



KADIR HAS ÜNİVERSİTESİ  
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ  
ÖZEL HUKUK PROGRAMI

**SERMAYE PİYASASI KANUNU MADDE 24'E GÖRE  
AYRILMA HAKKI**

ŞEVVAL KARAKUŞ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İSTANBUL, NİSAN, 2023

ŞEVVAL KARAKUŞ

Yüksek Lisans Tezi

2023

# SERMAYE PİYASASI KANUNU MADDE 24'E GÖRE AYRILMA HAKKI

ŞEVVAL KARAKUŞ  
DANIŞMAN: DR. ÖĞR. ÜYESİ ARGUN KARAMANLIOĞLU

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Özel Hukuk Tezli Yüksek Lisans Programı'nda yüksek lisans derecesi için gerekli kısmi şartların yerine getirilmesi amacıyla Kadir Has Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü'ne teslim edilmiştir.

İstanbul, Nisan, 2023

## ONAY

**ŞEVVAL KARAKUŞ** tarafından hazırlanan **SERMAYE PİYASASI KANUNU**  
**MADDE 24'E GÖRE AYRILMA HAKKI** başlıklı bu çalışma jürimiz tarafından  
**YÜKSEK LİSANS TEZİ** olarak kabul edilmiştir.

Dr. Öğr. Üyesi Argun Karamanlıoğlu (Danışman) .....  
Kadir Has Üniversitesi

Doç. Dr. Esra Hamamcıoğlu .....  
Kadir Has Üniversitesi

Dr. Öğr. Üyesi Muzaffer Eroğlu .....  
Boğaziçi Üniversitesi

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

\_\_\_\_\_  
Prof. Dr. Mehmet Timur Aydemir  
Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Müdürü  
Onay Tarihi: 10.04.2023

## ARAŞTIRMA ETİĞİ VE YAYIN YÖNTEMLERİ BİLDİRİMİ

Ben, ŞEVVAL KARAKUŞ;

- Hazırladığım bu Yüksek Lisans Tezinin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve başka çalışmalardan yaptığım alıntıların kaynaklarını kurallara uygun biçimde belirttiğimi;
- Bu Yüksek Lisans Tezinin başka bir eğitim kurumunda bir derece veya diplomaya sunulan veya kabul edilen herhangi bir materyal içermediğini;
- "Yükseköğretim Kurulu Etik Davranış İlkeleri" uyarınca hazırlanan "Kadir Has Üniversitesi Akademik Etik İlkeleri"ni takip ettiğimi onaylıyorum.

Buna ek olarak, bu çalışma ile ilgili ortaya çıkabilecek herhangi bir usulsüzlük iddiasının, üniversite mevzuatına uygun olarak disiplin işlemi ile sonuçlanacağını kabul ediyorum.

Şevval Karakuş

---

Tarih ve İmza (10.04.2023)



*Aileme...*

## TEŞEKKÜR

Öncelikle tez danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Argun Karamanlıoğlu'na tezimin yazım sürecinde bana vermiş olduğu olağanüstü destek ve katkılarından dolayı sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Yüksek lisans sürecimde beni bilgi ve deneyimleriyle devamlı olarak aydınlatan ve yön veren Dr. Öğr. Üyesi Muzaffer Eroğlu'na teşekkür ederim. Dr. Öğr. Üyesi Argun Karamanlıoğlu ve Dr. Muzaffer Eroğlu ile birlikte tez savunma jürisinde yer alan Doç. Dr. Esra Hamamcıoğlu'na ayrıca teşekkürü borç bilirim.

Attığım her adımda varlıklarını hissettiren, desteğini bir an olsun esirgemeyen, bana duydukları güvenle tereddütsüz ilerlememi sağlayan aileme, başta sevgili annem Cemile Kayabaő Karakuş olmak üzere Kayabaő ailesinin her bir üyesine en içten teşekkürlerimi sunarım.

## SERMAYE PİYASASI KANUNU MADDE 24'E GÖRE AYRILMA HAKKI

### ÖZET

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 24. Maddesinde düzenlenen ayrılma hakkı ile, halka açık anonim ortaklıkların önemli nitelikteki işlemlerine muhalif kalan ortaklara, ortaklıktan ayrılma hakkı tanınmıştır. Önemli nitelikteki işlemler SerPK m.23'te ve SPK tarafından çıkarılan Seri II.23.3 sayılı tebliğde sayılmıştır. Ancak bazı hallerde, önemli nitelikteki işlemin söz konusu olmasına rağmen ayrılma hakkının doğmayacağı ya da Sermaye Piyasası Kurulu tarafından ayrılma hakkından muafiyet tanınabileceği düzenlenmiştir. Önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kurul toplantısına katılarak önemli nitelikteki işleme olumsuz oy kullanan ve muhalefetini toplantı tutanağına şerh ettiren pay sahipleri, paylarını ortaklığa satarak ortaklıkla olan ilişkisini sonlandırabilmektedir. Ortaklık, ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin paylarını "adil bedel" üzerinden satın alacaktır. Adil bedel, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar yönünden hazırlanacak değerlendirme raporu ile belirlenecektir. Payları borsada işlem gören ortaklıklar yönünden adil bedel hesaplaması ise, payların belirli bir döneme ait borsa fiyatlarının düzeltilmiş ağırlıklı ortalamasına bakılarak belirlenir. Ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin payları ortaklığın diğer pay sahiplerine ya da yatırımcılarına önerilebilir. Ortaklığın yönetim kurulunun belirlediği oran ve tutarların aşılması halinde önemli nitelikteki işlemde vazgeçilmesi hususunun genel kurul onayına sunulması da mümkündür.

**Anahtar Sözcükler: Ayrılma Hakkı, Pay sahipleri, Önemli Nitelikteki İşlemler, Halka Açık Ortaklık, Payların Satın Alınması**



## RETIREMENT RIGHT ACCORDING TO ARTICLE 24 OF THE CAPITAL MARKET LAW

### ABSTRACT

With the retirement right, regulates in Article 24 of the Capital Market Law. No.6362, shareholders who oppose the decision to be taken by publicly-held corporations regarding significant transactions have been granted the retirement right to leave the corporation. Significant transactions are listed in Article 23 of the SerPK and in the Communiqué Serial II.23.3 issued by the Capital Markets Board. However, in some cases, it has been regulated that the retirement right does not arise even though there is a significant transaction or an exemption from the right to resignation may be granted by the Capital Markets Board. Shareholders who attend the general assembly meeting where the significant transaction will be discussed and vote negatively on the the significant transaction and have their opposition annotated in the meeting minutes, may terminate its relationship with the corporation by selling their shares to the corporation. Shares subject to the retirement right will be purchased by the corporation at fair price. In corporations whose shares are not traded on the stock exchange, the fair price is determined by the valuation report. The fair value calculation for the corporations whose shares are traded on the stock exchange is made by taking the adjusted weighted average of the stock market price of the shares for a certain period. Shares of shareholders exercising their retirement right may be offered to other shareholders of the partnership or the investors. In case the rates and amounts determined by the board of directors of the corporation are exceeded, it is also possible to submit the issue of abandoning the significant transaction to the approval of the general assembly.

**Keywords: Retirement Right, Shareholders, Significant Transactions of Corporations, Publicly Held Company, Share Purchase**

## İÇİNDEKİLER

|  |     |
|--|-----|
| TEŞEKKÜR .....   | v   |
| ÖZET .....   | vii |
| ABSTRACT.....  | vii |
| KISALTMALAR LİSTESİ.....   | x   |
| 1. GİRİŞ .....   | 1   |
| 2. AYRILMA HAKKINA İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR .....   | 3   |
| 2.1 Halka Açık Anonim Ortaklık Kavramı.....  | 3   |
| 2.2 Ayrılma Hakkı .....  | 5   |
| 2.3. Ayrılma Hakkının Amacı .....  | 6   |
| 2.4. Ayrılma Hakkının Özellikleri .....  | 8   |
| 2.5 Ayrılma Hakkı İle Benzer Kurumların Karşılaştırılması .....  | 11  |
| 2.5.1 Adi ortaklıktan çıkma hakkı.....   | 11  |
| 2.5.2 Limited ortaklıkta çıkma hakkı.....  | 14  |
| 2.5.3 Zorunlu pay alım teklifi.....  | 20  |
| 2.5.4 Satma hakkı .....  | 26  |
| 2.5.5 TTK M.202/2 uyarınca pay sahibinin paylarını satma hakkı.....  | 29  |
| 3. ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMLER.....  | 37  |
| 3.1. Ayrılma Hakkı Doğuran Önemli Nitelikteki İşlemler .....   | 39  |
| 3.1.1 Ortaklığın birleşme işlemlerine taraf olması.....  | 39  |
| 3.1.2 Ortaklığın bölünme işlemlerine taraf olması.....   | 43  |
| 3.1.3 Tür değiştirme kararı alınması.....  | 47  |
| 3.1.4 Mal varlığının devri veya bu malvarlığının devri sonucunu doğuran işlemler tesis edilmesi veya bu malvarlığı üzerinde üçüncü kişiler lehine sınırlı ayni hak tesis edilmesi..... | 49  |
| 3.1.5 Ortaklıkların imtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam ve konusunu değiştirmesi .....   | 55  |
| 3.1.6 Pay sahibi sayısı dolayısıyla halka açık sayılan ortaklıkların SerPK kapsamında çıkma kararı alması .....  | 57  |
| 3.1.7 Diğer önemli nitelikteki işlemler.....   | 59  |

|   |     |
|---|-----|
| 3.2 Mülga Tebliğde Ayrılma Hakkı Doğuran Önemli Nitelikteki İşlemler.....                           | 60  |
| 3.2.1 Sona erme kararı alması.....  | 60  |
| 3.2.2 Faaliyet konusu değişikliği .....   | 61  |
| 3.2.3 Borsa kotundan çıkma kararı alınması .....  | 63  |
| 4. AYRILMA HAKKI .....  | 66  |
| 4.1 Ayrılma Hakkını Kullanabilecek Pay Sahipleri ve Ayrılma Hakkının Kullanılabileceği Paylar ..... | 66  |
| 4.2 Ayrılma Hakkının Bedeli.....  | 72  |
| 4.2.1 Kullanım fiyatı.....  | 72  |
| 4.2.2 Ayrılma hakkı bedeline ilişkin tespit davası.....   | 78  |
| 4.3 Payların Satın Alınması .....   | 81  |
| 4.3.1 Ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesi .....       | 81  |
| 4.3.2 Ayrılma hakkına konu payların ortaklık tarafından satın alınması.....                         | 84  |
| 4.4 Önemli Nitelikteki İşlemden Vazgeçilmesi.....   | 87  |
| 4.5 Ayrılma Hakkından Muafiyet Halleri .....  | 90  |
| 4.6 Ayrılma Hakkının Doğmadığı Haller .....   | 96  |
| 5. SONUÇ .....  | 106 |
| KAYNAKÇA .....  | 110 |

## KISALTMALAR LİSTESİ

|                  |   |
|------------------|---|
| Batider          | : Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi                                       |
| bkz              | : Bakınız   |
| C.               | : Cilt  |
| GÜHFD            | : Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi                             |
| İİK              | : 2004 sayılı İcra ve İflas Kanunu                                      |
| İÜFM             | : İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası                        |
| m.               | : madde   |
| MKK              | : Merkezi Kayıt Kuruluşu  |
| RG.              | : Resmi Gazete  |
| s.               | : sayfa   |
| S.               | : Sayı  |
| SerPK            | : 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu                                   |
| SPK              | : Sermaye Piyasası Kurulu   |
| TBK              | : 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu                                       |
| TMK              | : 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu  |
| TTK              | : 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu                                       |
| Uygulama Rehberi | : Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği Uygulama Rehberi |
| vd               | : ve devamı   |

## 1. GİRİŞ

Halka açık anonim ortaklıklardaki pay sahibi sayısının fazlalığı, ortaklığın diğer pay sahiplerine oranla ortaklıkta daha küçük oranda payı bulunan ortaklıkların menfaatlerinin korunması gereğini ortaya çıkarmıştır. Anonim ortaklıklarda belirlenen çoğunluk ilkesi gereğince, ortaklıkların alacağı kararlarda pay sayısı fazla olan ortaklıkların yönetime ilişkin kararlarda büyük ölçüde söz sahibi olduğunun izahına gerek yoktur. Türkiye'deki halka açık anonim ortaklıklara bakıldığında halka açıklık oranının düşük olduğu gözlemlenebilmektedir. Borsa İstanbul A.Ş.'ye bakıldığında işlem gören şirketlerin çoğunluğunun halka açıklık oranı yüzde ellinin altında olduğu görülmektedir.

Türkiye'de halka açık ortaklıkların dolaşımında olmayan payları genellikle ortaklığın hakimiyetini elinde tutan ortaklara aittir. Bu durumda, çoğunluğa sahip pay sahiplerinin ve ortaklığın hakimiyetini elinde tutan pay sahiplerinin kendi menfaatlerine hareket etmesi riskine karşılık olarak kanunun diğer pay sahiplerine bir koruma mekanizması öngörmesi zaruri olmuştur.

Bu zaruriyet karşısında, kanun koyucu pay sahiplerinin halka açık anonim ortaklığa ilişkin haklarının korunması için çeşitli şekillerde vazgeçilmez hak niteliğinde koruyucu haklar oluşturmak durumunda kalmıştır. Bu kapsamda ilk kez 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile pay sahiplerine ortaklıktan ayrılma hakkı tanınmıştır. Düzenleme ile, ortaklığın alacağı önemli nitelikteki işlemler dolayısıyla payını hiç veya değerinde satamama endişesine düşen pay sahibinin paylarını ortaklığa satarak ortaklıkla ilişkisini sonlandırmasına yol açılmıştır. Böylece, önemli nitelikteki işlemlerden ekonomik olarak doğrudan etkilenme ihtimali bulunan pay sahipleri paylarını normal devir yoluyla değil de ortaklığa satarak devretmekte ve paylarının karşılığını alabilmektedir. Düzenleme ile hem pay sahiplerinin ekonomik menfaatleri gözetilmiş hem de ortaklığın kendi faaliyetleri yönünden önemli nitelikteki işlemlere dair karar almasına imkân verilmiştir.

Kanundaki düzenlemenin yanı sıra, kanundan aldığı yetkilendirme ile SPK tarafından ayrılma hakkının kullanılmasından dolayı usul ve esaslara ilişkin olarak ikincil düzenlemeler yaparak II.23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve

Ayrılma Tebliği'ni çıkarmıştır. Ancak Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına dair Kanun'un yürürlüğe girmesiyle ayrılma hakkını düzenleyen kanun maddesinde değişiklik yapılmıştır. Yapılan kanun maddesi değişikliği, ikinci düzenlemede de paralellik sağlanmasını gerektirmiş olup SPK tarafından II.23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği düzenlemesi yapılmıştır. Görüldüğü üzere, ilk olarak 2012 yılında hukukumuza giren ayrılma hakkı, değişen koşullar neticesinde güncellenerek menfaat dengesini adil bir şekilde sağlamaya çalışmaktadır.

Tezin birinci bölümünde, halka açık ortaklık ve ayrılma hakkı kavramına genel bir bakış verilmesinin ardından ayrılma hakkının özelliklerine ve ayrılma hakkına benzer diğer hukuki müesseselerin karşılaştırmasına yer verilmiştir. Daha sonrasında ikinci bölümde, ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikteki işlemler açıklanarak, önceki tebliğ ile yeni tebliğ arasındaki farklara değinilmiştir.

Üçüncü bölümde ise, ayrılma hakkını kullanabilecek pay sahipleri ve ayrılma hakkının kullanılabilmesi için paylar anlatılmış, bununla birlikte ayrılma hakkı sonucunda payların satın alınmasına ilişkin düzenlemeler ve adil bedel uygulaması detaylandırılmıştır. Ayrılma hakkının doğmadığı ya da ayrılma hakkından menfaat sağlanan hallere yer verilmesinin ardından önemli nitelikteki işlemde vazgeçilmesinden bahsedilmiştir.

## 2. AYRILMA HAKKINA İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR

### 2.1 Halka Açık Anonim Ortaklık Kavramı

Halka açık anonim ortaklık SerPK m.3/1-e’de; “kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıkları” ifade eder şeklinde tanımlanmıştır. Bu tanım, esasında halka açık anonim ortaklıkları kendi içerisinde iki türe ayırmaktadır. Bunlardan ilki kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere halka arz edilmiş ortaklıklardır. İkincisi ise, fiili olarak payları halka arz edilmemiş olmakla yasaya göre halka arz edilmiş sayılan ortaklıktır.<sup>1</sup> Ortaklıkların hangi durumlarda kanunen halka arz edilmiş sayılacağı ise, SerPK m.16/1’de belirtilmiş olmakla; “payları borsada işlem gören ortaklıklar ile kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan ortaklıklar hariç olmak üzere pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır” şeklinde açıklanmıştır.

Halka arz ise, kanuna göre, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her yolda yapılan genel bir çağrı ve bu çağrıyı takiben gerçekleştirilen satış olarak ifade edilmiştir.<sup>2</sup> Dikkat etmek gerekir ki, halka arz ve halka açıklık kavramları yakın bağlantılı kavramlar olmakla birlikte aynı anlamda değildirler. Buradaki ayrımı, Pay sahibi sayısının beş yüzü aşması halinde, ortaklığın halka açık statüde değerlendirilmesi; ancak bu halde, payların halka arzının söz konusu olmamasından anlayabiliriz. Pay sahibi sayısı beş yüzü aşan ortaklıklarda, halka arz gerçekleşmemiş olsa dahi -diğer bir deyişle, ortaklığın paylarının satın alınması için herhangi bir yolla çağrı yapılmamış ve bu çağrıyı takiben bir satış

---

<sup>1</sup> Çağlar Manavgat, Hukuki Bakımdan Halka Açık Ortaklıklar ve Halka Arz (1. Baskı Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları 2016), s.15; Vural Günel/Yalçın Özge Okat, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları (1. Baskı On İki Levha Yayınları 2021), s.31-32; Reha Poroy/Ünal Tekinalp /Ersin Çamoğlu, Ortaklıklar Hukuku I (13. Bası, Vedat Yayıncılık 2014), s.290 vd.; Barış Kaya, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı (1. Baskı Beta Yayınları 2018), s.139.

<sup>2</sup> Tekin Memiş/ Gökçen Turan, Sermaye Piyasası Hukuku (5. Baskı Seçkin Yayıncılık 2020), s.53; Günel/Okat, s.31; Ünal Tekinalp, Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku (2. Baskı Vedat Yayıncılık 2020), s.79.

gerçekleşmemiş olsa dahi- söz konusu ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılmaktadır.<sup>3</sup>

Kanun metninde pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılacağı söylenmişse de ortaklığın pay sahibi sayısının beş yüzü aştığı halde üç durumda kanun kapsamından çıkarılması söz konusu olabilmektedir.<sup>4</sup> Bu üç durumdan biri, Pay sahibi sayısı nedeniyle halka açık sayılan ortaklıkların, halka açıklık statüsünü kazandıktan sonra iki yıl içerisinde, paylarının borsada işlem görmesi için başvuruda bulunmaması halinde, SPK, ortaklığın kanun kapsamından çıkarmasına karar verebilir (SerPK m.16/2). Bir diğer durum ise, pay sahibi sayısı dolayısıyla halka açıklık statüsüne sahip olan ortaklığın paylarının borsada işlem görmesini istememesi halinde SerPK m.33/4 uyarınca alacağı genel kurul kararı ile SerPK kapsamından çıkarılmasıdır. Son olarak, pay sahibi sayısının beş yüzü aşması ve SerPK m.33/5'te sayılan hallerin varlığı halinde, ortaklığın talebi üzerine ya da SPK tarafından resen kanun kapsamından çıkarılmasıdır.<sup>5</sup> Bu olasılıkta, pay sahibi sayısı beş yüzü aşan her ortaklığın halka açık ortaklık statüsünde olduğunu söylemek mümkün değildir.

SerPK m.16/3'te de pay sahibi sayısı en az beş yüz olan kooperatiflerin veya kendisine ortak olan kooperatiflerin pay sahibi sayısı tek başına ya da toplam olarak beş yüz olan kooperatif birliklerinin veya kooperatif merkez birliklerinin yönetim kontrolüne sahip olduğu ve yıllık en az elli milyon Türk lirası satış hasılatı yapmış anonim ortaklıkların paylarının halka arz olunmuş sayılacağı düzenlenmiştir. Ancak hükmün devamında bu anonim ortaklıkların paylarının borsada işlem görmesi için iki yıl içinde borsaya başvurmak zorunda olmadıkları belirtilmiştir.<sup>6</sup> Söz konusu halka açık sayılan ortaklıklar için çıkarılmış ve 19.09.2018 tarih ve 30540 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Kooperatif veya Kooperatif Birliklerinin veya Kooperatif Merkez Birliklerinin Yönetim Kontrolüne Sahip Olduğu Anonim Ortaklıklara İlişkin Esaslar Tebliği'nin 6/2 maddesinde de söz konusu ortaklıkların paylarının işlem görmesi için borsaya başvuru zorunluluğunun bulunmadığı açıklanmıştır.

<sup>3</sup> Memiş/Turan s.54-55.

<sup>4</sup> Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s 292.

<sup>5</sup> Poroy/Tekinalp Çamoğlu, Ortaklıklar I, s.292; Manavgat s.54 vd.

<sup>6</sup> Burak Adıgüzel, Sermaye Piyasası Hukuku (4. Baskı Adalet Yayınları 2022), s. 69.



Halka açık anonim ortaklıkların ana özelliği, geniş pay sahibi kitlesine sahip olmasıdır. Halka açık anonim ortaklıklarda pay sahibi kitlesinin genişliği ortaklıktaki menfaat dengeleri açısından önem arz etmektedir.<sup>7</sup> TTK'daki iş bölümünden çoğunlukla farklı olarak<sup>8</sup> SerPK'da ve onun ikincil düzenlemelerinde önemli nitelikteki işlemlerde ve ilişkili taraf işlemlerinde, söz konusu kararların genel kurulda alınması gerekmektedir. TTK hükümlerine göre yönetim kurulu kararı ile alınabilecek birçok işleme ilişkin kararların halka açık anonim ortaklıklarda genel kurulda alınması zorunluluğu, söz konusu işlemlere muhalif olan ortaklara ayrılma hakkı düzenlemesi ile paylarını satarak ortaklıktan ayrılma seçeneği sunmaktadır.<sup>9</sup>

## 2.2 Ayrılma Hakkı

Ayrılma hakkına ilişkin kanunda bir tanım yapılmamış olmakla birlikte, halka açık anonim ortaklıkların, önemli nitelikteki işlemlerine ilişkin karar alınacak genel kurulunda olumsuz oy kullanarak muhalefetini toplantı tutanağına şerh ettiren pay sahiplerinin paylarını ortaklığa satarak ortaklıkla olan ilişkisini sonlandırması olarak tanım yapılabilir.<sup>10</sup> Kanunda pay sahibine ayrılma hakkının tanınması, pay sahibini koruma amacındandır.<sup>11</sup>

Ayrılma hakkı hukukumuzda ilk olarak, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda düzenlenmiştir. SerPK m.24'e göre; ortaklığın SerPK m.23'te belirtilen önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alacağı genel kurul toplantısına katılarak önemli nitelikteki işleme ilişkin olumsuz oy kullanan ve olumsuz oyunu muhalefet şerhi olarak tutanağa işleyen pay sahiplerine paylarını ortaklığa adil bedel üzerinden satarak ortaklıktan ayrılma hakkı tanınmıştır.<sup>12</sup> Bununla birlikte, kanunda; SPK'nın önemli nitelikteki işlemleri ve

---

<sup>7</sup> Manavgat, s.18.

<sup>8</sup> SerPK'da, TTK hükümlerine göre yönetim kurulunda alınabilecek kararların genel kurulda alınması gerekteyse de önemli miktarda malvarlığının devri, kuruluştan sonra devralma gibi bir kısım kararlarda, TTK hükümlerine göre de söz konusu kararın genel kurulda alınması gerekmektedir.

<sup>9</sup> Manavgat, s.25.

<sup>10</sup> Kaya, s. 11

<sup>11</sup> Manavgat s. 318

<sup>12</sup> Tuğba Semerci Vuraloğlu, Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Ayrılma Hakkı (1. Bası On İki Levha Yayıncılık 2018), s. 177; Günel/Okat, s.180.

ortaklığın önemli nitelikteki işlemlere dair karar alabilmesi için uyulması zorunlu usul ve esasları belirlemeye yetkili olduğu düzenlenmiştir (SerPK m.24/1). SPK, kanundan aldığı bu yetkilendirme ile ikincil düzenleme niteliğinde olan SPK II.23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Tebliği<sup>13</sup> ile önemli nitelikteki işlemler ve ayrılma hakkına ilişkin düzenlemeler çıkarmıştır.

### 2.3 Ayrılma Hakkının Amacı

SerPK m.24 ile pay sahiplerine tanınan ayrılma hakkının birden fazla amaca yönelik olduğu söylenebilir. Ayrılma hakkının, halka açık anonim ortaklığın alacağı önemli nitelikteki işleme dair karar sonucunda payını hiç ya da değerinde satamama riskine karşı pay sahibini koruma ve pay sahibinin paylarına likidite kazandırmak amacı olduğu kolaylıkla tespit edilebilmektedir.<sup>14</sup> Gerçekten de çoğunluk ilkesine göre işleyen halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkı, çoğunluğun azınlığa tahakkümünün zararlarını önlemek ve çoğunluk ile azınlık arasındaki menfaat dengesini sağlamaya çalışmaktadır.<sup>15</sup> Düzenleme ile, ortaklığın önemli nitelikteki işlemlere dair alınan kararlar sonucunda yaşayacağı temel değişikliklere karşı pay sahibinin pay sahipliğini devam ettirmeye mecbur kalmasının önüne geçilmektedir.<sup>16</sup>

Ayrılma hakkının en büyük amaçlarından birinin azınlığı korumak olduğu bariz olsa da öte taraftan düzenleme ile çoğunluğun menfaatlerinin de korunduğunu söylemek gerekir. Düzenleme sayesinde, pay sahiplerinin başkaca hukuki yollara yönelmesine gerek kalmaksızın ayrılma hakkını kullanarak ortaklıkla ilişkisi sonlandırılırken çoğunluk pay sahiplerinin de karar alma yönünden serbestliğe sahip olması sağlanmaktadır.<sup>17</sup> Çoğunluk dilediği yönde karar almaktayken, pay sahibi de düzenleme ile kendisine tanınan hakkı kullanarak ortaklıkla ilişkisini sonlandırabilmekte ve payını ortaklığa devrederek önemli

---

<sup>13</sup> RG 27.06.2020/311/68

<sup>14</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.53; Vuraloğlu, Değerlendirme, s.194.

<sup>15</sup> Vuraloğlu, Değerlendirme, s.189.

<sup>16</sup> Kaya, s.95.

<sup>17</sup> Kaya, s.99.

nitelikteki işleme dair alınan karar sonucunda payını satamama riskinden kurtulmaktadır.<sup>18</sup>

Sönmez, ayrılma hakkının amacına ilişkin olarak hem azınlık hem çoğunluk pay sahiplerinin amaçlarının korunması ve dahi ortaklığın korunması, ek olarak işlemin gerçekleştirilmesi niyetlerinin yansması olarak değerlendirme yapmaktadır.<sup>19</sup> Öte yandan Adıgüzel, ayrılma hakkı düzenlemesinin asıl gayesinin azınlığın korunması olduğu, bu doğrultuda doktrindeki diğer amaçların azınlığın korunması amacını yerine getiren ikincil amaçlar olduğunu belirtmektedir.<sup>20</sup>

Ayrılma hakkı düzenlemesine getirilen yenilikler ile, önceki düzenlemeye nazaran pay sahibinin menfaatleri korunurken ortaklığın maruz kalacağı işlem maliyeti ve diğer yükümlülükler açısından ortaklık lehine düzenlemeler yapıldığı da görülmektedir. Yeni tebliğ ile mülga tebliğden farklı olarak, pay sahibinin ayrılma hakkını kullanması ile payların ortaklık tarafından satın alınmasından önce diğer pay sahipleri ve yatırımcılara önerilmesine ilişkin düzenlemeler getirilmiş olması göz önünde bulundurulduğunda ayrılma hakkı dolayısıyla pay sahibinin hakları korunurken ortaklığın maruz kalacağı işlem maliyeti de düşürülmeye çalışılmıştır. Bunun yanı sıra, yine önceki tebliğden farklı olarak ayrılma hakkı doğurmayan hallerin dışında ayrılma hakkından muafiyet halleri düzenlemesi yapılmıştır. Yeni tebliğ ile eklenen muafiyet halleri ve ayrılma hakkının doğmadığı hallere ilişkin hükümlerde yapılan değişiklik ile pay sahibini korumak gayesinin ortaklığa ağır yükler yüklemesinin önüne geçilmiştir. Bu değişiklikler hesaba katıldığında, ayrılma hakkının hala en önemli amacının önemli nitelikteki işlemlere ilişkin alınan kararlara karşı pay sahibini korumak olduğu söylenebilecekse de salt bu gaye ile hareket edilerek ortaklığın ve çoğunluğun haklarının göz ardı edilmesine izin verilmediği açıktır.

---

<sup>18</sup> Oğuz İmregün, Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunların Telif Çareleri, İstanbul, 1962, s.165.

<sup>19</sup> Yusuf Ziyaeddin Sönmez, Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı (1. Baskı Beta Yayınları 2009), s.26.

<sup>20</sup> Burak Adıgüzel, “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı” (2014) 18(2) Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 1, s.5.

## 2.4 Ayrılma Hakkının Özellikleri

Pay sahipliğinden kaynaklanan haklardan olan bireysel haklar, her pay sahibinin tek başına kullanabildiği haklardır.<sup>21</sup> Ayrılma hakkının bireysel bir hak olduğu şüphesizdir.<sup>22</sup> Nitekim, pay sahibinin ayrılma hakkını kullanabilmesi için önemli nitelikteki işleme dair karar alınacak genel kurul toplantısına katılarak olumsuz oy kullanması ve muhalefetini toplantı tutanağına şerh ettirmesi gerektiği düşünüldüğünde, pay sahibinin söz konusu hakkını tek başına başkaca hiçbir dahle gerek kalmaksızın kullanabileceği anlaşılmaktadır.

Ayrılma hakkı aynı zamanda vazgeçilmez bir haktır.<sup>23</sup> Vazgeçilmez haklar, pay sahibinin rızasıyla dahi sınırlandırılmayan, kanunen tanınmış ve korunmuş, sınırlanması ve kaldırılması pay sahibinin rızası olsa dahi pay sahibinden alınamayacak haklardır.<sup>24</sup> SerPK m. 24'e bakıldığında kanun hükmünün mutlak emredici nitelikte olduğu anlaşılmaktadır.<sup>25</sup> Mutlak emredici nitelikte bir hükümlerle düzenlenmiş olan ayrılma hakkında pay sahibinin rızası olsa dahi pay sahibinden alınamayacağı açık olduğu sonucuna varılmaktadır.

Ayrılma hakkı yukarıda da söylendiği üzere mutlak emredici nitelikte düzenlenmiştir. Emredici hukuk kuralları, hukuki ilişkinin taraflarınca aksinin kararlaştırılmasının mümkün olmadığı kurallardır.<sup>26</sup> Bir hukuk kuralının emredici nitelikte olup olmadığı bazen hükmün ifadesinden anlaşılabilir. Ancak hükmün emredici nitelikte olup olmadığının, yalnızca hükmün lafzına bakılarak değerlendirilmesi bazı hallerde hatalı sonuç verebilir. Bu halde, hükmün lafzı ile birlikte hükmün düzenlenme amacının da irdelenmesi gerekir.<sup>27</sup> Ayrılma hakkını düzenleyen SerPK'nın gerek lafzına gerek

---

<sup>21</sup> Mehmet Bahtiyar, Ortaklıklar Hukuku (16. Baskı, Beta Yayınları 2022), s. 318; Pay sahipliğinden kaynaklanan haklardan olan haklar çoğunluk hakları, azınlık hakları ve bireysel haklar olarak üç başlığa ayrılır. Bkz. Bahtiyar, s. 312; Oğuz İmregün, Anonim Ortaklıklar, İstanbul, 1989, s.90; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.218.

<sup>22</sup> Sönmez, s.76; Adıgüzel, Ayrılma, s.6; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.219; Adıgüzel, Sermaye, s.83; Kaya, s.111.

<sup>23</sup> Adıgüzel, Sermaye, s.84; Sönmez, s.75; Kaya, s.110.

<sup>24</sup> Bahtiyar, s.320; Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, s. 613.

<sup>25</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.235; Sönmez s.75; Adıgüzel, Ayrılma, s.6; Kaya, s. 131.

<sup>26</sup> Kemal Oğuzman/ Nami Barlas, Medeni Hukuk (27. Bası On İki Levha Yayıncılık 2021), s.82

<sup>27</sup> Oğuzman/Barlas, s.83 vd.

düzenlenme amacına bakıldığında, hükmün emredici nitelikte olduğu kolaylıkla tespit edilebilmektedir.

Pay sahibinin hakları malvarlıksal haklar ve kişisel haklar<sup>28</sup> olmak üzere de sınıflandırılabilir olup malvarlıksal haklar, malvarlığını ilgilendiren haklardır.<sup>29</sup> Ayrılma hakkının kullanılması ile pay sahibine ayrılma hakkı bedeli ödenmesi gerektiğinden, ayrılma hakkının malvarlıksal bir hak olduğu söylenebilir.

Pay sahibinin ayrılma hakkını kullanması ile ortaklığın pay sahibinin paylarını satın alma yükümlülüğü doğar. Dolayısıyla ayrılma hakkı, anonim ortaklığa karşı talep edilen bir haktır.<sup>30</sup> Burada mülga düzenlemede bulunmayan ve ilk olarak Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Tebliği'nde yer verilen bir değişikliktir söz edilmelidir. Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Tebliği'nin 13. Maddesi ile ayrılma hakkına konu payların, diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesine ilişkin bir düzenleme getirilmiştir. Düzenlemeye göre, payları borsada işlem gören ortaklıklarda ayrılma hakkının kullanılması nedeniyle satın alınacak payların, ortaklık tarafından satın alınmasından önce, diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesi noktasında ortaklık bir yönetim kurulu kararı alabilecektir. Aşağıda daha detaylı açıklanacağı üzere<sup>31</sup>, ortaklık tarafından yapılan öneri neticesinde; ayrılma hakkına konu paylara ilişkin diğer pay sahipleri ya da yatırımcılar tarafından talepte bulunulursa payın bedeli bu pay sahipleri ya da yatırımcılar tarafından karşılanacaktır. Ayrılma hakkına konu payların sayısı ile diğer pay sahibi ya da yatırımcıların satın alma talebinde bulunduğu sayı arasında fark olursa, bakiye kalan payların satın alınması yine ortaklık tarafından gerçekleştirilecektir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.13/2). Ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilmesinin sonucunda, hiçbir pay sahibi ya da yatırımcının satın alma talebinde bulunmaması da muhtemeldir. Bu halde, ayrılma hakkına konu payları devralacak olan yine ortaklığın kendisidir. Burada dikkat edilmelidir ki, pay sahibi ayrılma hakkını kullandığı payın bedeline ilişkin taleplerini yine ortaklığa yöneltir. Yapılan düzenleme ile ortaklık söz

---

<sup>28</sup> Kişisel haklar, genel kurul toplantılarına katılma, ortaklığın denetim ve yönetimine katılma, bilgi alma ve inceleme hakları gibi haklardır. Bkz. Bahtiyar, s.306.

<sup>29</sup> Bahtiyar, s.298; Fatih Bilgili/Ertan Demirkapı, Şirketler Hukuku Dersleri (7. Bası, Dora Yayınları 2020), s.334 vd.; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.220; Poroy/Tekinalp/Çamoğlu s. 615.

<sup>30</sup> Kaya, s.112 vd.

<sup>31</sup> Bkz. Bölüm 3, 3.3.1

konusu payları satın almadan önce payların diğer pay sahipleri ya da yatırımcılara önerilmesine olanak sağlanmıştır.

Ayrılma hakkının kullanılması sonucunda; ortaklığın payları devralmasıyla, ortaklık kendi paylarını iktisap etmiş olur.<sup>32</sup> Bu noktada, Geri Alınan Paylar Tebliği hükümlerine göre işlerlik sağlanacaksa da Geri Alınan Paylar Tebliği'nde işlem sınırları ayrılma hakkı kullanımı dolayısıyla kendi paylarını iktisap etmek durumunda kalan ortaklığa karşı uygulanmayacaktır (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 14/6).<sup>33</sup>

Ayrılma hakkı, tebliğ uyarınca aracı kurum vasıtası ile kullanılmalıdır (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.12/1).<sup>34</sup> Ayrılma hakkına konu payların, diğer pay sahipleri ile yatırımcılara önerilmesi halinde de hak; aracı kurum vasıtasıyla kullanılmış olur. Yönetim kurulunun ayrılma hakkına konu payları diğer pay sahipleri ve yatırımcılara önerdiği hallerde, öneriyle ilgilenen ve satın alma talebinde bulunan pay sahipleri ve yatırımcılar bu taleplerini aracı kuruma bildirir ve bu bildiriyle payların bedelini aracı kurumda bloke eder. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar yönünden de ayrılma hakkı aracı kurum vasıtası ile kullandırılır ancak burada SPK'nın muafiyet vermesi halinde hakkın aracı kurum vasıtasıyla kullandırılması yükümlülüğünden kurtulunabilir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.12/1).

Aracı kurumların, finansal sistemde işlevi ve önemi son derece büyük olup, SPK'nın izin verdiği ölçüde sermaye piyasası araçlarının alım satım faaliyetiyle ilgilenen tüzel kişilikler olarak tanımlanması mümkündür.<sup>35</sup> Önemli işlevlerinden bir tanesi, piyasadaki fon hareketlerini yönlendirmektir.<sup>36</sup> Aracı kurumlar, alıcı ve satıcı arasında köprü görevi üstlenirler. Aracı kurumların; sadakat ve özenle gerçekleştirme borcu, talimatlara uygun davranma borcu, şahsen ifa borcu, bilgi ve hesap verme borcu, aldıklarını verme borcu gibi işlemin taraflarına birtakım yükümlülükleri bulunmaktadır.<sup>37</sup> Aracı kurumların söz konusu borçları nedeniyle, payların ayrılma hakkını kullanan pay sahipleri tarafından

---

<sup>32</sup> Adıgüzel, Sermaye, s.91.

<sup>33</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. 3. Bölüm, 3.3.2

<sup>34</sup> Günal/Okat, s.185.

<sup>35</sup> Adıgüzel, Sermaye, s.268.

<sup>36</sup> Adıgüzel, Sermaye, s.269.

<sup>37</sup> Aracı kurumların söz konusu borçlarına ilişkin detaylı bilgilendirme için bkz: Zenfira Aliyeva, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, İstanbul 2019, Yüksek Lisans Tezi, s.64 vd.

ortaklığa satılması ve ortaklık ya da diğer pay sahipleri veya yatırımcılar tarafından satın alınması konusunda daha şeffaf ve güvenilir bir ortam yaratılıyor olması dolayısıyla hakkın aracı kurum vasıtasıyla kullanılarak kullanılmasının tercih edildiği düşünülebilir.

Ayrılma hakkına konu payın adil değer üzerinden satın alınması da ayrılma hakkının bir diğer özelliklerindedir. Belirtmek gerekir ki mülga düzenlemelerde yer verilmemiş olmakla birlikte Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Tebliği ile “adil bedel” düzenlemesi yapılmıştır. Bu düzenleme ile payları borsada işlem gören ortaklıklar bakımından piyasa ayırımına gidilerek, önceki düzenlemeden farklı şekilde ayrılma hakkı kullanım fiyatının belirlenmesinde payın değerinin önemli nitelikteki işlemden etkilenmesinin önüne geçilmeye çalışılmıştır. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar bakımından eski düzenlemedeki değerlendirme raporu alınmasına ilişkin uygulama ise devam etmektedir. Pay sahibinin haklarının korunmasının artırılması adına payın değerinin belirlenmesi için gereken bazı belirtilmiş hallerde ek rapor alınması ve bu ek raporda belirlenen değer değerlendirme raporundan yüksek olması halinde ek raporda belirlenen değer ayrılma hakkı kullanım bedeli olarak kabul edileceği düzenlenmiştir.<sup>38</sup>

## **2.5. Ayrılma Hakkı ile Benzer Kurumların Karşılaştırılması**

### **2.5.1 Adi ortaklıkta çıkma hakkı**

Adi ortaklık sözleşmesi, TBK'nın 620. maddesinde; “iki veya daha fazla kişinin emek ve mallarını ortak bir amaca ulaşmak üzere birleştirmeyi üstlendikleri sözleşme” olarak tanımlanmıştır. Adi ortaklık sözleşmesine ilişkin kanunda bir geçerlilik şartı öngörülmemiş olup sözleşme kurulduktan sonra hiçbir işleme gerek kalmaksızın adi ortaklık kurulmuş olur.<sup>39</sup>

Adi ortaklıktan çıkma ile ayrılma hakkı açısından karşılaştırılabilecek ilk durum, düzenlendikleri kanunların farklı olmasıdır. Adi ortaklık ilişkisi ve adi ortaklıktan

---

<sup>38</sup> Payın adil değerinin hesaplanmasının bir yöntem sorunu olduğuna dair açıklamalar için bkz: Sönmez, s.120.

<sup>39</sup> Bahtiyar, s.31.

çıkma ile ilgili düzenlemeler Türk Borçlar Kanunu'nda düzenlenmiş bir kurum olup ayrılma hakkı ise Sermaye Piyasası Kanunu'nda düzenlenmiştir.

Adi ortaklıktan çıkma, TBK'nın m. 633 hükmünde düzenlenmiş olup; adi ortaklıktan çıkabilmek için adi ortaklardan birinin fesih bildiriminde bulunması, kısıtlanması, iflâsı, tasfiyedeki payının cebri icra yoluyla paraya çevrilmesi ya da ölmesi gerekmektedir. Bu hallerden birinin gerçekleştiği durumlarda, adi ortaklıktan çıkabilmek için adi ortaklık sözleşmesinde ortaklığın diğer ortaklarla devam edeceğine ilişkin bir hüküm bulunmalıdır.<sup>40</sup> Sözleşmede hüküm bulunan ve söz konusu hallerden birinin gerçekleştiği durumlarda, ortak adi ortaklıktan çıkabilir.<sup>41</sup> Adi ortaklıktan çıkma ile ayrılma hakkı arasındaki bir diğer fark da hakkın kullanılabilmesi durumlarıdır. Ortağın adi ortaklıktan çıkma hakkını kullanabilmesi için adi ortaklardan birinin fesih bildiriminde bulunması, kısıtlanması, iflâsı, tasfiyedeki payının cebri icrayla paraya çevrilmesi ya da ölmesi gerekmektedir. Ayrılma hakkında pay sahibinin ortaklıktan ayrılması için ise ortaklığın alacağı önemli nitelikteki işleme dair genel kurul toplantısında olumsuz oyunu muhalefet serhi ile tutanağa işletmesi gerekmektedir. Önemli nitelikteki işlemler aşağıda<sup>42</sup> detaylı olarak incelenecek olduğundan burada yalnızca ayrılma hakkını doğuracak sebeplerin adi ortaklıktaki çıkma sebeplerinden farklı olduğuna değinmekle yetiniyoruz.

Adi ortaklıktan çıkmanın söz konusu olabilmesi için, ortağın çıkma iradesini sunması gerekmektedir. Bu irade beyanı muhataplara yöneltilmelidir.<sup>43</sup> Çıkma hakkının kullanılması yönünde kanunda herhangi bir süre öngörülmemiştir.<sup>44</sup>

Adi ortaklıkta, bir ortağın ortaklıktan çıkması durumunda, çıkan ortağın payı diğer ortaklara payları oranında kendiliğinden geçmektedir (TBK m.634/1).<sup>45</sup> Ayrılma hakkındaki düzenlemede ise, ortaklıktan ayrılmak isteyen pay sahibinin payları ortaklık tarafından satın alınır veya payların diğer pay sahiplerine ya da yatırımcılara önerilmesi

---

<sup>40</sup> Kerem Çelikboya, 'Adi Ortaklıktan Çıkma ve Çıkarmanın Koşulları' (2015) 14(2) Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 195, s.204.

<sup>41</sup> Bahtiyar, s.44; Çelikboya, s.208 vd.

<sup>42</sup> Bkz. Bölüm 2

<sup>43</sup> Çelikboya, s.221.

<sup>44</sup> Çelikboya, s.223

<sup>45</sup> Bahtiyar, s.45; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.156.



halinde de ayrılan ortağın payları, satın alma talebinde bulunan diğer pay sahiplerine ya da yatırımcılara devredilmiş olur.

Adi ortaklıkta, diğer ortaklar, ortaklıktan çıkan adi ortağa, ortağın kullanımını ortaklığa bıraktığı eşyayı geri vermekle yükümlüdür. Bununla birlikte, çıkan ortağın ortak sıfatının sona erdiği tarihte, ortaklık tasfiye edilmişçesine çıkan ortağa -artı bakiye olması halinde- tasfiye payı ödenmelidir. Bu ödeme, diğer ortaklar tarafından yapılır.<sup>46</sup> Ayrılma hakkında, ayrılan pay sahibine yapılacak ödeme ortaklık tarafından gerçekleştirilirken; adi ortaklıktan çıkmada, çıkan ortağa ödeme diğer ortaklar tarafından yapılmaktadır.

Aynı zamanda çıkan ortağın muaccel borçlarından doğan müteselsil sorumluluktan kurtararak, ortak sıfatının sona erdiği tarihte ortaklık tasfiye edilmiş olsaydı ödenmesi gereken tasfiye payını ödemekle yükümlüdürler (TBK m.634/2).<sup>47</sup>

Çıkan ortağın tasfiye payı, mali işlerde uzman bir kişi tarafından hesaplanır (TBK m.634/3). Ortakların uzman kişi konusunda anlaşamamaları halinde ise, tasfiye payını hesaplayacak uzman kişi hakim tarafından atanır.<sup>48</sup> Ayrılma hakkında ise, ayrılma hakkı bedeli, payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklarda borsada oluşan düzeltilmiş ağırlıklı ortalamaya göre, payları borsada işlem görmeyen anonim ortaklıklar bakımından ise, bir değerlendirme raporu hazırlanarak belirlenir.

Çıkan ortağın ortaklık sıfatının sona erdiği tarihte, ortaklığın malvarlığı ortaklığın borçlarını karşılamaya yeter seviyede olmayabilir. Bu halde, çıkan ortak, kendi payına düşen borcu, diğer ortaklara ödemek durumundadır. Kendi payına düşen borç ise zarara katılmaya ilişkin düzenlemeler uyarınca belirlenir.<sup>49</sup>

Ayrılma hakkı düzenlemesi, halka açık ortaklığın önemli nitelikteki işlemlere dair aldığı kararlar dolayısıyla pay sahiplerinin payını hiç ya da değerinde satamama riskine karşı bir koruma mekanizması olarak düzenlenmişse de adi ortaklıktan çıkma düzenlemesinin

---

<sup>46</sup> Bahtiyar, s.45.

<sup>47</sup> Bahtiyar, s.45.

<sup>48</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.156.

<sup>49</sup> Bahtiyar s.45; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.156.

yalnızca ortaklıktan çıkmak isteyen ortağın menfaati için getirildiği söylenemez. Adi ortaklıktan çıkma düzenlemesi daha çok iki tarafın da menfaatine olacak şekilde meydana getirilmiş bir düzenlemedir. Keza çıkan ortağa ortaklıkla ilişkisini sonlandırma hakkı tanırken, diğer ortaklar için ise var olan ortaklığın tasfiye işlemlerini yürütme ve yeni bir ortaklık oluşturma külfetinden kurtarmaktadır.<sup>50</sup>

### 2.5.2. Limited Ortaklıkta Çıkma Hakkı

Limited ortaklıklar, bir veya daha fazla gerçek ya da tüzel kişi tarafından kurulabilmekte olan bir sermaye ortaklığıdır. Limited ortaklığın bir sermaye ortaklığı olması dolayısıyla, ortaklar şirketin özel hukuk kaynaklı borçlarından kendi mal varlıkları ile sorumlu olmamakta yalnızca taahhüt ettikleri sermaye paylarını ödemekle yükümlüdür.<sup>51</sup> Limited ortaklıkların, ticaret şirketi oldukları TTK'da yer almakla birlikte (TTK m. 124/1), bir yönüyle de şahıs şirketlerine benzer özellikleri olduğunu söylemek gerekir. Limited ortaklıkların, paylarının borsada işlem görmemesi, ortaklık payının devrinin sınırlandırılmasına ilişkin düzenlemeler gibi durumlar limited ortaklıkların şahıs şirketlerine benzediği yönler olarak belirtilebilir.

Limited ortaklıkların şahıs şirketlerine benzer yönlerinin bulunması, mevzuatta limited ortaklıkların ortaklarına çıkma hakkına, ortaklıktan çıkarma hakkına ilişkin düzenlemeler yapılmasında etken olduğu söylenebilir.<sup>52</sup> Limited ortaklıkta, ortaklığın sona ermesi için birden fazla yöntem bulunmakta olup bu yöntemlerden bazılarında ortaklık sıfatının sona ermesinde ortağın iradesi etkili olur.<sup>53</sup> TTK'da düzenlenen çıkma hakkı, ortaklık sıfatının sona ermesinde ortağın iradesinin etkili olduğu hallerden bir tanesidir.

---

50 TBK m.633 hükmünün gerekçesinde, yapılan düzenleme ile ortaklardan birinin ortaklık ilişkisini sürdürmek istememesi halinde diğer ortaklara mevcut ortaklığın tasfiye işlemlerini yürütüp sonrasında yeni bir ortaklık kurma uğraşından kurtarıldığı belirtilmiştir.

51 Bahtiyar, s. 420; Fatih Bilgili/Ertan Demirkapı, Şirketler Hukuku, Bursa, (1. Bası, Dora Yayınları 2013), s.616-617; Tuğba Özdoğan Daloğlu, Limited Şirketlerde Çıkma ve Çıkarılma (1. Bası On İki Levha Yayınları 2020), s.167; Erkan Eren, Limited Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarma ve Ayrılma Akçesi (1. Bası On İki Levha Yayınları 2022), s.21.

52 Halit Aker, "Anonim ve Limited Şirketlerde Ortaklık Sıfatının Sona Ermesi ve Özellikle Haklı Sebep Fesih Davasına İlişkin Bazı Değerlendirmeler" (2016) 32(1) Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 63, s.70.

53 Limited ortaklıkta ortaklık sıfatının sona erme çeşitlerine ilişkin olarak, payların devri, haklı nedenle fesih davası açan ortağın mahkeme tarafından şirketten çıkarılması örnek olarak verilebilir. Burçak Tatlı, 'Limited Şirketlerde Çıkma, Çıkarma Ve Ayrılma Akçesi'(2021) 25(1) Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 165, s.168; Aker, s.63; Eren, s.23.

Limited ortaklıklarda düzenlenen çıkma hakkı ile halka açık ortaklıklardaki ayrılma hakkı arasındaki ilk fark, hakkın düzenlendiği kanuna ilişkindir. Ortağın, ortaklıktan ayrılmasını sağlayan limited ortaklıktan çıkma hakkı TTK’da düzenlenmiş olup halka açık ortaklıklardaki ayrılma hakkı ise SerPK’da düzenlenmiştir.

Limited ortaklıkta çıkma hakkının şirket sözleşmesinde düzenlenmiş olması halinde; ortak, çıkma hakkını öne süreceği bir irade beyanıyla kullanabileceği gibi şirket sözleşmesinde çıkma hakkı düzenlenmemiş olsa dahi haklı sebeplerin varlığı halinde dava yoluyla kullanabilmektedir.<sup>54</sup>

TTK, çıkma hakkının şirket sözleşmesi ile düzenlenmesine imkan tanımış olup kuruluş esnasında, şirket sözleşmesinde ortaklıktan çıkmaya ilişkin düzenlemeler yapabileceği gibi bu sözleşmelerin sonradan şirket sözleşmesine eklenmesi de mümkündür.<sup>55</sup> Halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkı ise SerPK’nın 24. maddesi ile düzenlenmiş olup emredici bir hükümdür. Diğer bir anlatımla, ayrılma hakkının kullanılması için halka açık ortaklığın esas sözleşmesinde buna ilişkin bir hüküm bulunup bulunmadığına bakılmaz.

Şirket sözleşmesinde düzenlenmiş olan çıkma hakkının, herhangi bir koşula bağlanması gerekmemeyle birlikte, hakkın kullanımını birtakım koşulların gerçekleşmesine de bağlanabilir (TTK m.638/1). Ancak çıkma hakkının kullanılabilmesi için öngörülecek koşullar, emredici kurallara ve ahlaka aykırı olmamalıdır. Sözleşmede öngörülecek koşullar hakkın kullanım şekline ya da birtakım durumların gerçekleşmesinin aranması şeklinde olabilir.<sup>56</sup> Şirket sözleşmesi ile çıkma hakkının kullanımına ilişkin, ortağın irade beyanını açıklama şekline, ya da çıkma işleminin şekline ve süresine, çıkma sebeplerine, çıkmanın kullanım şekline dair düzenlemeler yapılabilir.<sup>57</sup> Limited ortaklıktan çıkma hakkında, ortağın çıkma hakkını kullanması yönünden birçok düzenleme getirmesine izin

---

<sup>54</sup> Daloğlu, s.25; Bahtiyar, s.475; Aker s.70; Tatlı, s.169-170; Nihat Taşdelen, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Limited Ortaklıkta Çıkma Çıkarılma ve Fesih (1. Bası Yetkin Yayınları 2012), s.177; Sema Aydın, ‘Limited Şirketlerde Ortaklıktan Çıkma ve Ayrılma Akçesi’ (2022) 17(188) Terazi Hukuk Dergisi 25, s.27.

<sup>55</sup> Daloğlu, s.25; Bahtiyar, s.475; Tatlı, s.169; Aydın, s.27; Taşdelen, s.177.

<sup>56</sup> Taşdelen, s.175-179; Tatlı, s.170; Aker, s.71; Daloğlu, s.27; Aydın, s.27.

<sup>57</sup> Daloğlu, s.29-30; Aydın, s.29.

verilmişse de ayrılma hakkında şirket sözleşmesi ile ayrılma hakkına ilişkin ortağın irade beyanını açıklama şekline ya da ayrılma işleminin şekline ve süresine, ayrılma sebeplerine, hakkın kullanım şekline ilişkin düzenleme yapılması konusunda kanunda bir esneklik tanınmamıştır.

SerPK’da düzenlenmiş olan ayrılma hakkında, ayrılma hakkının kullanılması için belirli koşulların varlığı aranır. Limited ortaklıkta, şirket sözleşmesi ile herhangi bir koşula bağlı olmaksızın ortağa verilen çıkma hakkı ile ortak dilediği anda bu hakkı kullanabilmektedir. Ancak SerPK’da düzenlenmiş olan ayrılma hakkının kullanılabilmesi için, ortağın, ortaklığın önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alacağı genel kurul toplantısına katılmak, toplantıda önemli nitelikteki işleme dair karara olumsuz oy kullanmak ve bu olumsuz oyun toplantı tutanağına muhalefet şerhi olarak işlenmesi gerekmektedir.

Koşula bağlanmış olsun ya da olmasın şirket sözleşmesinde düzenlenmiş olan çıkma hakkının kullanılmasında, ortağın çıkmaya ilişkin iradesini ortaklığa bildirmesi yeterlidir.<sup>58</sup> Çıkma hakkının kullanılmasının bir koşula bağlanmış olduğu durumda, belirlenen koşulun gerçekleşmesinin ardından ortak, çıkma hakkının bozucu yenilik doğuran nitelikte olduğu da göz önünde bulundurulduğunda irade beyanını ortaklığa bildirmekle ortaklıktan çıkmış olur.<sup>59</sup> Şirket sözleşmesi ile çıkma beyanının şekline ilişkin de düzenleme yapılabilmesi mümkün olduğundan bu halde ortak, çıkma bildirimini şirket sözleşmesinde düzenlendiği şekilde ortaya koymalıdır. Öte yandan, çıkma hakkının kullanılması koşula bağlanmış ya da hakkın kullanımına ilişkin sözleşmede düzenlemeler yapılmışsa, ortağın ortaklıktan çıkması için yapılan bu düzenlemelere de uyması gerekecektir. Çıkma hakkının koşullara bağlanması halinde, SerPK’daki ayrılma hakkı düzenlemesine biraz daha yaklaşılabileceği söylenebilir. Bu halde ortağın ortaklıktan çıkması için belirli koşulların gerçekleşmesi ya da belirli şekil şartlarının sağlanması aranacağından ve ayrılma hakkının kullanımı için de belirli koşulların ve şekil şartlarının var olduğu düşünüldüğünde benzerlik artabilecektir.

---

<sup>58</sup> Tatlı, s.170; Bünyamin Gürpınar, Limited Şirkette Çıkma ve Çıkmaya Katılma’ (2016) 20(2 Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 73, s.84; Taşdelen, s.178 , Daloğlu, s.26; Aydın, s.28.

<sup>59</sup> Tatlı, s.171; Taşdelen, s.227.

Hakkın, şirket sözleşmesi ile tanınması mümkün olması, kuruluşta ya da daha sonrasında esas sözleşme değişikliğe ile tanınabilecek olmasından yola çıkıldığında, esas sözleşme değişikliği ile hakkın kaldırılması, kullanım koşullarının ağırlaştırılması ya da sınırlandırılması, kullanım koşullarının hafifletilmesinin de mümkün olduğunu söylemek gerekir.<sup>60</sup> Çıkma hakkının şirket sözleşmesi ile tanınabiliyor olması dolayısıyla bu hakkın sözleşme ile ortakların tamamı için ya da yalnızca bir kısmı için tanınması mümkündür.<sup>61</sup> Şirket sözleşmesi ile ortağa sağlanan çıkma hakkı ile halka açık anonim ortaklıklardaki ayrılma hakkının ayrıştığı noktalardan bir tanesi hakkın kaldırılması ya da kullanım koşullarının değiştirilmesine ilişkindir. Ayrılma hakkında, halka açık ya da halka açık statüsündeki anonim ortaklığın esas sözleşmesinde yapılacak düzenleme ile hakkın kaldırılması, sınırlandırılması ya da kullanım koşullarının değiştirilmesi mümkün değildir.

TTK, limited ortaklıklara ilişkin yaptığı düzenleme ile şirket sözleşmesinde ortağa çıkma hakkı tanındığını düzenlemekle yetinmemiş olup şirket sözleşmesinde düzenlenmemiş olsa dahi haklı sebeplerin varlığı halinde ortağın ortaklıktan çıkmasını sağlayacak bir düzenleme daha getirmiştir. Bu düzenleme ile haklı sebeplerin var olduğu durumlarda ortak, açacağı dava ile mahkemeden ortaklıktan çıkmasına karar verilmesini talep edebilmektedir. TTK'da yer alan bu düzenleme ile ortağa sağlanan hak mutlak ve vazgeçilmez bir haktır<sup>62</sup> ve bu hakkın şirket sözleşmesi ile kaldırılması, sınırlandırılması ya da zorlaştırılması mümkün değildir.<sup>63</sup>

Haklı sebebe dayalı olarak çıkma hakkının kullanılmasında, ortağın bu hakkını dava yoluyla kullanması gerektiğinden, şirket sözleşmesinde kullanılan çıkma hakkında olduğu gibi çıkma iradesini ortaklığa bildirmesi, ortağın ortaklıktan çıkması sonucunu doğurmaz.<sup>64</sup> Haklı sebebe dayalı olarak çıkmada, ortağın açtığı davanın mahkemece kabul edilerek ortağın çıkmasına karar verilmesi ve bu mahkeme kararının kesinleşmesi sonucunda çıkma gerçekleşir.<sup>65</sup>

---

<sup>60</sup> Daloğlu, s.35.

<sup>61</sup> Taşdelen, s.175; Aker, s.70.

<sup>62</sup> Taşdelen, s.85; Aydın s.27.

<sup>63</sup> Tatlı, s.171; Daloğlu, s.46; Aydın, s.31.

<sup>64</sup> Daloğlu, s.53.

<sup>65</sup> Taşdelen, s.190; Aker, s.73; Daloğlu, s.55.

Davanın açılmasına ilişkin olarak TTK'da süre belirtilmemiş olup davanın ortaklığa karşı yöneltilmesi gerekmektedir. Ortağın ortaklıktan çıkma talebi ile mahkemeye başvurması sonrasında, çıkma talebinin haklı sebebe dayanıp dayanmadığının değerlendirilmesi mahkemece yapılır.<sup>66</sup>

Ortağın çıkma hakkını dava yoluyla kullanılmasında haklı sebebin varlığının aranacağı TTK 638/2 hükmünde belirtilmişse de bu haklı sebeplerin neler olduğu kanun metninde açıklanmamıştır. Bu durumda, ortağın ortaklıktan çıkması için haklı sebebin var olup olmadığı somut olay çerçevesinde mahkeme tarafından takdir edilir.<sup>67</sup>

Çıkma davası düzenlemesi ile SerPK'da düzenlenmiş olan ayrılma hakkı, ortaklıktan çıkma noktasında bir sebebin aranması yönüyle benzerlik göstermektedir. SerPK'da yer alan ayrılma hakkının pay sahibi tarafından kullanılabilmesi için ortaklığın önemli nitelikteki işleme dair karar alması gerekmekte olup limited ortaklıktan çıkma davasında ortağın haklı sebebinin bulunması gerekmektedir.

Limited ortaklıkta haklı sebebin varlığı halinde ortağın ortaklıktan çıkması için mahkemeye başvurması gerekliliği çıkma hakkını SerPK'da düzenlenen ayrılma hakkından ayıran en büyük farklardan biridir. Nitekim, halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkının kullanımı için ortağın dava yoluna gitmesine ilişkin bir düzenleme bulunmamaktadır. Keza, limited ortaklıktan çıkmaya karar verilebilmesi için haklı sebebin var olup olmadığı ya da gerçekleşip gerçekleşmediği hakim tarafından belirlenmekte olup ayrılma hakkında önemli nitelikteki işlemler ilgili tebliğde açıkça düzenlenmiştir.

Limited ortaklıkta, ortaklıktan çıkmaya ilişkin bir düzenleme de "çıkma katılma" olarak addedilmiştir. TTK'daki çıkma katılma düzenlemesi ile, ortaklardan birinin şirket sözleşmesinde çıkma hakkının düzenlenmiş olması halinde buna dayanarak ortaklıktan çıkmak istediği ya da dava yoluyla haklı sebebe dayalı olarak ortaklıktan

---

<sup>66</sup> Daloğlu, s.53 vd.

<sup>67</sup> Aker, s.72; Eren, s.60.

çıkma davası açtığı takdirde diğer ortakların da çıkma hakkından yararlanmasına imkan sağlanmıştır. Ortaklardan birinin, şirket sözleşmesindeki çıkma hakkına dayalı olarak ya da haklı sebebe dayalı olarak çıkma davası açtığı takdirde, limited ortaklık müdür veya müdürlerinin diğer ortakları işbu durumdan haberdar etmesi gerekmektedir (TTK m.639/1). Şirket sözleşmesine dayalı olarak kullanılan çıkma hakkında, çıkmaya katılmak isteyen ortak, katılma isteğini ortaklık müdürüne bildirmelidir. Çıkma hakkının dava yoluyla kullanılması durumunda da müdürün yapacağı bilgilendirmeye müteakip çıkmaya katılmak isteyen ortak haklı sebeple çıkma davasına katılabilmektedir.<sup>68</sup>

Çıkmaya katılma düzenlemesi, limited ortaklıktaki çıkma hakkını ayrılma hakkından ayıran düzenlemelerden birisidir. Zira, ayrılma hakkında pay sahibinin bu hakkını kullanabilmesi için önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alınacak genel kurul toplantısına katılmak ve olumsuz oyunu muhalefet şerhi olarak tutanağa işletmek bir zorunluluk olduğundan; bu zorunluluğu yerine getirmemiş olan ortağın daha sonrasında ayrılma hakkını kullanan ortaklara katılmak suretiyle ayrılma talebinde bulunmasına ilişkin bir düzenleme bulunmamaktadır.

Şirket sözleşmesi ile düzenlenen çıkma hakkının kullanılmasında ortağın çıkma iradesini ortaklığa bildirmesi ile ve çıkma davası ile kullanılan çıkma hakkında mahkemenin kararının kesinleşmesi ile ortağın, limited ortaklıkla olan ilişkisi sona erer.<sup>69</sup> Ortağın, ortaklık sıfatının sona ermesi ile çıkma tarihinden itibaren artık ortaklıktan kaynaklanan haklarına sahip olması söz konusu olmayacaktır. Ancak ortaklıktan çıkan ortağın, ortaklıktan kaynaklanan haklarının sona ermesinin yanında yeni bir emredici mali hakkı ortaya çıkar.<sup>70</sup> Bu yeni emredici mali hak, ayrılma akçesi<sup>71</sup> talep etme hakkıdır. Çıkma sonucunda ortağın ayrılma akçesi talep etme hakkına ilişkin düzenleme TTK m.641'de yapılmışsa da bu düzenlemede gerçek değer ifadesinin ne olduğu ve hesaplanma yöntemi açıkça belirtilmemiştir.<sup>72</sup>

---

<sup>68</sup> Aker, s.74-75; Tatlı, s.173 vd.

<sup>69</sup> Tatlı, s.180; Eren, s.101; Daloğlu, s.130.

<sup>70</sup> Tatlı, s.181; Eren, s.16; Aydın, s.39.

<sup>71</sup> Ayrılma akçesi, TTK'da şirket birleşmeleri, anonim şirketin haklı nedenle feshi, limited şirketlerde ortağın şirketten ayrılması, hakim şirketin hakimiyetini kötüye kullanması, limited şirketin haklı nedenle feshi olarak beş farklı yerde düzenlenmiş olup burada ayrılma akçesi ile bahsedilen limited şirket ortağının çıkma hakkını kullanmasında ödenecek olan ayrılma akçesidir. Eren, s.107.

<sup>72</sup> Tatlı, s.181-182; Eren, s.117; Aydın s.40.

Şirket sözleşmesinde düzenlenmiş olan çıkma hakkının kullanılması durumunda, şirket sözleşmesinde ayrılma akçesinin nasıl ödeneceğine ilişkin de düzenleme yapılmış olabilir.<sup>73</sup> Bu durumda ayrılma akçesinin ödenmesinde söz konusu düzenlemelere riayet edilir. Ancak şirket sözleşmesinde var olan düzenlemeler uyarınca yapılan hesaplama sonucunda ortaya bir orantısızlık çıkması halinde ilgililere payın değerinin tespiti için mahkemeye başvurma hakkı tanınmıştır.<sup>74</sup>

TTK m.642 hükmü, ayrılma akçesinin muaccel hale gelebilmesi için bazı şartların var olmasını da aramıştır. Şirketin kullanılabilir bir özkaynak üzerinde tasarruf etmesi, ayrılan kişinin esas sermaye paylarının devredilebilmesi, esas sermayenin ilgili hükümlere göre azaltılması şartlarından birinin varlığı halinde, ayrılma akçesi muaccel olacak ve ortaklıktan talep edilebilir hale gelecektir. Ancak söz konusu üç koşuldan birinin var olmadığı senaryolarda, ortağın ayrılma akçesi doğmuş olacağına da henüz ayrılma akçesi alacağı muaccel olmayacaktır. Bu durumda; ayrılma akçesi, TTK m.642 hükmünde sayılan haller var gerçekleştiğinde muaccel hale gelecektir.<sup>75</sup>

SerPK’da düzenlenen ayrılma hakkı sonucunda pay sahibinin ayrılma hakkı bedelinin ödenmesinde limited ortaklıklardaki çıkma hakkında olduğu gibi şirketin, kullanılabilir bir öz kaynak üzerinde tasarruf etmesi, ayrılan kişinin esas sermaye paylarının devredilebilmesi ya da esas sermayenin ilgili hükümlere göre azaltılması gibi şartlar yer almamaktadır. SerPK’ya göre ortaklıktan ayrılan ortağın ayrılma hakkı bedeli, ortaklığın bu üç şarttan birini sağlayıp sağlamadığı aranmaksızın hak sahiplerinin paylarını aracı kuruma teslim ettiği günü takip eden iş günü içerisinde ödenir.

### **2.5.3. Zorunlu Pay Alım Teklifi**

Zorunlu pay alım teklifi, SerPK m.26’da düzenlenmiş olup madde hükmüne göre; halka açık ortaklıkta, ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan payların veya ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan oy haklarının iktisabı halinde; bu iktisabı sağlayan ortakların, diğer

<sup>73</sup> Tatlı, s.184; Taşdelen, s.203-204; Aydın, s.29; Eren, s.112-113; Daloğlu, s. 145.

<sup>74</sup> Eren, s. 115.

<sup>75</sup> Eren, s.171-172; Tatlı, s.187; Daloğlu, s.148, Aydın, s.42.



ortakların paylarını satın almak üzere teklifte bulunması gerekmektedir. Söz konusu iktisabı sağlayan ortakların, diğer ortakların payını satın almak üzere teklifte bulunması bir zorunluluk olarak kanunda belirtilmiştir.

Zorunlu pay alım teklifi düzenlemesi, pay sahiplerine, halka açık ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesi dolayısıyla yeni kontrol sahibine güven duyulmaması veya bu değişiklik nedeniyle sahip oldukları payların düşük bedelden satılması ihtimaline karşı, paylarını kontrolü ele geçirenlere satma imkanı vermektedir.<sup>76</sup>

Pay alım teklifi, pay alım teklifinde bulunacak olanın ayrı ayrı işlemler yapmadan, tek bir çağrıyla ve tek tip şartlarla birden fazla pay sahibinden payları satın alma yöntemi olarak tanımlanabilir.<sup>77</sup> Zorunlu pay alım teklifi, SerPK m.26'da düzenlenmiş olmakla birlikte, kanundan aldığı yetkiye dayanılarak SPK tarafından çıkartılan Pay Alım Teklifi Tebliği (II. 26.1) ile pay alım teklifine ilişkin usul ve esaslar düzenlenmiştir. Yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak değerlendirilecek haller, SerPK m.26/II'de açıklanmıştır. Buna göre; “ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket edilen kişilerle beraber doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması”, “yönetim kurulu üyesi sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkı veren imtiyazlı paylara sahip olunması” yönetim kontrolünün elde edildiğini göstermektedir. Zorunlu pay alım teklifine neden olan husus, ortaklığın yönetim kontrolünün el değiştirmesidir. Düzenlemeye göre, ortaklığın yönetim kontrolünün sağlanması için iki durumdan biri aranır: Ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına sahip olmak veya yüzde ellilik orana bağlı kalmaksızın, yönetim kurulunda hakimiyet hakkı sağlayan imtiyazlı paylara sahip olmak.<sup>78</sup>

SerPK m.26/III, pay sahipliğinde bir değişiklik olmasa dahi, bir kısım ortakların kendi aralarında yapacakları özel anlaşmalarla yönetim kontrolünü ele geçirmeleri halinde de pay alım teklifi zorunluluğunun ortaya çıktığını belirtmektedir.<sup>79</sup> Burada her ne kadar,

---

<sup>76</sup> Kaya, s.38.

<sup>77</sup> Manavgat, s.355.

<sup>78</sup> Manavgat s.356; Günal/Okat, s.186.

<sup>79</sup> Manavgat s. 357.

26/I'de belirtildiği şekilde pay iktisabı olmasa dahi, birtakım özel anlaşmalarla da yönetim kontrolünün belirli ortak ya da ortaklara kalacağı düşünülerek, diğer pay sahiplerinin hak kaybı yaşaması ihtimali öngörülmüştür.

Pay alım teklifinin temelinde yatan kavram, “yönetim kontrolü” kavramıdır. Diğer bir deyişle, halka açık ortaklıkta zorunlu pay alım teklifini doğuran sebep ortaklığın yönetim kontrolünün değiştirilmesidir.<sup>80</sup> Zorunlu pay alım teklifi ile ayrılma hakkı arasındaki ilk farkın kurumların düzenleniş amaçları olduğu söylenebilir. Zorunlu pay alım teklifinde, kontrol değişikliğine sebep olan işlemin azınlık pay sahiplerinin çıkarları da gözetilerek gerçekleştirilmesi; diğer bir deyişle, işlem menfaati ile pay sahibi arasındaki dengenin sağlanması amaçlanmaktadır. Ayrılma hakkında ise, halka açık ortaklığın aldığı önemli nitelikteki kararlara karşı pay sahibinin korunması ve söz konusu önemli nitelikteki işlemlerin pay sahiplerinden yöneltilebilecek talepler dolayısıyla sürüncemeden uzak şekilde gerçekleştirilmesi, sonuç olarak da halka açık ortaklığın da menfaatinin korunmasını içeren çok yönlü bir amaca hizmet etmektedir.<sup>81</sup>

Yönetim kontrolünün ele alındığının kabul edilmesi için belirlenmiş olan oran emredici olduğundan, ortaklığın esas sözleşmesi ile bu oranın yükseltilmesi ya da pay alım teklifine ilişkin zorunluluğun ortadan kaldırılması mümkün değildir.<sup>82</sup> Öte yandan, oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına sahip olunup olunmadığına bakılmaksızın, yönetim kurulu üye salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması da yönetim kontrolünün ele geçirildiği durumlar arasındadır (SerPK m.26/2).<sup>83</sup> Dolayısıyla bu durumların varlığı halinde de zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğü doğar.

Bunların yanı sıra, ortaklığın pay sahipliğinde herhangi bir değişiklik olup olmadığına bakılmaksızın; ortakların aralarında yapacağı özel anlaşmalarla yönetim kontrolü ele geçirildiğinde de SerPK m.26/3 ve Pay Alım Teklifi Tebliği m.11/2 de zikredildiği üzere

---

<sup>80</sup> Ozan Oran, ‘Halka Açık Anonim Şirketlerde Zorunlu Pay Alım Teklifi’ (2017) 16(2) İstanbul Kültür Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 409,s.413.

<sup>81</sup> Kaya, s.41.

<sup>82</sup> Oran, s.6; Umut Kolcuoğlu, Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı (1. Baskı Vedat Kitapçılık 2009), s. 51.

<sup>83</sup> Adıgüzel, Sermaye, s.95; Oran, s.415.

pay alım teklifi yükümlülüğü doğacaktır. Eklemek gerekir ki, SerPK m.26/4-5 hükümlerinde SPK'ya belirli durumlarda pay alım teklifi zorunluluğu getirme yetkisi tanınmıştır. Bu düzenleme dolayısıyla SPK, SerPK m. 26/4-5 hükümlerinde betimlenen durumların varlığı halinde alacağı bir kararla yönetim kuruluna sahip olan ortaklara zorunlu pay alım yükümlülüğü getirebilecektir.<sup>84</sup>

Pay Alım Teklifi Tebliği'nin 14. maddesinde pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunun doğmadığı haller düzenlenmiş olup, söz konusu durumlarda yönetim kontrolünün ele geçirilmediği kabul edilmemektedir. Maddede düzenlenen durumlarda, yine yönetim kontrolünün ele geçirilmesi söz konusudur ancak bu hallerde pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu ortaya çıkmaz. İlgili maddede belirtilen durumlar, şekil olarak kontrol değişikliğinin sağlandığı ancak azınlık pay sahiplerinin söz konusu kontrol değişikliğinden menfaatlerinin zarar görmeyeceğinin varsayıldığı durumlardır.<sup>85</sup> Pay Alım Teklifi Tebliği'nin 14. maddesinde yer alan sınırlı nitelikte sayılmış durumların varlığı halinde, SPK'nın pay alım teklifinin doğmadığına ilişkin ayrıca bir karar vermesi aranmaz.<sup>86</sup> Düzenlemede belirtilen hallerde, hukuken düzenlenmiş bir başka yolla azınlık pay sahibinin haklarının korunduğu dolayısıyla ikincil bir koruma mekanizmasına ihtiyaç olmadığından yola çıkıldığı söylenebilir. Ayrılma hakkı müessesesinde de ayrılma hakkının doğmadığı hallerle ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. Ancak ayrılma hakkı doğurmayan haller daha çok ortaklıkların işlem maliyetini düşürmek ve ortaklığın devamını sağlamak adına gerçekleştirmek durumunda kaldığı işlemlere ilişkindir.

Pay Alım Teklifi Tebliği'nde, pay alım teklifinin doğmadığı hallerin yanı sıra, zorunlu pay alım teklifinden muafiyet hallerine ilişkin de düzenleme yapılmıştır. Zorunlu pay alım teklifinden muafiyet hallerinde, somut durumda pay alım teklifinde bulunma zorunluluğuna ilişkin koşullar yine oluşmakla birlikte, ancak azınlık pay sahiplerinin menfaatlerinden öncelikli olarak korunması gereken menfaatler olduğu düşünülerek; pay alım teklifinde bulunma zorunluluğuna muafiyet getirilmektedir.<sup>87</sup> Muafiyet hallerine bakıldığında; halka açık anonim ortaklığın finansal yapısının güçlendirilmesi, uygulama

---

<sup>84</sup> Oran, s.425.

<sup>85</sup> Manavgat, s.368.

<sup>86</sup> Oran, s.18.

<sup>87</sup> Manavgat, s. 371.

güçlüklerinin önüne geçilmesi, kamu menfaati gibi gerekçelerin söz konusu olduğu söylenebilir. Bu açıdan ayrılma hakkı düzenlemesindeki muafiyet hallerinin<sup>88</sup> de bu ve benzeri gerekçelere sahip olduğu görülebilmektedir.

Ayrılma hakkına ilişkin ikincil düzenleme niteliğindeki Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Tebliği'nden önce aynı konuyu düzenleyen mülga II.23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Tebliği'nin 11. maddesinde, ayrılma hakkı yerine zorunlu pay alım teklifi yapılmasının gerekli olduğu haller düzenlenmişti. Önceki tebliğ uyarınca, tebliğin 11. maddesinde yer alan durumlarda zorunlu pay alım teklifi yapılarak; azınlık pay sahibinin ortaklıktan ayrılması sağlanarak ayrılma hakkı kullandırılmasının maliyeti ortaklık üzerinden alınmaktaydı.<sup>89</sup> Ayrılma hakkına ilişkin tebliğde yapılan yeniliklerle, önemli nitelikteki işlemler dolayısıyla zorunlu pay alım teklifi yapılması gerekliliğine ilişkin düzenleme kaldırılmış<sup>90</sup> olup bunun yerine, ayrılma hakkını kullanan ortakların paylarının; diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesine ilişkin düzenleme yapılmıştır.

Pay Alım Teklifi Tebliği'nin 18. maddesinde sayılan hallerde; pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğü olanların SPK'ya yapacağı başvuru sonrasında SPK, yükümlülere pay alım teklifinde bulunma zorunluluğundan muafiyet tanıyabilir (Pay Alım Teklifi Tebliği m.18/1). SPK, muafiyet kararını ancak yükümlünün başvurusu üzerine verebilecek olup pay alım teklifinde bulunma yükümlüsü olanların, zorunluluğun doğmasını izleyen altı iş günü içerisinde muafiyet verilmesi talepleri ile SPK'ya başvurması gerekmektedir.<sup>91</sup> Ayrılma hakkının kullandırılmasından muafiyet tanınması için de SPK'ya başvuru gerekmezse de burada, SPK'ya başvurusu süresi önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararını izleyen on iş günüdür. Başvuru süresinin zorunlu pay alım teklifinde, ayrılma hakkındaki süreye nazaran daha kısa olduğu söylenebilir.

---

<sup>88</sup> Bkz Aşağıda Bölüm 3, 3.5

<sup>89</sup> Manavgat, s. 374.

<sup>90</sup> Tebliğ ile bu konuda yeni bir düzenleme getirilene kadar önemli nitelikteki işlemler dolayısıyla zorunlu pay alım teklifinin söz konusu olmadığı yönünden bkz. Adıgüzel, s. 94.

<sup>91</sup> Oran, s.25; Manavgat, s.274; Adıgüzel, Sermaye, s.97.

Zorunlu pay alım teklifi düzenlemesinde, pay sahibinin korunması en temel nedenlerden olduğundan pay sahibinin ortaklıktan ayrılmasının adil bir şekilde gerçekleşmesinin önemli olması dolayısıyla teklif fiyatı belirleyici bir etkidir.<sup>92</sup> Yükümlülüklerin, payları hangi fiyat üzerinden devralacağı hususunda Pay Alım Teklifi Tebliği'nde birtakım ihtimallere göre detaylı düzenlemeler yapılmıştır.

Payları borsada işlem gören ortaklık bakımından zorunlu teklif fiyatı, yönetim kontrolünün elde edilmesine yönelik anlaşmanın kamuya açıklanma tarihinden önceki altı aylık dönem içerisinde oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalaması ve pay alım teklifi yükümlüsü ile pay alım teklifi yükümlüsünün birlikte hareket ettiği kişilerin teklif öncesi altı aylık süre içinde aynı grup paylara ödemiş olduğu en yüksek fiyattan düşük olamayacaktır.<sup>93</sup>

Yönetim kontrolünde dolaylı bir değişiklik olduğu hallerde, fiyatın belirlenmesine dayanak olacak üç gösterge öngörülmüştür. Bir tanesi, değerlendirme raporunda belirlenecek fiyat; ikincisi, yönetim kontrolünü elde edenlerin veya bunların birlikte hareket ettiği kişilerin yönetim kontrolünün ele geçirilmesine sebep olan anlaşmanın kamuya açıklanma tarihinden önceki altı aylık sürede halka açık anonim ortaklık payı alımı yapmışlarsa bu alım sırasında ödedikleri fiyat; sonuncusu ise payları borsada işlem gören ortaklıklar için yönetim kontrolünde değişikliğe yol açan anlaşmanın kamu açıklanma tarihinden önceki altı aylık süre içinde günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalamasıdır (Pay Alım Teklifi Tebliği m.15). Teklif fiyatı, belirtilen bu üç göstergenin en yüksek olanından düşük olamayacaktır. Burada düzenleme ile bir alt sınır belirlenmiş olup teklif sahibinin kendi iradesiyle bu sınırın üzerinde bir fiyat belirlenmesinde bir engel bulunmamaktadır.<sup>94</sup>

Zorunlu pay alım teklifi sürecinin aracı kurum vasıtasıyla yürütülmesi gerektiği, Pay Alım Teklifi Tebliği'nin 9. maddesinde belirtilmiştir. Pay alım teklifine fiili olarak SPK onayının ardından en çok altı iş günü içerisinde başlanmalı ve teklif süresi on iş gününden az yirmi iş gününden fazla olmamalıdır. Satın alınan pay bedellerinin de en geç satışı

---

<sup>92</sup> Manavgat, s.378.

<sup>93</sup> Manavgat, s. 378 vd.

<sup>94</sup> Manavgat, s.379 vd.

takip eden gün içinde ödenmesi gerekmektedir.<sup>95</sup> Ayrılma hakkında da hakkın kullandırılmasına genel kurul tarihinden itibaren en çok altı iş günü içerisinde başlanması gerektiği ve kullanım süresinin de on iş gününden az, yirmi iş gününden fazla olamayacağı belirtilmiştir. Bu halde, iki kurumun hakkın kullandırılması usulü yönünden paralel düzenlemelere sahip olduğunu söylemek yanlış olmaz. Zorunlu pay alım teklifi müessesesi, hakkın aracı kurum vasıtasıyla kullandırılması ve pay bedellerinin en geç satışı takip eden gün içerisinde ödenmesi düzenlemeleriyle de ayrılma hakkına benzemektedir.

Zorunlu pay alım teklifi de ayrılma hakkı da, ortaklığın pay sahibine, kendi paylarının devralınmasını zorlama hakkı sunmaktaysa da zorunlu pay alım teklifinde satın alma işlemi kontrolü ele geçiren pay sahibi tarafından; ayrılma hakkında ise, satın alma işlemi ortaklığın kendisi tarafından gerçekleştirilmektedir.<sup>96</sup> Ancak ayrılma hakkında, yönetim kurulu tarafından payların diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesi ve diğer pay sahipleri veya yatırımcıların satın alma talebinde bulunması halinde, satın alma bu taraflarca gerçekleştirilecektir.

#### **2.5.4. Satma Hakkı**

SerPK m.27/2’de düzenlenen satma hakkı uyarınca, pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dahil olmak üzere herhangi bir şekilde sahip olunan payların ortaklığın oy haklarının SPK tarafından belirlenen orana ulaşması halinde, azınlıkta kalan pay sahiplerinin satma hakkı doğar. SerPK m.27/1’de belirtilen durumların varlığı halinde, azınlıkta kalan pay sahipleri SPK tarafından belirlenen süre içerisinde, oy hakları SPK tarafından belirlenen orana ulaşmış pay sahipleri ve bu pay sahipleri ile birlikte hareket edenler tarafından satın alınmasını talep edebilirler. İlgili maddede, satma hakkına ilişkin usul ve esasların SPK tarafından belirleneceği de düzenlenmiş olup bu doğrultuda SPK tarafından II-27.3 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği çıkarılmıştır.

---

<sup>95</sup> Günal/Okat, s. 189.

<sup>96</sup> Kaya, s. 40.

Satma hakkının talep edilebilmesi için ulaşılması gereken oran, Ortaklıktan ıkarma ve Satma Hakları Tebliği'nin 4. maddesinde %98 olarak belirtilmiş olup bu oranın tespiti için hakim ortağın doğrudan ve dolaylı paylarının dikkate alınacağı ve oy hakkında imtiyazların dikkate alınmayacağı düzenlenmiştir.<sup>97</sup>

Satma hakkının kullanımına ilişkin usul de aynı tebliğin 5. maddesinde detaylı olarak düzenlenmiştir. Buna göre, öncelikle hakim ortağın oy hakkının ilgili tebliğe belirtilen orana ulaşması veya bu orandayken ek pay alması halinde, SPK'nın özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklama yapılır. Söz konusu özel durum açıklamasını takiben en geç bir ay içinde, halka açık anonim ortaklık tarafından pay değerlerinin tespitine ilişkin bir değerleme raporu hazırlanır ve hazırlanan bu raporun zeti de kamuya açıklanmalıdır. Halka açık anonim ortaklık tarafından hazırlanan değerleme raporu özetinin kamuya açıklanmasını takiben iki ay içerisinde satma hakkını kullanmak isteyen ortaklar satma hakkını kullanmak istediklerine ilişkin taleplerini ortaklığa iletmelidir. Tebliğe belirtilen iki aylık başvuru süresi hak düşürücü olarak düzenlenmiş olup satma hakkını kullanmak isteyen ortağın başvurusunu yazılı olarak yapması gerekmektedir. Ortağın satma hakkını kullanma talebinin, ortaklık tarafından en geç iki iş günü içerisinde hakim ortağa bildirilmesi gerekmektedir. Satma hakkı talebinin hakim ortağa ulaşmasının ardından en geç iki iş günü içinde satma hakkına konu pay bedelleri ortaklığın hesabına yatırılmalıdır. Hakim ortağın satma hakkına konu pay bedellerini ortaklığın hesabına yatırmasının ardından ise, bunu takip eden iş günü içerisinde, payların bedelleri ortaklık tarafından satma hakkını kullanan pay sahibine ödenir (Ortaklıktan ıkarma ve Satma Hakları Tebliği m.5). Tebliğ, satma hakkının aracı kurum vasıtası ile de kullandırılabilceğini düzenlemiştir.<sup>98</sup>

Tebliğin 5/5 maddesinde satma hakkının, bu hakkı kullanan pay sahibinin tüm payları için kullanılması gerektiğini düzenlemiştir. Ayrılma hakkı da pay sahibinin tüm payları yönünden kullanılabilir. Öte yandan, iki aylık satma hakkı kullanım süresinin sona ermesine kadar, hakim ortağın bu konumunu yitirmesi halinde dahi hakkın kullandırılmasına devam edilmesi gerekmektedir. Satma hakkının kullanım süresinin

---

<sup>97</sup> Adıgüzel, Sermaye, s.99; Günal/Okat, s. 190 vd.

<sup>98</sup> Günal/Okat, s. 191; Adıgüzel, Sermaye, s.99 vd.

sona ermesine kadar, hakim ortak satma hakkının kullanılması dolayısıyla alınan paylar hariç ek pay alımında bulunamayacaktır.<sup>99</sup>

Satma Hakkı kullanım bedelinin tam ve nakden ödenmesi gerektiği de Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakkı Tebliği'nin 6. maddesinin 1. fıkrasında belirtilmiştir. Satma hakkının kullanımı sonucunda hakkı kullanan ortağa ödenecek bedel için payları borsada işlem gören ve payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar açısından ayrıma gidilmiş ve payları borsada işlem gören ortaklıklar için de pazar ayrımı yapılmıştır.<sup>100</sup> Payları yıldız pazarda işlem gören halka açık anonim ortaklıklarda, satma hakkının kamuya açıklanma tarihinden önceki bir aylık<sup>101</sup> dönem içinde borsada oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatının aritmetik ortalaması ve her bir pay grubu için hazırlanan değerlendirme raporunda belirlenen değerler dikkate alınır. Payları yıldız Pazar dışında işlem gören ortaklıklar için ise, satma hakkının kamuya açıklanma tarihinden önceki son altı aylık dönem içerisinde borsada oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatının aritmetik ortalaması ile ve her bir pay grubu için hazırlanan değerlendirme raporunda belirlenen değerler dikkate alınacaktır. Bunlarla birlikte, hakim ortağın bu konumu kazanması ile eş zamanlı olarak yönetim kontrolü değişikliği de söz konusu olursa bu halde pay alım teklifi düzenlemeleri uyarınca hesaplanacak zorunlu pay alım teklifi fiyatından yüksek olanı dikkate alınacaktır.<sup>102</sup>

Payları borsada işlem göremeyen ortaklıklar için ise, hazırlanan değerlendirme raporunda tespit edilen rakam ve hakim ortağın bu konumu kazanması ile eş zamanlı olarak yönetim kontrolü değişikliği de söz konusu olursa bu halde pay alım teklifi düzenlemeleri uyarınca hesaplanacak zorunlu pay alım teklifi fiyatından yüksek olan değer dikkate alınacaktır (Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği m.6/2-b-2). Belirtilen sürelerin hesaplanmasında SerPK'nın 107. Maddesinde sayılan fiiller dolayısıyla SerPK'nın 101. ya da 107. Maddeleri kapsamında işlem yapılmasına ilişkin karar alınması ya da ekonomiyi veya sektörü etkileyen olağandışı gelişmelerin varlığının kabulüne ilişkin

---

<sup>99</sup> Manavgat, s.88; Adıgüzel, Sermaye, s.100.

<sup>100</sup> Adıgüzel, Sermaye, s.101, Vuraloğlu, Değerlendirme, s.194.

<sup>101</sup> Uygulama Rehberi'nin 6. Maddesinde söz konusu hükmün uygulanmasında bir ayın otuz gün alınacağı belirtilmiştir.

<sup>102</sup> Günel/Okat, s. 192.



karar alınması halinde, bu dönemler dikkate alınmayacaktır. Bu dönemler için geçen süreler, hesaplama esas alınan dönemin başına eklenir.

Satma hakkı bedelinin tam ve nakden ödenmesi ile bedelin belirlenmesinde payları borsada işlem gören ortaklıklar ve borsada işlem görmeyen ortaklıklar olarak ayırım yapılmasının yanı sıra piyasa ayırımının da göz önünde bulundurulması yönleri ile satma hakkı ve ayrılma hakkının benzer olduğunu söyleyebiliriz.

Satma hakkında, satın alma zorunluluğunun doğduğu taraf hakim ortaktır. Ayrılma hakkında ise payları satın almakla yükümlü olan ortaklığın kendisidir. Bunun dışında, iki kurumda da karşı taraf açısından payları satın alma yükümlülüğü doğmaktadır. Son olarak, ayrılma hakkında prensip olarak önemli nitelikteki işlemlere muhalif olunması aranırken; satma hakkında ise, belirleyici olan kontrol değişikliğidir.<sup>103</sup>

#### **2.5.5 TTK M.202/2 Uyarınca Pay Sahibinin Paylarını Satma Hakkı**

TTK m. 202/2 uyarınca payların satın alınmasını istemden bahsedebilmek için öncelikle, şirketler topluluğundan bahsetmek gerekir. TTK'nın 195. Maddesinde detaylı bir şekilde hakim şirket ve bağlı şirket tanımlamaları yapılmış olup aynı maddenin dördüncü fıkrasında "Hakim şirkete doğrudan veya dolaylı olarak bağlı bulunan şirketlerin onunla birlikte şirketler topluluğunu oluşturur." Denmek suretiyle şirketler topluluğunun tanımı ortaya konmuştur. Ticaret Sicil Yönetmeliği'nin 105. maddesinde ise şirketler topluluğunun bir ticaret şirketi ile buna doğrudan veya dolaylı olarak bağlı bulunan en az iki ticaret şirketinden meydana geldiği açıklanmıştır. Bu durumda bir şirketler topluluğunun biri ana diğerleri de yavru şirket olmak üzere en az üç ticaret şirketinden oluşacağını söyleyebiliriz.

TTK m.202/2 düzenlemesi ile SerPK m.24 düzenlemesi arasındaki ilk fark olarak, TTK m.202/2 uyarınca paylarını satma hakkının kullanılabilmesi için ortada bir şirketler topluluğunun bulunması gerektiği söylenebilir. Zira TTK m.202/2 düzenlemesi ilk olarak 6102 sayılı TTK'da Şirketler Topluluğu başlığı altındaki düzenlemelerdendir. SerPK

---

<sup>103</sup> Kaya, s. 36.

m.24 uyarınca ayrılma hakkının kullanılabilmesi için ise, öncelikle ortaklığın halka açık bir ortaklık olması gerekmektedir. TTK m.202/2 hükmü, şirketler topluluğuna özgü bir hüküm olduğundan uygulama alanı sınırlı olsa da düzenleme halka açık anonim ortaklıklar yönünden de uygulanabilmektedir.<sup>104</sup> Öte yandan, SerPK m.24 uyarınca ayrılma hakkının kullanılabilmesi durumunda, ortaklıktan çıkmak için TTK m.202/2 uyarınca dava açılmasına gerek kalmayacaktır.<sup>105</sup> Her ne kadar, ayrılma hakkının kullanılabilir olması TTK m.202/2 uyarınca payların satın alınması talepli davanın açılmasına bir engel teşkil etmeyecekse de ayrılma hakkının kullanılması için dava yoluna başvurulması gerekmediğinden SerPK m.24 uyarınca şartların olduğu durumlarda pay sahibinin ayrılma hakkını kullanmayı tercih etmesinin daha hızlı bir sonuç üreteceğini düşünmekteyim.

TTK m.202/2'ye göre, hakimiyetin 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 geçiren veya yönetim kurulunun bu ve benzeri konulardaki kararlarına yazılı olarak itiraz eden pay sahiplerinin, paylarının satın alınmasını isteme hakkı bulunmaktadır.<sup>106</sup> Bu düzenleme, bağlı ortaklık pay sahibine ortaklıktan çıkış hakkı vermektedir.<sup>107</sup>

TTK m.202/2 hükmü ile SerPK m.24 arasında yer alan bir diğer benzerlik, genel kurulun aldığı birtakım kararlar sonucunda pay sahibine ortaklıktan çıkma imkanı verilmiş olmasıdır.<sup>108</sup> SerPK m.24'te de TTK m.202/2 hükmünde olduğu gibi ortaklığın aldığı birtakım kararlara ilişkin olarak kararın alınacağı genel kurul toplantısına katılarak olumsuz oyunu muhalefet şerhi ile tutanağa geçirilmesi halinde pay sahibi ayrılma hakkını kullanarak ortaklıktan çıkabilmektedir. Burada, SerPK m.24'ten farklı olarak

---

<sup>104</sup> Salih Önder Yeşiltepe, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakkı(2. Baskı Seçkin Yayınları 2015), s. 152; Ali Paslı/Hasan Onur Akay, 'Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkını Kullanan Pay Sahibinin Şirketler Topluluğu Düzenlemelerinden Yararlanma Olanağı (TTK m.202/2 ve SerPK m.24 Hükümlerinin Karşılıklı Uygulama Alanı)' (2019) 77(1) İstanbul Hukuk Mecmuası 49, s.53.

<sup>105</sup> Yeşiltepe, s.152.

<sup>106</sup> Gül Okutan Nilsson, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Şirketler Topluluğu Hukuku (1. Baskı On İki Levha yayıncılık 2009), s.389; Yeşiltepe, s.150; Kaya, s.62; İrfan Akın, Şirketler Topluluğu Sorumluluk Hukuku (1. Baskı, Seçkin Yayıncılık 2014), s. 396.

<sup>107</sup> Nilsson, s.409; Yeşiltepe, s.152.

<sup>108</sup> Paslı/Akay, s.52.

ortaklıktan çıkma hakkının kullanılabilmesi için kararın yönetim kurulu kararı ile alınması durumunda da söz konusu yönetim kurulu kararına yazılı itiraz edilmesi durumunda da çıkış imkanı doğmaktadır.

Hükümler arasındaki bir diğer benzerlik ise, hakkı doğuracak işlemler arasındadır. TTK m.202/2 düzenlemesinde yer alan işlemlere bakıldığında, bunların ortaklığın türüne, iktisadi durumuna, sermayesine ve ortaklığın varlığına etki eden işlemler olduğu görülmektedir.<sup>109</sup> SerPK m.24 düzenlemesinde de birleşme, bölünme, tür değiştirme gibi işlemler örnek olarak önemli nitelikteki işlem olarak sayılmıştır. Ancak TTK m.202/2 hükmünde sayılan işlemlerin, payların satın alınması talepli dava açma hakkını doğurması için söz konusu kararın hakimiyetin uygulanması ile alınması gerekmektedir. İki düzenleme açısından da söylemek gerekir ki, pay sahibine çıkış hakkı tanıyan işlemler bazı noktalarda benzerlik göstermekteyse de söz konusu işlemler özdeş değildir.<sup>110</sup>

TTK m.202/2 hükmünden yola çıkıldığında pay sahibinin paylarının satın alınmasını talep edebilmesi için, öncelikle hakimiyetin uygulanması<sup>111</sup> ile birleşme, bölünme, tür değiştirme, fesih, menkul kıymet çıkarılması ve önemli esas sözleşme değişikliği gibi işlemlere ilişkin bir karar alınması, bu kararın bağlı şirket açısından haklı bir sebebinin bulunmaması, işlem bir genel kurul kararı ile alınıyorsa kararın alınacağı genel kurul toplantısına katılarak red oyu kullanması ve oyunu tutanağa geçirtmesi, işlem yönetim kurulu kararı ile gerçekleştiriliyorsa söz konusu yönetim kurulu kararına karşı yazılı itirazda bulunulmuş olması gerekmektedir.<sup>112</sup> Tüm bu şartların var olduğu durumda, pay sahibi, paylarının hakim teşebbüs tarafından satın alınması talepleri ile mahkemeye başvurabilecektir.<sup>113</sup>

SerPK m.24 uyarınca ayrılma hakkı dava yoluyla kullanılan bir hak değildir. Ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahibinin ortaklığa başvurması yeterlidir. TTK m.202/2

---

<sup>109</sup> Nilsson, s.299; Kaya, s.63; Akın. s.287; Göktürk. s.399.

<sup>110</sup> Paşlı/Akay, s.53.

<sup>111</sup> Hakimiyetin uygulanmasına ilişkin detaylı açıklamalar için bkz. Nilsson, s.393.

<sup>112</sup> Nilsson, s.39; Ersin Çamoğlu, 'Şirketler Topluluğunda Hakimiyetin Kötüye Kullanılmasından Doğan Sorumluluk Davaları' (2013) 12(2) Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 19, s.29; Göktürk, s.405.

<sup>113</sup> Nilsson, s. 392.

uyarınca pay sahibinin paylarını hakim teşebbüse satarak ortaklıktan çıkması için ise dava yoluna başvurusu aranmıştır.

TTK m.202/2 uyarınca payların satın alınması talepleri ile dava açma hakkı yalnızca bağlı ortaklık pay sahiplerine tanınmış olup söz konusu payları satın almakla sorumlu olan ise hakim teşebbüs olarak belirtilmiştir.<sup>114</sup>

SerPK m.24 uyarınca pay sahibine tanınan hak ile TTK m.202/2 uyarınca pay sahibine tanınan hak arasındaki bir diğer fark da hakkın ileri sürüldüğü muhatap yönündendir. SerPK m.24 uyarınca ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin paylarını satın almakla yükümlü olan taraf, önemli nitelikteki işlemi gerçekleştirecek olan ortaklıktır. Ortaklığın, söz konusu payları satın almadan önce diğer pay sahipleri ya da yatırımcılara önerme imkanı da bulunmaktadır. TTK m.202/2 uyarınca payları satın almakla yükümlü olan ise hakim teşebbüstür. Bir diğer deyişle, TTK m.202/2 uyarınca payların satın alınması talebi hakim ortaklığa yöneltilir.<sup>115</sup>

Payların satın alınması talepli davayı açma hakkının yalnızca bağlı ortaklık pay sahiplerine tanınması gerektiğini belirtmiştik. Bu pay sahipliği sıfatının ise, payların satın alınmasını talep hakkı doğuracak işleme dair alınacak kararın genel kurulun yetki alanında olması halinde gerçekleştirilecek genel kurul tarihinde mevcut olması; işlemin yönetim kuruluna tanınan yetki dolayısıyla yönetim kurulu kararı ile alınacak olması halinde ise yönetim kurulu karar tarihinde mevcut olması gerekmektedir.<sup>116</sup> Pek tabii, payların satın alınması talepli davanın açılabilmesi için tek başına bağlı ortaklıkta pay sahibi olmak yeterli olmayıp, işlem genel kurul kararına dayanıyor ise pay sahibinin bu genel kurula katılarak işleme dair red oyu kullanması ve bunu tutanağa geçirmesi; işlem yönetim kurulu kararına dayanıyor ise yönetim kurulu kararına yazılı olarak itiraz etmiş olması gerekmektedir.<sup>117</sup>

---

<sup>114</sup> Nilsson, s.389; Yeşiltepe, s.151; Çamoğlu, s.29; Göktürk, s.411.

<sup>115</sup> Paşlı/Akay, s. 53.

<sup>116</sup> Nilsson, s.393; Akın, s.297.

<sup>117</sup> Nilsson, s.393; Kaya, s.65; Akın, s.298.

TTK m.202/2 hükmünde yer alan düzenleme uyarınca payların satın alınması talepli açılacak davada, pay sahibinin ortaklığın aldığı karardan ötürü zarara uğradığını ya da kararın uygulanması durumunda zarara maruz kalacağını ispatlamasına gerek bulunmamaktadır.<sup>118</sup>

Buradan anlaşıldığı üzere, genel kurul toplantısına katılmayan veya toplantıya katılıp da karara karşı çekimser tutum sergileyen pay sahiplerinin dava hakkı doğmamaktadır.<sup>119</sup> Ancak pay sahibi, kendi kusuru olmaksızın yanlış bilgilendirme dolayısıyla toplantıya katılamadığı ya da red oyu kullanmadığını ispat ederse dava açma hakkına sahip olacaktır.<sup>120</sup> İşlemin yönetim kurulu kararı ile gerçekleştiriliyor olması halinde dikkat edilmesi gereken husus, pay sahibinin yönetim kurulu kararına hangi süre içerisinde yazılı olarak itiraz etmesi gerektiğidir. Kanunda, pay sahiplerinin yönetim kurulu kararlarına itiraz etmelerine ilişkin usule ve söz konusu itirazın süresine ise hükümde yer verilmemiştir. Bu durumda Okutan Nilsson, TTK m.460/5 hükmünde yer alan yönetim kurulunun aldığı sermaye artırımını ve buna bağlı kararlara karşı bir aylık süreyle iptal davası açılabileceğine ilişkin düzenlemedeki sürenin kıyasen TTK m.202/2’de yer alan yönetim kurulu kararına itiraz bakımından uygulanabileceğini belirtmiştir.<sup>121</sup> Akın ise böyle bir durumda, pay sahibinin yönetim kurulu kararına karşı itirazın dürüstlük kuralı çerçevesinde uygun bir sürede yapılması gerektiğini belirtmiştir.<sup>122</sup>

Davanın açılabilmesi için, işleme dair kararın uygulanmış olması şart olmayıp kararın alındığı ancak henüz uygulanmaya geçilmediği durumda da dava açılması mümkündür.<sup>123</sup>

Payların satın alınması talepli davanın açılabilmesi için, madde hükmünde sayılan işlemlere ilişkin olarak alınacak genel kurul ya da yönetim kurulu kararının bağlı ortaklık yönünden açıkça anlaşılabilir haklı sebebinin bulunmaması da aranmıştır.<sup>124</sup> Fakat, ne TTK m.202/2 düzenlemesinde ne de düzenlemenin gerekçesinde bu söz öbeğinin

---

<sup>118</sup> Nilsson, s.398; Akın, s.300; Göktürk, s.416.

<sup>119</sup> Nilsson s.395; Akın, s.298.

<sup>120</sup> Akın, s.298.

<sup>121</sup> Nilsson, s.397.

<sup>122</sup> Akın, s.299.

<sup>123</sup> Nilsson, s.315.

<sup>124</sup> Yeşiltepe, s. 151; Nilsson, s.297; Çamoğlu, s.28; Göktürk, s. 401.

tanımına yer verilmemiştir.<sup>125</sup> Okutan Nilsson'a göre, TTK m.202/2'de sözü geçen haklı sebebin tespit edilmesinde, söz konusu işlemin ortaklığa veya grup dışındaki pay sahiplerinin hak ve menfaatlerinin zarar görüp görmediği ve söz konusu işlemin neticesinde ortaklık ilişkisinin devamlılığının pay sahiplerinden beklenip beklenemeyeceği yönünden değerlendirilmesi gerektiğini savunmuştur. Yine, haklı sebebin bağlı şirket bakımından mevcut olup olmamasının arandığını bu kapsamda işlemin ortaklık yönünden menfaat sağlayıp sağlamayacağı veya ortaklığın yüz yüze geleceği zararları önleyebilip önleyemeyeceğinin değerlendirilmesi gerektiğini belirtmiştir.<sup>126</sup> Öte yandan Çamoğlu, açıkça anlaşılabilir haklı sebep bulunmamasından kastın karara konu işlemin bağlı ortaklığa herhangi bir yarar sağlamayacağı ve topluluk yönünden de söz konusu işlemin gerçekleştirilmesinde bir zorunluluk bulunmaması olduğunu açıklamıştır.<sup>127</sup> Akın, açıkça anlaşılabilir haklı sebebin bulunmamasının, karara konu işlemin objektif yönden ortaklığın içinde bulunduğu koşullara bakıldığında haklı bir sebebin var olmaması durumunu ifade ettiğini, dürüstlük kuralı çerçevesinde bağımsız bir ortaklığın hareket şeklinin, haklı sebebin var olup olmadığının değerlendirilmesinde temel alınacak önemli kriter olduğunu belirtmiştir.<sup>128</sup>

Pay sahibinin payların satın alınması talepli davayı açması halinde, ortaklıktan çıkış hakkı tanınmış olması dolayısıyla, hakim teşebbüsün pay sahibinin ortaklıktaki tüm paylarını satın alması gerekmektedir.<sup>129</sup> Bu durum, SerPK m.24 ile benzerlik göstermektedir. SerPK m.24 uyarınca ayrılma hakkını kullanan pay sahibi bu hakkı tüm payları yönünden kullanabilmektedir. İki düzenlemenin de pay sahibine ortaklıktan çıkış imkanı vermesi amacını taşıdığı düşünüldüğünde TTK m.202/2 uyarınca pay sahibinin paylarının tümünün hakim teşebbüs tarafından satın alınması gerekliliği, SerPK m.24 uyarınca da pay sahibinin ayrılma hakkını tüm payları yönünden kullanması gerekliliği makul görünmektedir.

TTK m.202/3 hükmü, payların satın alınması talepli davanın açılması halinde, mahkemenin payların satın alma değerini karşılayan tutarda değer davalı tarafından

---

<sup>125</sup> Nilsson, s.306.

<sup>126</sup> Ayrıntılı değerlendirme için bkz. Nilsson, s.310.

<sup>127</sup> Çamoğlu, s.28.

<sup>128</sup> Akın s.296.

<sup>129</sup> Nilsson, s.409; Akın, s.300.

yatırılmasına karar vereceğini düzenlemiştir. Söz konusu teminat, mahkemece resen hükmedilmekte olup teminat yatırılması için ayrıca bir talep aranmaz.<sup>130</sup> Davada, davalı sıfatı hakim teşebbüse ait olup teminatı yatırmakla yükümlü olan da hakim teşebbüstür.<sup>131</sup>

Payların satın alınmasını talepli davada pay değerinin belirlenmesine ilişkin olarak TTK m.202/2 hükmünde, borsa değerinin mevcut olması halinde payların en az borsa değeriyle; borsa değerinin bulunmadığı ya da borsa değerinin hakkaniyete uygun düşmediği durumlarda gerçek değerle veya genel kabul gören bir yöntemle göre belirlenecek bir değerle satın alınmasının talep edilebileceği belirtilmiştir.<sup>132</sup> Yine hükümde, değer belirlenmesinde mahkemenin kararına en yakın tarihteki verilen esas alınacağı da açıklanmıştır.<sup>133</sup>

Bu durumda, söz konusu bağlı ortaklığın borsada işlem gören bir ortaklık olması halinde bu değer esas alınacaktır. Ancak düzenleme, borsa değerinin hakkaniyete uygun düşmediği durumlarda borsa değeri mevcut olsa dahi bu değer yerine gerçek değer veya genel kabul gören bir yöntemle göre pay değerinin belirlenmesinin talep edileceğini söylemektedir (TTK m.202/2). Borsa değerinin hakkaniyete uygun düşmemesinden kasıt, manipülasyon, ekonomik gibi sebeplerle pay değerinin olağandışı çıktığı ya da yükseldiği durumlarıdır.<sup>134</sup> Bu halde borsa değerinin hakkaniyete uygun düşmediği ya da borsa değerinin bulunmadığı durumlarda gerçek değer veya genel kabul gören bir yöntemle göre belirlenecek değer demek suretiyle uygulanacak tek bir değerlendirme yöntemi belirlenmediğini göstermektedir.<sup>135</sup>

---

<sup>130</sup> Nilsson, s.398; Akın, s.301; Göktürk, s.407.

<sup>131</sup> Nilsson, s.400; Akın, s.301; Göktürk, s. 412.

<sup>132</sup> Akın, s.309; Göktürk, s.418.

<sup>133</sup> Karara en yakın tarihteki verilerin esas alınmasının pay sahibinin menfaatine uygun olamayabileceği bu durumda pay değerinin işlem öncesi durum esas alınarak hesaplanması gerektiğine ilişkin bkz. Göktürk, s.419.

<sup>134</sup> Nilsson, s.410; Borsa İstanbul A.Ş.'nin sığ bir borsa olması dolayısıyla borsa değeriyle yapılacak şirket değerlemelerine dayalı olarak karar verilmesinin hakkaniyete uygun düşmeyeceği, hesaplamanın bağlı ortaklık zarara uğramadan önceki değerinin esas alınmak suretiyle yapılması gerektiğine ilişkin açıklamalar için bkz. Akın, s. 310.

<sup>135</sup> Nilsson, s.412; Bu durumda mahkemece somut olay çerçevesinde hakkaniyete uygun şekilde değerlendirme yöntemi seçilmesi gerektiği, mümkünse birden çok değerlendirme yöntemine göre hesaplama yapılarak, içlerinden pay sahibinin menfaatini korumakla birlikte hakim pay sahiplerini yüksek maliyet altına sokulmamasına özen gösterilmesi gerektiğine ilişkin bkz Nilsson, s.412.

TTK m.202/2 ile SerPK m.24 arasında yer alan bir diğer farklılıkta pay değerinin belirlenmesi yönündendir. SerPK m.24 uyarınca ayrılma hakkı fiyatı, payları borsada işlem gören ortaklıklar için son bir aylık; yıldız Pazar dışındaki ortaklıklar için ise son altı aylık dönem içinde borsada oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalamaya göre hesaplanmaktadır. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar yönünden ise değerlendirme raporu hazırlanması öngörülmüştür. SerPK m.24 uyarınca ayrılma hakkı düzenlemesinde, ayrılma hakkı fiyatının belirlenmesinde borsa fiyatının esas alınması dolayısıyla ortaya çıkan bedelin ne kadar adil olduğu noktasında düzenlemenin aldığı eleştiriler düşünüldüğünde, TTK m.202/2 hükmünde borsa değerinin mevcut olmasına rağmen bu değer hakkaniyete uygun düşmemesi halinde gerçek değer üzerinden ya da genel kabul gören bir değer üzerinden hesaplama yapılacağına ilişkin düzenleme daha adil görünmektedir. Ancak bu noktada da borsa değerinin hakkaniyete uygun düşmemesi halinde “gerçek değer ya da genel kabul gören bir değerlendirme yöntemine göre” demek suretiyle yapılacak değerlemenin keskin bir şekilde belirtilmemiş olması söz konusudur.

Payların satın alınması talepli davanın zamanaşımı süresi iki yıl olup bu süre işlemin genel kurul kararı ile gerçekleştirilecek olması halinde genel kurul tarihinden itibaren; işlemin yönetim kurulu kararı ile gerçekleştirilecek olması halinde ise yönetim kurulu kararının ilan edildiği tarihten itibaren başlayacaktır.<sup>136</sup> SerPK m.24 uyarınca ayrılma hakkı ise dava yoluyla kullanılması gereken bir hak olmayıp dolayısıyla zamanaşımı süresi bulunmamaktadır. Ayrılma hakkının kullanılmasına ise genel kurul tarihinden itibaren en geç üç iş günü içerisinde başlanması gerekmektedir.

Bu hususta son olarak söylemek gerekir ki, iki düzenleme de ortaklıkta birtakım kararlar sonucunda pay sahipleri üzerinde doğacak olumsuzluklara karşı pay sahibinin korunması amaçlanmıştır.

---

<sup>136</sup> Nilsson, s. 412; Yeşiltepe, s.152; Kaya, s.62; Çamoğlu, s.31; Akın, s. 311, Göktürk, s.418.



### 3. ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMLER

Genel kurul, ortaklık pay sahibinin tamamının katılımıyla oluşan, esas sözleşme ile kendisine verilmiş ortaklığın birçok konudaki kararlarını almaya yetkili olan karar organıdır.<sup>137</sup> Anonim ortaklıklar, genel kurullarında sermaye çoğunluğuna göre temsil edilirler.<sup>138</sup> Pay sahipleri, genel kurula katılarak ve genel kurulda oy kullanarak çoğunluğun oluşması ve ortaklığın karar almasında rol oynarlar.<sup>139</sup> Genel kurulda alınacak kararlara ilişkin olarak aranan yetersayılar, basit yetersayı ve ağırlaştırılmış yetersayılar olarak iki türdür.<sup>140</sup> Basit yetersayı, ortaklık sermayesinin en az dörtte birine sahip olan pay sahiplerinin varlığı ile sağlanabilmektedir. Kanunda veya anonim ortaklık esas sözleşmesinde basit yetersayıdan daha ağır bir yetersayı öngörülmediği sürece, ortaklık genel kurulu basit yeter sayı ile toplanabilir.<sup>141</sup> Öte yandan, bazı hallerde kanunda veya anonim ortaklık esas sözleşmesinde basit yetersayıdan daha ağır bir yetersayı öngörülmüş olabilir. TTK m.421'de kanun koyucu tarafından birtakım ağırlaştırılmış yetersayılar düzenlenmiş olmakla ağırlaştırılmış yetersayıların öngörüldüğü tek kanun maddesi de TTK m.421 hükmü değildir.<sup>142</sup>

Çoğunluk ilkesi, anonim ortaklıklarda kararların hızlı ve pratik bir şekilde alınması açısından faydalıdır ancak bu durum çoğunluk ve azınlık gruplar arasında ihtilaflar doğurabilir.<sup>143</sup> Önemli nitelikteki işleme dair karar alınacak genel kurul toplantısında çoğunluğun alacağı karar sonrasında kendi menfaatini elde ederken, azınlık pay sahipleri de ayrılma hakkını kullanarak menfaat sağlayabilmektedir.<sup>144</sup>

Önemli nitelikteki kararlar; doktrinde kural olarak, ortaklığın esas sözleşmesi ile ortaya konmuş olan ortaklığın temel özelliği olarak görülen tabiiyet, merkez, ticaret unvanı,

---

<sup>137</sup> Bilgili/Demirkapı, Şirketler Hukuku Dersleri, s.211; Bahtiyar, s.152; Halil Arslanlı, Anonim Şirketleri C.II- Anonim Şirketin Organizasyonu (1. Baskı Fakülteler Matbaası 1960), s. 56.

<sup>138</sup> Bilgili/Demirkapı, s.297.

<sup>139</sup> Bahtiyar, s.312; İmregün, s.290 vd.

<sup>140</sup> Bahtiyar, s.179.

<sup>141</sup> Bilgili/ Demirkapı, Şirketler Hukuku Dersleri, s.243.

<sup>142</sup> Bahtiyar, s.182; Esra Hamamcıoğlu/ Levent Biçer, 'Anonim Ortaklık Genel Kurul Toplantılarında Uygulanan Yetersayılar ve Bazı Değerlendirmeler' (2017) 12(149-150) Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 71, s.83.

<sup>143</sup> Oğuz İmregün, Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunların Telif Çareleri, İstanbul, 1962, s.2 vd.

<sup>144</sup> İmregün, Menfaat, s.165; Kaya, s.99.

faaliyet konusu, sermaye yapısı, ortaklık yapısı gibi pay sahibini ortak olmaya yönelten temel saiklerde değişiklik yaratan kararlar olarak açıklanmıştır.<sup>145</sup> Önemli nitelikteki işlemi genel bir çerçeve ile, halka açık anonim ortaklıklarda, pay sahibinin aksi yöndeki iradesine rağmen, genel kurulda gerekli yetersayılara ulaşılarak alınan karar ile pay sahibinin yatırımını tehlikeye düşüren, ortaklığın ticari hayatında önemli değişikliklere neden olan işlemler olarak da açıklayabiliriz.<sup>146</sup>

Her ne kadar kanunda önemli nitelikteki işlemlerin tanımına ilişkin açıklama bulunmuyorsa da SerPK’da önemli nitelikteki işlemler sayılmıştır. SerPK’da sayılan önemli nitelikteki işlemlerin yanı sıra, kanunda kendisine verilen yetki ile SPK tarafından çıkarılan Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği’nde de ayrılma hakkı doğuran önemli nitelikteki işlemler sayılmıştır.

Bilindiği üzere, ilk olarak 06.12.2012 tarihinde kabul olunan ve 30.12.2012 tarihinde yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kanunu’nda yer alan ayrılma hakkı düzenlemesi ve ikincil düzenleme niteliğinde olan II.23.1 sayılı Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin ortak esaslar ve ayrılma tebliği ile ayrılma hakkına ilişkin hükümlere yer verilmiştir. Ancak söz konusu tebliğ, 25.02.2020 tarih ve 31050 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren “Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” ile SPK nezdinde, bu kapsamda yürütülen ikincil düzenleme çalışmaları sonucunda SerPK’da yapılan değişiklikler ve piyasadan gelen taleplerin karşılanması amaçları ile “II.23.3. sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Tebliği” 27.06.2020 tarih ve 31168 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.<sup>147</sup> Yürürlüğe giren tebliğ ile birlikte ile mülga II.23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Tebliği’nden farklı birtakım yenilikler getirilmiştir. Diğer tebliğlerde önemli nitelikte işlem olarak belirtilen işlemler ise, geçerliliğini korumaktadır. II.23.3. Sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Tebliği ile birlikte SPK tarafından ilk kez Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği Uygulama Rehberi<sup>148</sup> de hazırlanmış olup

<sup>145</sup> Sönmez, s.83; Vuraloğlu, Ayrılma, s.248.

<sup>146</sup> Vuraloğlu, Ayrılma, s.252.

<sup>147</sup><https://www.spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/ii-23-3-sayili-onemli-nitelikteki-islemler-ve-ayrilma-hakki-tebliği-basin-aciklamasi>

<sup>148</sup> <https://spk.gov.tr/data/61e36d8a1b41c6127032082b/b8db2ed0161deb10c81c83ef7b38fc8f.pdf>

bu rehber ile yeni tebliğ ile uygulama sırasında karşılaşılabilecek sorunların açığa kavuşturulması amaçlanmıştır.<sup>149</sup>

Mevzuatta yer verilen önemli nitelikteki işlemleri detaylı olarak açıklamadan önce değinmek gerekir ki mevzuatta yer verilen önemli nitelikteki işlemler mutlak suretle ayrılma hakkını doğurmayacaktır.<sup>150</sup> Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.15'te ayrılma hakkının doğmadığı haller sıralanmış olup; söz konusu maddede sayılan hallerde, önemli nitelikte işlem olmasına rağmen ayrılma hakkının doğmayacağı belirtilmiştir. Bununla birlikte, Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı m.16 ile ayrılma hakkının kullanılabilmesi yükümlüğünden muafiyet halleri sayılmış olup; söz konusu maddede belirtilen hallerde, önemli nitelikte işlem olmasına rağmen ayrılma hakkının kullanılabilmesi yükümlülüğünden muafiyet tanınabileceği düzenlenmiştir.

### **3.1. Ayrılma Hakkı Doğuran Önemli Nitelikteki İşlemler**

#### **3.1.1 Ortaklığın birleşme işlemlerine taraf olması**

Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.4'te, ortaklıkların, tebliğin 5. maddesinde tanımlanan birleşme ve bölünme işlemlerine taraf olmasının önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirileceği düzenlenmiştir. Buna göre; ortaklığın yeni kuruluş şeklinde birleşme işlemlerine taraf olması, devralma şeklinde birleşme işlemlerinde devrolunan taraf olması ya da devralan taraf olmakla birleşme sonucunda %50 veya daha fazla oranda sermaye artırımını yapacak olması halinde söz konusu birleşme işleminin önemli nitelikte işlem olduğu belirtilmektedir.

Birleşme işlemi Türk Hukukunda, yeni kuruluş şeklinde birleşme ve devralma şeklinde birleşme olmak üzere iki şekilde gerçekleştirilebilmektedir. Yeni kuruluş şeklinde birleşmenin de devralma şeklinde birleşmenin de Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin<sup>151</sup> 4. maddesinde tanımlanmıştır. Yeni kuruluş şeklinde birleşme, "iki veya daha fazla şirketin, aktif ve pasif malvarlığı unsurlarını bir bütün olarak yeni kurulacak olan bir

<sup>149</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.281.

<sup>150</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.257.

<sup>151</sup> RG 28.12.2013/28865

şirkete sermaye olarak koyarak tasfiyesiz sona ermesini ve sona eren şirketin ortaklarına sahip oldukları paylara karşılık gelen belirli bir değişim oranına göre hesaplanacak olan miktarda yeni kurulan şirketin paylarının verilmesi” olarak; devralma şeklinde birleşme ise, “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 şirket ya da şirketlerin paylarının verilmesi” olarak tanımlanmıştır.

Burada değinmek gerekir ki, Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği ile mülga tebliğden farklı bir düzenleme getirilmiştir. Mülga tebliğde tüm birleşme işlemlerine taraf olunması önemli nitelikte işlem sayılmışken, Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği ile yalnızca yeni kuruluş şeklinde birleşme ya da devralma şeklinde birleşme halinde devrolunan taraf olunması veya devralan taraf olmakla birleşme sonucunda %50 veya daha fazla oranda sermaye artırımını yapılacak olması halleri önemli nitelikte işlem olarak sayılmıştır. Önceki tebliğden farklı olarak, yeni düzenlemede ortaklık birleşme işlemi dolayısıyla %50’den fazla sermaye artırımını yapmayacaksa veya birleşmeye katılan ortaklığın tüzel kişiliği işleminden etkilenmeyecekse söz konusu birleşme işlemi önemli nitelikteki işlem sayılmayacağından ayrılma hakkı da doğmayacaktır.<sup>152</sup>

TTK’nın 155. maddesinde ise, kolaylaştırılmış birleşme usulünden bahsedilmektedir. Buna göre, devralan sermaye şirketi devrolunan sermaye şirketinin oy hakkı veren bütün paylarına veya bir şirket ya da bir geçek kişi veya kanun yahut sözleşme dolayısıyla bağlı bulunan kişi grupları, birleşmeye katılan sermaye şirketlerinin oy hakkı veren tüm paylarına sahiplerse sermaye şirketlerinin kolaylaştırılmış düzene göre birleşebilecekleri kabul edilmektedir. Yine, devralan sermaye şirketi, devrolunan sermaye şirketinin tüm paylarına değil de oy hakkı veren paylarının en az yüzde doksanına sahipse, azınlıkta kalan pay sahipleri için devralan şirkette bu payların denk karşılığı olan paylar verilmesi şirket payları yanında, TTK m. 141’e göre, şirket paylarının gerçek değerinin tam dengi olan nakdi bir karşılık verilmesinin önerilmiş olması ve birleşme dolayısıyla ek ödeme

---

<sup>152</sup> Tuğba Semerci Vuraloğlu, ‘Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri ve Ayrılma Hakkına İlişkin Yeni Düzenlemelerin Değerlendirilmesi’ (2021) 16(197-198) Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 281, s.186

borcunun veya herhangi bir kişisel edim yükümlülüğünün yahut kişisel sorumluluğun doğmaması halinde birleşme kolaylaştırılmış usulde gerçekleştirilir. Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin 13. maddesinde de kolaylaştırılmış birleşmeye ilişkin düzenlemeye yer verilmiş olup buna göre 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 birleştirme uygulanabilmektedir.

Aşağıda ayrılma hakkı doğurmayan haller<sup>153</sup> başlığında detaylı olarak açıklanacak olmakla birlikte burada da söylemek gerekir ki Birleşme ve Bölünme Tebliği uyarınca gerçekleştirilen kolaylaştırılmış usulde birleşme işlemleri önemli nitelikte işlem olmasına rağmen ayrılma hakkı doğurmadığı kabul edilmiştir.<sup>154</sup> Zira, kolaylaştırılmış usulde birleşmede de TTK'da olduğu gibi, halka açık ortaklık paylarının nakit karşılığının devrolunan şirketlerin ortaklarına seçimlik hak olarak önerilmesi gerektiğinden; ayrılma hakkı ile ortaya çıkan koruma, ortaklık paylarının nakit karşılığının seçimlik hak olarak önerilmesinin zorunlu olarak belirtilmesiyle yine sağlanmaktadır.<sup>155</sup> Diğer bir deyişle, her ne kadar kolaylaştırılmış usulde birleşme halinde ayrılma hakkının doğmadığı düzenlenmişse de pay sahiplerinin hakkı, ayrılma akçesi ile koruma altına alınmıştır.

Birleşmeye ilişkin olarak bahsedilmesi gereken bir önemli husus da Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.16/1-d'de belirtilen muafiyet halidir. Buna göre, birleşme amaçlı ortaklığın taraf olduğu birleşme işlemlerinde; ayrılma hakkının kullandırılması yükümlülüğünden muafiyet tanınabilmektedir. Ayrılma hakkı kullandırılması yükümlülüğünden muafiyet, ortaklığın başvurusu sonrasında yapılan incelemeler ve değerlendirmeler sonucunda muafiyet koşullarının oluştuğu kanaatine varılırsa SPK tarafından tanınabilir. Birleşme amaçlı ortaklık ise, Birleşme ve Bölünme Tebliği m.4/1-b'de "önceden belirlenmiş bir süre ve yatırım stratejisi doğrultusunda,

<sup>153</sup> Detaylı bilgi için bkz. Bölüm 3, 3.4

<sup>154</sup> Damla Gül Tarhan, 'Halka Açık Ortaklıkların Birleşme İşlemleri Açısından Ayrılma Hakkı ve Ayrılma Akçesi'(2017) , Batider, 133(1) 211, s.237.

<sup>155</sup> Vuraloğlu, Ayrılma, s. 263.

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 birden fazlasına yatırım yapmak suretiyle değerlendirmeyi taahhüt eden ve bu çerçevede gerekli nakit yönetim politikasını halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede kamuya açıklayan, birleşme işleminin onaylandığı genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanan pay sahiplerine ve sona ermesi durumunda kurucular dışındaki tüm pay sahiplerine ait paylara yönelik olarak gönüllü gerialım işlemini izahnamede belirtilen esaslar çerçevesinde gerçekleştirecek olan ve ticaret unvanında birleşme amaçlı ortaklık ibaresi bulunan ortaklık” olarak tanımlanmıştır.

Ayrılma hakkının kullanılması için önemli nitelikteki işlem niteliğini haiz kararın alınacağı genel kurul toplantısına katılarak olumsuz oy kullanmak ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işletmek gerektiğinden, genel kurul toplantı ve yetersayıları da bu hususta önem arz etmektedir. Şöyle ki, halka açık ortaklıklarda önemli nitelikteki işlemlere ilişkin kararların genel kurul tarafından kabul edilebilmesi için, esas sözleşmelerinde açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, toplantı nisabı aranmaksızın ortaklık genel kuruluna katılan oy hakkını haiz paylarının üçte ikisinin olumlu oy vermesi aranmaktadır. Ancak toplantıda sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların en az yarısının hazır bulunduğu hallerde, yine esas sözleşmede açıkça daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, toplantıya katılan oy hakkını haiz payların çoğunluğu karar alınması için yeterli olacaktır (SerPK m.29).

II.23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği ile mülga II.23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Tebliği’ne nazaran birtakım yenilikler getirilmiş olup; bunlardan ilki, halka açık ortaklıkların tüm birleşme ve bölünme işlemleri yerine ortaklığın yeni kuruluş şeklinde birleşme işlemlerine taraf olması, devralma şeklinde birleşme işlemlerinde devrolunan taraf olması ya da devralan

taraf olmakla birleşme sonucunda %50 veya daha fazla oranda sermaye artırımını yapacak olması halinde birleşme işleminin önemli nitelikte işlem sayılması gösterilebilir.

Mülga tebliğde ise, tüm birleşme işlemlerinin önemli nitelikte işlem sayılacağı düzenlenmişti. SerPK m.24 ve mülga tebliğ birleşmenin türüne ilişkin bir açıklamaya gitmemiş olduğundan, yeni kuruluş şeklinde birleşmede de devralma şeklinde birleşmede de ayrılma hakkının kullanılabilceğini söylemek yanlış olmazdı.<sup>156</sup> Yapılan değişiklik sonucunda, yürürlükteki tebliğde de her iki tür birleşmede de ayrılma hakkının doğabileceği söylenebilir. Ancak burada dikkat edilmesi gereken husus, yeni tebliğ ile birlikte devralma şeklindeki birleşmelerde yalnızca devrolunan taraf olduğu ya da devralan taraf olmakla birleşme sonucunda %50 veya daha fazla oranda sermaye artırımını yapılacak olması halinde işlem önemli nitelikte işlem sayılmakta olup bu halde halka açık anonim ortaklığın devralma şeklinde birleşmede devralan taraf olmakla birleşme sonucunda %50'nin altında sermaye artırımını yaptığı hallerde işlem önemli nitelikte sayılmayacağından ayrılma hakkını doğurmayacağıdır. Bu açıklamalar sonucunda, yeni düzenleme ile önemli nitelikte sayılan birleşme işlemlerinin bir hayli kısıtlandığını söylemek yanlış olmaz.<sup>157</sup>

### 3.1.2 Ortaklığın Bölünme İşlemlerine Taraf Olması

Bölünme, bir ortaklığın, malvarlığının kısmen ya da tamamen mevcut bir ortaklığa ya da yeni kurulan en az iki ortaklığa devredilmesi olarak açıklanabilir.<sup>158</sup> Ortaklıklar tam ve kısmi olarak iki türde bölünebilecek olup tam bölünmede, ortaklığın tüm malvarlığı devralan ortaklığa devrolunur ve devrolunan ortaklık infisah olurken; kısmi bölünmede, ortaklığın bir veya birden fazla bölümü devralan ortaklığa devredilir.<sup>159</sup>

Öte yandan, devrolunan ortaklığın pay sahiplerinin bölünme sonrasında yeni oluşan ortaklıkta veya devralan ortaklıktaki pay oranlarına göre de bölünme çeşitlerinden bahsedilebilecek olup; pay sahiplerinin pay oranlarının bölünme sonrasında yeni oluşan

<sup>156</sup> Adıgüzel, Ayrılma, s.10.

<sup>157</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.186.

<sup>158</sup> Bilgili/Demirkapı, Şirketler Hukuku, s.93; Neşe Ölekli, 'Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkı' (2018) 76(1) İstanbul Hukuk Mecmuası 221, s.234; Hülya Çoştan, Anonim Ortaklıklarda Bölünme (1.Baskı Turhan Kitabevi 2004), s.23; Vuraloğlu, s.272, Bahtiyar, s.70.

<sup>159</sup> Bilgili/Demirkapı, Şirketler Hukuku, s.94.

ortaklıkta veya devralan ortaklıkta aynı olması halinde, simetrik bölünmeden; farklı olması halinde ise, asimetrik bölünmeden bahsedilir.<sup>160</sup>

SerPK m. 23'te, halka açık ortaklığın bölünme işlemine taraf olması önemli nitelikteki işlem olarak sayılmışsa da Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nde daha detaylı bir şekilde bölünme hangi şekillerde gerçekleştiğinde önemli nitelikte işlem sayılacağı açıklanmıştır. Buna göre, tam bölünmelerde; halka açık anonim ortaklığın bölünen taraf olması ya da devralan taraf ise, devralınan mal varlığı karşısında %50 veya daha fazla sermaye artırımını yapacak olduğu hallerde, bölünme işlemi önemli nitelikte işlem sayılacaktır.

Kısmi bölünmelerde ise, ortaklığın bölünen taraf olmasıyla birlikte devredilen malvarlığının Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin altıncı maddesinde yer alan önemlilik ölçütlerini taşıması ya da devralan taraf olması ve devralınan malvarlığı karşısında, %50 veya daha fazla sermaye artırımını yapacak olması hallerinde; kısmi bölünme işlemi önemli nitelikte işlem olarak değerlendirilir.

Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nde aynı zamanda ayrılma hakkı doğurmayan ve ayrılma hakkının kullanılmasında yükümlülüğünden muafiyet tanınan haller de yer almaktadır. Birleşme ve Bölünme Tebliği uyarınca gerçekleştirilen kolaylaştırılmış usulde bölünme işlemleri ile ortaklık tarafından oranların korunması yoluyla yeni kurulan şirketlere yapılan bölünme işlemleri, ayrılma hakkının doğmadığı haller arasında sayılmıştır (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.15/1-ç).

Ortaklık tarafından oranların korunması yoluyla yeni kurulan şirketlere yapılan tam bölünme işlemleri; bir diğer deyişle, simetrik bölünme yoluyla yeni kurulan şirketlere yapılan bölünme işlemlerinin önemli nitelikte işlem olarak değerlendirilememesinin gerekçesi, bu işlemin pay sahipliği haklarında değişiklik yaratmaması olabilir. Simetrik bölünmede, gerek pay sahipliği haklarının mevcut haklarla orantılı şekilde özgülenmesi gerekse bölünmenin yeni kurulan şirkete yapılması dolayısıyla devralan ortaklık

---

<sup>160</sup> Adıgüzel, Ayrılma, s. 12; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.274.



sermayesine katılım oranının da aynı kalması işlemin önemli nitelikte işlem sayılmasına yer olmadığına açıklama teşkil edebilir.<sup>161</sup>

Bölünme işlemlerinde ayrılma hakkı tanınmasının temel nedeni, pay sahiplerinin menfaatleri üzerinde değişiklik yaratmasıdır.<sup>162</sup> Her ne kadar simetrik bölünmede, pay sahipliği haklarının mevcut haklarla orantılı olarak tahsis edilmesi dolayısıyla pay sahipliği haklarında önemli nitelikte bir değişiklik olmayacağı düşünülse de yeni kuruluş şeklinde bölünmeden farklı olarak, devralma şeklinde bölünmede ortaklığın sermayesine katılım oranları değişebilmektedir.<sup>163</sup> Keza asimetrik bölünmenin söz konusu olduğu hallerde, pay sahipliği hakları mutlak şekilde değişmekte olduğundan; azınlık pay sahiplerinin pay sahipliği haklarının ihlali tehlikesi mevcut olur.<sup>164</sup> Özetle, ayrılma hakkının doğmadığı hallerden sayılan bu iki bölünme şeklinde de azınlık pay sahiplerinin pay sahipliği haklarının tehlikeye düşmesi muhtemeldir.<sup>165</sup>

Mülga tebliğde, ortaklığın tüm bölünme işlemleri önemli nitelikte işlem olarak değerlendirilmişti. Yeni gelen düzenleme ile gerek tam bölünme ve kısmi bölünme yönünden ayrıma gidilmiş gerekse halka açık olan anonim ortaklığın devralan ya da devrolunan konumunda olmasına göre bölünme işleminin önemli nitelikte işlem sayılıp sayılmayacağı öngörülmüştür.

Ortaklığın bölünen taraf olduğu hallerde, bölünme işlemi önemli nitelikte işlem sayılmıştır. Ancak tam bölünmede ortaklığın devralan taraf olması halinde, işlemin önemli nitelikte sayılabilmesi için, devraldığı malvarlığı karşısında %50 veya daha fazla sermaye artırımını yapması aranmıştır. Bilindiği üzere; devralma yoluyla bölünme halinde, devralan ortaklığın devralacağı malvarlığı yönünden sermaye artırımını yapması gerekmektedir.<sup>166</sup> Bu halde tam bölünmede, ortaklığın devralan taraf olmakla devralınan malvarlığı karşısında %50'nin altında sermaye artırımını yapması gereken hallerde bölünme işlemi önemli nitelikte işlem sıfatını haiz olmayacaktır.

---

<sup>161</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.277; Çoştan, s.79.

<sup>162</sup> Adıgüzel, Ayrılma, s. 13.

<sup>163</sup> Adıgüzel, Ayrılma, s.14; Çoştan, s.79.

<sup>164</sup> Adıgüzel, Ayrılma, s.14; Çoştan, s.80.

<sup>165</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.278.

<sup>166</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.273.

Kısmi bölünme işleminde de aynı şekilde, ortaklık devralan taraf olmakla devraldığı mal varlığı karşısında %50'nin altında bir sermaye artırımını yapmak durumunda kalıyorsa bu halde bu kısmi bölünme işlemi önemli nitelikte işlem olarak sayılmayacak ve pay sahibine ayrılma hakkı doğurmayacaktır.

Ayrılma hakkının doğması için, pay sahibinin önemli nitelikteki işleme ilişkin genel kurul toplantısına katılmak ve olumsuz oy kullanarak muhalefet şerhini tutanağa işletmesi gerektiğinden, bölünme kararına ilişkin yetersayılardan da söz etmek gerekir. SerPK m.23/1'e göre belirlenmiş önemli nitelikteki işlemlere ilişkin alınacak genel kurul kararlarına ilişkin yetersayılar SerPK m.29/6'da özel olarak düzenlenmiş olup buna göre, bölünme kararı alınabilmesi için ortaklığın esas sözleşmesinde açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır yetersayıların öngörülmediği halde, toplantı yetersayısı aranmaksızın genel kurula katılan oy hakkınız haiz payların üçte ikisinin olumlu oy vermesi aranır. Toplantıda sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların en az yarısının toplantıda hazır bulunması halinde ise toplantıya katılan oy hakkını haiz payların çoğunluğunun olumlu oyu karar almak için yeterlidir. Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin onuncu maddesinin ikinci fıkrasında da yetersayıya ilişkin SerPK hükmü tekrar edilmiştir.

Mülga tebliğde ortaklığın taraf olduğu tüm bölünme işlemleri önemli nitelikteki işlem sayılmaktaydı. Getirilen yeni düzenleme ile tam bölünme ve kısmi bölünmelere ilişkin ayırım yapılmış olup tam bölünmelerde ortaklığın, bölünen taraf olması veya devralan taraf olmakla devralınan malvarlığı karşısında %50 ya da daha fazla sermaye artırımını yapacak olması hali önemli nitelikte işlem sayılmıştır. Kısmi bölünmede ise, ortaklığın bölünen taraf olması ve devredilen malvarlığının, halka açık ortaklığın kamuya açıklanmış son finansal tablolarına göre işleme konu malvarlığının kayıtlı değerinin aktif toplamına oranının veya işlem tutarının son altı aylık dönem içinde oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalaması dikkate alınarak hesaplanan ortaklık değerine oranının veya ortaklığın kamuya açıklanmış son finansal tablolarına göre önemli nitelikteki işleme konu malvarlığından elde edilen gelirin, sürdürülen faaliyetler dönem net karı/zararına etki eden tüm gelir kalemlerinin toplamına oranının %75'ten fazla olduğu hallerde önemli nitelikte işlem olarak kabul edileceği

belirtilmiştir. Söz konusu hesaplamalar yönetim kurulu karar tarihi itibariyle hesaplanacaktır.

Önceki tebliğde ise, kısmi bölünmede de tam bölünmede de ayrılma hakkının kullanılmasında bir engel konulmamış<sup>167</sup> olup, işlemin önemli nitelikte işlem sayılıp sayılmayacağı noktasında oransal bir şart da öngörülmemiştir. Yine getirilen yeni düzenleme ile birleşme işlemlerinde olduğu gibi önemli nitelikte sayılan bölünme işlemlerinde de sınırlandırma getirilmiş olup ortaklığın bölünme işlemi dolayısıyla %50'den fazla sermaye artırımını yapmayacak olması, tüzel kişiliğinin bölünme işleminden etkilenmemesi ve bölünme işlemi dolayısıyla devredilen malvarlığının başkaca bir önemli nitelikteki işlem meydana getirmeyeceği durumlarda işlem önemli nitelikte sayılmayacak ve ayrılma hakkı doğurmayacaktır.<sup>168</sup>

### **3.1.3 Tür Değişirme Kararı Alınması**

Ortaklığın tür değiştirmesi SerPK m.23/1 hükmünde ve Ayrılma Tebliği m. 4/1b'de önemli nitelikteki işlem olarak öngörülmüştür. Tür değiştirmenin kanunda açık bir tanımı yapılmamış olmakla birlikte; doktrinde ortaklığın, iktisadi bütünlüğünü ve tüzel kişilik vasfını korumak suretiyle, tasfiye olmaksızın ve malvarlığını devretmeksizin; bir türden başka bir türe dönüşmesi olarak tanımlanmıştır.<sup>169</sup> Tür değiştirme, ortaklığın tasfiye sürecine girmeksizin külli halefiyet ile başka bir türdeki ticaret ortaklığına dönüşmesini sağlamakta olup ortaklığın tasfiye süreci yaşaması ve malvarlığı devrini cüzi halefiyete göre gerçekleştirilmesi şeklindeki meşakkatli sürecin önüne geçer.<sup>170</sup>

Tür değiştirme, devredici tür değiştirme modeli ve biçim değiştirci tür değiştirme modeli olarak iki alt başlığa ayrılmaktadır ancak devredici tür değiştirme modeli mülga TTK'nın yürürlükte olduğu dönemde yalnızca anonim ortaklıkların limited ortaklığa dönüşmesi hali için düzenlenmiş olduğundan ve yeni TTK'da yer verilmediğinden detaya girmemeyi tercih ediyoruz.

---

<sup>167</sup> Adıgüzel, Ayrılma, s.12.

<sup>168</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s. 186.

<sup>169</sup> Çağlar Doğu Aras, Sermaye Şirketlerinde Tür Değişirme (1. Baskı On iki Levha Yayıncılık, 2019), s.12 vd.

<sup>170</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.281.

Biçim değiştirici tür değiştirme modelinde, yalnızca hukuki türünü değiştiren bir ortaklık bulunmaktadır.<sup>171</sup> Aynı tüzel kişilik başka bir ticaret ortaklığına dönüşmektedir. Biçim değiştirici tür değiştirmede ne ortaklığın feshi ne de malvarlığı devri söz konusu olmamaktadır.<sup>172</sup>

Tür değiştirme kararı, halka açık anonim ortaklıklarda birleşme ve bölünme işlemlerindeki yetersayılar gibi ortaklığın esas sözleşmesinde açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır yetersayıların öngörülmediği halde, toplantı yetersayısı aranmaksızın genel kurula katılan oy hakkınız haiz payların 2/3'ünün olumlu oy vermesiyle ya da toplantıda sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların en az yarısının toplantıda hazır bulunması halinde ise toplantıya katılan oy hakkını haiz payların çoğunluğunun olumlu oyu ile alınır. TTK'da ise, bir anonim ortaklığın kooperatife dönüşmesi için kararın tüm ortakların oy birliği ile alınması gerekmektedir. Bu halde, halka açık anonim ortaklığın; halka açık olmayan anonim ortaklığa göre daha hafif bir yetersayıyla tür değiştirme kararı alması mümkündür.<sup>173</sup>

Halka açık anonim ortaklıklar yalnızca başka türdeki bir sermaye şirketine ya da kooperatife dönüşebilmektedir.<sup>174</sup> Ancak halka açık anonim ortaklığın tür değiştirmesi halka açıklık statüsünün sona ermesi ve dahası halka açık anonim ortaklık borsaya kote olmuş bir ortaklık ise, öncelikle borsa kotundan çıkması demektir.<sup>175</sup> Mülga düzenlemede, anonim ortaklığın borsa kotundan çıkma kararı alması da önemli nitelikteki işlemler arasında sayılmıştı. Bu nedenle, önceki düzenlemenin yürürlükte olduğu dönemde; halka açık bir anonim ortaklığın önce borsa kotundan çıkması gerekmesi dolayısıyla, tür değiştirmeden önce borsa kotundan çıkma kararı alması halinde; pay sahipleri için yine ayrılma hakkının doğması söz konusu olacaktı. Borsa kotundan çıkma kararı aldıktan sonra gerekli tüm işlemleri gerçekleştirerek, halka açıklık statüsünü kaybeden ortaklık daha sonra tür değiştirme kararı verebilecekti. Ancak halka kapalı hale gelen ortaklık artık SerPK hükümlerine tabi olmayacak, TTK'da önemli nitelikteki

---

<sup>171</sup> Aras, s.40.

<sup>172</sup> Aras, s.41; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.282; Bahtiyar, s.73.

<sup>173</sup> Adıgüzel, Ayrılma, s.15; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.284.

<sup>174</sup> Adıgüzel, Ayrılma, s.14; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.285.

<sup>175</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.285.

işlemler ve buna ilişkin ayrılma hakkı düzenlemesi bulunmadığından, ortaklığın tür değiştirme kararı alması halinde pay sahiplerine ayrılma hakkı doğurmayacaktı.<sup>176</sup>

Ancak getirilen yeni düzenleme ile ortaklığın borsa kotundan çıkması önemli nitelikte işlem sayılmaktan çıkarılmış olup bu halde halka açık anonim ortaklığın borsa kotundan çıkma kararı alması halinde pay sahipleri için ayrılma hakkı doğmayacaktır. Borsa kotundan çıkma kararı alınmasının ardından anonim ortaklığın halka açıklık statüsü de kalmayacağından, SerPK hükümlerine tabi olmayacaklardır. Bu halde, yeni düzenleme ile halka açık anonim ortaklığın borsa kotundan çıkma kararı alması neticesinde; pay sahipleri için ayrılma hakkı doğmayacağı gibi, borsa kotundan çıktıktan sonra SerPK değil TTK hükümlerinin uygulanacak olması dolayısıyla tür değiştirme kararı neticesinde de pay sahipleri için SerPK’da düzenlenmiş olan ayrılma hakkı doğmayacaktır.

### **3.1.4 Malvarlığının Devri veya Bu Malvarlığının Devri Sonucunu Doğuran İşlemler Tesis Edilmesi veya Bu Malvarlığı Üzerinde Üçüncü Kişiler Lehine Sınırlı Ayni Hak Tesis Edilmesi**

Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği’nin 4/1-c maddesinde, aynı tebliğin altıncı maddesinde belirlenen önemlilik ölçütlerini taşıyan malvarlığının devri veya bu malvarlığının devri sonucunu doğuran işlemler tesis edilmesi veya bu malvarlığı üzerinde üçüncü kişiler lehine sınırlı ayni hak tesis edilmesi önemli nitelikte işlem olarak sayılmıştır. Bu işlemlerin önemli nitelikte işlem olarak addedilmesinin sebebi, söz konusu işlemlerin gerçekleştirilmesi halinde; ortaklık paylarının piyasa değerlerinin etkilenecek olmasının yanı sıra ortaklığın bu işlemler sonrasında faaliyetlerine aynı verimlilikte devam edip edemeyeceğinin belirsiz olmasındandır.<sup>177</sup>

Tebliğin altıncı maddesinde belirtilen önemlilik ölçütlerinden ilki, ortaklığın kamuya açıklanmış son finansal tablolarına göre işleme konu malvarlığının kayıtlı değerinin varlık toplamına oranının %75’ten fazla olması durumudur. İkinci hal, işlem tutarının son altı aylık dönem içerisinde oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama borsa fiyatının

<sup>176</sup> Manavgat, s.300; Damla Gül Tarhan, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler ve Sonuçları (1. Baskı On İki Levha Yayıncılık 2018), s.163.

<sup>177</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.294.

aritmetik ortalaması alınarak hesaplanan ortaklık değerine oranının %75'ten fazla olması durumudur. Bu durumun yalnızca mal varlığının devrine ilişkin işlemlerde uygulanmakta olup diğer işlemlerde önemlilik kriteri olarak bu hal dikkate alınmayacağı Uygulama Rehberinin ikinci maddesinin c bendinde açıklanmıştır. Diğer bir deyişle, Uygulama Rehberi m.2/c uyarınca mal varlığının devri dışında kalan mal varlığı üzerindeki işlemlerde %75 olan oran aşılsa dahi işlem önemli nitelikte sayılmayacaktır.<sup>178</sup> Son olarak, ortaklığın kamuya açıklanmış son yıllık finansal tablolarına göre önemli nitelikteki konu işleme mal varlığından elde edilen toplam gelirin, sürdürülen faaliyetler dönem net kar/zararına etki eden tüm gelir kalemlerinin toplamına oranının %75'ten fazla olması durumunda da işlemin önemli nitelikteki işlem sıfatını haiz olacağı düzenlenmiştir. Yine Uygulama Rehberinin ikinci maddesinin ç bendinde, Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliğinin 6/1-c bendinde belirtilen mal varlığından elde edilen gelir yönünden dikkate alınması gerekenin söz konusu mal varlığının gelir tablosuna sağladığı katkı olduğu ve sürdürülen faaliyetler dönem net karı/zararına etki eden tüm gelir kalemlerinin toplamından ise hasılat, esas faaliyetlerden gelen diğer gelirler, yatırım faaliyetlerinden gelen gelirler, finansman gelirleri gibi kar veya zarar tablosunda sürdürülen faaliyetler dönem karı/zararı kalemine kadar olan tüm gelir kalemlerinin toplamının anlaşılması gerektiği açıklığa kavuşturulmuştur.<sup>179</sup> İşlemin önemli nitelikte sayılması için düzenlemede belirtilen her bir kıstası ayrı ayrı sağlaması aranmaksızın kıstaslardan birinin somut olayda var olması halinde işlem önemli nitelikte işlem sıfatını haiz olur ve pay sahiplerine ayrılma hakkı doğurur.<sup>180</sup>

Bununla birlikte, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları yönünden önemlilik ölçütünün belirlenmesinde ortaklığın kamuya açıklanmış son finansal tablolarına göre işleme konu malvarlığının kayıtlı değerinin varlık toplamına oranının %75'ten fazla olup olmadığına bakılarak tespit gerçekleştirilecektir. Buna ek olarak, önemli nitelikteki işleme dair yönetim kurulu kararının kamuya açıklandığı tarih

---

<sup>178</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.187.

<sup>179</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.187.

<sup>180</sup> Manavgat s. 302; Adıgüzel, Ayrılma, s.20.

itibariyle Kurumsal Yönetim İlkeleri Tebliği uyarınca birinci<sup>181</sup> ve ikinci<sup>182</sup> grupta yer alan ortaklıklar, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları dışındaki payları borsada işlem gören ortaklıklardan fiili dolaşımdaki pay oranı %50'nin üzerinde olanlar için ortaklığın kamuya açıklanmış son finansal tablolarına göre işleme konu malvarlığının kayıtlı değerinin varlık toplamına oranının %75'ten fazla olup olmadığına değil %50'den fazla olup olmadığına bakılarak tespit gerçekleştirilecektir. Burada fiili dolaşımdaki pay oranı ortaklık paylarının yarısından fazlasına denk gelen ortaklıklar için pay sahiplerine ekstra koruma sağlanması gerektiği düşünülerek oran %75'ten %50'ye çekilmiştir.

Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin 6. Maddesinin 4. Fıkrasında önceki tebliğden farklı olarak şirketler topluluğu içerisinde olan halka açık anonim ortaklıklar da düşünülerek oranların hesaplanmasında dikkate alınacak olanın konsolide finansal tablolar olacağı düzenlenmiştir.<sup>183</sup> Uygulama Rehberi'nde bu hususa ilişkin olarak üçüncü maddede tebliğ ile paralel olarak halka açık ana ortaklık yönünden önemlilik ölçütlerini sağlayan ve halka açık ana ortaklığın bağlı ortaklığı tarafından yapılan işlemlerin ana ortaklık yönünden önemli nitelikteki işlem olarak kabul edileceği ve bu doğrultuda ana ortaklıkça ayrılma hakkı tanınması yükümlülüklerinin yerine getirilmesinin zorunlu olduğu açıklığa kavuşturulmuştur. Halka açık ana ortaklığın bağlı ortaklığının da halka açık olması halinde ise, Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nden doğan yükümlülüklerin hem ana ortaklık hem de bağlı ortaklık tarafından ayrı şekilde yerine getirilmesi gerektiği de Uygulama Rehberi'nde belirtilmiştir.

Mal varlığının devri veya mal varlığı üzerinde üçüncü kişiler lehine sınırlı aynı hak tesisinin önemli nitelikte işlem olarak değerlendirilip değerlendirilmeyeceğine gösterge olan düzenlemede aynı zamanda söz konusu oranların altında kalmak amacıyla, ekonomik bir bütünlük oluşturan mal varlığına ilişkin işlemlerin on iki aylık dönem içinde

---

<sup>181</sup> Kurumsal Yönetim İlkeleri Tebliği'nin 5/2a maddesinde birinci grup "Piyasa değerinin ortalaması 3 milyar TL'nin ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerinin ortalaması 750 milyon TL'nin üzerinde olan ortaklıklar" olarak açıklanmıştır.

<sup>182</sup> Kurumsal Yönetim İlkeleri Tebliği'nin 5/2a maddesinde ikinci grup "Birinci grup dışında kalan ortaklıklardan, piyasa değerinin ortalaması 1 milyar TL'nin ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerinin ortalaması 250 milyon TL'nin üzerinde olan ortaklıklar" olarak açıklanmıştır.

<sup>183</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.187.

birkaç seferde yapılması halinde işlemler tek bir işlem olarak dikkate alınarak oran hesaplamasının bu şekilde gerçekleştirileceği açıklanmıştır(Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.6/7). Yapılan bu düzenleme ile, ortaklıkların kanunu dolanmak suretiyle pay sahiplerini ayrılma hakkından mahrum bırakmalarının önüne geçilmek istenmiştir.

Bununla birlikte, Kurumsal Yönetim İlkeleri Tebliği'nin 12. maddesinde, ortaklıkların ve bunların bağlı ortaklıklarının, kendi tüzel kişilikleri lehine veya finansal tablolarında tam konsolidasyon kapsamına dahil ettikleri ortaklıklar lehine veya olağan ticari faaliyetlerinin yürütülmesi amacıyla diğer üçüncü kişiler lehine vermiş oldukları teminat, rehin, ipotek ve kefaletler dışında üçüncü kişiler lehine teminat, rehin, ipotek ve kefalet vermesi yasaklanmıştır. Maddeye göre, ortaklıkların sermayelerine doğrudan katılan iştirakler ve iş ortaklıkları lehine, teminat, rehin, ipotek ve kefalet vermesinde sakınca yoktur. Ancak bu halde de söz konusu teminat, rehin, ipotek ve kefalet vermenin sınırı çizilmiş olup bu sınır doğrudan katılan sermaye payı oranı olarak çizilmiştir. Ancak her halükarda ortaklığın ticari faaliyetlerini yürütmek amacıyla üçüncü kişiler lehine teminat, rehin, ipotek ve kefalet vermesine ilişkin yönetim kurulu kararlarında bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı gerekmektedir. Yine üçüncü kişiler lehine teminat, rehin, ipotek ve kefalet verilmesi hususunun görüşüleceği yönetim kurulu toplantısında, ilişkili taraf niteliğinde olan yönetim kurulu üyeleri oy kullanamaz. Halka açık anonim ortaklıkların üçüncü kişiler lehine aynı hak tesisinde işbu hususların önemi, tebliğde işlemin önemli nitelik olarak belirlenmesi yapılırken özellikle Kurumsal Yönetim İlkeleri Tebliği'nin 12. Maddesine aykırı olmaması gerekliliğine vurgusuyla ortaya konmaktadır. Uygulama rehberinin birinci maddesinde de mal varlığı üzerinde üçüncü kişiler lehine aynı hak tesis edilirken Kurumsal Yönetim İlkeleri Tebliği'nin 12. Maddesinde belirtilen esaslara aynen uyularak, söz konusu maddede yer alan hükümlere uygun olacak şekilde üzerinde aynı hak tesis edilen malvarlığı ile ilgili olarak Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin 6. Maddesinde açıklanan önemlilik ölçütlerinin aşıldığı hallerde bu işlemin önemli nitelikteki işlem olarak kabul edileceği açıklanmıştır.

Uygulama Rehberi'nin ikinci maddesinde Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin 6. Maddesinde belirtilen önemlilik kriterine ilişkin hesaplamaların ne şekilde yapılacağı açıklanmış olup buna göre hesaplama önemli nitelikteki işleme dair alınan



yönetim kurulu karar tarihi itibarıyla yapılacaktır. Hesaplama esas alınacak finansal tablolar ise Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği<sup>184</sup> çerçevesinde hazırlanmış ve kamuya açıklanmış olanlardır.<sup>185</sup>

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının portföylerinde yer alan varlıkları üzerinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği<sup>186</sup> uyarınca aynı hak tesis edilmesine ilişkin işlemleri ile Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının portföylerinde yer alan varlıkları üzerinde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği<sup>187</sup> uyarınca aynı hak tesis edilmesine ilişkin işlemleri dolayısıyla ayrılma hakkının doğmayacağı kabul edilmiştir. Dikkat edilmesi gereken, burada işlemlerin önemlilik ölçütünü sağlamadığı ve dolayısıyla önemli nitelikte işlem sıfatına sahip olmadığı söz konusu olmayıp ortaklıkların bu işlemleri sonucunda pay sahiplerinin ayrılma hakkı doğmadığıdır.

Ortaklıkların mal varlığı üzerinde üçüncü kişiler lehine sınırlı aynı hak tesis etmesi sonucunda maddi menfaat elde etmesi halinde ise ortaklığa ayrılma hakkının kullandırılması yönünden muafiyet sağlanabilecektir.

Son olarak, ortaklığın önemlilik ölçütlerini sağlayan mal varlığının devri veya mal varlığının devri sonucunu doğuran işlemleri ile bu mal varlığı üzerinde sınırlı aynı hak tesis etmesine ilişkin karar alınacak genel kurul toplantısında yetersayılar, kanunda ya da ortaklığın esas sözleşmesinde açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde toplantı yeter sayısı aranmaksızın, toplantıya katılan oy hakkına sahip payların üçte ikisinin olumlu oyu ile sağlanacaktır. Ancak toplantıda oy hakkına sahip payların en az yarısının mevcut bulunduğu halde, ortaklık esas sözleşmesinde daha ağır nisaplar öngörülmemişse toplantıya katılan oy hakkına sahip payların çoğunluğu ile karar alınabilmektedir. Söz konusu genel kurul toplantısında, ortaklığın gerçekleştireceği işlemin pay sahibinin kendisi, eşi, altsoyu ve üstsoyu veya bu kişilerin ortağı oldukları şahıs şirketleri veya hakimiyeti altındaki sermaye şirketleri ile kişisel nitelikte bir işleme ilişkin olduğu hallerde söz konusu kişiler toplantıda oy kullanamayacaklardır.

---

<sup>184</sup> RG 03.02.2017/29968

<sup>185</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.187.

<sup>186</sup> RG 09.10.2020/31269

<sup>187</sup> RG =9.10.2013/28790

Mülga tebliğde halka açık anonim ortaklığın “malvarlığının tümünü veya önemli nitelikteki bir bölümünü devretmesi veya kiraya vermesi veya malvarlığının tümü veya önemli bir bölümü üzerinde aynı hak tesis etmesi” önemli nitelikte işlem olarak kabul edilmişken yeni düzenlemede ise tebliğin altıncı maddesinde belirtilen önemlilik ölçütlerini sağlayan malvarlığı devri veya bu malvarlığının devri sonucunu doğuran işlemler tesis edilmesi veya bu malvarlığı üzerinde Kurumsal Yönetim Tebliği'nin on ikinci maddesine aykırı olmamak kaydıyla üçüncü kişiler lehine sınırlı aynı hak tesis edilmesi halleri önemli nitelikte işlem olarak sayılmıştır.

Buna göre, Ortaklığın kamuya açıklanmış son finansal tablolarına göre, devredilecek, üzerinde aynı hak tesis edilecek malvarlığının kayıtlı değerinin varlık toplamına oranı veya devir, aynı hak tesisi işlemi tutarının son altı aylık dönem içinde oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalaması dikkate alınarak hesaplanan ortaklık değerine oranı veya ortaklığın kamuya açıklanmış son yıllık finansal tablolarına göre devre, aynı hak tesisine konu malvarlığından elde edilen gelirin sürdürülen faaliyetler dönem net karı/zararına etki eden tüm gelir kalemlerinin toplamına oranı %75'ten fazla ise işlem önemli nitelikte sayılacaktır ve dolayısıyla bu işlem ayrılma hakkı doğurabilecektir.

Bununla birlikte Kurumsal Yönetim İlkeleri Tebliği'nin on ikinci maddesinde, ortaklıkların ve bunların bağlı ortaklıklarının, kendi tüzel kişilikleri lehine veya finansal tablolarında tam konsolidasyon kapsamına dahil ettikleri ortaklıklar lehine veya olağan ticari faaliyetlerinin yürütülmesi amacıyla diğer üçüncü kişiler lehine vermiş oldukları teminat, rehin, ipotek ve kefaletler dışında üçüncü kişiler lehine teminat, rehin, ipotek ve kefalet vermesi yasaklanmıştır. Maddeye göre, ortaklıkların sermayelerine doğrudan katılan iştirakler ve iş ortaklıkları lehine, teminat, rehin, ipotek ve kefalet vermesinde sakınca yoktur. Ancak bu halde de söz konusu teminat, rehin, ipotek ve kefalet vermenin sınırı çizilmiş olup bu sınır doğrudan katılan sermaye payı oranı olarak çizilmiştir. Ancak her halükârda ortaklığın ticari faaliyetlerini yürütmek amacıyla üçüncü kişiler lehine teminat, rehin, ipotek ve kefalet vermesine ilişkin yönetim kurulu kararlarında bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı gerekmektedir. Yine üçüncü kişiler lehine teminat, rehin, ipotek ve kefalet verilmesi hususunun görüşüleceği yönetim kurulu toplantısında, ilişkili taraf niteliğinde olan yönetim kurulu üyeleri oy kullanamaz.

Malvarlığının devri veya mal varlığı üzerinde sınırlı ayni hak tesisi işlemlerinin önemlilik ölçütüne ilişkin de yeni düzenlemede değişiklik yapılmıştır. Değişiklik öncesi düzenlemede oranların %50'den fazla olması halinde işlemin önemli nitelikte sayılacağı düzenlenmişken yeni düzenleme ile oran %75'e yükseltilmiştir. Bu yükseltme ile ortaklığın faaliyetlerini sürdürebilmek adına SPK tarafından genişletilme sağlanmış olup faaliyetlerini sürdürmek adına karar alırken ayrılma hakkı kullanılarak mal varlığının işlem maliyetine katlanmasına neden olmasından uzaklaştırılmaya çalışılmıştır.

Öte yandan gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin SerPK'nın 49/6. Maddesinde, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, azami oranda SPK tarafından belirlenecek miktarda varlıklarının toptan satışında SerPK m.23 hükmünün uygulanmayacağı düzenlenmiştir. Buna paralel olarak Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 21/3. Maddesinde, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının aktif toplamının %75'ini aşmayan tutardaki varlıklarının toplam satışında SerPK'nın 23. Maddesinin uygulama alanı bulunmayacağı belirtilmiştir. Yeni düzenleme ile ortaklıkların kamuya açıklanmış son finansal tablolarına göre işleme konu mal varlığının kayıtlı değerinin aktif toplamına oranının %75'i aşması halinde önemli nitelikte işlem olarak değerlendirileceği düzenlendiğinden Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde belirtilen oran ile paralellik sağlanarak gayrimenkul yatırım ortaklıklarında da işleme konu varlık satışının gereken önemlilik ölçütünü sağlaması halinde pay sahiplerine ayrılma hakkı doğurmasına yol açılmıştır.

Belirtilmesi gereken son husus, önceki tebliğde önemli ölçüde mal varlığının kiraya verilmesi halinde de işlemin önemli nitelikteki işlem sıfatını haiz olacağı düzenlenmişken yeni düzenleme ile önemli ölçüde mal varlığının kiraya verilmesi önemli nitelikteki işlem olmaktan hariç tutulmuştur.

### **3.1.5. Ortaklıkların imtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam ve konusunu değiştirmesi**

SerPK m.23/1'de ve Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.4/1-ç'de önemli nitelikteki işlem olarak arz edilen bir diğer işlem de ortaklığın imtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam ve konusunu değiştirmesidir.

İmtiyaz, kar payı, tasfiye payı, rüçhan hakkı ve oy hakkı gibi konularda fakat bu konularla sınırlı olmamak üzere diğer paylara oranlara paya tanınmış olan ve kanunda öngörülmemiş olan bir pay sahipliği hakkıdır. Ortaklıklar ancak esas sözleşmelerinde yer vermek suretiyle imtiyaz oluşturabilirler.<sup>188</sup> Esas sözleşmelerinde imtiyaz tanınmamış ortaklıklar esas sözleşme değişikliği ile paylara sonradan da imtiyaz tanıyabilirler. Halka açık anonim ortaklıkların esas sözleşme değişiklikleri için SPK'nın uygun görüşünün alınması zorunlu olup ortaklıkların imtiyaz öngörülmesi ya da mevcut imtiyazların kapsam ve konusunun değiştirilmesine ilişkin alacağı yönetim kurulu kararının ardından işlemin genel kurulda onaylanmasından önce SPK'ya başvuru yapılarak esas sözleşme değişikliğine ilişkin uygun görüş almaları gerekmektedir.

Ortaklıkların imtiyazların bedelsiz olarak kaldırılması ile konu veya kapsam bakımından daraltılmasına ilişkin işlemleri ise ayrılma hakkının kullanılabilmesi yükümlülüğünden muafiyet halleri arasında sayılmıştır. Önceki düzenlemede bu işlemler ayrılma hakkının doğmayacağı haller arasında sayılmıştı. Yeni düzenleme ile imtiyazların bedelsiz olarak kaldırılması veya kapsam ve konusunun daraltılmasına ilişkin alacağı kararlar neticesinde pay sahiplerinin ayrılma hakkı kullanımının önüne geçebilmek için ortaklığın SPK'ya muafiyet başvurusunda bulunması gerekmektedir. Önceki düzenlemede SPK'ya başvuru şartı ve SPK'nın uygun görüşü aranmaksızın bu işlemler pay sahibine otomatik olarak ayrılma hakkı doğurmamaktaydı.

Paylara tanınacak olan imtiyazların kar payı, tasfiye payı, rüçhan hakkı ve oy hakkı gibi konularda fakat bu konularla sınırlı olmamak üzere tanınabileceğini belirtmiştik. Ortaklığın kar payı imtiyazı yaratılmasına ilişkin bir karar alması halinde, bu işlemde belirli kişilerin doğrudan yarar sağlaması durumu mevcut oluyorsa bu halde ayrılma hakkı bedeli ortaklık yerine bu işlemde yarar sağlayan kişiler tarafından ödenecektir. Mülga tebliğde, yaratılan veya değiştirilen imtiyaz sonucunda işlemde yararlanacak olanların pay alım teklifinde bulunması zorunlu tutulmuştu. Yine önceki tebliğdeki düzenlemeye göre, zorunlu pay alım teklifi doğuran hallerde ayrılma hakkının doğmayacağı kaleme alınmıştı.<sup>189</sup> Yeni düzenleme ile, kar payı imtiyazı öngörülmesinin söz konusu olduğu durumlarda pay sahibinin ayrılma hakkına zeval gelmemekle birlikte,

---

<sup>188</sup> Bahtiyar, s.279 vd.

<sup>189</sup> Vuraloğlu, Ayrılma, s.312.

ayırılma hakkı bedelini ödeme yükümlülüğü ortaklık üzerinden alınmış ve bu işlemde yarar sağlayacak kişiler üzerine yüklenmiştir. Bu hal ile, ortaklığın işlem maliyetine maruz kalmasının önüne geçilmiştir.

Ortaklığın yeni imtiyaz öngörmesi ya da mevcut imtiyazların kapsam ve konusunun değiştirilmesine ilişkin kararının onaylanacağı genel kurul toplantısında toplantı ve karar yetersayıları ise SerPK m.29/6 ile Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayırılma Hakkı Tebliği 10/2’de birbirine paralel olarak ortaklığın esas sözleşmesinde açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde toplantı yeter sayısı aranmaksızın, toplantıya katılan oy hakkına sahip payların üçte ikisinin olumlu oyu olarak belirlenmiştir. Ancak toplantıda oy hakkına sahip payların en az yarısının mevcut bulunduğu halde, ortaklık esas sözleşmesinde daha ağır nisaplar öngörülmemişse toplantıya katılan oy hakkına sahip payların çoğunluğu ile karar alınabilmektedir. Söz konusu genel kurul toplantısında, ortaklığın gerçekleştireceği işlemin pay sahibinin kendisi, eşi, altsoyu ve üstsoyu veya bu kişilerin ortağı oldukları şahıs şirketleri veya hakimiyeti altındaki sermaye şirketleri ile kişisel nitelikte bir işleme ilişkin olduğu hallerde söz konusu kişiler toplantıda oy kullanamayacaklardır.

### **3.1.6. Pay sahibi sayısı dolayısıyla halka açık sayılan ortaklıkların SerPK kapsamında çıkma kararı alması**

Pay sahibi sayısı dolayısıyla halka açık sayılan ortaklıkların, halka açık ortaklık statüsünü kazandıktan sonra en geç iki yıl içerisinde paylarının borsada işlem görmesi için Borsa İstanbul A.Ş.’ye başvurması zorunludur( SerPK m.16/2). Ortaklık tarafından kanunda belirlenen süre içerisinde Borsa İstanbul A.Ş.’ye başvurulmaması halinde SPK, ortaklık paylarının borsada işlem görmesi için ya da ortaklığın halka açık ortaklık statüsünden çıkarılması için, ortaklığın talebine gerek duymadan ilgili kararları alacaktır.

SerPK 33/4. Maddesinde, pay sahibi sayısı dolayısıyla halka açık sayılan ortaklıklardan, yukarıdaki açıklamalar doğrultusunda halka açıklık statüsünü kazanmasının ardından iki yıl içerisinde ortaklık paylarının borsada işlem görmesi için Borsa İstanbul A.Ş.’ye başvurularak payların borsaya kote olmasını istemeyenler açısından ortaklık pay sahibi tam sayısının en az üçte ikisinin olumlu oyuyla veya toplam oyların dörtte üçü ile alınacak bir genel kurul kararı ile SerPK kapsamından çıkması sağlanabilir. Ancak, ortaklığın

SerPK kapsamından çıkması hususunda alınacak karara genel kurulda olumlu oy kullanmayan pay sahiplerine SerPK m.24 uyarınca ayrılma hakkı tanınması kanunda öngörülmüştür.<sup>190</sup>

Burada dikkat çeken husus, SerPK m.24 düzenlemesinde pay sahibinin ayrılma hakkını kullanabilmesi için önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kurul toplantısına katılıp olumsuz oy kullanarak muhalefeti toplantı tutanağına şerh ettirmek şartı aranmışken SerPK m.33/4 düzenlemesi ile ortaklık paylarının borsada işlem görmemesi gerekçesiyle SerPK kapsamından çıkma durumunun görüşüleceği genel kurul toplantısında olumlu oy kullananlar dışındaki pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınmış olmasıdır. Bu halde, ortaklık paylarının borsada işlem görmemesi için SerPK kapsamından çıkma kararı alınacak genel kurul toplantısına olumlu oy kullananlar dışındaki tüm pay sahiplerine, daha doğru anlatımla karara çekimser oy kullananlar ve hatta genel kurul toplantısına katılmayanlar da dahil olmak üzere ayrılma hakkı tanınmıştır.<sup>191</sup> Doğal olarak pay sahiplerinin muhalefeti toplantı tutanağına şerh ettirme şartı da bulunmamaktadır.

Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği<sup>192</sup>'nin beşinci maddesinin dördüncü fıkrasında, ortaklık paylarının borsada işlem görmemesi için kanun kapsamına ilişkin alınan karar doğrultusunda ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerine ödenmesi gereken bedelin nasıl hesaplanacağı belirtilmiştir. Buna göre, SPK'nın ilgili düzenlemelerine göre hazırlanan değerlendirme raporu ile tespit edilecektir. Değerleme raporuna esas alınacak finansal tablolar kanundan çıkarılma için SPK'ya başvuru tarihinden önceki dokuz aydan daha eski olmamalıdır ve söz konusu finansal tablolar bağımsız denetimden geçirilmiş olmalıdır (Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği m.5/4). Hazırlanan bu değerlendirme raporuna, genel kurul gündeminin ekinde ayrıca yer verilmelidir.<sup>193</sup>

---

<sup>190</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s. 337.

<sup>191</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.340.

<sup>192</sup> RG 30.12.2013/28867

<sup>193</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.340.

Öte yandan, SerPK m.24'te belirtilen ayrılma hakkına ilişkin düzenlemelerden farklı olarak, ortaklığın kanun kapsamında çıkma kararını görüşeceği genel kurulda yetersayılar da farklı öngörülmüştür. Kanundan çıkma kararı alınması için karar yetersayısı pay sahibi tam sayısının en az üçte ikisinin olumlu oyu ya da toplam oyların dörtte üçü olarak belirlenmiştir.<sup>194</sup>

Ayrılma hakkına ilişkin düzenlemelerde, ayrılma hakkının kullanılmasına genel kurul tarihinden itibaren en çok altı iş günü içinde başlanması gerektiği düzenlenmiş ve kullanım süresinin de on iş günü olduğu hüküm altına alınmıştı. Ancak kanun kapsamında çıkma kararı dolayısıyla ayrılma hakkı doğmasında Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliğinin beşinci maddesinin beşinci fıkrasında farklı süreler öngörülmüştür. Buna göre ayrılma hakkının kullanılmasına yine genel kurul tarihinden itibaren en çok altı iş günü içerisinde başlanacaksa da ayrılma hakkının kullanım süresinin iki yıldan az olamayacağı düzenlenmiştir. Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Tebliği'nde kullanım süresinin yirmi günden fazla olamayacağı düzenlenmişken, kanun kapsamında çıkma halinde kullanım süresinin iki yıldan fazla olamayacağını belirlemede sürenin bu kadar uzun tutulmasının gereği tarafımızca anlaşılamamıştır.

Ayrılma Hakkının kullanımına ilişkin Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği'nde hüküm bulunmayan hallerde ise SPK'nın ayrılma hakkına ilişkin düzenlemelerinin kıyasen uygulanacağı bildirilmiştir.<sup>195</sup>

### **3.1.7 Diğer önemli nitelikteki işlemler**

Halka açık anonim ortaklıkların SerPK m.23/1 hükümleri ve Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 4/1 hükümlerinde belirlenen önemli nitelikteki işlemler dışında Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 4/3 kapsamında, Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 4/1 kapsamında sayılmamış

<sup>194</sup> Kişi sayısına bağlı olarak belirlenen yetersayılarla ilişkin karar alınmasının halka açık ortaklık niteliği ile bağdaşmadığı yönünde bkz: Hamamcıoğlu/Biçer, s.102; Pay sahibi sayısına göre öngörülen yetersayıya ilişkin eleştiriler için bkz: Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.341.

<sup>195</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.342.

olmasına rağmen işlem bir bütün olarak ele alındığında ortaklığın temel faaliyetleri veya olağan ticari hayatında esaslı değişiklik yapılmak suretiyle yatırımcıların yatırım kararlarının değişmesine neden olacak nitelikte olan ortaklığın temel yapısına ilişkin işlemlerin de SPK tarafından önemli nitelikte işlem olarak değerlendirilebileceğinin mümkün olduğu belirtilmiştir.

Burada SPK'nın yetkisine ilişkin ölçüt, ortaklıkların söz konusu işlemlerinin bir bütün olarak değerlendirildiğinde ortaklığın temel faaliyetleri veya olağan ticari hayatında esaslı değişiklik oluşturmasıdır. Ancak belirsiz olan husus, SPK'nın bu belirlemeyi neye göre gerçekleştireceği ve ortaklığın bu işleminden nasıl haberdar olacağıdır. Önemli nitelikteki işlemin esas sözleşme değişikliği gerektirdiği hallerde, halka açık ortaklıkların esas sözleşme değişikliklerine ilişkin genel kurul onayı öncesinde SPK'nın uygun görüşünün alınması zorunluluğu dolayısıyla SPK ortaklığın gerçekleştireceği işlemden haberdar olabilecektir. Bu halde, işlemin niteliğinden haberdar olan SPK'nın ortaklığın gerçekleştireceği işlemi madde kapsamında değerlendirerek önemli nitelikte işlem olup olmadığına kanaat getirme şansını elde edecektir. Ancak bu noktada da ortaklığın işleminin hangi değişkenler ve ölçütler neticesinde önemli nitelikte işlem olduğunun belirleneceğini açık değildir. Madde metninde işlemlerin bir bütün olarak değerlendirildiğinde ortaklığın temel faaliyetleri ve olağan ticari hayatında esaslı değişiklik oluşturması ölçütü verilmişse de bu ölçüt soyut ve havada kalmaktadır. Bu durum, ortaklığın işlem güvenliğinin sarsılması sonucunu doğurabilecektir.

## **3.2. Mülga Tebliğde Ayrılma Hakkı Doğuran Önemli Nitelikteki İşlemler**

### **3.2.1 Sona erme kararı alınması**

Mülga tebliğin 5/1-a hükmünde ortaklıkların kendi tüzel kişilikleri ile ilgili sona erme kararı alması önemli nitelikte işlem olarak sayılmışsa da getirilen yeni düzenleme ile sona erme kararı önemli nitelikte işlem olmaktan çıkarılmıştır.

Anonim ortaklıklarda sona erme sebepleri fesih ve infisah olmak üzere iki şekilde karşımıza çıkabilir.<sup>196</sup> Çalışma konumuzun dışına çıkmamak amacıyla sona erme

---

<sup>196</sup> Bahtiyar, s. 378; Bilgili/Demirkapı, Şirketler Hukuku Dersleri, s. 378.



sebeplerinden olan fesih ve infisah hallerinin detayına inmek istememekle birlikte mülga düzenlemede fesih ve infisah nedenleriyle sona erme kararı alan anonim ortaklıklarda yeni yapılan düzenleme ile artık ayrılma hakkının kullanılması mümkün değildir.

Kanunda düzenlenen sona erme kararı alınmasının sebeplerinden olan genel kurulca fesih kararı alınması özellikle halka açık anonim ortaklıklar yönünden düşünüldüğünde verilen fesih kararı ile pay sahibinin beklentilerini yok edecek olması, fesih kararı sonrasında borsada paylarının talep görmeyeceği, payın değerinin payın adil değerinin çok altında kalacak olması ihtimali<sup>197</sup> gibi durumlar söz konusu olabileceğinden genel kurulca alınacak fesih kararının önemli nitelikteki işlem sayılmaması ve dolayısıyla ayrılma hakkı doğurmayacak olması sorun yaratmaktadır. Diğer bir deyişle her ne kadar kanunda sayılan diğer fesih ve infisah hallerinin önemli nitelikteki işlem sayılmaması ve bu nedenle ayrılma hakkı doğurmaması kabul edilebilir olsa da genel kurulca alınan fesih kararı nedeniyle sona erme halinde, özellikle halka açık anonim ortaklık pay sahiplerinin aynı zamanda yatırımcı sıfatları bulunduğu da gözetildiğinde genel kurulca alınan fesih kararının önemli nitelikte işlem olarak sayılmaması kanunun pay sahiplerinin haklarını korumak noktasında zayıf kaldığının bir örneğidir.

### **3.2.2 Faaliyet konusu değişikliği**

Faaliyet konusunun önemli ölçüde değiştirilmesi mülga tebliğin 5/1-c maddesinde önemli nitelikte işlem olarak addedilmişti. Faaliyet konusu, ya da TTK'da yer aldığı isimle işletme konusu<sup>198</sup>, kanunda tanımı verilmemiş olmakla, öğretilerde şirketin faaliyet alanını ifade etmektedir.<sup>199</sup>

Faaliyet konusu, anonim ortaklıkların esas sözleşmesinde yer alması gereken zorunlu unsurlar arasındadır. Faaliyet konusu ve şirket amacı, her ne kadar amaç ve konu kavramları birbirinden farklı anlamlara gelmekteyse de birbiriyle bağlantılıdır. Anonim

<sup>197</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.289.

<sup>198</sup> Manavgat, s. 302; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s. 302.

<sup>199</sup>Sevilay Uzunallı, Anonim Şirkette İşletme Konusu (1. Baskı Adalet Yayınları2013), s.5; Vuraloğlu, Ayrılma, s.303

ortaklıklarda amaç, ortaklığın nihai hedefi olmakla faaliyet konusu ise bu nihai hedefe ulaşmak adına gerçekleştirilen faaliyetleri kapsar.<sup>200</sup>

Ortaklığın faaliyet konusunun esas sözleşmede belirtilmesinin kanuni bir zorunluluk olmasının yanı sıra esas sözleşmede faaliyet konusunun belirlenmesi birçok açıdan fayda sağlamaktadır. Faaliyet konusunun esas sözleşmede belirtilmesinin en büyük faydalarından birisi de pay sahiplerinin korunmasıdır.<sup>201</sup> Esas sözleşmede faaliyet konusunun belirlenmesi ile pay sahipleri, ortaklığın yönetim ve temsil organının iç ilişkideki görev ve yetkisinin kapsamını da çizmiş olur.

Faaliyet konusu değişikliği, yalnızca genel kurulun onayıyla gerçekleştirilememektedir. Faaliyet konusu değişikliği yapılabilmesi için esas sözleşme değişikliği kararı alınması gerekmektedir. Daha başka bir deyişle, faaliyet konusu değişikliği için esas sözleşme değişikliği kararına ihtiyaç duyulması, yönetim ve temsil organının kendi gücüne dayanarak ortaklığın iktisadi temellerini düzenlemesinin önüne geçmektedir.<sup>202</sup>

Faaliyet konusunun, anonim ortaklıktaki yeri son derece önemli olmakla, faaliyet konusu değişikliği için esas sözleşme değişikliği kararı alınması gerekliliği ve alınacak bu karar için ağırlaştırılmış yetersayılar öngörülmesi de önemi ortaya koyar niteliktedir. Keza, faaliyet konusunun pay sahiplerini koruma yönünden de etkileri büyük olduğundan önceki tebliğde esas sözleşme değişikliğine bağlı faaliyet konusu değişikliği önemli nitelikte işlem sayılmıştı. Mülga tebliğe göre ortaklığın faaliyet konusunu önemli derecede değiştirme kararı alınan hallerde bu karar önemli nitelikte işlem sayılır ve ayrılma hakkı doğururdu.

Yeni gelen düzenleme ile ise faaliyet konusu değişikliği önemli nitelikte işlem olarak sayılmamış olup bu halde esas sözleşme değişikliğine bağlı olarak faaliyet konusu değişikliğine ilişkin kararlarda pay sahibine ayrılma hakkı doğmayacaktır. Yukarıda açıklandığı üzere, faaliyet konusunun esas sözleşmede belirlenmesi, ortaklığın yönetim ve temsil organının iç ilişkideki görev ve yetkisinin kapsamını çizdiğinden, yönetim ve temsil organının kendi gücüne dayanarak ortaklığın iktisadi temellerini düzenlemesinin

---

<sup>200</sup> Uzunallı s.8, Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.303.

<sup>201</sup> Uzunallı, s.22.

<sup>202</sup> Uzunallı s.24.

önüne geçtiğinden pay sahiplerini koruyucu bir düzenlemedir. Burada yeni düzenleme ile faaliyet konusu değişikliğinin önemli nitelikte işlem sayılmayarak pay sahiplerine ayrılma hakkı doğurmaması pay sahiplerinin korunmasının bir nebze olsa bile önüne geçmektedir. Belirtmek gerekir ki mülga tebliğde faaliyet konusu değişikliğinin önemli nitelikte işlem sayılabilmesi için faaliyet konusunun önemli ölçüde değiştiriliyor olması aranmaktaydı. Bir başka deyişle mülga tebliğde de her faaliyet konusu değişikliği önemli nitelikte işlem sayılmamış yalnızca konunun önemli ölçüde değiştirildiği hallerde -ki önemlilik ölçütü mülga tebliğin altıncı maddesinin dördüncü fıkrasında açıklanmıştır- söz konusu olmuştur. Öte yandan esas sözleşme değişikliği kararı için aranan yetersayı ağırlaştırılmış yetersayı olarak belirlenmiştir. Bununla birlikte halka açık anonim ortaklıkların esas sözleşme değişiklikleri de SPK'nın iznine tabiidir. Ancak yine de yeni düzenleme ile faaliyet konusu değişikliğinin önemli nitelikte işlem sayılmayarak ayrılma hakkı doğurması pay sahiplerinin haklarını zedeleyici niteliktedir.

### **3.2.3 Borsa kotundan çıkma kararı alınması**

Ortaklığın borsa kotundan çıkma kararı alması yeni düzenlemede ayrılma hakkı doğuran önemli nitelikteki işlem olarak sayılmamıştır. Anonim ortaklığın borsa kotundan çıkma kararı almasından bahsedebilmek için öncelikle sermaye piyasası araçlarının borsada işlem görebilmesi için kotasyona işleminin gerçekleştirilerek borsa kotuna alınması gerektiğini söylemek gerekir. Kotasyon ise, bir anonim ortaklığa ait menkul kıymetlerin borsa listesine kabul edilmesidir.<sup>203</sup> Anonim ortaklığın borsa kotuna alınabilmesi için Borsa İstanbul A.Ş.'nin Kotasyon yönergesinde<sup>204</sup> yer alan şartları yerine getirmesi gerekmektedir. Söz konusu şartlar yerine getirildikten sonra Borsa İstanbul A.Ş.'ye kotasyon başvurusunda bulunulur. Borsa İstanbul A.Ş., gerekli belgelerin kendisine ibraz edilmesinden itibaren yirmi iş günü içerisinde başvuruyu değerlendirir ve karara bağlar. Kotasyon başvurusu kabul edilen, ortaklıklar borsaya kote olur.

Borsa kotundan çıkarılma ise, ortaklığın kendi isteği ile veya birtakım nedenlerle SPK tarafından piyasa dışında bırakılmasıdır. Ortaklıkların borsa kotundan çıkarılma işlemini gerçekleştirmek istemesinin ortaklıkla ilgili özel ya da faaliyet gösterdikleri piyasaya

<sup>203</sup> Memiş/ Gökçen, s.97; Adıgüzel, Ayrılma, s. 25.

<sup>204</sup> [https://borsaistanbul.com/files/kotasyon\\_yonergesi.pdf](https://borsaistanbul.com/files/kotasyon_yonergesi.pdf)

ilişkin genel nedenleri olabilir. Ortaklıklar, borsa kotunda bulunan sermaye piyasası araçlarının mevzuat çerçevesine kottan çıkarılması isteğiyle Borsa İstanbul A.Ş.'ye başvurabilirler. Mevzuatta düzenlenen sürecin tamamlanması ile ortaklık, yönetim kurulu kararı ile borsa kotundan çıkarılır. Bununla birlikte, Borsa İstanbul A.Ş. veya piyasa işleticisi, kendi düzenlemelerinde belirtmiş olduğu durumların vuku bulması halinde, söz konusu sermaye piyasası aracının işlem görmesini durdurabilmesinin yanı sıra ortaklığı borsa kotundan da çıkarabilir. Borsa İstanbul A.Ş. kotasyon yönetmeliğinde belirlenen durumların varlığı halinde de yönetim kurulu kararı ile kottan çıkarma kararı alınabilir. SPK'nın ortaklığı borsa kotundan çıkarma yetkisi ise pek tabii saklıdır.

Yeni düzenlemede borsa kotundan çıkma kararı alınmasının ayrılma hakkı doğurmadığını tekrarlar, mülga düzenlemede de ortaklığın kendi iradesiyle aldığı genel kurul kararı haricindeki nedenlerle borsa kotundan çıkma kararı sonucunda pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanması söz konusu olmamaktaydı. Mülga Tebliğin 8. Maddesinde borsa kotundan çıkma amacıyla Borsa İstanbul A.Ş.'ye başvurmak için ön şart olarak, pay alım teklifi sonucunda ya da birlikte hareket etmek de dahil, herhangi bir şekilde doğrudan veya dolaylı olarak oy haklarının yüzde doksan beş ya da daha fazlasına tek başına veya birlikte hareket edilen kişilerle beraber sahip olunması gösterilmişti.<sup>205</sup>

Belirtmek gerekir ki mülga tebliğde önemli nitelikte işlem olarak sayılan borsa kotundan çıkma yalnızca ortaklığın kendi iradesi ile aldığı genel kurul kararı ile gerçekleştirilecek işlemi işaret etmektedir.<sup>206</sup> Ancak getirilen yeni düzenleme ile, ortaklığın borsa kotundan çıkma kararı alınması önemli nitelikte işlem olarak sayılmamıştır.

Kanımızca, ortaklığın borsa kotundan çıkma kararı almasının yeni düzenlemede önemli nitelikte işlem olarak sayılmaması önceki düzenlemeye göre ayrılma hakkı yönünden bir eksiklik doğurmamaktadır. Zira, mülga düzenlemede, borsa kotundan çıkmak üzere başvuruda bulunabilmek için, pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dahil olmak üzere, herhangi bir şekilde ortaklığın doğrudan veya dolaylı olarak oy haklarının yüzde doksan beş veya daha fazlasına tek başına ya da birlikte hareket ettiği kişilerle birlikte sahip olunması ön koşul olarak açıklanmıştır.<sup>207</sup> Bunun yanı sıra, eski

---

<sup>205</sup> Adıgüzel, Ayrılma, s.25.

<sup>206</sup> Adıgüzel, Ayrılma, s.25.

<sup>207</sup> Adıgüzel, Ayrılma, s.25, Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.320 .

düzenlemede, bazı önemli nitelikteki işlemler için bu işlemlerden yararlanacak olan kişiler tarafından pay alım teklifinde bulunulması zorunluluğu öngörülmüştür. Borsa kotundan çıkma kararı alınması da pay alım teklifinde bulunulması zorunluluğu öngörülen önemli nitelikteki işlem olarak belirtilmiştir.

Bu doğrultuda, borsa kotundan çıkma kararı alınmasının yeni düzenlemede önemli nitelikte işlem olarak sayılmaması önceki tebliğe göre pay sahibinin haklarını daha fazla zarara uğratmamıştır. Keza borsa kotundan çıkma kararı her ne kadar önemli nitelikte işlem olarak sayılmışsa da tebliğin diğer düzenlemeleri dolayısıyla borsa kotundan çıkma kararı alınması neticesinde pay sahibi ayrılma hakkını kullanamamaktadır. Bu başlık altında son olarak değinmek gerekir ki ortaklığın borsa kotundan çıkması, Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği<sup>208</sup>,<sup>208</sup>nde yer alan düzenlemeler çerçevesinde satma ve çıkarma haklarının kullanılmasıyla mümkün olabilecektir.

---

<sup>208</sup> RG 12.11.2014/29173

## 4. AYRILMA HAKKI

### 4.1 Ayrılma Hakkını Kullanabilecek Pay Sahipleri ve Ayrılma Hakkının Kullanılabileceği Paylar

Pay sahibinin ayrılma hakkını kullanabilmesi için atması gereken ilk adım önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kurul toplantısına katılarak önemli nitelikteki işleme ilişkin olumsuz oy kullanarak bu muhalefetini toplantı tutanağına işletmesidir. Gerek kanunda gerekse ikincil düzenlemede önemli nitelikteki işleme ilişkin alınacak karara olumsuz oy verme şartı aranmış olduğuna göre, karara karşı çekimser kalan ya da olumlu oy veren pay sahiplerinin ayrılma hakkı doğmayacağını söylemek gerekir.<sup>209</sup>

Ortaklığın bir genel kurul içerisinde birden fazla önemli nitelikte işlem niteliğini haiz karar alması da muhtemeldir. Bu durumda pay sahibi kendisine ayrılma hakkı tanınmasını istediği önemli nitelikteki işleme dair olumsuz oy kullanmalı ve her olumsuz oyu için muhalefet şerhini toplantı tutanağına işlenmesini sağlamalıdır. Önemli Nitelikte İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin m.9/3 hükmünde "Aynı genel kurul toplantısında birden fazla önemli nitelikteki işlemin görüşülmesi durumunda her işlem için ayrı gündem maddeleri hazırlanır." Denmektedir. Yine aynı tebliğin m.14/4 hükmünde "Aynı genel kurul toplantısında birden fazla önemli nitelikteki işlemin görüşülecek olması durumunda pay sahibine ödenecek ayrılma hakkı bedeli, pay sahibinin ayrılma hakkına sahip olduğu tüm önemli nitelikteki işlemler kapsamında, her bir işlem için hak kazanılan pay tutarları da dikkate alınarak, en yüksek fiyattan başlanarak hesaplanır." düzenlemesi mevcuttur. Tebliğin ilgili hükümlerinden anlaşıldığı üzere, aynı genel kurulda birden fazla önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alınması halinde sürecin tüm önemli nitelikteki işlemler bakımından bir bütün halinde değil de her bir önemli nitelikteki işlem için ayrı ayrı işleyeceği ortaya çıkmaktadır. Bu halde, pay sahibinin yapması gereken de ayrılma hakkını kullanmak istediği her önemli nitelikteki işlem için bir bütün olarak değil de ayrı ayrı olumsuz oy kullanması ve bu muhalefetini toplantı tutanağına ayrı ayrı şerh ettirmektir.

---

<sup>209</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s. 205; Sönmez s. 118; Adıgüzel, Ayrılma, s. 33.

SerPK, genel kurul toplantısına katılmayan ve dolayısıyla önemli nitelikteki işleme ilişkin olumsuz oyunu muhalefet şerhiyle toplantı tutanağına işletemeyen pay sahipleri için bir istisna öngörmüştür. Buna göre, eğer ki pay sahibinin önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alınacak genel kurul toplantısına katılmasına ya da genel kurul toplantısında oy kullanmasına haksız bir şekilde izin verilmemiş, genel kurul toplantısına dair çağrı usulüne uygun gerçekleştirilmemiş ya da genel kurul gündemi usulüne uygun şekilde ilan edilmemişse pay sahibinin önemli nitelikteki işleme ilişkin olumsuz oy kullanma ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işletme şartı aranmaksızın ayrılma hakkını kullanabilmesine imkan tanınmıştır.<sup>210</sup> Nitekim Önemli Nitelikte İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin m.11/5 hükmünde de kanundaki istisna tekrar edilmiştir. Öğretide, kanunda ve ikincil düzenlemede buna ilişkin açık bir hüküm bulunmamasına rağmen, pay sahibinin genel kurul toplantısına katıldığı halde oyunu kullanmasına haksız bir biçimde engel olunan veya taleplerine karşın muhalefet şerhi toplantı tutanağına işletilmeyen pay sahibinin de ayrılma hakkından faydalanabilmesi gerektiği yönünde görüşler mevcuttur.<sup>211</sup>

Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için hakkı kullanacak tarafın, önemli nitelikteki işleme dair karar alacak halka açık anonim ortaklıkta pay sahibi sıfatıyla bulunması gerekmektedir.<sup>212</sup> Pay sahipliği sıfatının hangi safhada var olması gerektiği ise tebliğin 11. Maddesinin 2. Ve 3. fıkralarında açıklanmıştır. Buna göre, payları borsada işlem gören ortaklıklar yönünden, ayrılma hakkına haiz olan pay sahiplerinin belirlenmesi noktasında önemli nitelikteki işleme dair alınan yönetim kurulu kararının kamuya açıklanma tarihi esas alınacaktır. Eğer ki önemli nitelikteki işlem söz konusu yönetim kurulu kararının kamuya açıklanmasından önce herhangi bir şekilde ortaklık ya da ortaklık yetkilileri tarafından kamuya açıklama yapılmışsa bu halde yönetim kurulu öncesinde yapılmış olan açıklama esas alınacaktır. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar yönünden ise ayrılma hakkına sahip olan pay sahiplerinin tespiti noktasında önemli nitelikteki işlemin görüşüldüğü genel kurul toplantı tarihine bakılacaktır.<sup>213</sup> Bu durumda, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda, önemli nitelikteki işleme dair

---

<sup>210</sup> Günel/Okat s.180 vd.

<sup>211</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.211; Adıgüzel, Ayrılma, s.34-35.

<sup>212</sup> Kaya, s.102.

<sup>213</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.190.

kamuya açıklama yapılması anından işlemin görüşüleceği genel kurul tarihine kadar alım yapan pay sahipleri yaptığı bu alımlar için ve kamuya açıklanma tarihinde pay sahibi olmayıp da önemli nitelikteki işleme dair kamuya açıklanma tarihinden sonra pay sahipliği sıfatına haiz olan kişiler de aldıkları paylar yönünden ayrılma hakkını kullanabilecektir.<sup>214</sup>

Payları borsada işlem gören ortaklıklar bakımından hak sahipliğinin belirlenmesi noktasında işlemin kamuya açıklandığı tarihteki pay sahiplerinin anılan tarih itibariyle takasın tamamlanmasına bakılmaksızın eşleşmiş emirler de dahil edilerek sahip olduğu paylar yönünden ayrılma hakkına sahip olduğu düzenlenmiştir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.11/2). Bu doğrultuda, pay sahiplerinin ayrılma hakkına konu edebilecekleri pay tutarlarının belirlenmesinde, önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarih itibariyle sahip oldukları paylardan, önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kurul tarihine kadar yapılan satışların son giren ilk çıkar esasına göre ve gün sonundaki net bakiyeler üzerinden düşülmesi şeklinde ilerleneceği Uygulama Rehberi'nin beşinci maddesinde açıklanmıştır.<sup>215</sup> O halde, ayrılma hakkının kullanılması sonucunda her zaman pay sahibinin ortaklıkla ilişkisinin sona ereceğini söylemek doğru olmayacaktır. Zira, önemli nitelikteki işleme kamuya açıklama yapılmasının akabinde alıma devam eden pay sahibi yalnızca önemli nitelikteki işlemin kamuya duyurulduğu tarihteki payları yönünden ayrılma hakkını kullanabilecektir.<sup>216</sup> Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin 8/2 maddesine göre kamuya açıklamanın borsa pay piyasası işlem saatleri dışında yapılması gerektiği belirtilmiş, Uygulama Rehberi'nde ise bu hususa ilişkin olarak kamuya açıklamanın işlem saatleri içinde yapılmış olması halinde dahi, hak sahipleri ve pay tutarlarının belirlenmesinde anılan tarih itibariyle takasın tamamlanmasına bakılmaksızın gün sonunda eşleşen tüm emirlerin dikkate alınacağı açıklanarak tebliğde yer alan kurala uyulmaması halinde nasıl hareket edileceği açıklığa kavuşturulmuştur.<sup>217</sup> Payları borsada işlem gören ortaklıklar yönünden ayrılma hakkına sahip pay sahipleri ve bu pay sahiplerinin ayrılma hakkına konu edebilecekleri

---

<sup>214</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.190.

<sup>215</sup> Uygulama Rehberi'nin 5. Maddesinde ayrıca, pay sahibinin önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklanmasından sonra aldığı payları için ayrılma hakkı doğmayacağı, önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihten sonra sattığı paylar yönünden de söz konusu paylar geri alınsa dahi ayrılma hakkına konu edilemeyeceği belirtilmiştir.

<sup>216</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.191.

<sup>217</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.190.



pay tutarlarını gösteren liste Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. tarafından hazırlanır. MKK tarafından hazırlanan bu liste, genel kurul toplantısından bir önceki iş günü genel kurul yapacak ortaklığa teslim edilir.<sup>218</sup>

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar yönünden ise, payların likiditesinin düşük olduğu ve payların borsa fiyatlarının bulunmadığı göz önünde bulundurularak önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alınacak genel kurula katılan tüm ortakların tüm payları yönünden ayrılma hakkını kullanacağı düzenlenmiştir. Diğer bir deyişle, genel kurul toplantı tarihinde pay sahipliği sıfatına haiz kişiler genel kurul toplantı tarihinde sahibi oldukları tüm paylar yönünden ayrılma hakkı kullanılacaktır.

Ayrılma hakkı kullanımı pay sahipliğine bağlı bir hak olduğu söylenmişti.<sup>219</sup> Pay sahibinin ayrılma hakkını sahip olduğu tüm paylar yönünden kullanabileceği de yukarıda<sup>220</sup> açıklanmıştır. Ancak burada payın sınırlandırıldığı hallerin ayrılma hakkına bir etkisi bulunup bulunmadığına değinilmelidir. Örneğin, ortaklık paylarının maddi değere sahip olması ve devredilebilir özellikte olmaları nedeniyle, payın teminat işlemine konu edilmesi hatta özellikle pay üzerinde rehin hakkı kurulması ticari hayatta karşılaşılan bir durumdur. Pay üzerinde kurulan rehin hakkı, anonim ortaklık payının pay sahipleri haklarını temsil ettiği düşünüldüğünde, pay sahipliği hakları üzerinde kurulmuş olur.<sup>221</sup> Anonim ortaklık payı üzerinde rehin kurulması ile, pay sahipliği sıfatında bir değişiklik olmayacaktır. Diğer bir deyişle pay üzerinde lehine rehin hakkı tesis edilen kişi, pay sahibi sıfatına haiz olmaz. Lehine rehin hakkı tesis edilen kişi, yalnızca rehin tesisi ile teminat altına alınmış olan alacağını tahsil edemediği durumda, rehin konusu payı paraya çevirme yetkisine sahip olur.<sup>222</sup> Açıklandığı üzere, pay üzerinde rehin hakkı tesis edilmesi halinde pay sahipliği sıfatında herhangi bir değişiklik oluşmayacağından ve lehine rehin tesis edilen kişinin yetkisinin yalnızca alacağını tahsil edemediği durumda rehinli payı paraya çevirme ile sınırlı olduğundan rehin hakkı sahibinin ayrılma hakkı talebinde bulunması mümkün değildir. Rehin hakkının işlevi, alacağı teminat altına

---

<sup>218</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.190.

<sup>219</sup> Bkz. Bölüm 1, 1.3.

<sup>220</sup> Bkz. Bölüm 3, 3.1.

<sup>221</sup> Mehmet Serkan Ergüne, 'Anonim Şirket Payı Üzerinde Rehin Hakkı Kurulması' (2016) 74(2) İÜHFİM 151, s.740.

<sup>222</sup> Ergüne s.742.

almaktan ibarettir. Rehinli alacaklının genel kurula katılma ve genel kurulda oy kullanma yetkisi bulunmamaktadır.

Payın konu edildiği saklama sözleşmeleri, payın kullanım ödücü sözleşmesine konu edilmesi hallerinde de oy hakkı pay sahibinde kaldığından payı elinde bulunduranın ayrılma hakkını kullanması söz konusu olamayacaktır.<sup>223</sup> Zira payın bu minvalde sözleşmelere konu edildiği hallerde de payı elinde bulunduranın genel kurula katılma ve genel kurulda oy kullanma yetkisi bulunmamaktadır.

Payın bir intifa hakkına konu edilmesi de mümkündür. Üzerinde intifa hakkı bulunan paya ilişkin oy hakkı yasal düzenleme gereği intifa hakkı sahibine aittir.<sup>224</sup> Ancak Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Tebliği m.11/6'da açıkça, üzerinde intifa hakkı bulunan paya ilişkin olarak oy hakkının da intifa hakkı sahibi tarafından kullanıldığı durumlarda, intifa hakkı sahibinin ayrılma hakkını kullanamayacağı belirtilmiştir. Paya ilişkin olarak ayrılma hakkı kullanılmak isteniyorsa bu halde pay sahibinin asaleten yahut vekaletname ile yetkilendirdiği temsilcisinin, ayrılma hakkına konu önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kurul toplantısına katılması ve olumsuz oyu ile muhalefet şerhini toplantı tutanağına işletmesi gerekecektir. Ayrılma hakkı kullanımının yönetime katılma hakkı olarak değil malvarlıksal bir hak olarak bulunması, bununla birlikte ayrılma hakkının kullanılması ile ortaklık ile pay sahibi arasındaki ilişkinin sona ereceği düşünüldüğünde de zaten ayrılma hakkının intifa hakkı sahibi tarafından kullanılmayacağı sonucuna varılmalıdır.<sup>225</sup>

Ortaklık payının birden çok kişiye ait olması halinde, payın bölünmezliği ilkesi de hatırlandığında payın sağladığı hakların bir bütün olduğu ve ayrı kişiler tarafından kullanılması mümkün olmadığından paya ilişkin haklar payın ait olduğu kişilerin müşterek temsilcisi aracılığıyla kullanılabilir.<sup>226</sup> Bu halde, payın birden fazla kişiye ait olduğu durumlarda ayrılma hakkı kullanılabilir ancak ayrılma hakkına ilişkin önemli

---

<sup>223</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.179.

<sup>224</sup> Sönmez, s.68; Abuzer Kendigelen, Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı (1. Bası Beta Yayınları 1994), s.270; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.180; Kaya, s.105.

<sup>225</sup> Sönmez, s. 68-69; Kaya, s.106.

<sup>226</sup> Bahtiyar, s. 277.

nitelikte karar alınacak toplantıya bu paya sahip olanların müşterek temsilcisinin katılarak olumsuz oya dair muhalefet şerhini toplantı tutanağına işletmesi gerekecektir.

Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için genel kurulda olumsuz oy kullanarak muhalefetini tutanağına işletmek gerektiğinden hakkın kullanımı için oy hakkına sahip olunması gerekmektedir. Mülga kanundan farklı olarak TTK'da oysuz pay sahibi bulunmamaktadır ancak oy hakkının sınırlandırılması mümkündür. Önemli Nitelikte İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin m.12/4 düzenlemesinde payların tamamı için ayrılma hakkının kullanılacağı öngörüldüğünden esas sözleşme ile oy sayısı sınırlandırılmış olsa dahi pay sahibinin tüm payları yönünden ayrılma hakkını kullanacağı kabul edilmelidir.<sup>227</sup> Ancak SerPK m. 29/6'da, halka açık ortaklıkların önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alınacak genel kurul toplantısında TTK'nın 436. Maddesine göre taraf olan ortakların bu işlemlerin onaylanacağı genel kurul toplantılarında oy kullanamayacağı düzenlenmiştir. Buna Paralel olarak Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Tebliği'nin m.10/3 hükmünde de önemli nitelikteki işleme TTK m.436'ya göre taraf olan nihai kontrol eden pay sahibi statüsündeki gerçek kişiler veya bunların yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıkların, önemli nitelikteki işlemin gerçek kişilerin kendileri için doğrudan kişisel nitelikte sonuç doğurduğu durumlarda genel kurul toplantısında oy kullanamayacağı düzenlenmiştir. Tebliğ'de, kanuna ek olarak Tebliğ'in 4. Maddesinde yer alan birleşme, bölünme ve tür değiştirme işlemlerinin kişisel nitelikte sonuç doğurmayacağı da açıklanmıştır. Bu düzenlemelere göre, önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alınacak toplantıda, söz konusu önemli nitelikteki işlemin kendisine, eşine, altsoyu ve üstsoyuna veya bunların ortağı oldukları şahıs şirketleri ile hakimiyetleri altındaki sermaye şirketleri ile önemli nitelikteki işleme dair karar alacak ortaklık arasında kişisel nitelikte bir sonuç doğuracak toplantılarda oy kullanamayacaklardır. Ayrılma hakkını kullanabilmek adına, olumsuz oy kullanmak gerektiğinden ve açıklanan düzenleme uyarınca oy kullanamayacak olan pay sahibinin doğal olarak ayrılma hakkından yararlanamayacağını kabul etmek gerekir.<sup>228</sup>

---

<sup>227</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s. 193.

<sup>228</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.199; Sönmez, s. 205.

## 4.2 Ayrılma Hakkının Bedeli

### 4.2.1 Kullanım fiyatı

25.02.2020 tarihli ve 31050 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren “Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun”<sup>229</sup> ile SerPK’nun 24. Maddesi de değiştirilmiş ve ayrılma hakkı kullanım fiyatı olarak “adil bedel” uygulamasına geçilmiştir. SerPK m.24 “halka açık ortaklık bu payları pay sahibinin talebi üzerine, kurulca belirlenecek esaslara göre adil bir bedel üzerinden satın almakla yükümlüdür.” demek suretiyle adil bedel uygulamasının esaslarının SPK tarafından belirleneceğini hüküm altına almıştır.<sup>230</sup>

Kurul tarafından, piyasada iletilen görüşler ve ortaklık paylarının işlem gördüğü pazarlar yönünden esas alınan kriterler de göz önünde bulundurularak ayrılma hakkı fiyatının belirlenmesine ilişkin esaslarda da farklılık yaratılmıştır. Önemli Nitelikte İşlemler ve Ayrılma Tebliği’nin 14. Maddesi ile ayrılma hakkının kullanım fiyatına ilişkin açıklamalara yer verilmiştir. Buna göre, ayrılma hakkının kullanım fiyatı, önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarih itibariyle payları Borsa İstanbul A.Ş. Yıldız Pazar’da işlem gören ortaklıklar için bu tarihten önceki son bir aylık, diğer ortaklıklar için ise bu tarihten önceki son altı aylık dönem içinde borsada oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalaması olarak belirlenmiştir.<sup>231</sup>

Önceki düzenlemede ayrılma hakkı fiyatının belirlenmesinde, işlemin kamuya açıklandığı tarih sayılmamak üzere, işlemin kamuya açıklanma tarihinden önceki otuz günlük fiyatların düzeltilmiş ağırlıklı ortalamasının alınarak tespit edileceği belirtilmiş olup söz konusu düzenleme, sürenin ortaklıktan çıkış imkanı sağlayan diğer düzenlemelerde görülmediği şekilde kısa olduğu<sup>232</sup> ve fiyatın belirlenmesinde neden

---

<sup>229</sup> RG 25.02.2020/31050

<sup>230</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.194.

<sup>231</sup> Adıgüzel, Sermaye, s.90; Günal/Okat, s.185

<sup>232</sup> Vuraloğlu, Ayrılma s.407

kamuya açıklanma tarihinden önceki otuz günlük sürenin esas teşkil ettiği konusunda açıklık olmaması nedenleri<sup>233</sup> ile eleştirilmiştir.

Düzenlemeye getirilen yeniliklerle, ortaklıkların işlem gördüğü pazara göre düzeltilmiş ağırlıklı ortalama alınacak sürede farklılık yaratılmıştır. Borsa İstanbul A.Ş.'de Yıldız Pazar da işlem görmeyen ortaklıklar için düzeltilmiş ağırlıklı ortalama alınacak süre için son altı aylık dönem belirlenerek önceki düzenlemede sürenin kısalığı nedeniyle pay sahiplerinin haklarının tam karşılığını alamama ihtimallerinin bir nebze olsun önüne geçilmiştir. Yapılan bu düzenleme ile Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Tebliği'nde ilk kez işlem görülen pazara göre halka açık anonim ortaklıklar yönünden de ayırım yapılmış ve borsada işlem gören tüm ortaklıklar yönünden aynı hesaplama yöntemi kullanılarak fiyat tespiti yapılması uygulamasından vazgeçilmiştir.<sup>234</sup>

Önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklanma tarihinden kasıt ise, önemli nitelikteki işleme ilişkin alınan yönetim kurulu kararının açıklanma tarihidir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.11/2). Ancak söz konusu yönetim kurulu kararının kamuya açıklanmasından önce ortaklık ya da yetkilileri tarafından önemli nitelikteki işleme ilişkin herhangi bir şekilde kamuya açıklama yapılmış ise o halde kamuya açıklanma tarihi ortaklık ya da yetkililerinin önemli nitelikteki işleme ilişkin açıklama yaptığı tarih olarak kabul edilir. Önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklanması ile birlikte ortaklığın değerinde bir değişiklik yaşanması son derece muhtemel olup, önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararının kamuya açıklanmasından önce ortaklık ya da yetkilileri tarafından önemli nitelikteki işleme ilişkin herhangi bir açıklama yapılmış olması halinde bu tarihin kamuya açıklanma tarihi olarak kabul edilmesi, önemli nitelikteki işlemin piyasada doğurması muhtemel olan etkiden tepki görmemesinin sağlanmaya çalışılmasındandır.<sup>235</sup>

Payları borsada işlem gören ortaklıkların ayrılma hakkı kullanım fiyatı belirlenirken SerPK'nın "piyasa dolandırıcılığı" başlıklı 107. Maddesinde sayılan fiiller nedeniyle aynı maddede belirtilen veya SerPK'nın "Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı

<sup>233</sup> Gökçen Turan, '6362 sayılı Kanunda Halka Açık Ortaklık Pay Sahiplerine Tanınan Ayrılma Hakkı' (2014) 12(139) Legal Hukuk Dergisi 75, s.101

<sup>234</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.194.

<sup>235</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.413; Ölekli, s.247.

incelemelerinde Uygulanacak Tedbirler” başlıklı 101. Maddeleri kapsamında işlem yapılmasına ya da ekonomiyi veya sektörü etkileyen olağanüstü gelişmelerin varlığının kabulüne ilişkin karar alınmışsa bu kararlara dayanak teşkil eden süreçler ağırlıklı ortalamadan hariç tutulur. Bu süreç esnasında geçen süreler hesaplamaya esas alınan dönemin başına eklenmek suretiyle bir aylık ve altı aylık dönemler tamamlanır. Önemli nitelikteki işlemler ve Ayrılma Tebliği ile getirilen bu yeni düzenleme ile mülga tebliğden farklı olarak ayrılma hakkı kullanım bedelinin adil olarak hesaplanması açısından olumlu bir gelişme yaşanmış, piyasada gerçekleşen hukuksuz işlemler ya da olağanüstü gelişmelerin ayrılma hakkına konu payların değerine etki etmemiş hali ile bedel hesaplaması yönünden koruma sağlamıştır.<sup>236</sup>

Ayrılma hakkının fiyatının belirlenmesinde “ortaklık değerinin” dikkate alınmaması dolayısıyla güncel fiyatın her zaman adil değeri sağlamayacağı noktasında kurulun yapmış olduğu düzenlemeler eleştirilmiştir. Ayrılma hakkı doğuracak önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alınan dönemin, piyasanın iyi işlemediği veyahut birtakım sebeplerle fiyatın olağandan düşük olduğu döneme denk gelmesi durumunda pay sahibinin ayrılma hakkını kullanmaya zorlanmaya çalışılması ya da pay sahibi olarak kalmak zorunda olmasına neden olabilir.<sup>237</sup> Ortaklığın faaliyetleri, ortaklığın mali yapısı ve varlıkları bir süreç içerisinde değişkenlik gösterdiğinden payın değeri de bu süreç içerisinde değişmektedir.<sup>238</sup>

Bir ortaklığın halka açıklık oranının artması demek o ortaklıkta pay sahibi sayısının ve dolayısıyla ortaklığın kararlarında oy hakkına sahip ortakların sayısının da artması demektir. Bununla birlikte payların doğru fiyatlanabilmesi için yeterli derinlikte payın piyasada olması gerekmektedir. Söylenmek istenen şudur ki, ortaklıkların halka açıklık oranlarının yanı sıra ortaklık paylarının fiili dolaşım oranları da önem arz etmektedir. Halka açıklık oranının yüksek olmasına rağmen payların fiili dolaşım oranının düşük olması paylarda sağlıksız fiyat oluşumuna neden olur. Dolayısıyla, fiili dolaşım oranının düşük olduğu bir ortaklıkta payın borsadaki değerinin gerçek değerinden farklı yansımaları muhtemeldir.

---

<sup>236</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.195.

<sup>237</sup> Ölekli, s.247; Manavgat s.334

<sup>238</sup> Sönmez, s.124.

Ayrılma hakkının düzenlenme amaçlarından birinin de pay sahibinin payını devredememesi ya da payını uygun bir fiyatla devredememesinin önüne geçmek olduğundan, önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alınan tarihte payın değerinin birtakım sebeplerle normalden düşük olduğu durum için de yine pay sahibinin payını devredememesi ya da uygun bir fiyata devredememesi tehlikesinin önüne geçmek gayesi devam etmelidir. Ayrılma hakkı fiyatının, önemli nitelikteki işleme ilişkin kamuya açıklanma tarihinden belirli bir süre öncesine kadar olan fiyatlarının düzeltilmiş ağırlıklı ortalamasının alınarak belirleniyor olması, hakim ortağın önemli nitelikteki işleme ilişkin yapacağı zamanlama ile pay fiyatının normalden düşük olduğu bir döneme denk getirmesi ya da piyasa koşullarının pay sahibini endişelendirdiği bir döneme denk getirerek normal şartlar altında ayrılma hakkını kullanmayacak olan pay sahibinin ayrılma hakkını kullanmasına ya da tam tersi normal şartlarda ayrılma hakkını kullanacak olan pay sahibinin ortaklıkta kalmak zorunda olmasına neden olabilir. Bu halde, var olan bu düzenleme hukukumuzda ayrılma hakkının düzenlenmesinin temel amaçlarından uzaklaşmasına neden olabilecektir.

Ayrılma hakkının fiyatının belirlenmesinde ortaklığın değerinin dikkate alınmaması dolayısıyla güncel fiyatın her zaman adil değeri sağlamama ihtimali bulunmakla birlikte güncel durumun ortaklığın değerinden yüksek olması da bir ihtimaldir. Bu halde, ayrılma hakkının kullanılması ile pay sahibine ödenecek bedel ortaklığın değeri dikkate alınmak sureti ile yapılacak hesaplama sonucunda ortaya çıkacak rakamdan fazla olacaktır. Her ne kadar düzenleme, adil değer sağlanmaması yönünden eleştirilebilirse de duruma diğer yönden bakıldığında bu halde ortaklık, ayrılma hakkı bedeli olarak daha yüksek bir bedel ödemek durumunda kalacaktır.

Bir payın, borsadaki değerinin dış ekonomi, siyasi gelişmeler, piyasadaki manipülasyon ve spekülasyonlar gibi değişimine etki edecek birçok neden bulunmakta olup bu gibi durumların tamamını etkisiz hale getirebilecek bir düzenlemenin yaratılıp yaratılamayacağına ilişkin kesin bir şey söylemek mümkün değildir. Keza düzenleme ile, piyasa dolandırıcılığı, manipülasyon, ekonomiyi ya da sektörü etkileyen olağanüstü gelişmelerin yaşandığı dönemlerin hesaplamadan hariç tutulacağına ilişkin açıklamalara

da yer verilmiştir. Burada, Manavgat'ın da önerdiği üzere<sup>239</sup> hem piyasa fiyatına göre bir bedel hem de ortaklığın değerine göre bir bedel ortaya konarak bu iki seçenek arasından yüksek olanın ayrılma hakkı fiyatı olarak belirlenmesi, pay sahibinin menfaatlerinin korunması noktasında artı bir unsur teşkil edebilir. Nitekim, zorunlu pay alım teklifinde pay bedelinin belirlenmesinde buna benzer bir sistem mevcuttur. Zorunlu pay alım teklifinde çeşitli ihtimallere göre birtakım göstergeler belirlenmiş ve fiyatın bu göstergelerin en yüksek olanından düşük olamayacağı söylenmiştir. Kanaatimce de, borsa fiyatının her zaman adil değeri sağlamayacağı endişesinin önüne geçmek ve pay sahibinin menfaatlerini bir derece daha fazla koruyabilmek adına ayrılma hakkı bedelinin belirlenmesinde borsa fiyatının yanı sıra ortaklığın değerine dayalı bir hesaplama da yapılarak bu iki göstergedeki yüksek olanının ayrılma hakkı fiyatı olarak belirlenmesi hakkaniyetli olacaktır. Ancak bu kez de pay sahibine en yüksek değer ödenmesi gayesiyle hareket edilmesinin ortaklığın çıkarlarına etkisi göz ardı edilmiş olacaktır. Her ne kadar ayrılma hakkı ile pay sahibinin menfaatlerini korumak hedeflenmekteyse de ortaklık ve pay sahipleri arasında menfaat dengesinin bozulması ihtimali de bulunmaktadır.

Bununla birlikte, bir aylık ve altı aylık dönemlerin hesaplanmasına ilişkin olarak, aynı genel kurul toplantısında birden fazla önemli nitelikteki işlem görüşüldüyse ayrılma hakkını kullanan pay sahibine ödenecek ayrılma hakkı bedeli, pay sahibinin ayrılma hakkına sahip olduğu tüm önemli nitelikteki işlemler kapsamında her bir işlem için hak kazanılan tutarlar da dikkate alınmak suretiyle en yüksek fiyattan başlanarak hesaplanır.<sup>240</sup> Uygulama Rehberi'nde de konuya ilişkin olarak yedinci maddede, tebliğ hükmüyle paralel açıklama yapıldıktan sonra hesaplamaya ilişkin örnek verilerek tebliğin uygulanmasında yaşanabilecek kafa karışıklıklarının önüne geçmiştir.

Her ne kadar 25.02.2020 tarihli ve 31050 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren "Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" ile adil bedel uygulamasına geçilmişse de, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar bakımından ayrılma hakkı fiyatının tespitinde değerlendirme raporu hazırlanmasına ilişkin

---

<sup>239</sup> Ayrılma hakkı fiyatının belirlenmesine ilişkin olması gereken düzenleme önerisi bakımından bkz: Manavgat, s.332-334.

<sup>240</sup> Ölekli s.247; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.418; Adıgüzel, Ayrılma Hakkı, s.43; Manavgat, s. 337.



uygulama geçerliliğini korumaya devam etmiştir. Önceki düzenlemeden farklı olarak, değerlendirme raporuna ek bir rapor daha hazırlanması gerekliliği öngörülmüştür meğer ki değerlendirme raporunun esas alınacağı tarihten itibaren genel kurula kadar geçen sürede ortaklığın değerini etkileyecek gelişmeler yaşansın. Ek rapor hazırlanmasına ilişkin düzenleme ile, yine ayrılma hakkı bedelinin belirlenmesinde süreç içerisinde yaşanacak gelişmelerin pay değerini etkileme ihtimalinin önüne geçilmek istenmiştir. Keza tebliğin en büyük gayelerinden biri de ayrılma hakkına konu payların, ayrılma hakkının kullanımına sebep doğuran önemli nitelikteki işlemin yaratacağı olumsuz etkilerden arıtılmasıdır.<sup>241</sup>

Payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklarda ayrılma hakkının belirlenmesi için hazırlanacak değerlendirme raporu SPK'nın ilgili düzenlemelerine göre alınacaktır.<sup>242</sup> Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için yapılacak ayrılma hakkı kullanım fiyatı tespiti için hazırlanacak değerlendirme raporunda da yönetim kurulu kararının kamuya açıklanma tarihi esas alınır (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.14/2). Önemli nitelikteki işleme ilişkin genel kurul toplantısında, hazırlanan bu değerlendirme raporunun tamamı ya da özeti, genel kurul gündemiyle birlikte açıklanmalıdır. Eğer ki hazırlanmış olan değerlendirme raporunun tarihi ile önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alınacak genel kurul tarihi arasında ortaklığın değerini etkileyecek bir değişiklik meydana gelirse, bu halde değerlendirme kuruluşu söz konusu değişikliğin ayrılma hakkı kullanım fiyatına etkisini gösteren ek bir rapor hazırlayarak genel kurula sunmalıdır (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.14/2). Değerleme kurulunca hazırlanan ek rapor ile ayrılma hakkının kullanım fiyatının etkilendiğine kanaat getirilirse bu durumda ayrılma hakkı fiyatı ek rapor ile belirlenen fiyat üzerinden kullanılır.<sup>243</sup>

Ayrılma hakkı fiyatı belirlenirken alınacak değerlendirme raporunun ya da düzeltilmiş ağırlıklı ortalama hesaplama yapılacak süre için kamuya açıklanma tarihinin esas alınması, fiyatın önemli nitelikteki işlem açıklamasından etkilenmesinin önüne geçmek gayesiyledir. Bakıldığında, kamuya açıklanma tarihinin yönetim kurulu karar tarihi olması ancak önemli nitelikteki işleme ilişkin herhangi bir şekilde yönetim kurulu

<sup>241</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.15.

<sup>242</sup> Adıgüzel, Ayrılma, s.42; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.409-410; Ölekli, s.247; Adıgüzel, Sermaye, s.90.

<sup>243</sup> Adıgüzel, Sermaye, s.90.

kararından önce kamuya açıklama yapılmışsa bu tarihin esas alınacağına ilişkin düzenleme ya da SerPK'nın 107. Ve 101. Maddesindeki eylemler dolayısıyla SerPK'nın 101. Maddesi kapsamında işlem yapılmış veya ekonomiyi ya da sektörü kötü etkileyen olağanüstü gelişmelerin varlığının kabulüne ilişkin alınan bir karar varsa bu kararlara dayanak teşkil eden süreçlerin ağırlıklı ortalamadan hariç tutulacağına ilişkin düzenlemeler, ayrılma hakkı fiyatının belirlenmesinde değere etki edebilecek negatif durumların engellenerek pay sahiplerinin hakkını korumaya yöneliktir.

Bu hususta, önemli nitelikteki işlemin hiç kamuya açıklanmadığı ihtimalden de bahsetmek gerekir. Yapılan düzenleme ile bu durumun pay sahibinin haklarında yaratacağı olumsuzluğun da önüne geçilmek istenmiş ve bu halde kamuya açıklanma yapılması gereken tarihin başlangıç olacağı kabul edilmiştir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.11/2). Düzenleme ile, ortaklığın kamuya açıklama yapmadığı hallerde de fiyatın hesaplanmasındaki başlangıç tarihi belirtilerek hiç açıklama yapılmama durumunun pay sahibine vereceği muhtemel zararın önüne geçilmiştir.<sup>244</sup>

Ortaklığın birden fazla önemli nitelikteki işleme ilişkin açıklama yaptığı ihtimalde ise ayrılma hakkı fiyatı hesaplanırken başlangıç tarihi olarak ilk açıklama tarihi esas alınacaktır.<sup>245</sup> İlk açıklama tarihinin esas alınması da yine fiyatın önemli nitelikteki işleminden etkilenmemiş hali ile belirlenmesidir.

#### **4.2.2 Ayrılma hakkı bedeline ilişkin tespit davası**

Ayrılma hakkı fiyatının belirlenmesine ilişkin olarak mevzuatta geniş açıklamalara yer verilmiş olmasına rağmen ayrılma hakkı fiyatının hesaplanmasında hesaplamanın gereği gibi yapılmamış olması ihtimaline ilişkin özel bir düzenleme ortaya konmamıştır. Yukarıda, ayrılma hakkı fiyatının belirlenmesinde adil bedel uygulamasına geçilmiş olduğu ve fiyatın belirlenmesine ilişkin usul ve esaslar açık bir şekilde anlatılmıştır ancak TTK'daki düzenlemelerin aksine SerPK'da pay sahiplerinin ayrılma hakkı fiyatının "adil

---

<sup>244</sup> Manavgat s.335; Adıgüzel, Ayrılma, s.42-43; Önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklanmadığı durumlarda kamuya açıklanması gereken tarihin başlangıç tarihi olarak öngörülmesinin varsayımsal bir belirleme olduğu ve ayrılma hakkının amacına aykırı olduğu noktasında bkz. Manavgat, s.335-336.

<sup>245</sup> Ölekli s. 247; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.413; Kaya, s.302.

bir şekilde” tespit edilmediği iddialarını ortaya koyup koyamayacaklarına ilişkin düzenleme bulunmamaktadır.<sup>246</sup>

Payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklarının ayrılma hakkı kullanım fiyatının tespitinde değerlendirme raporu alınmak suretiyle fiyat belirlenmesi yapılacağından söz etmiştik. Özellikle bu halde, ayrılma hakkını kullanacak pay sahiplerinin değerlendirme raporu sonucunda ortaya çıkan fiyattan memnun olmama ihtimali için dava açma haklarının bulunduğunu kabul etmek gerekir.<sup>247</sup> Pay sahiplerinin değerlendirme raporu sonucunda ortaya çıkan fiyattan memnun kalmamalarının sebebi, fiyatın adil ve makul bir şekilde belirlenmediğini düşündüklerinden kaynaklanabilir. Payları borsada işlem gören anonim ortaklıklar bakımından ise, ayrılma hakkı fiyatının tespiti payın belirli bir dönem içerisindeki değerinin düzeltilmiş ağırlıklı ortalaması alınarak yapıldığından itiraz yalnızca hesaplamanın hatalı olduğu<sup>248</sup> şeklinde olabilir.<sup>249</sup>

Ayrılma hakkı pay sahibinin bedel tespitine ilişkin dava açması noktasında, öncelikle pay sahibi ayrılma hakkının kullanım süresi içinde belirlenen fiyatı ihtirazı kayıtlı kabul etmesi gerekmektedir ki herhangi bir hak kaybına uğramasın.<sup>250</sup>

Açılacak davada, davacı sıfatını haiz taraf genel kurulda önemli nitelikteki işleme dair alınacak karara olumsuz oy kullanarak muhalefet şerhini tutanağa işleyen pay sahibi olacaktır. Ayrılma hakkının kullanılması sonucunda pay sahiplerinin paylarını devralacak taraf da ortaklığın kendisi olduğundan davalı sıfatına sahip olan taraf da ortaklığın kendisi olacaktır.<sup>251</sup> Ancak getirilen yeni düzenleme ile ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilmesi düzenlemesinde davalı sıfatına haiz olan tarafın kim olacağı önemli bir husustur. Ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilmesi durumunda, ortaklığın payları satın almasından önce diğer pay sahipleri ve yatırımcılara öneride bulunulmaktadır. Bu halde, diğer pay sahiplerinin ya da

<sup>246</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.421; Ölekli s. 247; Kaya, s.302.

<sup>247</sup> Adıgüzel, Ayrılma, s.43; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s. 429; Ölekli, s.248, Adıgüzel, Sermaye, s.90; Kaya s.303.

<sup>248</sup> Önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklama tarihine ilişkin belirlemenin, tebliğde yer verilen prosedürlere uyulmama veya bunların hatalı yorumlanması gibi durumların yanlış hesaplamaya yol açabileceği yönünde bkz.Kaya, s.302 vd.

<sup>249</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.429; Kaya, s.303.

<sup>250</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.431; Adıgüzel, Ayrılma, s.43; Ölekli, s.248, Aksi yönde bkz. Kaya, s.304.

<sup>251</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.43; Sönmez, s.161, Kaya, s.307.

yatırımcıların payları satın almayı talep etmeleri halinde ayrılma hakkına konu payların bedeli talepte bulunan pay sahibi ya da yatırımcılar tarafından ifa edilecektir. Talep dışında kalan ayrılma hakkına konu paylar ise yine ortaklık tarafından satın alınacaktır.

Ayrılma hakkına konu payların önce diğer pay sahiplerine ya da yatırımcılara önerilmesi yalnızca payları borsada işlem gören ortaklıklar yönünden gerçekleştirilebilecek olup payları borsada işlem gören ortaklıklarda fiyat tespiti payın belirli bir dönemdeki fiyatlarının düzeltilmiş ağırlıklı ortalaması alınarak gerçekleştirilmektedir. Payları borsada işlem gören ortaklıklarda fiyat tespitinin adil ve makul olmadığı noktasında yapılacak itiraz da yalnızca hesaplamanın hatalı olduğu yönünde olabilecektir. Bu halde, açılacak davada hesaplamanın hatalı olduğu kanaatine varılır ve yapılan doğru hesaplama ile belirlenen fiyattan daha yüksek bir bedel çıkarsa bu halde fazlaya ilişkin ödemeyi yapacak olan taraf payı satın almayı talep eden pay sahibi ya da yatırımcı olacaktır. Genel kurulda açıklanan ayrılma hakkı fiyatını uygun ve makul bularak satın alma talebinde bulunan yatırımcı, açılan dava sonucunda ortaya çıkan bedeli uygun ve makul bulmayabilir. Bu halde, satın alma talebinde bulunan pay sahibi ya da yatırımcı yönünden söz konusu durum öngörülemezlik ve olumsuzluk teşkil edebilecektir. Bu riskten çekinen pay sahibi veya yatırımcı, genel kurulda belirlenen fiyatı makul bularak satın alma talebinde bulunabilecekken pay bedeline ilişkin açılacak dava sonucunda makul bulduğundan daha fazla ödemek zorunda kalabileceği endişesi ile satın alma talebinde de bulunmayabilir. Bu halde pay sahibi ya da yatırımcı düzenlemenin kendisine sunduğu haktan yararlanmaktan imtina edecektir.

Öte yandan, ayrılma hakkına konu payların önce diğer pay sahiplerine ya da yatırımcılara önerildiği ve bu taraflardan satın alma talebinde bulunulduğu ihtimalde de davanın ortaklığa açılma ihtimali düşünülemez. Nitekim arada çıkan farkı ortaklığın ödemesi, payı satın alan pay sahibinin satın aldığı payın değerinin bir kısmını tabiri caizse kendi cebinden karşılamış olacaktır. Bu durumun da ortaklığın sahip olmadığı bir paya ilişkin ödeme gerçekleştirmesi, ortaklığı zarara uğratacak olup nitekim böyle bir durum hukuken de mümkün değildir.

Halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkının getirilerinden biri, pay sahibinin payını hiç ya da değerinde satamama riskinin önüne geçilmesi olup bedele ilişkin tespit davasının düzenlenmemiş olması dolayısıyla pay sahibinin payını değerinde satamama

riski tam olarak engellenmiş olmamaktadır. Keza, yapılan hesaplama hataları dolayısıyla veya hatalı düzenlenen değerlendirme raporlarına karşı pay sahibinin hakkını arama şansı bulunmamakta olup söz konusu hatalar dolayısıyla pay sahibi ayrılma hakkı sonucunda da payını değerinde satamamış olacaktır. Özel bir düzenleme bulunmamasına rağmen değer tespiti davasının açılacağı kabul edildiğinde dahi, davanın açılmasından önce ortaklığa başvuru şansı bulunup bulunmadığı, davanın ne kadar süre içerisinde açılması gerektiği, hakkın kullandırılmasına altı iş günü içerisinde başlanıyor ve on ile yirmi günlük süreler içerisinde hakkın kullandırılıyor olması dolayısıyla söz konusu sürelerin oldukça kısa olması ancak Türk yargısında davaların sonuçlanmasının çok uzun sürdüğü, yargılama devam ederken ayrılma hakkı sürecinin nasıl ilerleyeceği, davanın kime karşı açılacağı gibi birden çok belirsizliğin bulunduğu göz ardı edilmemelidir. Her ne kadar yeni tebliğ ile adil bedel uygulamasına geçilerek pay sahibinin payını değerinde devredilebilmesi noktasında bir adım atılmışsa da bununla birlikte bedel tespit davasına ilişkin özel bir düzenleme yapılmamış olması büyük bir eksikliklerdir.

### **4.3 Payların Satın Alınması**

#### **4.3.1 Ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesi**

Ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilmesine ilişkin düzenleme de SerPK'nın 24. Maddesinde değişiklik yapan Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun'un yürürlüğe girmesiyle gerçekleşmiştir. Buna paralel olarak Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nde de konuya ilişkin ayrıntılı düzenlemeye yer verilmiştir.

Ayrılma hakkına konu paylar tespit edilen fiyat üzerinden ortaklık tarafından satın alınır. Getirilen düzenlemeye göre, payları borsada işlem gören ortaklıklarda ayrılma hakkına konu payların ortaklık tarafından satın alınmasından önce payların diğer pay sahiplerine ya da yatırımcılara önerilmesine imkan verilmiştir.<sup>252</sup> Bu yenilik, işlem maliyeti açısından

---

<sup>252</sup> Günel/Okat, s.180

ortaklığın üzerindeki yükü nispeten hafifletecek bir yeniliktir.<sup>253</sup> Bu doğrultuda ortaklık, ayrılma hakkına konu payların ortaklık tarafından satın alınmasından önce diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerileceğine ilişkin bir yönetim kurulu kararı alır (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.13/1). Yönetim kurulunun alacağı karar neticesinde yapmış olduğu öneri doğrultusunda ayrılma hakkına konu payları satın almayı talep eden tüm pay sahipleri veya yatırımcılara, ayrılma hakkına konu paylar oransal dağıtım esasına<sup>254</sup> göre dağıtılır.<sup>255</sup> Burada, ayrılma hakkına konu payları satın almayı talep eden diğer pay sahipleri ve yatırımcılara payların dağıtım esası yönünden seçim yapma hakkı tanınmıştır. Payları satın almayı talep eden pay sahipleri ve yatırımcıların kendi aralarında anlaşmaları koşuluyla, payların dağıtımında oransal dağıtım esasından başkaca bir dağıtım şeklinde anlaşabilecekleri öngörülmüştür. Satın alma talebinde bulunan pay sahipleri ve yatırımcıların ortak karara varması halinde, ayrılma hakkına konu payların dağıtımını anlaştıkları esasa göre gerçekleştirilir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.13/2).<sup>256</sup>

Ortaklık tarafından sunulacak öneri doğrultusunda satın alma talebinde bulunacak pay sahiplerinin ya da yatırımcıların ayrılma hakkına konu payların tamamı yönünden talepte bulunmasına gerek yoktur. Talepte bulunulmayan ayrılma hakkına konu paylar yönünden payların ortaklık tarafından satın alması yükümlülüğü devam etmektedir.

Ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahiplerine ya da yatırımcılara önerilmesi yalnızca payları borsada işlem gören ortaklıklar yönünden söz konusu olduğundan, satın alma talepleri aracı kuruma iletilmek suretiyle gerçekleştirilecektir. Bu satın alma talepleri, yönetim kurulu tarafından alınan kararlarla ayrılma hakkına konu payların yatırımcılara ve diğer pay sahiplerine önerilmesinin ardından yapılacak genel kurul tarihinden itibaren üç iş günü içerisinde aracı kuruma iletilmelidir. Talepte bulunanlar, satın alma talepleri ile birlikte talep ettikleri pay tutarını da aracı kuruma bildirmelidir.

---

<sup>253</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.193.

<sup>254</sup> Talepte bulunanların, talep ettikleri miktarların oranlarına göre pay dağıtım yöntemidir. Öncelikle, toplam talep miktarının, arz edilen pay miktarına bölünerek “talep katı”nın bulunması gerekir. Ortaya çıkan oran doğrultusunda satın almayı talep eden pay sahipleri ya da yatırımcılara talepleri oranında dağıtım yapılır.

<sup>255</sup> Günel/Okat, s. 185; Vuraloğlu, Değerlendirmeler s.193.

<sup>256</sup> Pay sahipleri ve yatırımcılar örneğin, oransal dağıtım yerine eşit dağıtım ilkesine göre dağıtım yapılması noktasında anlaşabilirler. Eşit dağılım yönteminde her pay sahibi ya da yatırımcı eşit miktarda pay alır.

Satın alma talebinde bulunan pay sahibi ya da yatırımcı, talep ettiği pay tutarına karşılık gelen fonu da aracı kurum nezdindeki hesaba bloke etmelidir(Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.13/3).

Genel kurul tarihinden itibaren üç iş günü içerisinde tüm satın alma talepleri aracı kuruma iletilmiş olmalıdır. Aracı kurum tarafından, belirlenen süre içinde alınan tüm talepler süre sonunda ortaklığa iletilir. Üç iş günü sonucunda ortaklık satın alma işleminin başlangıç ve bitiş tarihine ilişkin aldığı kararı aynı gün içerisinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan eder. Bu ilanda, ayrılma hakkına konu paylara ilişkin satın alma talebinde bulunulması halinde payları satın alacak kişiler ve satın alacakları pay tutarı bildirilmelidir. Paylara ilişkin diğer pay sahipleri ya da yatırımcılar tarafından herhangi bir talepte bulunulmamış ya da talepte bulunulmuş olmakla ayrılma hakkına konu payların tamamı için talepte bulunulmamışsa, bu halde kalan ayrılma hakkına konu payların satın alınmasının ortaklık tarafından gerçekleştirileceği bildirilmelidir.

Ayrılma hakkının kullanımına ilişkin işlemlerin en geç önemli nitelikteki işleme ilişkin alınan genel kurul kararından itibaren 6 iş günü içinde başlaması gerekmektedir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.12/2) Hakkın kullanım süresi ise başlangıç tarihinden itibaren on iş günüdür. Bu halde, ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahiplerine ya da yatırımcılara önerilmesi neticesinde payların satın alma talebinde bulunanlara oransal dağıtım yöntemi ya da pay sahipleri ve yatırımcıların kendi aralarında anlaşarak belirledikleri yönteme göre dağıtılması ve satın alma talebinde bulunulmayan ayrılma hakkına konu payların anonim ortaklık tarafından satın alınması ile ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerine ayrılma hakkı fiyatı uyarınca yapılması gereken ödeme, onuncu iş gününü takip eden iş gününde tamamlanmalıdır.

Getirilen bu düzenleme ile, ortaklığın, ayrılma hakkının kullanılması dolayısıyla katlanmakla yükümlü olduğu maliyet azaltılmaktadır. Bu halde, ayrılan ortağın paylarının bedelleri diğer pay sahipleri ve yatırımcılar tarafından ödenecek olup ayrılma hakkının bu yönüyle zorunlu pay alım teklifine ve satma hakkına benzediği söylenebilir. Zorunlu pay alım teklifinde payların bedelleri yönetim kontrolünü ele geçiren ortak tarafından ve satma hakkında hakim ortak tarafından satın alınmaktadır. Ancak zorunlu pay alım teklifinde ve satma hakkında en başından beri pay bedellerinin talep edileceği taraflar ortaklar olup ayrılma hakkında ancak yönetim kurulunun payların diğer pay sahiplerine

ve yatırımcılara önerilmesine ilişkin karar alması halinde diğer pay sahipleri ve yatırımcılar payların bedelini ödemekle yükümlü olmaktadır.

#### **4.3.2 Ayrılma hakkına konu payların ortaklık tarafından satın alınması**

Ortaklıkların, pay sahipleri ile olan ilişkileri bazı durumlarda yasal bir zorunluluk<sup>257</sup> gereği ortaklığın kendi paylarını edinmesine yol açabilir.<sup>258</sup> Pay sahiplerinin, ortaklığın önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alacağı genel kurul toplantısında önemli nitelikteki işleme ilişkin olumsuz oy kullanarak bu eylemlerini toplantı tutanağına işlemek suretiyle ayrılma hakkını kullanmaları sonucunda ortaklığın ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin paylarını satın alma yükümlülüğü doğar.<sup>259</sup>

Ortaklığın, ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri ya da yatırımcılara önerilmesine ilişkin yönetim kurulu kararı almadığı halde ya da yönetim kurulu kararı alınmış olmakla pay sahipleri ya da yatırımcılar tarafından satın alma talebinde bulunmamış veya satın alma talepleri ayrılma hakkına konu tüm payları karşılamamışsa bu halde ayrılma hakkına konu paylar ortaklık tarafından satın alınacaktır.

Ayrılma hakkının kullanım usulü açısından, aracı kurum vasıtasıyla kullandırılma zorunluluğu bulunmaktadır ancak payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar yönünden, ortaklığın talepte bulunması halinde SPK tarafından aracı kurum vasıtasıyla kullandırılmadan muafiyet tanınabilmektedir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.12/1).

Ortaklık, önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alınan genel kurul tarihinden itibaren en geç altı iş günü içerisinde ayrılma hakkının kullandırılmasına başlamak zorundadır (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.12/2). Ortaklık, ayrılma hakkının kullanım sürecine ilişkin olarak bir genel kurul bilgilendirme dokümanı hazırlayıp bunu ilan ettiğinden, ayrılma hakkına konu payların satışı da bu ilanda belirtilen şekilde gerçekleştirilir. Ayrılma hakkını kullanan pay sahipleri, paylarını, ortaklığın belirlediği aracı kuruma teslim ederek payların satışını gerçekleştirir. Burada,

<sup>257</sup> SerPK gereği birleşmede ayrılma akçesi ödenmesi, SerPK gereği hakim ortaklığın azınlığın paylarını satın alması, kanuni olarak yükümlülük olan hallere örnek olarak verilebilir.

<sup>258</sup> Ahmet Türk, Yeni Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatına Göre Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi (1. Baskı Adalet Yayınları 2016), s.93.

<sup>259</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.464; Türk s.409.



ayırılma hakkı sahiplerinin paylarını aracı kuruma teslim ettiği günü takip eden iş günü içerisinde pay bedelleri ödenmelidir.<sup>260</sup> Hatırlayacak olursak, ayrılma hakkına konu payların önce diğer pay sahipleri ve yatırımcılara önerildiği hallerde, ayrılma hakkı sahiplerine gerekli ödemelerin yapılması onuncu iş gününü takip eden iş gününde yapılmaktaydı. Düzenleme, ayrılma hakkına konu payların ortaklık tarafından satın alınması ve diğer pay sahipleri ya da yatırımcılar tarafından satın alınması haline ilişkin olarak pay bedellerinin ödenme süresine ilişkin farklı süreler öngörmüştür.

Ayrılma hakkı bedelinin tam ve nakden ödenmesi zorunludur.<sup>261</sup> Ayrılma hakkına konu payların satın alınmasıyla pay sahibinin ortaklıkla olan bağı sona erer ve pay sahibinin ortaklığı nedeniyle doğan tüm hakları son bulur.<sup>262</sup> Satış tamamlandıktan sonra ayrılma hakkına konu payların teslimine kadar pay sahibinin ortak sıfatından dolayı sahip olduğu tüm hakları devam eder ta ki ortaklık tarafından ayrılma hakkının kullanım sürecine ilişkin hazırlanan genel kurul bilgilendirme tutanağında yazan şekilde payların aracı kuruma teslim edildiği ana kadar.<sup>263</sup>

Ayrılma hakkının kullanılması neticesinde ortaklık kendi paylarını iktisap etmiş olur. Ortaklığın kendi paylarını iktisabına ilişkin düzenleme yetkisini kanundan alan SPK, Geri Alınan Paylar Tebliği<sup>264</sup> çıkararak, ortaklığın kendi paylarını iktisabına yönelik olarak usul ve esasları düzenlemiştir.<sup>265</sup> Geri alma tebliğine göre, ortaklığın kendi paylarını iktisap edebilmesi için genel kurul bu hususta yönetim kurulunu yetkilendirmelidir.<sup>266</sup> Ortaklığın paylarını iktisap etmesi noktasında genel kurul kararı alınması gerekmekte olup bu karara ilişkin yetersayılar TTK'nın 418. Maddesinde belirlendiği şekilde olacaktır.<sup>267</sup>

Öte yandan Geri Alınan Paylar Tebliği'nde, ortaklıkların geri aldıkları payların nominal değerlerinin daha önceki alımlar da dahil olmak üzere ortaklıkların ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşamayacağı da düzenlenmiştir (Geri Alınan Paylar

---

<sup>260</sup> Ölekli, s.248

<sup>261</sup> Manavgat, s.337; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.419; Kaya s.290

<sup>262</sup> Adıgüzel, Ayrılma, s. 43; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.462; Adıgüzel, Sermaye, s.91.

<sup>263</sup> Adıgüzel, Ayrılma, s.44; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s. 463.

<sup>264</sup> RG 03.01.2014/28871

<sup>265</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.473, Adıgüzel, Ayrılma, s.44; Ölekli s.248; Veliye Yanlı, 'Halka Açık Şirketlerde Önemli Nitelikteki İşlemler' (2015) 6(2) İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 459, s.467

<sup>266</sup> Manavgat s. 522, Günel/Okat s.177.

<sup>267</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.473.

Tebliği m. 9/1). Yine, ortaklığın geri aldığı payların toplam bedeli de SPK düzenlemeleri çerçevesinde kar dağıtımına konu edilebilecek kaynakların toplam tutarını aşamayacaktır. Ortaklık tarafından geri alınan payların Geri Alınan Paylar Tebliği'ne aykırı olarak alınmış kısımları alım tarihinden itibaren en geç bir yıl içinde elden çıkarılmalıdır. Bu bir yıllık süre içerisinde payların elden çıkarılmaması halinde ise paylar sermaye azaltımı yolu ile itfa edilmelidir.<sup>268</sup>

Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'ne göre, ayrılma hakkının kullanımı sonucunda ortaklığın payları geri alması halinde Geri Alınan Paylar Tebliği düzenlemelerine tabii olunacaksa da bu tabiiyetten işlem sınırları hariç tutulmuştur.<sup>269</sup> Bununla birlikte Geri Alınan Paylar Tebliği'nin istisnalar başlıklı 16. Maddesinin 1. Fıkrasında da ayrılma hakkının kullanılması halinde tebliğin 5., 6. Ve 9. Maddesinde yer verilen sınırlamalara tabii olmadıkları düzenlenmiştir. Yani gerek Ayrılma Hakkı tebliğinde gerekse geri alınan paylar tebliğinde, ayrılma hakkı dolayısıyla ortaklığın paylarının geri alınması halinde ortaklıklar işlem sınırlarından hariç tutulmuştur.<sup>270</sup> Daha açık anlatımla, ayrılma hakkı kullanılması dolayısıyla ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi halinde, yönetim kurulunun genel kurul tarafından yetkilendirilmesine gerek olmamakla birlikte, ortaklığın kendi paylarının iktisap etme sınırı olan %10 sınırına ve kar dağıtımına konu edilebilecek payların toplam tutarını aşamayacağına ilişkin düzenlemeye bağlı olmaksızın iktisap gerçekleştirilebilecektir.<sup>271</sup>

Söylemek gerekir ki ayrılma hakkı tebliği ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesinde yalnızca işlem sınırları açısından ortaklığı hariç tutmuş olup diğer konulara ilişkin olarak Geri Alınan Paylar Tebliği'ndeki yükümlölükler devam edecektir. Geri alınan paylar tebliğinde, geri alınan payların, ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin en fazla %10'unu aşmayan payların ortaklıkta tutulabileceğini düzenlemiş olup bununla birlikte geri alınan payların toplam tutarının da kar dağıtımına konu edilecek kaynakların toplam tutarını aşamayacağı düzenlenmiştir (Geri Alınan Paylar Tebliği m.9/1).

---

<sup>268</sup> Günal/Okat, s. 178.

<sup>269</sup> Yanlı, s.467.

<sup>270</sup> Yanlı, s.468.

<sup>271</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.475 vd.; Adıgüzel, Ayrılma, s.44; Yanlı, s.467, Kaya, s.290.

Bu halde, ayrılma hakkına konu payların satın alınması sonucunda tebliğde belirlenen sınırların aşılmış olması halinde sınırı aşan kısmın ortaklığın elinden çıkarılması gerekecektir. Geri alınan paylar tebliği bu elden çıkarma durumunu, sınırı aşan kısım için ortaklık yönünden herhangi bir kayba yol açmadan payların devirleri mümkün olur olmaz ve her halükarda satın alınmalarından itibaren üç yıl içerisinde elden çıkarılması olarak belirlemiştir (Geri Alınan Paylar Tebliği m.19/3). Ayrılma hakkına konu payların satın alınmasından sonra üç yıl içerisinde elden çıkarılmaması halinde ise sermaye azaltımı yoluna gidilerek sınırı aşan payların derhal itfa edilmesi gerektiğini de düzenlemiştir.<sup>272</sup> Dolayısıyla her ne kadar, pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanması dolayısıyla ortaklığın iktisap edecekleri paylar hakkında Geri Alınan Paylar Tebliği uygulanacak ancak bu uygulamada işlem sınırları hariç tutulacaksa da ortaklığın sermayesinin %10'unu aşan ya da payların toplam tutarının ortaklığın kar dağıtımına konu edebilecek kaynaklar toplamını aşması durumunda mümkün olan en kısa süre içerisinde payların elden çıkarılması, her halde satın almadan itibaren üç yıl içerisinde elden çıkarılması ve elden çıkarmanın mümkün olmadığı halde ise sermaye azaltımı ile payların itfasının gerçekleştirilmesi gerektiği düzenlenerek aslında ortaklığa diğer ortaklığın kendi paylarını iktisabı hallerinde uyulması gereken düzene ulaşması için zaman tanınmıştır. Böylece, pay sahiplerinin mevzuatta belirlenen sınırlama nedeni ile ayrılma hakkını kullanmak istediği halde kullanamamasının önüne geçilmiş hem de ortaklığın ayrılma hakkı kullandırma yükümlülüğü dolayısıyla üzerinde oluşan yükün hafifletilmesi sağlanmıştır.

#### **4.4 Önemli Nitelikteki İşlemden Vazgeçilmesi**

Önemli nitelikteki işleme dair alınacak karar sonucunda önemli nitelikteki işlemin onaylanacağı genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanarak muhalefeti tutanağa şerh ettiren pay sahibinin sahip olduğu ayrılma hakkı neticesinde, ayrılma hakkı kullanan pay sahibinin paylarını ortaklığın adil bedel üzerinden satın alması gerekmektedir. Bu halde, ayrılma hakkının kullanılması sonucunda ortaklık üzerinde bir işlem maliyeti doğduğu izahıtan varestedir. Yönetim kurulunun önemli nitelikteki işleme dair karar alınmasına ilişkin yaptığı değerlendirmelerde belirlemiş olduğu maliyetin ayrılma hakkının

---

<sup>272</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.476 vd.; Adıgüzel, Ayrılma, s.45, Ölekli, s.248, Yanlı, s.469; Kaya s.291.

kullanılmasıyla belirlenen tutarı aşması ya da belirlenenden fazla paya ilişkin ayrılma hakkı kullanılması durumlarında ortaklığın önemli nitelikteki işlemin gerçekleştirilmesi sonucunda elde edeceği fayda işlem maliyetinin altında kalabilir.<sup>273</sup> Zira, genel kurulda yapılacak oylama öncesinde ortaklığın hangi pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanacağını ya da ne kadar paya ilişkin olarak satın alma yapılacağını önceden belirlenebilmesi mümkün değildir.<sup>274</sup> Ayrılma hakkının kullanımı sonucunda doğacak işlem maliyetinin, önemli nitelikteki işlemin faydalarından yukarıda olacağı halde, ortaklığın önemli nitelikteki gerçekleştirmek adına hiçbir sebebi kalmayacaktır. Ayrılma hakkı, pay sahiplerini korumak üzerine düzenlenmiş bir mekanizma olmakla birlikte salt pay sahipliğini korumak amacıyla ortaklığın zarara uğramasına da göz yummayacaktır.

Tam da bu düşüncelerle, Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nde ortaklığın belirlenen oran ve tutarların aşıldığı hallerde önemli nitelikteki işlemin gerçekleştirilmesinden vazgeçmesine olanak sağlanmıştır. Buna göre, yönetim kurulu, önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı genel kurul toplantısına ilişkin gündemin ilanından önce, ayrılma hakkının kullanımı sonucunda ortaya çıkacak maliyetin belirlenen tutarı aşması halinde ya da belirlediği orandan fazla paya sahip veya belirlediği nitelikteki pay sahiplerinin olumsuz oy kullandığı halde önemli nitelikten vazgeçilmesi hususunun da genel kurul onayına sunulmasına ilişkin karar alabilir.<sup>275</sup>

Yönetim kurulunun vazgeçme durumunun da genel kurul onayına sunulmasına karar vermesi halinde, önemli nitelikteki işlemten vazgeçilmesine ilişkin şartlarla birlikte önemli nitelikteki işlemten vazgeçilmesinin onaya sunulmasına dair gündeme madde eklenmelidir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.9/1-b). Vazgeçmeye ilişkin gündem maddesinde işlemten vazgeçilmesine ilişkin şartlara da yer verileceğinden genel kurul öncesinde pay sahipleri hangi durumlarda önemli nitelikteki işlemten vazgeçilmesi ihtimali bulunduğu haberdar olacaktır.

Önemli nitelikteki işlemten vazgeçilmesine ilişkin alınacak genel kurulda karar yetersayısı da önemli nitelikteki işlemin onaylanması için aranan karar yeter sayısı ile

---

<sup>273</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.197; Yanlı, s. 471.

<sup>274</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı s.446.

<sup>275</sup> Yanlı, s. 471.

aynıdır.<sup>276</sup> Ancak burada önemli nitelikteki işleme dair oy kullanabilecek kişiler ve önemli nitelikteki işlemde vazgeçilmesine dair oy kullanabilecek kişiler arasında bir farklılık bulunmaktadır. Tebliğe göre, TTK m.436/1'e göre, önemli nitelikteki işleme taraf olan nihai kontrol eden pay sahibi statüsündeki gerçek kişiler ve bu gerçek kişilerin yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıklar, önemli nitelikteki işlemin gerçek kişilerin kendileri için kişisel nitelikte sonuç doğurduğu hallerde önemli nitelikteki işlemin onaylanacağı genel kurulda oy kullanamayacaklardır.<sup>277</sup>

Ancak aynı tebliğin 10. Maddesinin 4. Fıkrasında vazgeçemeye ilişkin yapılacak oylamada toplantıyla katılan tüm pay sahiplerinin oy kullanabileceği düzenlenmiştir. Diğer bir deyişle önemli nitelikteki işlemde vazgeçilmesine ilişkin gündem maddesinin görüşüldüğü esnada TTK m.436/1'e göre önemli nitelikteki işlemin kendileri için kişisel nitelikte sonuç doğurduğu kişilerce de vazgeçmeye ilişkin madde oylanabilecektir. Düzenlemede, önemli nitelikteki işleme dair karar alınırken kendileri üzerinde kişisel nitelikte sonuç doğuracak kişilerin oy kullanamaması kabul edilebilir. Zira bu kişilerin kendi menfaatlerine hareket ederek ortaklığı veya diğer pay sahiplerinin haklarının zedelenmesinin önüne geçilmek gayesiyle söz konusu düzenlemenin yapıldığı görülmektedir. Öte yandan oy kullanımına ilişkin sınırlamanın ikincil düzenleme ile getirilmiş olması da apayrı bir tartışma konusu yaratabilecektir.

Yönetim kurulunun belirli şartların oluşması halinde önemli nitelikteki işlemde vazgeçilmesine dair önerisi, genel kurulda gündem maddesi olarak eklenmesinin ardından toplantıda müzakere edilecek ve karar yetersayısına ulaşılarak vazgeçme kararının kabul gördüğü hallerde önemli nitelikteki işlemin uygulanmasından yönetim kurulunca vazgeçilecektir. Vazgeçme kararının genel kurulda oylanarak kabul edilmesi sonrasında önemli nitelikteki işlem gerçekleştirilemeyecektir. Vazgeçme kararının genel kurulda onaylanması halinde bu durumun kamuya açıklanması gerekmektedir.<sup>278</sup> TTK'ya göre, genel kurulun almış olduğu kararı yerine getirmekle yükümlü olan organ yönetim kuruldur. Genel Kurulun vazgeçmeye ilişkin kararının ardından yönetim kurulu yalnızca

---

<sup>276</sup> Gerek SerPk gerek ikincil düzenlemede, önemli nitelikteki işleme dair karar alınması için belirlenen yetersayıların “önemli nitelikteki işlemlere ilişkin kararların genel kurulca kabul edilebilmesi için” uygulanacağı düzenlendiğinden vazgeçmeye ilişkin oylama sırasında uygulanamayacağı yönünde bkz. Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.453.

<sup>277</sup> Yanlı, s. 465.

<sup>278</sup> Yanlı, s.471

vazgeçmeye dair şartların gerçekleşip gerçekleşmediğini tespit edecektir. Vazgeçmeye ilişkin şartların gerçekleştiğinin tespit edilmesi halinde ve genel kurulda önemli nitelikteki işlemde vazgeçilmesine ilişkin karar alınması durumunda önemli nitelikteki işlemin uygulamasından vazgeçilmesi gerekmektedir.<sup>279</sup> Yönetim kurulunun, genel kurulun aldığı vazgeçme kararına rağmen önemli nitelikteki işlemi uygulaması halinde ise bu işleminden ötürü sorumluluğu doğabilecektir.<sup>280</sup>

Genel kurulda yapılan oylama sonucunda, vazgeçme kararına ilişkin yetersayıya ulaşamaması ve dolayısıyla önemli nitelikteki işlemde vazgeçilmesinin genel kurulda onaylanmadığı halde önemli nitelikteki işlemin uygulanmasına devam edilecektir.<sup>281</sup> Önceki tebliğde, önemli nitelikteki işlemde vazgeçilmesi durumunda vazgeçme kararının hangi nisaplarla alınacağına yer verilmemişti. Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Tebliği'nin 10/4. Maddesinde ise hangi nisabın uygulanacağı açıkça belirtilmiştir.<sup>282</sup>

#### **4.5 Ayrılma Hakkından Muafiyet Halleri**

SerPK'nın 24. Maddesinde yapılan değişiklik ile ayrılma hakkının doğmadığı hallerin yanı sıra buna ek olarak SPK'ya ayrılma hakkı kullandırılması yükümlülüğünden muafiyet verilme yetkisi de verilmiştir. Buna paralel olarak Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği ile ayrılma hakkının kullandırılması yükümlülüğünden muafiyete ilişkin düzenleme yapılmıştır. Eski tebliğde ayrılma hakkının doğmadığı haller olarak kabul edilen hususlardan bazıları yeni düzenleme ile ayrılma hakkından muafiyet tanınabilecek haller olarak gösterilmiştir. Yeni sistem ile ayrılma hakkı doğurmayan hallerin yanı sıra bazı durumlarda ayrılma hakkından muafiyet tanınabileceğine ilişkin düzenleme ile ayrılma hakkının kullanım alanının sınırlandırılmıştır.

Yeni tebliğde, ayrılma hakkından muafiyet tanınabilecek haller arasında sayılmış ilk durum önemli nitelikteki işleme özgü olarak gönüllü pay alım teklifinde bulunulmasının

<sup>279</sup> Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler, s.338; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.453; Yeşiltepe, s.133; Aksi yönde bkz: Adıgüzel, Ayrılma, s.40

<sup>280</sup> Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler, s.338; Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.453; Yeşiltepe, s.133.

<sup>281</sup> Yeşiltepe, s.133; Vuraloğlu, Ayrılma, s.454.

<sup>282</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.197.

SPK tarafından uygun görülmesidir. Söz konusu pay alım teklifi adı üzerinde gönüllü bir teklif olup kanuni bir zorunluluktan ileri gelmemektedir. Gönüllü pay alım teklifinde bulunabilmek için SPK'ya başvuru yapılması zorunludur (Pay Alım Teklifi Tebliği m.20/4). SPK'ya yapılacak başvuruda, pay alım teklifi bilgi formu, pay alım teklifi fiyatının tespitine ilişkin bilgiler, gerekli görülen hallerde pay alım teklifi fiyatının tespitine ilişkin değerlendirme raporu ve mevzuatta sayılan sair diğer bilgi ve belgeler başvuru esnasında ibraz edilir. Yine gönüllü pay alım teklifinde bulunulacağına ilişkin olarak kamuya yapılacak ilk açıklama ile teklif için ne kadar bir fon ayrıldığı ve ayrılan fonun kaynağı açıkça belirtilmelidir (Pay Alım Teklifi Tebliği m.20/5). Bu halde, muafiyet tanınması için öncelikle söz konusu önemli nitelikteki işleme özgü olarak bir gönüllü pay alım teklifinde bulunma durumu söz konusu olmalıdır.

Gönüllü pay alım teklifinde bulunulmasının SPK tarafından uygun görülmesiyle ortaklığa önemli nitelikteki işlem sonucunda ayrılma hakkının kullanılabilmesi yükümlülüğünden muafiyet tanınabilir. Bu durumda ayrılma hakkından muafiyet tanınabilmesi anlaşılabilir bir durumdur. Zira ilk etapta gönüllü pay alım teklifinde bulunabilmek için SPK'ya yapılacak başvuru sırasında pay alım teklifi fiyatına ilişkin bilgi ve belgeler ve gerekli görülen hallerde bu fiyatın tespitine ilişkin değerlendirme raporu SPK'ya ibraz edilmektedir. Belgeleri değerlendirerek pay alım teklifine uygunluk verecek ya da başvuruyu kabul etmeyecek olan yetkili kurum aynı zamanda ayrılma hakkının kullanılabilmesi yükümlülüğünden muafiyet tanıyacak kurumdur. Ayrılma hakkının amacının gerçekleştirilecek önemli nitelikteki işlemin sonuçları dolayısıyla pay sahibinin payını hiç ya da değerinde devredememesi riskini engellemek olduğu ve gönüllü pay alım teklifi ile pay sahibinin payını devredebilmesine imkan tanındığı düşünüldüğünde önemli nitelikteki işleme karşılık pay sahibinin haklarının korunmaya devam ettiği söylenebilir. Öte yandan gönüllü pay alım teklif süresinin on iş gününden az yirmi iş gününden fazla olamayacağı, fiili pay alım teklifinin ise konuya ilişkin bilgi formunun SPK tarafından onaylanmasından itibaren en çok altı iş günü içinde başlayacağı düşünüldüğünde hakkın kullanılabilme süresi yönünden de ayrılma hakkına ilişkin düzenlemelerle benzerlik gösterdiği fark edilmektedir.

Burada eleştirilecek husus, ayrılma hakkında ayrılma hakkı fiyatının belirlenmesinde adil bedel uygulaması getirilmiş olduğundan devralınacak payların fiyatlarının ayrılma hakkı

ile payların devredilmesinde daha adil ve makul olabileceği olabilir. Ancak, gönüllü pay alım teklifi başvurusu esnasında gönüllü pay alım teklifi fiyatının ve bu fiyatın belirlenmesine ilişkin belgelerin SPK'ya ibraz edildiği ve SPK'nın da uygunluğu bu belgelere ilişkin yapacağı değerlendirme sonucunda vereceği düşünüldüğünde fiyatın pay sahiplerinin haklarını zedelemeyecek bir değerde olacağı ihtimali de düşünülebilir. Her halükarda, ayrılma hakkında ayrılma hakkı fiyatı tespitinde kullanılan yöntemler ile gönüllü pay alım teklifi fiyatı tespitinde kullanılan yöntemler birbirinden farklılık arz etmekte olup bu halde her ne kadar gönüllü pay alım teklifi ile pay sahibinin paylarını devredememe riskinin önüne geçiliyor olsa da önemli nitelikteki işlem dolayısıyla pay sahibinin paylarını değerinde devredememe riski devam ediyor olacaktır.

İmtiyazların bedelsiz olarak kaldırılması ile imtiyazların konu veya kapsam bakımından daraltıldığı işlemlere ilişkin olarak da ortaklığa ayrılma hakkı kullandırılması yükümlülüğünden muafiyet tanınabilir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.16/1-b). Önceki tebliğde, imtiyazların bedelsiz olarak kaldırılması ile konu ve kapsam bakımından daraltılması işlemleri ayrılma hakkının doğmadığı haller arasında sayılmıştı. Ancak yeni düzenleme ile bu işlemler sonucunda ayrılma hakkının kullandırılması yükümlülüğünün bulunup bulunmadığı, ortaklığın muafiyet talepleri ile SPK'ya başvurması sonrasında SPK tarafından verilecek karara bağlı olacaktır. Her ne kadar imtiyaz öngörülmesi veya imtiyazların kapsam ve konularının değiştirilmesi önemli nitelikteki işlem olarak addedilmişse de aslında yalnızca yeni bir imtiyaz öngörülen ya da mevcut imtiyazların kapsam ve konularının genişletildiği hallerde pay sahiplerinin haklarının korunması gerekliliği ortaya çıkacaktır. Başka bir anlatımla, mevcut imtiyazların kaldırılması ya da mevcut imtiyazların kapsam ve konularının daraltılması hallerinde pay sahiplerinin haklarının korunması gerekmekte hatta aksine pay sahiplerinin güvenliği artmaktadır.

Mevcut imtiyazların kaldırılması ya da kapsam ve konularının daraltılması işlemlerinde üzerinde negatiflik doğacak olan taraf imtiyazlı pay sahibidir. İmtiyazlı pay sahipleri de hukukumuzda İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu düzenlemesinin olduğu düşünüldüğünde mevzuatın diğer hükümleri ile zaten koruma altındadır.<sup>283</sup> Bu halde, söz konusu işlem dolayısıyla ayrılma hakkının kullandırılmasından muafiyet tanınmasına

---

<sup>283</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.365



gerek olmamalıdır. Nitekim, imtiyazların kaldırılması ya da konu ve kapsamının daraltılması halinde diğer pay sahiplerinin haklarının korunmasını gerektirecek bir durum doğmamaktadır. Bu halde, pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanmak istemeyeceği, ayrılma hakkını kullanmak istese dahi bu isteğinin payını hiç veya değerinde devredememe endişesi ile değil başkaca sebeplerden kaynaklanacağı barizdir.

Ortaklığın muaccel borçlarını ödeyememesi, nakit ve benzerleri ile alacaklarının borçlarını karşılayamaması veya faaliyetini geçici olarak durdurması halleri de dahil olmak üzere kendisini finansal zorluklardan kurtarabilmek amacıyla gerçekleştirdiği önemli nitelikteki işlemler de ayrılma hakkının kullandırılmasından muafiyet tanınabilecek haller arasında sayılmıştır (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.16/1-c). Ancak bu durumlar nedeniyle gerçekleştirilecek önemli işlemler neticesinde ayrılma hakkının kullandırılmasından muafiyet tanınması için başvuruda bulunulurken ortaklığın finansal güçlük içinde bulunduğunu, gerçekleştirilecek önemli nitelikteki işlem ile finansal güçlükten çıkılmasını sağlayabilecek olumlu etkilerin oluşacağını gösteren kurulun bilgi sistemleri düzenlemelerine göre bağımsız denetim yapmaya yetkili bir kuruluşça hazırlanacak bir güvence raporu da SPK'ya sunulmalıdır (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.16/3). Diğer bir deyişle, ortaklık muafiyet için yapacağı başvuruda finansal güçlük içerisinde olduğunu ve gerçekleştirilecek bu önemli nitelikteki işlem ile kendisini bu finansal güçlükten kurtarabileceğini SPK'ya ispatlamalıdır.

Ortaklıkların, Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin altıncı maddesinde belirtilmiş olan önemlilik ölçütlerini sağlayan ortaklığın mal varlığı üzerinde üçünü kişiler lehine sınırlı ayni hak tesis etmesi karşılığında maddi menfaat elde ettiği durumlarda da ayrılma hakkının kullandırılması yükümlülüğünden muafiyet tanınması için SPK'ya başvuruda bulunulabilmektedir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.16/1-ç). Ortaklığın, Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Tebliği'nin altıncı maddesinde belirtilmiş olan önemlilik ölçütlerini sağlayan ortaklığın mal varlığı üzerinde üçünü kişiler lehine sınırlı ayni hak tesis etmesi önemli nitelikte işlem olarak sayılmış ve bu halde pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınmıştır. Ancak bu sınırlı ayni hak tesisi karşılığında ortaklık maddi menfaat sağlayacaksa bu halde ortaklık SPK'ya muafiyet başvurusunda bulunabilir.

Birleşme amaçlı ortaklığın<sup>284</sup> taraf olduğu birleşme işlemlerinin gerçekleştirilecek olması halinde de ortaklık ayrılma hakkının kullandırılması yükümlülüğünden muafiyet talebinde bulunabilir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.16/1-d). Önceki tebliğde, birleşme amaçlı ortaklığın taraf olduğu birleşme ve sona erme işlemlerinin ayrılma hakkı doğurmayan haller arasında sayıldığı görülmektedir. Birleşme amaçlı ortaklığın taraf olduğu birleşme işlemlerinde ortaklığa ayrılma hakkının kullandırılması yükümlülüğünden muafiyet tanınabilmesi halinin düzenlenmiş olmasının sebebi birleşme amaçlı ortaklığın taraf olduğu birleşme işlemlerinde bir geri alım usulü uygulamasının var olmasından kaynaklanmaktadır. Konumuzun dışına çıkmamak adına birleşme amaçlı ortaklıklarda geri alım usulüne ilişkin detaya girmemekle birlikte, SPK'nın söz konusu geri alım işleminin varlığı dolayısıyla pay sahiplerinin haklarının korunduğu kabulüyle ortaklığa ayrılma hakkı kullandırılması yükümlülüğünden muafiyet tanınabileceğini öngörmüş olabilir.

Ortaklığın sermayesinin en az %90'ına sahip olduğu bağlı ortaklıkları ile Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Tebliği'nin altıncı maddesinde belirtilen önemlilik ölçütlerini sağlayan mal varlığının devri ya da mal varlığının devri sonucunu doğuran işlemler tesis etmesi ve bu malvarlığı üzerinde sınırlı aynı hak tesis etmesini kapsayan işlemleri ayrılma hakkı doğurmayan haller arasında sayılmıştı. Ortaklığın sermayesinin %90'ından daha azına sahip olduğu bağlı ortaklıkları ile Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Tebliği'nin altıncı maddesinde belirtilen önemlilik ölçütlerini sağlayan mal varlığının devri ya da mal varlığının devri sonucunu doğuran işlemler tesis etmesi ve bu malvarlığı üzerinde sınırlı aynı hak tesis etmesini kapsayan işlemleri ise ayrılma

---

<sup>284</sup> Birleşme amaçlı ortaklık 28.12.2013 tarih ve 28865 sayılı Resmi gazetede yayınlanan Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin 4. Maddesinin 1. Fıkrasının b bendinde "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 gerçekleştirilmesinde halinde kurucular dışındaki ortaklara iade edilmesi amacıyla mevduat, devlet iç borçlanma senedi ve benzeri yatırım araçlarından bir veya birden fazlasına yatırım yapmak suretiyle değerlendirmeyi taahhüt eden ve bu çerçevede gerekli nakit yönetim politikasını halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede kamuya açıklayan, birleşme işleminin onaylandığı genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanan pay sahiplerine ve sona ermesi durumunda kurucular dışındaki tüm pay sahiplerine ait paylara yönelik olarak gönüllü geri alım işlemini izahnamede belirtilen esaslar çerçevesinde gerçekleştirecek olan ve ticaret unvanında birleşme amaçlı ortaklık ibaresi bulunan ortaklık" olarak tanımlanmıştır.

hakkından muafiyet tanınabilecek haller arasında sayılmıştır (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.16/1-e). Söylemek gerekir ki ortaklığın, önemlilik ölçütlerini sağlayan mal varlığının devri ya da mal varlığının devri sonucunu doğuran işlemler tesis etmesi veya bu malvarlığı üzerinde sınırlı aynı hak tesisinde bulunma işlemleri önemli nitelikteki işlem sayılmışsa da bu işlemlere gerek ayrılma hakkı doğurmayan haller ile gerek ayrılma hakkından muafiyet tanınması ile gerekse birtakım koşullar sağlandığı durumda bu işlemlerden ortaklığın maddi menfaat sağladığı hallerle çok fazla istisna getirilmiş olup bu işlemler neticesinde pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanabilmesi fark edilebilir şekilde sınırlandırılmıştır.

Yönetim kontrolünün bir kamu kurumu ile birlikte sağlandığı hallerde ya da yönetim kontrolüne sahip olmamakla birlikte kamu kurumunun imtiyazlı pay sahibi olduğu ortaklıklarca yapılan önemli nitelikteki işlemlerin gerçekleştirilecek olması hali de muafiyet tanınabilecek haller arasında sayılmıştır.

Son olarak aynı gerçek ve/veya tüzel kişi tarafından yönetim kontrolüne sahip olunan grup içi birleşme işlemlerinde, devrolan ortaklığın faaliyet konusu ve finansal yapısının devralan ortaklık nezdinde esaslı bir değişiklik olmadan korunduğu ve devrolan ortaklığın pay sahiplerinin birleşme işlemi sonrasında devralan şirket sermayesinde üçte iki oranında paya sahip olduğu hallerde SPK tarafından ortaklığa, ayrılma hakkının kullandırılmasından muafiyet tanınabilecektir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.16/1-g).

Ortaklığa ayrılma hakkı kullandırılması yükümlülüğünden muafiyet tanınabilmesi için, ortaklığın muafiyet talebini SPK'ya yöneltmesi gerekmektedir. Muafiyet talebi, önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararının karar tarihini izleyen on iş günü içerisinde SPK'ya yöneltmelidir. SPK, ortaklığın muafiyet başvurusu ile gerekli inceleme ve değerlendirmeleri tamamladıktan sonra muafiyet koşullarının oluştuğunu tespit ederse, ortaklığa ayrılma hakkı kullandırılması yükümlülüğünden muafiyet tanıyabilir(Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.16/2). SPK'ya yapılan muafiyet başvurusunun sonucu ortaklık tarafından ilgili düzenlemeler çerçevesinde kamuya açıklanmalıdır.<sup>285</sup>

---

<sup>285</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.197.

Görüldüğü üzere, ortaklıkların finansal zorluktan kurtulmak amacıyla gerçekleştirdiği işlemler, ortaklığın mal varlığı üzerinde üçüncü kişiler lehine sınırlı aynı hak tesisi sonucunda maddi menfaat elde ettiği haller ya da devrolan konumunda olmakla birlikte temel faaliyet konusunun ve ortaklık yapısının devralan şirket nezdinde büyük ölçüde korunduğu grup içi birleşmelere taraf olunan hallerde ayrılma hakkı kullandırılmasından muafiyet tanınabilmektedir.

Bununla birlikte bahsetmek gerekir ki mülga düzenlemede ayrılma hakkının doğmadığı haller arasında sayılan imtiyazların kaldırılması ya da değiştirilmesi, gönüllü pay alım teklifinde bulunulması, birleşme amaçlı ortaklığın taraf olduğu birleşme işlemleri gibi bazı haller de yeni düzenleme ile muafiyet halleri arasında sayılmış ve bu hallerde ayrılma hakkının kullandırılmaması için SPK tarafından yapılacak inceleme ve değerlendirme sonucunda muafiyet kararı verilmesi aranmıştır.<sup>286</sup> Mülga düzenlemede bu işlemler, ayrılma hakkının kullandırılmasından muafiyet yaratmamakta, SPK başvurusuna bağlı olmadan, doğrudan, ayrılma hakkı doğurmamaktadır.

#### **4.6 Ayrılma Hakkının Doğmadığı Haller**

Genel kurulda alınan önemli nitelikteki işleme ilişkin her kararın salt ayrılma hakkı doğurmadığını söylemek gerekir. Önemli Nitelikteki işlemler ve ayrılma tebliğinde ayrılma hakkı doğurmayan haller sayılmış olmakla bazı hallerde ortaklığa ayrılma hakkının kullandırılması yükümlülüğünden muafiyet de tanınabilmektedir. Zira, her türlü önemli işlem yönünden ayrılma hakkı tanınması halka açık ortaklığın menfaatine zarar verebileceği gibi, ortaklık tarafından faaliyetlerin devamı için gerekli olan işlemleri engelleme riskini de doğurabilecektir.<sup>287</sup>

İlgili düzenlemeye göre, ayrılma hakkının doğmadığı hallerde aynı zamanda diğer ilgili düzenlemeler gereğince genel kurul yapılma zorunluluğu bulunan haller hariç tutularak ayrıca genel kurul kararı alınmasına gerek olmaksızın yönetim kurulu kararı alınması yeterli görülmüştür.<sup>288</sup> Burada, yapılan düzenleme ile ortaklığın önemli nitelikteki işleme

<sup>286</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.196.

<sup>287</sup> Kaya, s.234; Sönmez s.39; Adıgüzel, Ayrılma, s. 9.

<sup>288</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.363; Kaya s.241, Yanlı, s.463.

ilişkin genel kurul kararı alma yükümlülüğü ortadan kaldırılmışsa da hukuki düzenin bozulmaması adına diğer düzenlemeler uyarınca karar alınacak işleme ilişkin olarak genel kurul yapılması zaruri görülüyorsa bu halde ortaklığın genel kurul kararı alma yükümlülüğü devam edecektir.<sup>289</sup> Belirtmek gerekir ki tebliğde ayrılma hakkı düzenlenmeyen haller olarak belirtilen durumlar önemli nitelikte işlem sıfatına haiz olmaya devam etmektedir. Söylenmeye çalışılan, her ne kadar söz konusu işlemler önemli nitelikte işlem olarak kabul edilmekteyse de bu işlemler pay sahibine ortaklıktan ayrılma hakkını vermemektedir.

Düzenlemeye göre, ortaklığın mevzuat uyarınca yapmak zorunda olduğu işlemler için söz konusu işlem önemli nitelikteki işlem olsa dahi ayrılma hakkı doğurmayacaktır (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.15/1-a). Ortaklığın, mevzuat uyarınca yapmak zorunda olduğu işlemler dolayısıyla pay sahibine ayrılma hakkı tanınmaması makuldür. Keza, söz konusu işlem ortaklığın özgür iradesi ile gerçekleştirmek istediği bir işlem değil, hukuken yapmakla zorunlu olduğu bir işlem söz konusudur.<sup>290</sup> Böyle bir durumda, hukuki zorunluluk dolayısıyla yapmakla yükümlü olduğu işlem sonucunda pay sahibine ayrılma hakkı doğurarak ortaklığa payların satın alınması yükümlülüğü doğurmak ayrılma hakkı kurumunun özüne de aykırılık yaratırdı. Ayrılma hakkının amacı, ortaklığın alacağı önemli nitelikteki işlem kararı neticesinde pay sahibinin payını devredememe ya da uygun bir değerle devredememe ihtimalinin önüne geçmekse de bu amaç gerçekleştirilirken ortaklığı zor duruma düşürülmemesi de göz önünde bulundurulmalıdır. Başka bir deyişle, pay sahipleri önemli nitelikte işlem kararının olumsuz sonuçlarından korunmaya çalışırken ortaklığın durumunu hiçe saymak kurumun özünü uygun düşmeyecektir. Zira burada, işlemin yapılmasının mevzuat tarafından zorunlu tutulması, ortaklığın ve pay sahiplerinin menfaatine olduğu düşünülerek ve bu menfaat üstün tutulmuştur.<sup>291</sup>

Ayrılma hakkını doğurmayacak bir diğer işlem ise, yönetim kontrolüne bir kamu kuruluşunun sahip olduğu ortaklıklar tarafından yapılacak işlemlerdir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.15/1-b). Söylemek gerekir ki, salt yönetim

---

<sup>289</sup> Yanlı, s.464.

<sup>290</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s. 363; Söz konusu muafiyetin pay sahiplerinin korunmaya değer menfaatleri yönünden haklı görülemeyeceği yönünde bkz. Kaya, s.228.

<sup>291</sup> Manavgat, s. 329.

kontrolüne bir kamu kuruluşunun sahip olması dolayısıyla ortaklığın önemli nitelikteki işlem kararının ayrılma hakkı doğurmaması pay sahiplerinin haklarının ihlaline neden olmaktadır. Yönetim kontrolüne bir kamu kuruluşunun sahip olduğu ortaklıkta, ayrılma hakkının kullandırılması halinde, payların satın alma yükümlülüğünün kamunun üzerinde olacağından ötürü sırf bu yükümlülüğü kamunun sırtlanmaması adına pay sahiplerinin bireysel menfaatinden yoksun tutulması<sup>292</sup>, ayrılma hakkının düzenleniş sebebine aykırıdır. Birden çok kez tekrarlandığı üzere, ayrılma hakkı pay sahiplerinin haklarını korurken ortaklığa minimum yükümlülük yüklemelidir ki ortaklığın menfaatlerine zarar gelmesin. Ancak bu düzenleme ile korunan ortaklığın menfaati değil adeta yönetim kontrolüne sahip kamu kurumunun menfaatidir. Bu halde, Söz konusu düzenleme ne ortaklığın ne pay sahibinin menfaatini gözetmemekte olup mülga tebliğdeki düzenleme aynen korunarak yeni düzenleme ile bu hususta herhangi bir değişiklik yaratılmamış olması hükmü birçok eleştiriye maruz bırakacaktır.

Düzenlemede ayrılma hakkını doğurmayacağı belirtilen bir diğer önemli nitelikteki işlem ise, yatırım ortaklıklarının yatırım ortaklığı niteliklerinin değiştirilmesi, yitirilmesi ve bu kapsamda yapılan imtiyaz değişikliği işlemleridir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.15/1-c). Yatırım ortaklıklarının esas sözleşme değişikliği, SPK iznine tabi olup SPK aynı zamanda bu işleme izin vermek için pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu getirebilmekle yetkilendirilmiştir. Zorunlu pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu getirildiği halde pay sahiplerinin haklarının korunması sağlanmış olacağından ayrıca ortaklığa bir de ayrılma hakkı dolayısıyla payların satın alınması yükümlülüğü getirilmemesi isabetli olmuştur.<sup>293</sup>

Birleşme ve Bölünme Tebliği uyarınca gerçekleştirilen kolaylaştırılmış usulde birleşme ve bölünme işlemleri ile ortaklık tarafından oranların korunması yoluyla kurulan yeni kurulan şirketlere yapılan tam bölünme işlemleri de ayrılma hakkı doğurmayan haller arasında sayılmıştır (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.15/1-ç). Kolaylaştırılmış birleşmede Birleşme ve Bölünme Tebliği'nde ayrılma akçesi tanınması

---

<sup>292</sup> Manavgat, s.330, Kaya, s.229.

<sup>293</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.365; Manavgat, s.331, Hükümde belirtilen imtiyaz değişikliklerine ilişkin işlemlerde ayrılma hakkı tanınmamasının haklı görülemeyeceği yönünde bkz. Kaya, s.231.

yükümlülüğü<sup>294</sup> getirilmiş olduğundan ayrılma akçesi ile pay sahiplerinin haklarının korunması sağlanmıştır.<sup>295</sup> Bu halde, ikinci bir düzenleme ile ayrıca bu sebeple pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınmasının hem bir gereği bulunmamakta hem de ortaklığın gerçekleştireceği durumdan dolayı mükerrer olarak yükümlülük altına sokulmasına gerek kalmayacaktır. Kolaylaştırılmış birleşme usulünde birleşme işlemine iradesi bulunmayan pay sahipleri ayrılma akçesi düzenlemesinden yararlanarak ortaklıktan ayrılma haklarını kullanabilmektedirler. Bu düzenleme ile işlem menfaati de korunmakta olduğundan ayrılma hakkının düzenlenmesine sebep olan durumlara karşı ayrılma akçesi ile zaten koruma sağlanmıştır.<sup>296</sup> Kolaylaştırılmış birleşme usulünde ayrılma akçesi öngörülmele hem pay sahibi hem de işlem menfaati korunmuş olduğundan ayrılma hakkının doğmaması kabul edilebilir hatta makul bulunabilirse de bölünme işlemleri bakımından pay sahiplerinin korunmasına ilişkin farklı bir mekanizma öngörülmeden pay sahiplerinin bu işlemler neticesinde ayrılma hakkının doğmayacağı şeklinde düzenleme yapılması ise isabetsizdir.<sup>297</sup>

İcra ve İflas Kanunu çerçevesinde verilmiş bir karar doğrultusunda veya amme alacağının tahsili amacıyla gerçekleştirilen işlemler sonucunda da pay sahibinin ayrılma hakkının doğmayacağı düzenlenmiştir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.15/1-d). Bu durumlarda ayrılma hakkının doğmayacağına ilişkin düzenleme de aslında mevzuat uyarınca öngörülen işlemler dolayısıyla ayrılma hakkının doğmayacağına ilişkin düzenlemelerle paraleldir. Zira İİK çerçevesinde verilen karar uyarınca yapılması gereken işlem de ortaklığın kendi iradesiyle gerçekleştirmeye karar verdiği bir işlem olmayıp kanunun zorunlu kıldığı durumlar neticesinde ortaya çıkmaktadır. Bu halde, ortaklığın kendi iradesiyle alınmamış bir karar doğrultusunda yapacağı işlem neticesinde pay sahiplerinin paylarını devralmakla yükümlü tutulması ortaklığın menfaatine zeval getirecektir.

Yine paralel olarak, iflas ya da başka bir sona erme halinin oluşması sonucunda tasfiyeye giren ortaklıkların, İİK, TTK ve sair mevzuat hükümleri çerçevesinde tasfiye kapsamında

---

<sup>294</sup> Kolaylaştırılmış birleşme usulünde ayrılma akçesinin tanınma nedenine ilişkin bkz. Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler, s.237-238.

<sup>295</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.366; Kaya, s.232.

<sup>296</sup> Tarhan, Ayrılma Hakkı ve Ayrılma Akçesi, s. 237.

<sup>297</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.366.

gerçekleştirdiği işlemler de ayrılma hakkının doğmayacağı hallerden sayılmıştır (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.15/1-e). Tekrara düşmek istememekle birlikte bu halde ayrılma hakkı doğurulmamasının sebebi yine mevzuat çerçevesinde ortaklığın yerine getirmekle zorunda bırakıldığı haller olup ortaklığın bu işlemi gerçekleştirilmemesi gibi bir şansı bulunmadığındandır. Bu halde, zorunluluk nedeniyle gerçekleştirilen işlemde pay sahibinin menfaati korunmak üzere ayrılma hakkı tanınması ortaklığı zor duruma sokacaktır. Keza, bu işlemler dolayısıyla herhangi bir olumsuzluk doğacaksa bu yalnızca belirli pay sahipleri yönünden değil ortaklığın tümü yönünden doğacak olup bu halde korunacak menfaat de aslında tüm ortaklığın menfaati olmalıdır. Bu gibi işlemlerde pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınması pay sahiplerinin hakkını korumak değil belki de tam tersi onlara ayrıcalık sağlamak olarak sirayet edebilecektir.

Geri kiralama amacıyla ve sözleşme sonunda geri alınması şartıyla finansal kiralama şirketine yapılan mal varlığı satış işlemleri, geri alım hakkı tanınmak suretiyle finansal kuruluş veya bankalara yapılan satış işlemleri, varlığa veya ipotega veya projeye dayalı menkul kıymet ile kira sertifikası ihracı amacıyla yapılan mal varlığı devri işlemleri ve teminat yönetim sözleşmeleri kapsamında yapılan devir ve sınırlı ayni hak tesisleri de bir diğer ayrılma hakkının doğmayacağı hal olarak belirlenmiştir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.15/1-f). Ortaklığın, belirtilen ticari faaliyetleri gerçekleştirecek olması sonucunda pay sahibinin ayrılma hakkının doğmayacağı düzenlenmiş olmasının sebepleri, pay sahiplerine ayrılma hakkının sağlanması halinde ortaklığın söz konusu faaliyet için işlem maliyetlerinin yükselecek olması, ortaklığın ticari faaliyetlerini sürdürürken gereksinim duyduğu işlemleri yerine getirmesinde engel oluşturacağı gibi hususlardan kaynaklanmaktadır.<sup>298</sup> Bir başka deyişle düzenleme ile ulaşılmak istenen gaye, ortaklıkların faaliyetlerinin devamlılığı için gerekli olan işlemleri maliyetsiz gerçekleştirebilmeleri olup bu gaye pay sahibinin korunması ihtiyacını önüne geçmektedir.

Ayrılma hakkının doğmayacağı düzenlenen işlemlerden bir tanesi de gayrimenkul yatırım ortaklıkları içindir. Düzenlemeye göre, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerinde yer alan varlıklar üzerinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği çerçevesinde ayni hak tesis edilmesine ilişkin işlemleri de pay sahibine

---

<sup>298</sup> Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s.367; Manavgat, s.331.



ayrılma hakkı vermeyecektir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.15/1-g). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde ortaklıkların portföylerinde yer alan varlıklar üzerinde aynı hak tesis edilmesi ise birtakım sınırlamalara tabi tutulmuştur. Buna göre, ortaklık, kat karşılığı ve hasılat paylaşımı ile yapılan projelerde, arsa sahiplerince ortaklığa bedelsiz ya da düşük bedel karşılığı olarak üst hakkı tesis edilen veya arsanın devredildiği hallerde, proje teminatı olarak arsa sahibi lehine ortaklık portföyünde bulunan gayrimenkuller üzerinde ipotek veya diğer sınırlı aynı hakların tesis edilmesi mümkündür. Ortaklıklar, kendi tüzel kişilikleri lehine temin edilecek finansman için portföydeki varlıklar üzerinde ipotek, rehin veya diğer sınırlı aynı hakları da tesis edebilecektir. Ancak dikkat etmek gerekir ki, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerinde bulunan gayrimenkuller üzerinde ipotek, rehin veya diğer sınırlı aynı hakları tesis edebilmesi sıkı koşullara bağlanmıştır. Bu koşulların var olduğu haller dışında gayrimenkul yatırım ortaklıkları başkaca bir nedenden ötürü üçüncü kişiler lehine ipotek, rehin ve diğer sınırlı aynı hak tesisinde bulunamamaktadır. Bu halde yukarıda açıklanan sınırlamalar dahilinde gayrimenkul yatırım ortaklıklarının aynı hak tesisine ilişkin işlemleri pay sahiplerine ayrılma hakkı tanımayacaktır.

Önceki düzenlemede yer verilmemiş olmakla yeni düzenleme ile eklenen bir diğer hal ise, girişim sermayesi ortaklıklarının portföylerinde yer alan varlıklar üzerinde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği uyarınca aynı hak tesisine ilişkin işlemlerdir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.15/1-ğ). Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde ise, girişim ortaklığının iki husus dışında hiçbir surette üçüncü kişiler lehine, aynı hak tesisinde bulunamayacağı belirtilmiştir. Buna göre, girişim sermayesi yatırım ortakları, KOBİ yönetmeliğinde tanımlanan ve KOBİ şartlarını taşıyan girişim şirketleri lehine rehin ve teminat verip ipotek tesis edebilir. Bunun yanı sıra, ortaklık portföyünde bulunan ya da bulunacak girişim ortaklığına yapılacak yatırım finansmanında, bu girişim ortaklıklarında sahip olduğu ya da olacağı payların rehin ve teminat verişmesine ilişkin sözleşme yapılması halinde üçüncü kişiler lehine aynı hak tesisinde bulunabilir. Görüldüğü üzere girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının üçüncü kişiler lehine aynı hak tesis işlemleri Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde son derece sıkı bir şekilde sınırlandırılmış olup yalnızca iki halde aynı hak tesisine izin verilmiştir. Bu iki halin de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığının ticari yaşamında faaliyetlerini sürdürebilmek

adına gerçekleştirmesine izin verilen hallerden olduğu dşnldğnde söz konusu işlemler dolayısıyla ayrılma hakkı tanınmamış olması kabul edilebilir bir düzenlemedir. Keza pay sahiplerinin bireysel açıdan hakları korunmaya çalışılırken bir yandan da ortaklığın kendi faaliyetlerini sürdürebilmesi için ortaklığa imkan tanınmalıdır. Aksi halde, ortaklık söz konusu işlemleri gerçekleştirmek adına üzerine çok fazla maliyet yükü eklenmiş olacaktır.

Sermayesiyle kanuni yedek akçeleri toplamının yarısı zararla kaybolan veya borca batık durumda olan ortaklığın TTK m.139 kapsamında gerçekleştireceği birleşme işlemlerinde de ortaklığın aldığı karar önemli nitelikteki işlem niteliğini haiz olsa da pay sahibine ayrılma hakkı doğurmayacaktır (nemli Nitelikteki Işlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.15/1-h). TTK m.139'da, sermayesiyle kanuni yedek akçeleri toplamının yarısı zararla kaybolan ve borca batık durumda olan bir ortaklığın, kaybolan sermayesini veya borca batıklık durumunu karşılayabilecek tutarda, tasarruf edilebilen öz varlığa sahip bulunan bir ortaklık ile birleşebileceği düzenlenmiştir. Burada öncelikle sermayenin kaybı ve borca batık olma durumundan bahsetmek gerekir. Ortaklığın son yıllık bilançosunda, ortaklığın sermayesi ile kanuni yedek akçeler toplamının üçte ikisi zarar nedeniyle karşılıksız kalmışsa, ortaklık genel kurulu ya sermayenin üçte biri ile yetinmeye ya da sermayenin tamamlanmasına karar verir. Aksi halde ortaklık kendiliğinden sona erer.

TTK m.139 hükmünün varlığı ile ortaklığın kaybını karşılayabilecek tutarda öz varlığa sahip bir ortaklıkla birleşerek ortaklığın kendiliğinden sona ermesinin önüne geçmesine imkan tanımıştır. TTK'nın bu hükmünün adeta iyileştirici nitelikte bir düzenleme olduğu söylenmelidir. Ortaklığın bilançosunun eksi değerde ya da borca batık olması hali ortaklığın birleşmesine engel değildir ancak bu birleşme ancak birleşme işlemine taraf olan diğer ortaklığın, borca batık ya da sermayesiyle kanuni yedek akçeleri toplamının yarısı zararla kaybolmuş ortaklığın açığını kapatabilecek değerde ve serbestçe tasarruf edebileceği öz varlığa sahip olmalıdır. Ortaklıkların devralan ya da devrolunan konumda olmaları mümkündür.

Birleşme işlemine taraf olarak, borca batık ortaklığı kendiliğinden sona erme durumundan kurtaracak olan ortaklığın serbestçe tasarruf edilebilecek zvarlığının bulunması gerektiği belirtilmiştir. Ortaklığın serbestçe tasarruf edebileceği öz varlık da sermayesi ve bir amaca bağlı olan ihtiyari yedek akçeler ile genel kanuni yedek akçesinin

harcamalar için kanunen tahsisli kısmı çıkarıldıktan sonra kalan özvarlığıdır. Tüm bu açıklamalar doğrultusunda, sermayesiyle kanuni yedek akçeleri toplamının yarısı zararlar kaybolan veya borca batık durumda bulunan ortaklığın taraf olduğu birleşme işleminin ayrılma hakkı doğurmaması anlaşılabilir bir düzenlemedir. Zira yukarıda bahsedildiği üzere söz konusu birleşme işlemi iyileştirici nitelikte bir işlem olup bu birleşme işleminin gerçekleşmemesi halinde ortaklığın kendiliğinden sona erme riski son derece yüksek olacaktır. Bu halde söz konusu işlem gerçekleştirilmediğinde ortada bir ortaklık kalmamasındansa ortaklığın birleşme işlemine taraf olarak kendini muhtemel kötü sondan kurtarması şeklinde seçim yapması ortaklığın varlığının devamı için elzemdir. Zor durumda olan ve sona erme tehlikesinde olan ortaklığın kendini kurtarmak için gerçekleştireceği birleşme işleminin üzerine bir de alacağı bu karar dolayısıyla pay sahibine ayrılma hakkı tanınması zaten söz konusu birleşme işlemi etkisiz kılacaktır. Keza, ortaklık bulunduğu durum itibariyle ayrılma hakkının kullanılabilmesi maliyetini karşılayamayacaktır. Bu halde, söz konusu birleşme işleminin ayrılma hakkı doğurmayacağına düzenlenmesi ile ortaklığın devamlılığı pay sahiplerinin menfaatlerinden üstün tutulmuştur denebilir.

Ortaklığın birtakım mal varlığı devri işlemleri de ayrılma hakkı doğurmayan haller arasında sayılmıştır. Ancak bu malvarlığı devrinin ayrılma hakkı doğurmaması için aranan koşullar bulunmaktadır. Öncelikle bu mal varlığı devri işlemi ortaklığın mali yapısının güçlendirilmesini teminen gerçekleştirilmelidir. Bununla birlikte, mal varlığı devri işleminden elde edilecek fonun en az %90'ı elde edilme tarihinden itibaren otuz gün içerisinde muvazaadan arı bir şekilde nakdi banka kredilerinden ve/veya ihraç ettikleri borçlanma araçlarından kaynaklanan muaccel borçların ödenmesi için kullanılması gerekmektedir. Eklemek gerekir ki, söz konusu malvarlığı devri işlemi neticesinde elde edilecek fonun %90'ının nakdi banka kredilerinden kaynaklanan ve/veya borçlanma araçlarından kaynaklanan muaccel borçların kapanması noktasında kullanılacağına ilişkin yönetim kurulu kararı alınmalı ve bu yönetim kurulu kararı ile yapılacak ödemelerin tutarları ve ödemeler gerçekleştirildikten sonra ödemelerin gerçekleştiğine ilişkin bilgilerin kamuya açıklanması gerekmektedir. Düzenlemenin içeriğinde de açıkça belirtildiği üzere söz konusu işlemin amacı ortaklığın mali yapısını güçlendirmektir. Tebliğ ile ayrılma hakkı doğurmayan hallerin düzenlenmesinin sebebinin de ortaklığın bir kısım faaliyetlerini maliyetsiz olarak gerçekleştirebilmesinin önünün açılması olduğu

göz önünde bulundurulduğunda ortaklığa düzenlemedeki koşulların varlığı halinde mal varlığı devri yapabilmesi noktasında fırsat yaratılmış ve ayrılma hakkı kullandırma yükümlülüğünün yaratacağı mali ağırlıktan kurtulmasına destek olunmuştur.

Ortaklığın, sermayesinin en az %90'ına sahip olduğu bağlı ortaklıkları ile Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Tebliği'nin altıncı maddesinde belirtilen önemlilik ölçütlerini sağlayan mal varlığının devri ya da mal varlığının devri sonucunu doğuran işlemler tesis etmesi ve bu malvarlığı üzerinde sınırlı aynı hak tesis etmesini kapsayan işlemler de ayrılma hakkı doğurmayan haller arasında sayılmıştır. Söz konusu işlemlerin ortaklığın, sermayesinin %90'ına sahip olmadığı bir başka ortaklık ile gerçekleştirilmesi halinde işlem önemli nitelikte olduğundan pay sahiplerinin ayrılma hakkı doğacaktı. Ancak düzenleme ile söz konusu işlemlerin ortaklığın, sermayesinin en az %90'ına sahip olduğu ortaklık ile gerçekleştirilmesinin ayrılma hakkı düzenlenmeyeceği kaleme alınmıştır.

Ayrılma hakkının doğmadığı haller arasında sayılan son işlem ise ortaklığın bağlı ortaklık paylarının halka arz yoluyla satılması işlemidir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.15/1-j). Bu düzenleme ile asıl amaç halka arzların teşvikini sağlamaktır.<sup>299</sup>

Ortaklık tarafından, Önemli nitelikteki İşlemler ve Ayrılma hakkı tebliğinin 15. Maddesinde sayılan bu ayrılma hakkı doğurmayan hallere ilişkin olarak söz konusu önemli nitelikteki işlemler ve ayrılma hakkının doğmadığının gerekçesini içeren yönetim kurulu kararı alınmalı ve alınan yönetim kurulu kararı kamuya açıklanmalıdır ((Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m.15/3).

Söylemek gerekir ki mülga tebliğde de ayrılma hakkı doğurmayan bir kısım haller düzenlenmiş olmakla Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Tebliği'nde ayrılma hakkı doğurmayan hallere kurtarma amaçlı birleşmeler, geri alım hakkıyla bankalara yapılan satışlar ve halka arz yoluyla satışlar eklenmiştir.<sup>300</sup> Bu ilavelerin sağlanmasının ortak gerekçesi, ortaklığın faaliyetlerinin devamlılığı için gerekli işlemleri maliyetsiz bir şekilde gerçekleştirebilmeleridir. Nitekim ayrılma hakkı doğurmayan haller

<sup>299</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.16.

<sup>300</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler, s.196.

incelendiğinde de gerçekten söz konusu hususların, ortaklıkların işlem maliyetini düşürmek ve devamlılığını sağlamak adına gerçekleştirmek durumunda kaldığı işlemlere ilişkin olduğu görülmektedir. Ayrılma hakkının amacı her ne kadar pay sahibinin paylarının hiç veya uygun bir fiyatla devredememesinin önüne geçmekse de pay sahipleri korunmaya çalışılırken ortaklığın devamlılığı ve bu devamlılığı sağlamak için yapmak durumunda olduğu faaliyetler engellenmemelidir. Yeni düzenleme ile ayrılma hakkı doğurmayan hallere yeni eklemeler yapılması ile ayrılma hakkının kullanım alanının sınırlandırıldığı ve SPK'nın hukukumuzdaki ayrılma hakkı yönünden yetki alanının gözle görülebilir şekilde genişlediği de göz ardı edilmemelidir.<sup>301</sup>



---

<sup>301</sup> Vuraloğlu, Değerlendirmeler s. 196.

## 5. SONUÇ

6362 sayılı SerPK’da düzenlenen ayrılma hakkı ile anonim ortaklıktaki çoğunluk ilkesi dolayısıyla ortaklıkta payları daha küçük olması nedeniyle yönetsel kararlara etki yaratamayan ve dolayısıyla pay sayısı fazla olan pay sahiplerinin iradelerine göre sonuç doğuran işlemlerden payları daha küçük olan pay sahiplerinin korunması amaçlanmıştır.

Pay sahibinin, ayrılma hakkını kullanabilmek için önemli nitelikteki işleme dair karar alınacak genel kurul toplantısına katılarak önemli nitelikteki işleme olumsuz oy kullanması ve bu muhalefetini toplantı tutanağına şerh ettirmesi gerekmektedir. SerPK’da ve ikincil düzenlemelerinde ortaklıkların hangi tür işlemlerin önemli nitelikte işlem olduğu açıklanmıştır. Ortaklığın birleşme - bölünme işlemlerine taraf olunması, tür değiştirme kararı alması, mal varlığının devri veya bu mal varlığının devri sonucunu doğuran işlemler tesis edilmesi veya bu mal varlığı üzerinde üçüncü kişiler lehine sınırlı aynı hak tesis edilmesi, ortaklıkların imtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam ve konusunu değiştirmesi, pay sahibi sayısı dolayısıyla halka açık sayılan ortaklıkların SerPK kapsamında çıkma kararı alması gibi kararlar önemli nitelikteki işlem olarak sayılmıştır. Ancak yeni tebliğ ile bu önemli nitelikteki işlemlerin ayrılma hakkı doğurması için birtakım kıstaslar aranarak, hakkın kullanım aranı daraltılmıştır. Yine, yeni tebliğ ile, sona erme kararı alınması, faaliyet konusu değişikliği ve borsa kotundan çıkma kararı alınmasına ilişkin kararlar ayrılma hakkı doğuran önemli nitelikteki işlemlerden sayılmamıştır.

Bunların yanı sıra, önemli nitelikte işlem sıfatını haiz olmasına rağmen bazı hallerde ayrılma hakkının doğmadığı ve bazı hallerde de ortaklığa ayrılma hakkının kullandırılmasından muafiyet tanınabileceği düzenlenmiştir. Önceki düzenlemede, ayrılma hakkının doğmadığı hallere yer verilmiş ancak ayrılma hakkından muafiyet tanınabilecek hallere ilişkin bir düzenlemeye yer verilmemişti. Yeni düzenleme ile ayrılma hakkından muafiyet tanınabilecek haller düzenlenmesi yapılmış olup hakkın kullandırılmasından muafiyet tanımakla yetkili olan kurum ise SPK olarak belirlenmiştir. Bu düzenlemelere ek olarak ortaklığın önemli nitelikteki işlemde vazgeçmesine de olanak tanınarak pay sahibinin menfaatleri korunmaya çalışılırken ortaklığın menfaatlerinin zedelenmesinin önüne geçilmeye çalışılmıştır. Nitekim, ortaklığın işlem

maliyetini kaldıramayacağı kadar fazla pay sahibinin ya da fazla payın ayrılma hakkına konu edilmesi halinde ortaklık büyük ölçüde zarar görecektir. Öte yandan halka açık anonim ortaklığın faaliyetlerini sürdürebilmek adına birtakım yönetsel kararlar alması da ortaklık açısından elzemdir. Sırf faaliyetlerini sürdürebilmek adına gerçekleştireceği her işlemde ayrılma hakkından kaynaklanan işlem maliyeti riski ile karşı karşıya kalması hakkaniyete uymayacaktır.

Bu doğrultuda, kanun ve ikincil düzenlemelerde yapılan değişiklikler ile ortaklığın faaliyetlerini sürdürebilmek adına yapacağı işlemlere olanak tanınmış, ayrılma hakkı kullanımının kapsamı daraltılmıştır. İktisadi hayatı canlandırmak adına da halka açık ortaklıkların birtakım işlemlerinden pay sahiplerinin ayrılma hakkının kullanılmasının önüne geçilmiştir. Örneğin, halka arzların teşvik edilmesi amacıyla ortaklıkların bağlı ortaklıklarının halka arz yoluyla satılması işlemi ayrılma hakkını doğurmayan haller arasında sayılmıştır.

Ayrılma hakkının kullanım sürecine ilişkin olarak gerek yönetim kuruluna gerek genel kuruluna birçok yükümlülük getirilmiştir. Ayrılma hakkının kullanım sürecine ilişkin olarak ortaklık sıkı bir kamuyu aydınlatma yükümlülüğü altında tutulmuştur. Öte yandan ayrılma hakkının kullanım fiyatına ilişkin yeni düzenlemeler yapılarak ayrılma hakkı bedelinin adil bedel üzerinden kullandırılması uygulamasına geçilmiştir. Bu uygulama ile payları borsada işlem gören ortaklıklar yönünden yapılacak hesaplamada piyasa ayırımına gidilmiş, payları yıldız pazarda işlem gören ortaklıklar ile diğer pazarlarda işlem gören ortaklıklar yönünden hesaplamaya dahil olacak borsa değerleri yönünden farklı süreler belirlenmiştir. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar açısından da eski düzenlemedeki değerlendirme raporu uygulamasına devam edilmişse de buna ek olarak birtakım koşulların gerçekleştiği hallerde fiyatın belirlenmesi için ek rapor alınması uygulaması eklenmiştir.

Ayrılma hakkı kullanım bedelinin, payları borsada işlem gören ortaklıklar bakımından borsa fiyatlarının düzeltilmiş ağırlıklı ortalamasına bakılarak belirlenmesi düzenlemenin ortaklık değerinin göz ardı edilmesi dolayısıyla eleştirilmiştir. Ayrılma hakkının kullanıldığı dönemde çeşitli sebeplerle borsa değerinin payın gerçek değerinin altında kalması halinde pay sahibinin menfaatlerinin korunması gayesinin tam anlamıyla yerine getirilmiş olamayacağı öne sürülmüştür.

Pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanması ile ortaklık, ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin paylarını satın almakla yükümlü olur. Burada, ortaklığın kendi paylarını iktisabı söz konusu olur. Ayrılma hakkı dolayısıyla satın alınan paylar yönünden de ortaklık, ortaklığın kendi paylarını iktisabına ilişkin düzenlemelerle bağlıdır ancak işlem süreleri bu bağlılıktan hariç tutulmuştur. Yine önceki düzenlemede mevcut olmamakla birlikte yeni tebliğ ile getirilmiş yeniliklerden biri de payların diğer pay sahiplerine ve yatırımcılara önerilmesidir. Düzenleme sayesinde, ayrılma hakkına konu paylar yönetim kurulu tarafından, ortaklığın payları satın almasından önce diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilir. Pay sahipleri veya yatırımcıların ayrılma hakkına konu payları satın almayı talep etmesi halinde, ortaklık ayrılma hakkının kullanılması dolayısıyla endişe ettiği işlem maliyetinden bir miktar da olsa kurtulur çünkü bu halde ayrılma hakkı bedelini ortaklık değil, satın alma talebinde bulunan pay sahibi veya yatırımcılar üstlenir.

Ayrılma hakkı düzenlemesi ile ilk bakışta temel amaç azınlık pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması gibi gözükse de azınlık pay sahipleri korunurken ortaklığın zarara uğramasına ya da varlığının zedelenmesine yol açmamak için gerekli önlemler de alınmıştır. Ayrılma hakkının doğmadığı hollere, ayrılma hakkından muafiyet tanınabilecek hollere ve önemli nitelikteki işlemde vazgeçilmesine ilişkin yapılan düzenlemelerle ortaklığın alacağı her önemli nitelikteki işlem sonucunda ayrılma hakkı kullandırması zorunluluğu bir nebze olsun hafifletilmiştir.

Söylemek gerekir ki yapılan yeniliklere rağmen, ayrılma hakkı bugünkü hali ile hala birtakım değişikliklere ihtiyaç duymaktadır. Bunlardan belki de en önemlisi, ayrılma hakkına ilişkin bedel tespit davasının düzenlenmemiş olmasıdır. Ayrılma hakkı bedeline ilişkin yapılan hesaplamanın gereği gibi yapılmamış ya da hatalı hesaplama yapılmış olması durumlarına ilişkin özel bir düzenleme yapılması pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması yönünden önem arz etmektedir.

Bununla birlikte, her ne kadar yeni tebliğ ile ayrılma hakkı bedeline ilişkin payları borsada işlem gören ortaklıklar bakımından piyasa ayırımına gidilmek suretiyle ve payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar bakımından ek rapor alınması suretiyle önceki düzenlemeye nazaran daha hakkaniyetli bir sonuca ulaşılmasına fayda sağlanmışsa da mevcut durumda tam anlamıyla pay sahibinin paylarını değerinde satamama riski sınırlanabilmiş değildir. Zira ayrılma hakkının kullanıldığı dönem piyasanın iyi işlemediği



ya da birtakım sebeplerle fiyatın olağandan düşük olduğu döneme denk gelmiş olabilir. Bununla birlikte, payların doğru fiyatlanabilmesi için yeterli derinliğin bulunmadığı, bir başka anlatımla ortaklığın fiili dolaşım oranının düşük olduğu durumda borsa fiyatı sağlıklı bir görünüm vermeyecektir. Fiili dolaşım oranının düşük olduğu bir ortaklıkta ayrılma hakkının kullanılmasında sağlıklı borsa fiyatı dolayısıyla pay sahibinin payını değerinde satamaması riskinin önüne geçildiği net bir şekilde söylenemeyecektir. Bu gibi durumların önüne geçmek için ise, zorunlu pay alım teklifine benzer şekilde birtakım göstergeler öngörülerek ayrılma hakkı bedelinin bu göstergelerden en yüksek olanından düşük olamayacağı şeklinde düzenleme yapılabilir.



## KAYNAKÇA

- Adıgüzel B,** ‘Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı’ (2024) 18(2) Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 1 (Ayrılma).
- Adıgüzel B,** Sermaye Piyasası Hukuku (4. Baskı, Adalet Yayınları 2022) (Sermaye).
- Aker H,** ‘Anonim ve Limited Şirketlerde Ortaklık Sıfatının Sona Ermesi ve Özellikle Haklı Sebep ile Fesih Davasına İlişkin Bazı Değerlendirmeler’ (2016) 32(1) Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 63.
- Akın İ;** Şirketler Topluluğu Sorumluluk Hukuku (1. Baskı, Seçkin Yayıncılık 2014).
- Aliyeva Z,** ‘Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri’ Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2019.
- Aras Ç.D.,** Sermaye Şirketlerinde Tür Değişirme (1. Baskı On iki Levha Yayıncılık, 2019).
- Arslanlı H,** Anonim Şirketleri C.II- Anonim Şirketin Organizasyonu (1. Baskı Fakülteler Matbaası 1960).
- Aydın S,** ‘Limited Şirketlerde Ortaklıktan Çıkma ve Ayrılma Akçesi’ (2022) 17(188) Terazi Hukuk Dergisi 25.
- Bahtiyar M,** Ortaklıklar Hukuku (16. Baskı, Beta Yayınları 2022).
- Biçer L./ Hamamcıoğlu E,** ‘Anonim Ortaklık Genel Kurul Toplantılarında Uygulanan Yetersayılar ve Bazı Değerlendirmeler’ (2017) 12(149-150) Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 71.
- Bilgili F./ Demirkapı E,** Şirketler Hukuku, Bursa, (1. Bası, Dora Yayınları 2013).
- Bilgili F./ Demirkapı E,** Şirketler Hukuku Dersleri (7. Bası, Dora Yayınları 2020).

- Çamoğlu E,** ‘Şirketler Topuluğunda Hakimiyetin Kötüye Kullanılmasından Doğan Sorumluluk Davaları’ (2013) 12(2) Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 19.
- Çelikboya K,** ‘Adi Ortaklıktan Çıkma ve Çıkarmanın Koşulları’ (2015) 14(2) Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 195.
- Çoştan H,** Anonim Ortaklıklarda Bölünme (1. Baskı Turhan Kitabevi 2004).
- Daloğlu T,** Limited Şirketlerde Çıkma ve Çıkarılma (1. Bası On İki Levha Yayınları 2020)
- Eren E,** Limited Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarma ve Ayrılma Akçesi (1. Bası On İki Levha Yayınları 2022)
- Ergüne M.S.,** ‘Anonim Şirket Payı Üzerinde Rehin Hakkı Kurulması’ (2016) 74(2) İÜHFİM 151.
- Göktürk K,** Şirketler Topuluğunda Sorumluluk Esasları (2. Baskı Adalet Yayınları 2022)
- Gül Tarhan D,** ‘Halka Açık Ortaklıkların Birleşme İşlemleri Açısından Ayrılma Hakkı ve Ayrılma Akçesi’(2017) , Batider, 133(1) 211. (Ayrılma Hakkı ve Ayrılma Akçesi).
- Gül Tarhan D,** Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler ve Sonuçları (1. Baskı On İki Levha Yayıncılık 2018)
- Günel V./ Okat Y.Ö.,** Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları (1. Baskı On İki Levha Yayınları 2021).
- Gürpınar B,** ‘Limited Şirkette Çıkma ve Çıkmaya Katılma’ (2016) 20(2) Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 73.
- İmregün O,** Anonim Ortaklıklar, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi 1989.

- İmregün O,** Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunların Telif Çareleri (I. Akgün 1962). (Menfaat)
- Kaya B,** Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı (1. Baskı Beta Yayınları 2018)
- Kendigelen A.** Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı (1. Bası Beta Yayınları 1994).
- Kendigelen A,** Ticaret Şirketlerinde Nev'i Değişirme, Ticaret Kanunumuzun Düzenlenmesi, Tatbikat ve Doktrin Tutumu, Makalelerim, Ticaret Hukuku Kürsüsünde On Beş Yıl, İstanbul, 2001.
- Kolcuoğlu, Umut** Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı (1. Baskı Vedat Kitapçılık 2009).
- Manavgat Ç,** Hukuki Bakımdan Hakla Açık Ortaklıklar ve Halka Arz (1. Baskı Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları 2016).
- Memiş, Tekin/Turan, Gökçen** Sermaye Piyasası Hukuku (5. Baskı Seçkin Yayıncılık 2020).
- Nilsson, Gül Okutan** Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Şirketler Topluluğu Hukuku (1. Baskı On İki Levha yayıncılık 2009)
- Oğuzman, Kemal/ Barlas, Nami** Medeni Hukuk (27. Bası On İki Levha Yayıncılık 2021).
- Oran O,** 'Halka Açık Anonim Şirketlerde Zorunlu Pay Alım Teklifi' (2017) 16(2) İstanbul Kültür Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi S. 409
- Öekli N,** 'Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkı' (2018) 76(1) İstanbul Hukuk Mecmuası 221.
- Paslı A./ Okay H.O.,** 'Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkını Kullanan Pay Sahibinin Şirketler Topluluğu Düzenlemelerinden Yararlanma Olanığı (TTK m.202/2 ve SerPK m.24 Hükümlerinin Karşılıklı Uygulama Alanı)' (2019) 77(1) İstanbul Hukuk Mecmuası 49.

- Poroy R./Tekinalp Ü./Çamoğlu E,** Ortaklıklar Hukuku I (13. Bası, Vedat Yayıncılık 2014)
- Semerci Vuraloğlu T,** Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Ayrılma Hakkı (1. Bası On İki Levha Yayıncılık 2018). (Ayrılma Hakkı)
- Semerci Vuraloğlu T,** 'Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri ve Ayrılma Hakkına İlişkin Yeni Düzenlemelerin Değerlendirilmesi' (2021) 16(197-198) Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 281. (Değerlendirmeler)
- Sönmez Y.Z.,** Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı (1. Baskı Beta Yayınları 2009).
- Taşdelen N,** 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Limited Ortaklıkta Çıkma Çıkarılma ve Fesih (1. Bası Yetkin Yayınları 2012)
- Tatlı B,** 'Limited Şirketlerde Çıkma, Çıkarma Ve Ayrılma Akçesi' (2021) 25(1) Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 165.
- Tekinalp Ü,** Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku (2. Baskı Vedat Yayıncılık 2020).
- Turan G.** '6362 sayılı Kanunda Halka Açık Ortaklık Pay Sahiplerine Tanınan Ayrılma Hakkı' (2014) 12(139) Legal Hukuk Dergisi 75.
- Türk A,** Yeni Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatına Göre Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi (1. Baskı Adalet Yayınları 2016)
- Yanlı V,** 'Halka Açık Şirketlerde Önemli Nitelikteki İşlemler' (2015) 6(2) İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 459.
- Yeşiltepe S.Ö.,** Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakkı (2. Baskı Seçkin Yayınları 2015).
- Uzunallı S,** Anonim Şirkette İşletme Konusu (1. Baskı Adalet Yayınları 2013).

## ÖZGEÇMİŞ

### Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı : Şevval KARAKUŞ

### Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi : Kocaeli Üniversitesi Hukuk Fakültesi (2015-2019)

Yüksek Lisans Öğrenimi : Kadir Has Üniversitesi Özel Hukuk Tezli Yüksek Lisans Programı (2020- )

Bildiği Yabancı Diller : İngilizce

### İş Deneyimi

Çalıştığı Kurumlar ve Tarihleri: 1-Pulatoğlu Hukuk Bürosu (04.2021-11.2022)

2- Eren Şimşek Avukatlık Ortaklığı (11.2022- halen)

