, May 1931, Vol. 19, Issue 4, pp. 349-366.
- Hommelhoff, Peter: “Minderheitenschutz bei Umstrukturierungen”, **ZGR**, Band 22, Heft 3, Seiten 452–473.
- Hudson, Julie Gwyn: “The Exclusivity of the Appraisal Remedy Under the New North Carolina Business Act: Deciding the Standard of Review for Cash-Out Mergers”, **North Caroline Law Review**, Vol. 69, 1991. (Appraisal Remedy)
- Hüffer, Uwe: **Aktiengesetz**, 10. Auflage, C.H. Beck, München 2012.
- Işıқтаç, Yasemin;
Metin, Sevtap: **Hukuk Metodolojisi**, Filiz Kitabevi, İstanbul 2012.
- İhtiyar, Mustafa: **Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, Beta Basım, İstanbul 2006.
- İlbasmış Hızlısoy,
Özlem: **Anonim Şirketin Haklı Sebeple Feshi**, Adalet Yayınevi, Ankara 2016.
- İmregün, Oğuz: **Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve**

- Bunları Telif Çareleri**, Akgün Matbaası, İstanbul 1962. (Menfaat İhtilafları)
- İmregün, Oğuz: **Kollektif, Komandit ve Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Ortaklıklar**, Yasa Yayınları, İstanbul 1989. (Kollektif)
- İmregün, Oğuz: **Anonim Ortaklıklar**, İÜHF, İstanbul 1989.
- İmregün, Oğuz: **Anonim Ortaklıklar**, 2. bs., Kurtulmuş Matbaası, İstanbul 1970. (Anonim Ortaklık)
- İmregün, Oğuz: **Amerikan Ortaklıklar Hukukunun Ana Hatları**, İÜHF, İstanbul 1968.
- İpekel Kayalı, Ferna: **Türk Ticaret Kanunu'na Göre Birleşmeler**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2014. (Birleşmeler)
- İpekel Kayalı, Ferna: “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Kayıtlı Sermaye Düzenlemesi ve Bu Düzenlemenin Sermaye Piyasası Hukuku Işığında Değerlendirilmesi”, **Yaşar Üniversitesi E-Dergisi**, Özel Sayı, 2013, C.II, s. 1413-1456.
- Kallmeyer, Harald: **Umwandlungsgesetz, Kommentar**, Otto Schmidt, Köln 2006.
- Kalss, Susanne: **Umwandlungsgesetz**, Ed. Johannes Semler, Arndt Stengel, 3. Auflage, C. H. Beck, München 2012.
- Kanda, Hideki,
Levmore, Saul: “The Appraisal Remedy and The Goals of Corporate Law”, **Ucla Law Review**, No.32, 1985, s. 429 vd., (Appraisal)
- Karababa, Sedar: **(Mukayeseli Hukuk ve Türk Hukuku Açısından) Anonim Ortaklıkta Satın Alma (Squeeze Out) ve Çıkarma Hakları**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2016. (Satın Alma Hakkı)
- Karacan, Ali İhsan: **Ortaklıktan Çıkarma: Sermaye Piyasası Hukuku Açısından Bir İnceleme**, Legal Yayıncılık, İstanbul 2015.

- Karacan, Ali İhsan: Borsadan Çıkmak, Ortaklıktan Çıkarma, Satma ve Ayrılma Hakkı-I, (Çevrimiçi) <http://www.thelira.com>, (Son Erişim Tarihi: 12.03.2017)
- Karahan Sami: **Ticari İşletme Hukuku**, 23. Bası, Mimoza Yayıncılık, Konya 2012.
- Karahan, Sami: **Anonim Şirketlerde Tasfiye**, Mimoza Yayıncılık Konya 1998.
- Karahan, Sami: “Halka Açık Anonim Ortaklık Statüsünün Kazanılması”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C. 21, S. 2, 2001, s. 27-61. (HAAO)
- Karahan, Sami: **Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması**, Kazancı Yayınları, İstanbul 1991. (İmtiyaz)
- Karakaş, Fatma Tülay: “Karine Kavramı, Kanuni Karineler ve Varsayımlar”, **Atatürk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 62 (3) 2013, s. 729-759.
- Karakurt, Ahu: “Sermaye Piyasası Kanunu Bağlamında İdari Yaptırımlar”, **TBB Dergisi**, S. 85, 2009, s. 137-172.
- Karasu, Rauf: “T.T.K. Tasarısına Göre Nama Yazılı Payların Devrinin Sınırlandırılması”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XII, Y. 2008, Sa. 1-2, s. 127-147. (Bağlam)
- Karasu, Rauf: **Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, Yetkin Yayınları, Ankara 2015
- Karayalçın, Yaşar: “Anonim Şirkette Çoğunluk-Azınlık İlişkisi Bakımından Kontrol (Blok) Satışı ve Genel Alım Önerisi”, **Prof. Dr. H. Tandoğan’ın Anısına Armağan**, Bank. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 1990, s. 351 vd.

- Kaya, Arslan: **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 2001. (Bilgi Alma Hakkı)
- Kaya, Arslan: “Pay Sahibinin Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı”, **Makalelerim I**, 1. bs., İstanbul 2012, s. 75-81.
- Kaya, Arslan: “Sermaye Artırımı”, **40. Yılında Türk Ticaret Kanunu**, İstanbul 1997, s. 169 vd.
- Kaya, Mustafa İsmail: “Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma Hakkı (Squeeze-Out Right)”, **EHFD**, C. XI, S. 1-2, 2007, s. 307-332.
- Kayar, İsmail: “Yeni TTK’ya Göre Anonim Şirkette Sermaye Kaybı ve Borca Batıklığın Tespiti ve Sonuçları”, **Hukuk Araştırmaları Dergisi**, C.18, Özel Sayı, 2012, s. 643-658. (Sermaye Kaybı)
- Kendigelen, Abuzer: **Türk Ticaret Kanunu, Değişiklikler, Yenilikler, İlk Tespitler**, 2. Bası, XII Levha, İstanbul 2012. (İlk Tespitler)
- Kendigelen, Abuzer: “Ticaret Şirketlerinde Nev’i Değiştirme, Ticaret Kanunumuzun Düzenlemesi, Tatbikat ve Doktrin Tutumu”, **Makalelerim, Ticaret Hukuku Kürsüsünde Onbeş Yıl**, Arıkan Basım, İstanbul 2001.
- Kendigelen, Abuzer: **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, 1.bs., On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 1999. (Yönetime Katılma)
- Kendigelen, Abuzer: **Hukuki Mütalaalar, Mahkeme Kararları ile Birlikte, C. II, Ortaklıklar Hukuku**, Arıkan Basım, İstanbul 2006.
- Kendigelen, Abuzer: **Hukuki Mütalaalar, Mahkeme Kararları ile Birlikte, C. VI**, 2004, Arıkan Basım, İstanbul 2006.
- Kendigelen, Abuzer: **Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı**, Beta Basım, İstanbul 1994. (İntifa)

- Kervakıran, Emrullah: “Sermaye Piyasası Kanununda Pay Sahibinin Ortaklıktan Çıkma ve Çıkarılması”, m.24’e ilişkin açıklamaları, **SerPK Konferansı**, (Çevrimiçi) <http://www.bavder.com>, (Son Erişim Tarihi: 09.09.2014)
- Keşli, Ahmet: “Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirme”, **Şirketler Hukuku**, Ed. Sami Karahan, Mimoza Yayıncılık, Ankara 2012.
- Kırca, İsmail; Şehirali Çelik, Feyzan Hayal; Manavgat, Çağlar: **Anonim Şirketler Hukuku C. 1 Temel Kavram ve İlkeler Kuruluş Yönetim Kurulu**, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens, Ankara 2013.
- Kırca, İsmail; Şehirali Çelik, Feyzan Hayal; Manavgat, Çağlar: **Anonim Şirketler Hukuku, C. 2/2, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, Sözkese Matbaacılık, Ankara 2016.
- Klöhn, Lars: **Das System der aktien und umwandlungsrechtlichen Abfindungsansprüche**, Mohr Siebeck, Tübingen 2009.
- Kocayusufpaşaoğlu, Necip: “İşlem Temelinin Çökmüş Sayılabilmesi İçin Sosyal Felaket Olarak Nitelendirilebilecek Olağanüstü Bir Olayın Gerçekleşmesi Şart mıdır?”, **Prof. Dr. M. Kemal Oğuzman’ın Anısına Armağan**, Beta Basım, İstanbul 2000.
- Koch, Jens: **Hüffer Aktiengesetz**, 11. Auflage, C. H. Beck, 2014.
- Kolcuoğlu, Umut: **Sermaye Piyasası Hukuku’nda Zorunlu Çağrı**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2009.
- Kunz, Peter V.: “Zur Auflösungsklage gemäss Art. 736 Ziff. 4 OR Garant für ein indirektes Austrittsrecht?”, **Aktienrecht**

- 1992-1997: FS für R. Bär**, Stämpfli, Bern 1998, s. 235-248. (Indirektes Austrittsrecht)
- Kunz, Peter V.: “Das neue Fusionsgesetz“, **Entwicklungen im Gesellschaftsrecht I**, Ed. Florian S.Jörg/Olivier Arter, Stämpfli, Bern, 2006. (Fusionsgesetz)
- Kunz, Peter V.: **Rundflug Über's Schweizerische Gesellschaftsrecht**, Auflage 2, Hrsg. Markus Müller, Pierre Tschannen, Stämpfli, 2012. (Gesellschaftsrecht)
- Kuru, M. Baki: **Hukuk Muhakemeleri Usulü**, C.II, Demir Yayıncılık, İstanbul 2001.
- Kuster, Mathias: **OFK-Orell Füssli Kommentar, ORH and kommentar, Schweizerisches Obligationenrecht**, Auflage 2, Orell Füssli 2009.
- Küting, Karlheinz; Cassel, Jochen; Ruiner, Christoph: “Unternehmensbewertung im IFRS-Abschluss: Das Methodenspektrum zur Fair Value-Ermittlung”, **DStR**, Heft 21, 2012, s. 1043-1049.
- Lengauer, Daniel v.d.: **Company Law in Switzerland**, Schulthess Verlag, Zürich 2009.
- Letsou, Peter V.: “The Role of Appraisal In Corporate Law”, **Boston College Law Review**, No.39, 1998, pp. 1121-1174. (Appraisal)
- Levy, Irving J.: “Rights of Dissenting Shareholders to Appraisal and Payment”, Vol.15, **Cornell Law Quarterly**, 1930, p. 420 vd.
- Lutter, Marcus; Winter, Martin: **Umwandlungsgesetz Kommentar**, Otto Schmidt, Band II, Köln 2009.
- MacIntosh, G., Jeffrey: “The Shareholders’ Appraisal Right in Canada: A Critical Reappraisal”, **Canada-United States Law Journal**, Vol. 13:299, 1988, pp. 301-389.

- Magnet, Joseph Eliot: “Shareholders' Appraisal Rights in Canada”, **Ottawa Law Review**, Vol.11, 1979, pp. 100-161. (Appraisal)
- Malacrida, Ralph: “Cross-Border Mergers and Migrations”, **Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**, 2014, s. 199-209.
- Manavgat, Çağlar: **Alenî Pay Alım Teklifi**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 64, Ankara 1997. (Pay Alım Teklifi)
- Manavgat, Çağlar: **Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2016. (Halka Arz)
- Manning, Bayless: “The Shareholder’s Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker”, **The Yale Law Journal**, Vol. 72, No. 2, 1962, pp. 223-265. (Appraisal Remedy)
- Marsch-Barner, Reinhard: **Kallmeyer, Umwandlungsgesetz**, Dr. Otto Schmidt, Köln 2006.
- Meier Hayoz, Arthur;
Forstmoser, Peter: **Schweizerisches Gesellschaftsrecht**, 9. A., Stämpfli, Bern 2004.
- Meister, B.W.; Klöcker, I.: **Kallmeyer Umwandlungsgesetz**, Dr. Otto Schmidt, Köln 2006.
- Memiş, Tekin: “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun Ortaklıktan Çıkma ve Çıkarılma Konusu İle İlgili Getirdiği Yenilikler ve Uygulamasının Değerlendirilmesi Konferansı Konuşması”, m.24’e ilişkin açıklamalar, (Çevrimiçi) <http://www.bavder.com>, (Son Erişim Tarihi: 02.09.2014). (Konferans)
- Memiş, Tekin; Kervankıran, Emrullah: “Sermaye Piyasası Kanununda Pay Sahibinin Ortaklıktan Çıkma ve Çıkarılması”, Sunum, (Çevrimiçi), bavder.com.tr/dosyalar/dosya_14033_Emrullah-KERVANKIRAN.ppt, (Son Erişim Tarihi: 09.09.2014)
- Memiş, Tekin; Turan,

- Gökçen: **Sermaye Piyasası Hukuku**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2016.
- Memiş, Tekin: “Grup İmtiyazının Kabul Edildiği Bankalarda Grup İçindeki Bütün Paylar Nitelikli Pay Sayılır mı?”, **Prof. Dr. Pekcanitez’e Armağan, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Özel Sayı, 2014, C. III, s. 3105-3121.
- Moroğlu, Erdoğan: **6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Değerlendirme ve Öneriler**, On İki Levha Yayıncılık, 7. bs., İstanbul 2012.
- Moroğlu, Erdoğan: **Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, 6. bs., On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2012. (Hükümsüzlük)
- Moroğlu, Erdoğan: **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı. Değerlendirme ve Öneriler**, 5.Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2009.
- Moroğlu, Erdoğan: **Oy Sözleşmeleri**, bs. 5, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2015.
- Moroğlu, Erdoğan: “Anonim Ortaklıkta Azınlık Pay Sahiplerinin Korunması ve Haklı Nedenlerle Fesih”, **Ord. Prof. Dr. Halil Arslanlı’nın Anısına Armağan**, İstanbul 1978, (Makaleler I, İstanbul, 2006), s. 89-102.
- Moroğlu, Erdoğan: **Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı**, On İki Levha Yayıncılık A.Ş., 3. bs., İstanbul 2015.
- Mülbert, Peter O.: Rechtsprobleme des Delisting, **ZHR**, 165 (2001), s. 104-140.
- Narbay, Şafak: “6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanuna Göre Anonim Ortaklıkta Pay ve Pay Senetlerinin Devri”, **Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XVI, S. 3–4, 2012.
- Narbay, Şafak;
Kesici, Buğra: “Ticaret Ortaklıklarında Yapısal Değişiklik Kararına Karşı Öngörülen İptal Davası Üzerine Karşılaştırmalı

Bir İnceleme”, **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuk Degisi**”, S. 1, 2015, s. 107 vd.

Noah, Ulrich;

Zetzsche, Dirk:

Kapitalmarktrechts-Kommentar, Hrsg. Eberhard Schwark, Daniel Zimmer: C.H. Beck, 4. Auflage, 2010, Rn. 1-2, (Çevrimiçi), <http://beck-online.beck.de>, (Son Erişim Tarihi: 25.03.2014).

Nomer Ertan, Füsün:

"Anonim Ortaklıkta Eşit Davranma (Eşit İşlem) İlkesi", **Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Armağan**, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul 1998, s. 469-490.

Nomer Ertan, Füsün:

“6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı”, **İÜHFM**, C. LXXI, S. 2, 2013, s. 131-144.

Nomer Ertan, Füsün:

“Anonim Ortaklığın Haklı Sebep Feshi Davası –TTK m. 531 Üzerine Düşünceler”, **İÜHFM**, C. LXXIII, S. 1, 2015, s. 421-440.

Okçuoğlu, Yavuz:

“Anonim ve Kooperatif Şirketler Genel Kurul Kararlarının İptali İçin Gerekli Olan Muhalefet ve Muhalefetin Tutanağa Geçirilmesi”, **Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu II**, Ban. ve Tic. Huk. Ens., Ankara 1985, s. 269-291.

Okutan Nilsson, Gül:

Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, İstanbul 2003. (Paysahipleri Sözleşmeleri)

Okutan Nilsson, Gül:

Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’na Göre Şirketler Topluluğu, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2009. (Topluluk)

Okutan Nilsson, Gül:

“Türk Ticaret Kanunu’nda Şirketler Topluluğu Hukukunun Ana Hatları”, **Türk Alman Marka Hukukunda Güncel Gelişmeler ve Türk-Alman Şirketler Topluluğu Hukuku**

- Uluslararası Sempozyumları 15-16 Mayıs 2014,**
Türkiye Tekstil Sanayi İşverenleri Sendikası,
İstanbul 2015, s. 239-256.
- Okutan Nilsson, Gül: **Sermaye Piyasası Hukukunda Birleşme Amaçlı Ortaklık,** On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2016.
- Oğuzman, Kemal;
Barlas, Nami: **Medeni Hukuk, Giriş Kaynaklar Temel Kavramlar,** İstanbul, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2012.
- Oğuzman, Kemal; Öz, Turgut: **Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C.1, 10. Bası,** Vedat Kitapçılık, İstanbul 2012.
- Oğuzman, Kemal; Öz, Turgut: **Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C.2, 10. Bası,** Vedat Kitapçılık, İstanbul 2012.
- Oğuzman, Kemal;
Özer, Selçuk: **Eşya Hukuku, 7. bs.,** Filiz Kitabevi, İstanbul, 1997.
- Oruç, Murat: “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıktan Haklı Sebep Fesih İstemine Bağlı Çıkarılma”, **BATİDER, C. XXVII, S. 1, s. 209-233.** (Batider)
- Önen, Ergun: **İnşâî Dava,** Ankara Üni. Huk. Fak., Ankara 1981.
- Özbay, İbrahim: **Grup Davaları,** Yetkin Yayınları, Ankara 2009.
- Özdamar, Mehmet: “Anonim Ortaklığın Sahip Olduğu Malvarlığının Yönetim Kurulu Tarafından Topluca Devredilmesi”, **Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2006, C. 14, S. 2, s. 99-118.** (Malvarlığının Devri)
- Özdoğan, Ayşegül: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı”, **Cumhuriyetin 80. Yılına Armağan,** SPK Yayınları, Yayın No.147, C. 2, Ankara, 2004, s. 691 vd. (Ayrılma Hakkı)
- Palmiter, Alan R.: **Corporations, 6th Edition,** Wolters Kluwer, New York 2009.

- Paslı, Ali: “Anonim Ortaklık Genel Kurulunda Kullanılan “Oy” Un Hukuki Niteliği”, **İÜHFM**, C. LXVII, S. 1-2, s. 167-182.
- Paslı, Ali: “Anonim Ortaklıkta Kontrol Sahibinin Özel Durumu”, **İÜHFM**, C. LXVI, 2008, S.2, s. 345-357. (Kontrol)
- Paslı, Ali: **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi (corporate governance)**, bs. 2, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, İstanbul 2005. (Kurumsal Yönetim)
- Paslı, Ali: “Yeni Türk Ticaret Kanunu Anonim Ortaklık Hükümlerinin Tanıtılması (I) YTK Kitap 2 - Kısım 4 - Bölüm I Genel Hükümler ve Temel İlkeler”, **Batider**, C. 27, S. 3, Eylül 2011, s. 137-167.
- Paslı, Ali: **Anonim Ortaklığın Devralınması**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2009. (Devralınma)
- Pekcanitez, Hakan: **Belirsiz Alacak Davası: HMK m. 107**, Yetkin Yayınları, Ankara 2011.
- Pekcanitez, Hakan: “Belirsiz Alacak Davası”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C.11, Özel Sayı, 2009, s. 50-552.
- Pekdinçer, Tamer; Gündoğdu Gökmen: “Amerikan Hukuku’nda Şirketler Topluluğu Hukuku Algısı ve Şirketler Topluluğunda Sorumluluğa İlişkin Uygulamaya Genel Bir Bakış”, **REGESTA**, C. 3, S. 2, 2013, s. 31-51.
- Pittman, William H.: “Comment, Corporations-Are Non Voting Shares Entitled to Appraisal Rights?”, Vol. 28, **Missouri Law Review**, 1963, pp. 246-249.
- Poroy, Reha; Tekinalp, Ünal; Çamoğlu, Ersin: **Ortaklıklar Hukuku I**, Güncelleştirilmiş 13. Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2014. (Ortaklıklar I)
- Poroy, Reha; Tekinalp, Ünal;

- Çamoğlu, Ersin: **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 12. bs, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2012. (Ortaklıklar 12. bs.)
- Poroy, Reha; Tekinalp, Ünal;
Çamoğlu, Ersin: **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, Beta Basım, İstanbul 2003.
- Postacıoğlu, İlhan E.,
Altay, Sümer: **Medenî Usûl Hukuku Dersleri**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2015.
- Pulaşlı, Hasan: **Türk Ticaret Kanunun Tasarısı, Konferans, Bildiriler-Tartışmalar**, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 2005.
- Pulaşlı, Hasan: “Alman Hukukunda Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı”, **Bilgi Toplumunda Hukuk, Ünal Tekinalp’e Armağan**, C. I, Beta Basım, İstanbul 2003, s. 651 vd.
- Pulaşlı, Hasan: **Şirketler Hukuku Genel Esaslar**, Güncellenmiş 2. bs, Adalet Yayınevi, Ankara 2013. (Şirketler Hukuku)
- Pulaşlı, Hasan: **Şirketler Hukuku Şerhi**, C. I, 3. bs., Adalet Yayınevi, Ankara 2018. (Şerh I)
- Pulaşlı, Hasan: **Şirketler Hukuku Şerhi**, C. II, 3. bs., Adalet Yayınevi, Ankara 2018. (Şerh II)
- Pulaşlı, Hasan: **Şirketler Hukuku Şerhi**, C. III, 3. bs., Adalet Yayınevi, Ankara 2018. (Şerh III)
- Pulaşlı, Hasan: “Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Şirketler Topluluğunun Temel Nitelikleri ve Hakim Şirketin Güven Sorumluluğu”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. XI, S.1-2, 2007, s. 259-277.
- Ränsch, Ulrich: “Die Bewertung von Unternehmen als Problem der Rechtswissenschaften”, **AG**, Heft. 8, 1984, s. 202-212.
- Reichert, Lee; Chadd,

- John R.: “Dissenters’ Rights: The Colorado Supreme Court Finally Speaks,” **The Colorado Lawyer**, Vol. 34, 2005, p. 53.
- Richards, Helen M.: “Cede & Co. v. Technicolor, Inc.:A Whole New Ball Game For Dissenting Shareholders”, **Delaware Journal of Corporate Law**, Vol. 14, 1989, pp. 999-1023.
- Rothley, Oliver: “Aufgabe der Macrotron-Grundsätze”, **GWR**, 2013, Heft 23, s. 493 vd.
- Ruthardt, Frederik;
Hachmeister, Dirk: “Der Verkehrswert des Unternehmens als rechtliche Wertkategorie”, **NZG**, 2014, Heft 23, s. 885-892.
- Salis-Lütolf, Ulysses v.: **Fusionsgesetz**, Zürich, 2004, (Çevrimiçi) <http://www.fusionsgesetz.ch>, (Son Erişim Tarihi: 01.10.2014). (Fusionsgesetz)
- Sanwald, Reto: “Austritt und Ausschluss aus AG und GmbH”, **Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht**, Band 280, 2009.
- Sarisözen, Serhat: “Hukuk Muhakemeleri Kanunu’nun Medeni Usul Hukukumuza Getirdiği Yeni Düzenlemeler”, **TBB Dergisi**, S. 96, 2011, s. 331-382.
- Schenk, Alan: “Shareholders' Voting and Appraisal Rights in Corporate Acquisition Transactions”, **The Business Lawyer**, Vol. 38, 1983, p. 1529.
- Schindler, Hendrik: **Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften**, Köln 1999. (Austrittsrecht)
- Schmidt, Karsten: “Macrotron oder: weitere Ausdifferenzierung des Aktionärsschutzes durch den BGH”, **NZG**, 2003, s. 601-606.
- Schmidt, Hartmut; Prigge
Stefan: “Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz”, **Deutsche Bank Research, Research notes in**

- economics & statistics, No. 02-4, (Çevrimiçi), <http://hdl.handle.net/>, (Son Erişim Tarihi: 27.03.2014).
- Schneller, Yves: **Die Organe der Aktiengesellschaft bei einer ordentlichen Fusion: Stellung, Pflichten und Verantwortlichkeit nach Fusionsgesetz**, Dike Verlag, St. Gallen 2006.
- Schulman Stephen H.;
Shenberg, Michael S.;
Zublatt, Rachel: “‘Cargo Partner’ Limits De Facto Merger Doctrine”, **New York Law Journal**, Vol. 231, No. 83, 2004.
- Schmitt, Joachim; Hörtnagl
Robert; Stratz,
Rolf-Christian: **Umwandlungsgesetz-Umwandlungssteuergesetz**, 6. Auflage, C.H. Beck, München 2013. (UmwG)
- Schwenk, Michael R.: “Valuation Problems In The Appraisal Remedy”, **Cardozo Law Review**, 1994, No.16, p. 649.
- Seliçi, Özer: **Borçlar Kanununa Göre Sözleşmeden Doğan Sürekli Borç İlişkilerinin Sona Ermesi**, İstanbul Üniversitesi, İstanbul 1977.
- Serozan, Rona: **Medeni Hukuk, Genel Bölüm, Kişiler Hukuku**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2011.
- Sevi, Ali Murat: **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2004. (Pay Devri)
- Shenberg Michael S.;
Zublatt Rachel: “‘Cargo Partner’ Limits De Facto Merger Doctrine”, **New York Law Journal**, Vol. 231, No. 83, 2004.
- Siegel, Mary: “An Appraisal of The Model Business Corporation Act’s Appraisal Rights Provisions”, **Law and Contemporary Problems**, Vol. 74, pp. 231-251.
- Siegel, Mary: “Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-first Century”, **Harvard Law Journal**, S. 32, 1995, pp. 79-143. (Appraisal Rights)

- Somer, Mehmet: **Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerinde Etkileri**, Kazancı Huk. Yay., İstanbul, 1990.
- Soykan, İsmail Cem: “Türk Ticaret Kanunu’nda ve Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’nda Anonim Şirketin Yönetimi ve Temsili”, **Legal Hukuk Dergisi**, 2010, C. 8, S. 91.
- Sönmez, Yusuf Ziyaeddin: **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı**, Beta Basım, İstanbul 2009. (Ayrılma Hakkı)
- Sönmez, Yusuf Ziyaeddin: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkının Kullanılacağı Payların Sınırlandırılması Sorunu (Ayrılma Hakkı Hangi Anda veya Hangi Ana Kadar Elde Edilmiş veya Edilecek Paylar İçin Kullanılabilmelidir?)”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, 2017, C. XXXIII, S. 4, s. 189-225. (Paylar)
- Spranger, Detlef: **Rechtsprobleme des Austritts beim Formwechsel (§ 207 ff.UmwG)**, Duncker & Humblot GmbH, Hamburg 2006.
- Stein, Ursula: **Münchener Kommentar zum Aktiengesetz**, Hrsg. Wulf Goette, Mathias Habersack, Susanne Kalss, Band. 4, 3. Auflage, C. H. Beck, München 2011.
- Steinhauer, Carsten: “Die Reform des Gesellschaftsrechts in Italien,“ **Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht**, Heft 12 (Seite 353-384).
- Stoffel, Walter A.: “Das Gesellschaftsrecht 2010 - Le droit des sociétés 2010”, **SZW**, 2011, s. 68-84.
- Sungurtekin Özkan, Meral: “İnşâî Karar ve Özellikleri”, **Prof. Dr. Baki Kuru Armağanı**, Şen Matbaa, Ankara 2004.
- Sümer, Ayşe: “Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi”, **MÜHF-HAD**, Cilt: 18, Sayı: 2, 2012, Legal Yayıncılık A.Ş., s. 839 vd. (MÜHF-HAD)

- Sümer, Ayşe: “Türk Ticaret Kanunu Tasarısında Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, C.XXVIII, S.1, 2010, s. 171-178. (İ.İ.B.F. Dergisi)
- Swiggart, William W.: “Chapter 156D-Massachusetts’ New Business Corporation Act”, **The Independent Counsel**, (Çevrimiçi) <http://www.aigclaw.org/tic93.html>, (Son Erişim Tarihi: 04.08.2014).
- Şahin, Ayşe: **Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2013.
- Şener, Hami Oruç: **Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2012. (Ortaklıklar Hukuku)
- Şensoy, Deniz: “Manipülasyon; Piyasa Dolandırıcılığı Suçu, Uygulanacak Tedbirler ve Yaptırımlar”, **Ankara Barosu Dergisi**, S. 3, 2013, s. 371-399.
- Şimşek, Vildan: “**Türk Ticaret Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşmesi**”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2010.
- Taşdelen, Nihat: **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliği Sifatının Kazanılması**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2005.
- Taşkan, Yusuf Ziya: “Şirketlerde Sermaye Taahhüdünü Yerine Getirmeyenlere Uygulanabilecek Yaptırımlar”, **Yaklaşım**, 81, 1999, s. 140-144.
- Tekinalp, Ünal: **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, 4. bs., Vedat Kitapçılık, İstanbul 2015. (Sermaye Ortaklıkları)
- Tekinalp, Ünal: **Tek Kişilik Ortaklık I**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2011.
- Tekinalp Ünal: “İki Güncel Sorunun Çözümünde Teorik Yaklaşım Denemesi: AO Tipi İçinde Sınıf Değiştirme- Kayıtlı Sermaye Sisteminde Çıkarılan Sermayenin Tescilinin Hukuki Niteliği”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C. XVII, S. 2, Aralık, 1993, s. 29-37.

- Tekinalp, Ünal: “Ticaret Ortaklıklarında Nevi Degistirme Kavramı ve Türk Sistemi”, **İktisat ve Maliye Dergisi**, C. 28, S. 1, 1971, s. 192-196.
- Tekinalp, Ünal: “Birleşmede Ayrılma Akçesi ”, **REGESTA**, C. II, S. 1, 2012, s. 21 vd. (Ayrılma Akçesi)
- Tekinalp, Ünal: “Türk Ticaret Kanunu’ndaki Boşluk: Anonim Ortaklığın Önemli Sebeplerle Feshi, Çoğunluk Gücünün Kötüye Kullanılmasına Karşı Etkili Bir Araç”, **İktisat ve Maliye Dergisi**, Kasım 1974, s. 321-326.
- Tekinalp, Ünal: “Anonim Ortaklık Paylarının Alım, Önalım, Geriyealım ve Benzeri Haklara Konu Olması”, **Medeni Kanun 50. Yıl Sempozyumu**, s. 345 vd.
- Tekinalp, Ünal: **Yeni Anonim ve Limited Ortaklıklar Hukuku İle Tek Kişi Ortaklığının Esasları**, Genişletilmiş 2. Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2011.
- Tekinalp, Ünal: **Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları: Pay Defteri Hukuku İle**, İstanbul 2012. (Bağlam)
- Tekinalp, Ünal: “Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Şirketler Topluluğuna İlişkin Düzenlemesinde Kontrol İlkesi”, **Prof. Dr. Hüseyin Hatemi’ye Armağan**, C.II, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2009, s. 1548 vd.
- Tekinalp, Ünal: “Ticari İşletmenin TK m. 11(3)’e Göre Devrinde Borçların Hukuki Yazgısı”, **Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı**, Sözkese Matbaacılık, Ankara 2015, s. 1-18.
- Tekinalp, Ünal: “Ultra Vires, 40. Yılında Türk Ticaret Kanunu”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı ile Deniz Hukuku Anabilim Dalı Öğretim Üyeleri ve Araştırma Görevlilerinin Değerlendirmeleri**, İÜHF, İstanbul 1997.

- Tekinay, Selahattin Sulhi;
Akman, Sermet; Burcuoğlu,
Haluk; Altop, Atilla: **Tekinay Borçlar Hukuku**, 7. bs., Filiz Kitabevi, 1993.
- Teoman, Ömer: “Anonim Ortaklığın Hisse Senetlerinin Halka Arzolanmış Sayılması ve Çoğunluğun İradesi”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, 1994, Vol. 17, No: 3–4, s. 39-46. (Çoğunluğun İradesi)
- Teoman, Ömer: **Yaşayan Ticaret Hukuku**, C.I, 8. Kitap, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 1997.
- Teoman, Ömer: **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu**, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., İstanbul 1983.
- Theusinger, Ingo: **Türk Alman Marka Hukukunda Güncel Gelişmeler ve Türk-Alman Şirketler Topluluğu Hukuku Uluslararası Sempozyumları 15-16 Mayıs 2014**, Türkiye Tekstil Sanayi İşverenleri Sendikası, İstanbul 2015, s. 257-272.
- Thompson, Robert B: “The Case For Iterative Statutory Reform: Appraisal and The Model Business Corporation Act”, **Law And Contemporary Problems**, Vol. 74, 2011, s. 253-269.
- Thompson, Robert B.: “Exit, Liquidity and Majority Rule: Appraisal’s Role in Corporate Law”, **The Georgetown Law Journal**, Vol. 84/1, 1995, pp. 1-60. (Exit)
- Thompson, Robert B.: “Squeeze Out Mergers And The New Appraisal Remedy”, **Washington University Law Quarterly**, 1984-1985, Vol. 62, Number 3, s. 415-434. (Squeeze Out Mergers)
- Tokcan, Fahriye Pelin: **Limited Ortaklıkta Oy Hakkından Yoksunluk**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2015.
- Turan, Gökçen: “6362 Sayılı Kanun’da Halka Açık Ortaklık Pay Sahiplerine Tanınan Ayrılma Hakkı”, **Legal Hukuk**

- Dergisi**, C. 12, S. 139, 2014, s. 75-117. (Ayrılma Hakkı)
- Turan, Gökçen: “SPKn m. 24’e İstinaden Ayrılma Hakkını Kullanan Ortak, Ayrıca TTK m. 202/2’ye Dayanarak Dava Açabilir mi?”, **İÜHFİM**, C. LXXV, S. 2, 2017, s. 723-740. (Dava Hakkı)
- Turan, Gamze: “Anonim Şirketlerde Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz”, **Ankara Barosu Dergisi**, Yıl 65, Sayı: 4, Güz 2007, s. 125-138. (İmtiyaz)
- Türk, Hikmet Sami: “Ticaret Ortaklıklarının Nev’i Değiştirmesine İlişkin Yargıtay Kararları”, **Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu II**, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 1985, s. 145 vd.
- Türk, Hikmet Sami: **Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesinde “Nevilerin Aynı Olması” Koşulu**, Banka ve Ticaret Hukuk Araştırma Enstitüsü, Ankara 1986. (Nevilerin Aynı Olması)
- Türk, Hikmet Sami: **Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi**, Ban. ve Tic. Araş. Ens., Ankara 1986. (Birleşme)
- Türkyılmaz, İsmail: **Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2015.
- Ulusoy, Yılmaz: **Sermaye Piyasası Kanunu Yorum ve Açıklaması**, Olgaç Matbaası, Ankara 1981.
- Uşaklı, Senem Mutlu: **Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2010. (Halka Arz)
- Uysal, Merve: “Avrupa Birliği ve Türk Hukukunda Kolektif Hukuki Araçlar”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 15, Özel Sayı, 2013, s.1163-1212
- Uzel, Necdet: **6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa Göre Anonim**

- Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2013. (Bağlam)
- Uzel, Necdet: “Nama Yazılı Payların Satın Alma Teklifinde Bulunma Hakkına Konu Olması Halinde Gerçek Değer ve Faizin Tespiti ile Kâr Payının Mahsup Edilmesine Dair İlkeler”, **İÜHFİM**, C. LXXI, S. 2, 2013, s. 555-562.
- Uzunallı, Sevilay: **Anonim Şirkette İşletme Konusu**, Adalet Yayınevi, Ankara, 2013.
- Ülgen, Hüseyin: “Ticaret Şirketlerinin Ehliyeti”, **Prof. Dr. M. Kemal Oğuzman’ın Anısına Armağan**, Beta Basım, İstanbul 2000.
- Ünal, Oğuz Kürşat: **Menkul Kıymetler Hukuku, Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler**, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, Türkiye İş Bankası Vakfı - Hukuk Fakültesi, Ankara, 1987. (Menkul Kıymetler)
- Ünal, Oğuz Kürşat: **Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, Nobel Yayın, Ankara 1999.
- Ünal, Oğuz Kürşat: **Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı**, Asil Yayın, Ankara 2004. (Sermaye Piyasası)
- Ünal, Oğuz Kürşat: “Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunun İmtiyazlı Hisse Senedi Çıkarma Yetkisi”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Haziran, Aralık 2000, C. IV, S.1,2, s. 1-11. (İmtiyaz)
- Ünal, Oğuz Kürşat: “Türk Hukukunda Halka Açık Anonim Ortaklık Kavramı”, **Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi**, C. 2, S. 1, Mart 1998, s. 1-25.
- van der Elst, Christoph;
van den Steen, Lientje: “Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights”, **European Company &**

- Financial Law Review**, 2009, Vol. 2009/4, pp. 391-439.
- Veil, Rüdiger: Spindler/Stilz, **Aktiengesetz**, 2. Auflage, 2. Auflage, C. H. Beck, München 2010.
- Ventoruzzo, Marco: "Cross-border Mergers, Change of Applicable Corporate Laws and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Rights under Italian Law", Bocconi University-Institute of Comparative Law "Angelo Sraffa", Legal Studies Research Paper Series, **Research Paper No:16**, Milan 2007, s. 47-75. (Withdrawal Rights)
- Ventoruzzo, Marco: "Experiments in Comparative Corporate Law: The Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market for Rules in the Absence of Effective Regulatory Competition", **Texas International Law Journal**, Vol. 40, 2004, s. 113-156.
- Vogt, Hans-Ueli;
- Enderli, Thomas: "Die Auflösung einer Aktiengesellschaft aus wichtigen Gründen und die Anordnung einer "anderen sachgemässen Lösung" (Art. 736 Ziff. 4 OR) - Bemerkungen aus Anlass von BGE 136 III 278 ff", **recht - Zeitschrift für juristische Weiterbildung und Praxis**, 2010, s. 238 vd.
- Vogel, Alexander; Heiz
- Christoph; Behnisch, Urs R.: **FusG: Fusionsgesetz: Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung: Fusionsgesetz artikelweise kommentiert, Änderungen bisherigen Rechts, Kreisschreibender Eidgenössischen Steuerverwaltung**, Orell Füssli, Zürich 2005. (FusG)
- von Büren, Roland; Egen

- Mirjam: “Austrittsrechte für Aktionäre – Handlungsbedarf im schweizerischen Recht? - Eine Untersuchung mit rechtsvergleichenden Hinweisen zum deutschen und zum EU-Recht”, **SZW**, Heft 6, 2006, s. 393-406.
- von Büren, Roland; Stoffel, Walter A.; Weber, Rolf H.: **Grundriss des Aktienrechts**, Auflage 3, Schulthess Juristische Medien AG, Zürich 2011.
- von der Crone, Hans Caspar; Gersbach Andreas, Kesler; Franz J.; von der Crone, Brigitte: **Mitgliedschaftsrecht**, s. 8, (Çevrimiçi) http://www.fusg.ch/#B_4_2 (Son Erişim Tarihi: 16 Aralık 2014).
- von der Crone, Hans Caspar v.d.: **Das Fusionsgesetz**, 1. Auflage, Schultess, Zürich 2004.
- Vogel, Alexander; Heating, Christoph; Behnisch, Urs R.; Sieber, Andrea: **FusG Kommentar**, 2. überarbeitete Auflage, Orell Füssli, Zürich 2012. (FusG)
- Vorenberg, James: “Exclusiveness of the Dissenting Stockholder's Appraisal Right”, **Harvard Law Review**, Vol. 77, 1964, pp. 1189-1217.
- Wamser, Frank: **Spindler/Stilz Aktiengesetz**, 2. Auflage, C.H. Beck, München 2010.
- Weidmann, Markus; Heuberger, Reto: Abfindungs- und Dreiecksfusionen, IFF Forum für Steuerrecht, 2007, s. 12 vd. (Çevrimiçi), http://www.umbricht.ch/fileadmin/downloads/Abfindungs-und_Dreiecksfusionen.pdf/ (Son Erişim Tarihi: 20.02.2016).

- Weiss, Elliot J.: “The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective”, **New York University Law Review**, 1981, s. 624-692. (Take Out Mergers)
- Weller, Marc-Philippe: “Corporate Governance in geschlossenen Gesellschaften: Status quo und Anforderungen”, **Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht**, 2012, s. 386 vd.
- Wertheimer Barry: The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value, **Duke Law Journal**, Vol. 47, No. 4, 1998, p. 613 vd. (Appraisal)
- Wiedemann, Herbert: “Gedanken aus Anlass der Magna Media Entscheidung”, **ZGR**, 6/1999, s. 857 vd.
- Wiedemann, Herbert: “Das Abfindungsrecht- ein gesellschaftlicher Interessenausgleich”, **Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht**, Heft 2, 1978, s. 477-497. (Abfindungsrecht)
- Wieneke, Laurenz: “Aktien- und kapitalmarktrechtlicher Schutz beim Delisting nach dem FROSTA Beschluss des BGH”, **NZG**, Heft 1, 2014, s. 22-26.
- Würthwein, Martin: Spindler/Stilz, **Aktiengesetz**, 2. Auflage, C.H. Beck, München 2010.
- Xuereb, Peter G.: **The Rights of Shareholders**, Blackwell, London 1989.
- Yanlı, Veliye: **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, Beta Basım, İstanbul 2005. (HAAO)
- Yanlı, Veliye: Sermaye Piyasası Kanununda Halka Açık Şirketlerle İlgili Suç ve Yaptırımlar ile Önemli Nitelikte İşlemler Paneli, Önemli Nitelikteki İşlemler Sunumu, (Çevrimiçi), <http://www.tusiad.org/bilgimerkezi/sunumlar/sermaye-piyasasi-kanununda-halka-acik-sirketlerle-ilgili-suc-ve-yaptirimlar-ile-onemli-nitelikte-islemler-paneli/>, (Son Erişim Tarihi: 08.10.2014).

- Yanlı, Veliye: “Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Anonim Şirket Birleşmeleri”, **Şirket Birleşmeleri**, Ed. Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner, Alfa Basım, İstanbul 2004.
- Yanlı, Veliye; Akın, Murat Yusuf: **Yeni Türk Ticaret Kanunu, Dünya Değişiyor, Ya Siz?**, KPMG, İstanbul 2011.
- Yasaman, Hamdi: **Anonim Ortaklıkların Birleşmesi**, Ban. ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 1987. (Birleşme)
- Yasaman, Hamdi: “Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi”, **İsviçre Borçlar Kanunu’nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku’nun Türk Ticaret Hukuku’na Etkileri**, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2009.
- Yasaman, Hamdi: **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, y.y., İstanbul, 1992.
- Yavuz, Cevdet: “Türk Borçlar Kanunu Tasarısına Göre “Kusursuz Sorumluluk Halleri” ve İlkeleri”, **Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2008, C.14, S. 4, s. 29-64.
- Yavuz, Mustafa: “Anonim ve Limited Şirketlerin Kanunen Yasaklanmamış Her Türlü Ekonomik Amaç ve Konu İçin Kurulabilmesi,” **Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi**, Mayıs 2014.
- Yeşiltepe, Salih Önder: **AB ve Türk Hukuku’nda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2009. (Çağrı)
- Yeşiltepe, Salih Önder: **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakları**, Seçkin Yayıncılık, 2. bs., İstanbul 2015. (Çıkarma)
- Yıldız, Burçak: “TTK Tasarısı’nda Şirketlerin Ehliyeti ve Bu Balgamda TTK m. 137 Hükmündeki “Ultra Vires” Sınırlamasının Yerindeliliğinin Değerlendirilmesi, **Ankara Üniversitesi**

- Hukuku Fakültesi Dergisi**, Y. 2006, C. 55, S. 1, s. 321-353.
- Yıldız Şükrü: **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2004. (Eşit İşlem)
- Yıldız, Şükrü: “Avrupa Topluluğunun Anonim Şirketlerin Birleşmesine İlişkin 9 Ekim 1978 Tarih ve 78/855/EEC Sayılı Şirketler Hukuku Üçüncü Konsey Yönergesi”, **AÜEHFD**, C. 4, S. 1–2, Erzincan 2000, s. 623-634.
- Yıldız, Şükrü: **Avrupa Birliğinin Şirketler Hukukuna İlişkin Yayınlanmış Konsey Yönergeleri**, Atatürk Üni. Avr. Top. Araş. ve Uyg. Mer., Erzurum 2000.
- Yıldız, Şükrü: “TTK Tasarısına Göre Anonim Şirketin Haklı Sebeplerle Feshi”, **Prof. Dr. Ergon A. Çetingil ve Prof. Dr. Rayegan Kender'e 50. Birlikte Çalışma Yılı Armağanı**, İÜHF, İstanbul 2007, s. 1195-1200. (Fesih)
- Yıldız, Şükrü;
Özbay, İbrahim: “Bağlı Nama Yazılı Payların TTK m. 418f.4’de Yazılı Sebeplerle Kazanılmasında Yönetim Kurulu Üyeleri İle Pay Sahiplerine Tanınan Gerçek Değerden Satın Alma Hakkı”, **Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu XXII**, Ban ve Tic. Huk. Araş. Ens., Ankara 2006, s. vd.
- Yılmaz, Asuman: “Alman Hukukunda Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Devralması ve KonTraG” ile Getirilen Değişiklikler”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, 2005, C. LXIII, S. 1-2, s. 239-290.
- Yılmaz, Ejder: “Hukuk Muhakemeleri Kanunu’nun Getirdikleri”, NevşehirBarosu,(Çevrimiçi),<http://www.muglabarosu.org.tr>, (Son Erişim Tarihi: 21.11.2014).

Zevkliler, Aydın; Acarbey,

M.Beşir;Gökayayla,K.Emre: **Medeni Hukuk, Giriş ve Başlangıç Hükümleri Kişiler Hukuku - Aile Hukuku**, Seçkin Yayıncılık Ankara 2000.

Zumbansen, Peer:

“German Corporate Law in Constitutional Perspective: The Squeeze Out Reviewed, **German Law Journal**, Vol.2,2001,(Çevrimiçi)<http://www.germanlawjournal.com/index.php?pageID=11&artID=45>, (Son Erişim Tarihi: 04.09.2014).

Yazarsız Kaynaklar

BGH: Erfordernisse eines Hauptversammlungsbeschlusses und Pflichtangebots für reguläre Delisting–Macroton”, **NZG**, Heft 6, 2003.

BGE 105 II 124.

BGE 105 II 125.

BGE 67 II 165.

Black's Law Dictionary, 2. bs., (Çevrimiçi) <http://thelawdictionary.org/>, (Son Erişim Tarihi: 18 Nisan 2014).

Botschaft zum Bundesgesetz Über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung, vom 13. Juni 2000, BBI 2003.

BVerfG: Übertragende Auflösung” einer AG - Moto Meter-AG”, **NJW**, 2001, s. 279.

BVerfG: Berücksichtigung des Börsenkurses bei Abfindungsbestimmung für außenstehende Aktionäre”, **NJW**, Heft 51, 1999, s. 3769.

Cavalier Oil Corp. v. Harnett, 564 a.2d. 1137 (Del. 1989).

Corporate Fusion by Sale of Assets and Dissolution Held Free from Delaware Statutory Right of Appraisal despite Claim of "De Facto" Merger”, **Columbia Law Review**, Vol. 63, No. 6 (Jun., 1963), pp. 1135-1142.

(Çevrimiçi) <http://www.kazanci.com/>, (Son Erişim Tarihi: 26.01.2015).

(Çevrimiçi) <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/> (Son Erişim Tarihi: 29.11. 2014).

(Çevrimiçi) <http://laws-lois.justice.gc.ca.>, (Son Erişim Tarihi: 04.09.2014).

(Çevrimiçi) <http://www.iktisatsozlugu.com>, (Son Erişim Tarihi: 16.03.2018).

(Çevrimiçi) <http://uzmanpara.milliyet.com.tr>, (Son Erişim Tarihi: 25 Mart 2018).

Delisting Reloaded - German Supreme Court Abandons Cumbersome Restrictions, Nov 18, 2013, (Çevrimiçi) <http://www.gibsondunn.com/publications/>, (Son Erişim Tarihi: 04.09.2014).

In re Valuation of Common Stock of McLoon Oil Co., 565 A.2d 1997 (Me.1989)

KPMG, **Fusionsgesetz-Merger Act**, 2003.

“Landmark Ruling by the German Federal Court facilitates Delisting”, **Ashurst Frankfurt**, December 2013, (Çevrimiçi) www.ashurst.com/doc.aspx?id_, (Son Erişim Tarihi: 04.09.2014).

Practice note, Delaware, USA, Practical Law Corporate & Securities, ResourceID: 85170205, (Çevrimiçi) <http://uk.practicallaw>, (Son Erişim Tarihi: 18.07.2014).

Public Mergers and Acquisitions Country Q&Atool, ResourceID:45017395,(Çevrimiçi)<http://practicallaw.com/>, (Son Erişim Tarihi: 24 Mart 2014).

Public takeovers in Germany, June 2012, Freshfields Bruckhaus Deringer LLP, s. 15-20, (Çevrimiçi) <http://www.freshfields.com/>, (Son Erişim Tarihi: 02 Nisan 2014).

Public Mergers and Acquisitions Country Q&A tool, ResourceID:45017395,(Çevrimiçi)<http://practicallaw.com/>, (Son Erişim Tarihi: 02 Nisan 2014).

Rapid-American Corp. v. Haris.

Sermaye Piyasası Kanunu Madde Gerekçeleri.

Stakebuilding, Mandatory Offers and Squeeze-out Comparative Table, Resource ID: 1-518-5074, (Çevrimiçi) <http://practicallaw.com/>, (Son Erişim Tarihi: 17 Mart 2014).

T.C. Avrupa Birliği Genel Sekreterliği, **Avrupa Birliği Terimleri Sözlüğü**, Ankara, 2009.

Türk Ticaret Kanunu Madde Gerekçeleri.

ÖZGEÇMİŞ

05.06.1978 tarihinde Giresun’da doğan Barış Kaya ilköğrenimini Alanya’da tamamladıktan sonra, ortaokul ve lise öğrenimine devam ettiği İstanbul Adnan Menderes Anadolu Lisesi’nden 1995 senesinde mezun olmuştur. Lisans eğitimini İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesinde 1996-2000 yılları arasında aldıktan sonra avukatlık stajını 2001 yılında tamamlamıştır. 2001 yılında başladığı avukatlık meslek hayatında önde gelen banka, holding, firma ve hukuk bürolarında çalışmıştır. Akademik alanda ise, 2004-2006 yılları arasında İngiltere’de Bournemouth Üniversitesi’nde Uluslararası Ticaret Hukuku alanında tezli yüksek lisans (LLM) eğitimi almış, 2010 senesinde de İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünde Özel Hukuk Doktora programına başlamıştır. İleri düzeyde İngilizce ve orta düzeyde Almanca bilmektedir.