



Aileme

HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMLER
VE SONUÇLARI

İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi
Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü

Damla Gül TARHAN

Özel Hukuk Disiplininde Doktora Derecesi
Kazanma Yükümlülüklerinin Parçasıdır

HUKUK BÖLÜMÜ
İHSAN DOĞRAMACI BİLKENT ÜNİVERSİTESİ

ANKARA

Aralık 2017

Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Hukuk Doktora derecesi için yeterli bulduğumu beyan ederim.

Prof. Dr. Zühtü AYTAÇ
Tez Danışmanı

Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Hukuk Doktora derecesi için yeterli bulduğumu beyan ederim.

Prof. Dr. İsmail KIRCA
Tez Jüri Üyesi

Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Hukuk Doktora derecesi için yeterli bulduğumu beyan ederim.

Prof. Dr. Feyzan Hayal ŞEHİRALİ ÇELİK
Tez Jüri Üyesi

Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Hukuk Doktora derecesi için yeterli bulduğumu beyan ederim.

Prof. Dr. Çağlar MANAVGAT
Tez Jüri Üyesi

Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Hukuk Doktora derecesi için yeterli bulduğumu beyan ederim.

Yrd. Doç. Dr. Aslı Elif GÜRBÜZ USLUEL
Tez Jüri Üyesi

Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü'nün onayı

.....

Prof. Dr. Halime DEMİRKAN
Enstitü Müdürü

ABSTRACT

FUNDAMENTAL CORPORATE CHANGES OF PUBLICLY HELD CORPORATIONS AND THEIR CONSEQUENCES

Tarhan, Damla Gül

Ph.D. Department of Law

Supervisor: Prof. Dr. Zühtü AYTAÇ

December 2017

Fundamental corporate changes of publicly held corporations have been codified in capital market law. Article 23, 24 and 25 of Capital Market Law with the code number 6362 and Communiqué on Common Principles of Fundamental Corporate Changes and Appraisal Right (II-23.1) issued by Capital Market Board are applicable related to fundamental corporate changes. The transactions shall be concluded according to the process elaborated in legal rules; and appraisal right and mandatory tender offer should be applied as tools for preserving shareholders. Fundamental corporate changes provide majority with the power of deciding on transactions which could significantly effect publicly held corporation. In addition, the concept accommodates minority shareholders with sufficient protection.

Conceptual characteristics of fundamental corporate changes are planned to be examined in the thesis. To this end, in the First Chapter, the concept, historical improvement and effects of the concept and in the Second Chapter, the process of legal

regulation in Turkey are examined. The Third Chapter is dedicated to analyze decisional process and sanctions of not pursuing the process; and the Fourt Chapter comprises assessment on appraisal right and mandatory tender offer which are both designed to protect minority shareholders from negative effects. The thesis is concluded after the Fourt Chapter which is devoted to examine the suggestions for efficiency of application process of fundamental corporate changes.

Keywords: Appraisal Right, Fundamental Corporate Changes, Mandatory Tender Offer, Publicly Held Corporations

ÖZET

HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMLER VE SONUÇLARI

Tarhan, Damla Gül

Doktora, Hukuk Bölümü

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Zühtü AYTAÇ

Aralık 2017

Sermaye piyasası mevzuatında halka açık anonim ortaklıkların önemli nitelikteki işlemleri düzenlenmiştir. Konuya ilişkin olarak 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 23, 24 ve 25 hükümleri ve bu hükümlerdeki yetkiye dayanılarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılan II-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği düzenlemeleri uygulama alanı bulmaktadır. Halka açık anonim ortaklıkların önemli nitelikteki işlemleri, mevzuatta belirlenen usul takip edilmek suretiyle karara bağlanmakta ve pay sahibinin korunması amacı çerçevesinde, işlemler sonucunda ayrılma hakkı doğmakta veya pay alım teklifi zorunluluğu uygulanmaktadır. Önemli nitelikteki işlem kavramı, hem ortaklık üzerindeki etkileri büyük boyutlarda olabilecek işlemlerin çoğunluk tarafından karara bağlanmasını hem de bu kararın alınması bakımından azınlıkta kalan pay sahiplerinin korunmasını sağlamaktadır.

Tezimizde sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen önemli nitelikteki işlemin kavramsal temelleri ortaya konulacaktır. Bu amaç dâhilinde, Birinci Bölüm’de kavram,

kavramın tarihsel gelişimi ve etkileri; İkinci Bölüm’de ise önemli nitelikteki işlemin Türk Hukukundaki düzenlenmesine ilişkin gelişim incelenmiştir. Üçüncü Bölüm’de önemli nitelikteki işlemlerin karara bağlanması usulü ile usule aykırılık halinde doğan sonuçlar ve Dördüncü Bölüm’de pay sahibinin korunması gerekliliği kapsamında uygulanan ayrılma hakkı ile pay alım teklifi zorunluluğu ele alınmıştır. Beşinci Bölüm, önemli nitelikteki işlem kavramının uygulamasının etkin hale getirilmesine dair önerilere ayrılmış ve çalışma Sonuç bölümü ile tamamlanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Ayrılma Hakkı, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Önemli Nitelikteki İşlemler, Pay Alım Teklifi Zorunluluğu

TEŞEKKÜR

Tezin yazımı sürecinde birçok kişinin katkısını ve desteğini gördüğümü mutlulukla ifade edebilirim. Öncelikle üyesi olmaktan gurur duyduğum Bilkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Ana Bilim Dalı'nın değerli üyeleri sayın hocalarım Prof.Dr. Zühtü AYTAÇ, Prof.Dr. Çağlar MANAVGAT, Yrd.Doç.Dr. Aslı Elif GÜRBÜZ USLUEL ve Yrd.Doç.Dr. Hamdi PINAR'a teşekkürlerimi sunarım. Prof.Dr. Zühtü AYTAÇ'a tezime olan katkıları için; Prof.Dr. Çağlar MANAVGAT'a her soru ve sorunumda zaman ayırarak destek olduğu ve tezime katkıda bulunduğu için ayrıca teşekkür ederim. Tez izleme komitesinde ve tez savunma jürisinde yer alan Prof.Dr. Feyzan Hayal ŞEHİRALİ ÇELİK ile tez izleme jürisinde yer alan Prof.Dr. İsmail KIRCA'ya da teşekkürlerimi sunarım.

Tezin yazımı sürecinde, Mart- Temmuz 2016 arasında Münster- Westfaelische Wilhelm Üniversitesi'nin güzel kütüphanesinde çalışma fırsatı yakaladım. Bu olanağı bana tanıyan, İşletme ve Sermaye Piyasası Hukuku Enstitüsü'nün koordinatörü Prof.Dr. Johann KINDL ile sekreteri Silke RUSSELL'a ve sağladıkları burs için TÜBİTAK Bilim İnsanı Destekleme Dairesi Başkanlığı'na teşekkür ederim.

Okuldaki çalışma ortamımızın sevgi, saygı dolu ve huzurlu olmasını sağlayan, dostlarım Bahar BAYAZIT, Gizem ALPER ve Orhan Emre KONURALP'e ve diğer çalışma arkadaşlarıma da teşekkür etmeyi bir borç bilirim. Bir odayı ve nice hayalleri paylaştığım Bahar BAYAZIT'a tezimin tashihi sırasındaki katkılarından dolayı da ayrıca teşekkür ederim.

Ve son olarak attığım her adımda yanımda olan, koşulsuz sevgi ve desteklerini bir an eksik etmeyen, bu sürecin inişlerini ve çıkışlarını birlikte paylaştığımız ailemin her bir üyesine; özellikle annem Av. Nilgün SAVAŞ'a, babam Av. Noyan SAVAŞ'a, ağabeyim Hayri Can DUYGUN'a ve biricik hayat arkadaşım Haydar Efdal TARHAN'a en içten teşekkürlerimi sunarım.



İÇİNDEKİLER

ABSTRACT	I
ÖZET	III
TEŞEKKÜR	V
KISALTMALAR	XV
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMİN TARİHSEL GELİŞİMİ, KAVRAMIN TEMEL ÖZELLİKLERİ VE ETKİLERİ	5
I. Önemli Nitelikteki İşlemin Tarihsel Gelişimi	5
A. Anglo – Sakson Hukuk Sisteminde	5
1. Amerika Birleşik Devletleri	5
2. İngiltere	17
B. Kıta Avrupası Hukuk Sisteminde	19
1. İtalya	19
2. Almanya	23
3. İsviçre	31
C. Avrupa Birliği Düzenlemelerinde	34
II. Önemli Nitelikteki İşlem Kavramı ve Temel Özellikleri	44
A. Genel Olarak	44
B. Kavramın Düzenlenme Nedeni ve Sınırları	46

C. Önemli Nitelikteki İşlemlerin Belirlenmesi	62
D. Temel Özellikleri	66
1. Halka Açık Anonim Ortaklığın Hukuki ve/veya Ekonomik Devamlılığını Etkilemesi.....	66
2. Yatırımcının Yatırım Kararını Etkileyen Koşulların Değişmesi	67
3. Hâkim Ortağın Menfaatine Hizmet Etme Olasılığının Yüksek Olması	68
4. Yatırımcıya Adil Koşullarda Yatırım Kararı Verme Olanağının Sunulması....	69
III. Önemli Nitelikteki İşlemin Etkileri	70
A. Genel Olarak	70
B. Ortaklığa Etkileri.....	79
C. Ortaklıkta Menfaati Bulunan Gruplara Etkileri	85
1. Pay Sahiplerine Etkileri.....	85
2. Alacaklılara Etkileri	89
3. Yöneticilere Etkileri	91
4. Çalışanlara Etkileri	94
5. Kamuya Etkileri	95

İKİNCİ BÖLÜM

ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMİN TÜRK HUKUKUNDA DÜZENLENMESİ ve

TÜRLERİ..... 98

I. Kanuni Düzenlemelerin Gelişimi ve Kapsamı.....98

A. Genel Olarak

B. Mülga Sermaye Piyasası Kanunu ve Bu Kanuna Dayanan

İkincil Düzenlemeler	100
C. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve Bu Kanuna Dayanan	
İkincil Düzenlemeler	109
1. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu.....	109
2. İkincil Düzenlemeler.....	116
a. Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve	
Ayrılma Hakkı Tebliği (II- 23.1).....	116
aa. Tebliğ'in Genel Özellikleri	116
bb. İşlemlerin İçeriğinin Belirlenmesine İlişkin Hükümler	118
cc. Karar Alma Yöntemine İlişkin Hükümler.....	119
dd. Ayrılma Hakkına İlişkin Hükümler	121
ee. Pay Alım Teklifi Zorunluluğuna İlişkin Hükümler.....	122
b. İlgili Diğer İkincil Düzenlemeler	123
II. Benzer Düzenlemelerden Farkları.....	125
A. TTK Kapsamındaki Benzer Düzenlemelerden Farkları.....	125
1. Şahıs Ortaklıklarında Olağan- Olağanüstü İşlemler.....	125
2. Sermaye Ortaklıklarında Önemli Miktarda Varlığın Toptan Satılması	127
3. Ortaklıklar Topluluğu Düzenlemeleri Kapsamındaki	
Benzer Düzenlemeler	130
a. TTK 202.1.b	130
b. TTK 202.2.....	131
c. TTK 208	134
4. Birleşme İşlemlerinde Öngörülen Ayrılma Akçesi	135

5. Şahıs Ortaklıklarında Ayrılmaya İlişkin Hükümler	138
6. Sermaye Ortaklıklarında Ayrılmaya İlişkin Hükümler	142
a. Halka Kapalı Anonim Ortaklıklar	142
aa. Ayrılmanın Kurum Olarak Düzenlenmemiş Olması	142
bb. Anonim Ortaklıklarda Borsaya Kote Edilmemiş Nama Yazılı Payların Devrinin Ortaklık Tarafından Satın Alma Önerisinde Bulunularak Onaylanmaması	144
cc. Anonim Ortaklıklarda Haklı Sebep Fesih	146
b. Limited Ortaklıklar	149
B. SPKn Kapsamındaki Benzer Düzenlemelerden Farkları	151
1. Çıkarma ve Satma Hakkı	151
2. Pay Alım Teklifi Zorunluluğu	153
III. Önemli Nitelikteki İşlem Türleri	157
A. Yapısal Değişiklik İşlemleri ve Sona Erme Kararı Alınması	157
B. Malvarlığının Tümü veya Önemli Bölümünün Devri, Kiraya Verilmesi veya Bunlar Üzerinde Ayni Hak Tesisi	165
C. Faaliyet Konusunun Değiştirilmesi	169
D. İmtiyaz Öngörülmesi veya Mevcut İmtiyazlarda Değişiklik Gerçekleştirilmesi	171
E. Borsa Kotundan Çıkılması	172
F. İlişkili Taraflardan Önemli Ölçüde Malvarlığı Edinilmesi veya Kıralanması	175

G. Sermaye Artırımından Elde Edilecek Fonun Mevcut Sermayeyi Aşması ve İlişkili Taraflara Olan ve Nakit Dışındaki Varlık Devirlerinden Kaynaklanan Borcun Ödenmesinde Kullanılması	178
H. Diğer Önemli Nitelikteki İşlemler.....	181

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMLERDE KARAR ALINMASI.....	191
I. Uyulması Zorunlu Usul ve Esaslar	191
A. Genel Olarak.....	191
B. Yönetim Kurulu Kararı	192
1. Gerekçeli Yönetim Kurulu Kararı.....	192
2. Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin Rolü	197
3. Kamuyu Aydınlatma	202
C. Genel Kurul Kararı.....	208
1. Genel Kurulun Toplantıya Çağırılması.....	208
2. Genel Kurul Gündeminin Belirlenmesi ve Kamuya Açıklanması.....	214
3. Genel Kurulda Önemli Nitelikteki İşlemlerin Görüşülmesi	217
a. Toplantı ve Karar Yeter Sayıları.....	217
b. Oydan Yoksunluk Halleri.....	223
D. Kamuyu Aydınlatma.....	232
II. Yetkili Organ.....	235
A. Yönetim Kurulu	235
B. Genel Kurul.....	241

III. Usule Aykırılığın Sonuçları.....	247
A. Yokluk, Butlan ve İptal Edilebilirlik	247
B. Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluğu	248
C. SPKr'nin Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Yetkileri	251
1. İşlemin Kaldırılmasına Yönelik Karar Alınması ve İdari Yaptırım Uygulanması	251
2. Önemli Nitelikteki İşlemin İptali Talebi	258
a. İptal Yetkisinin Bağımsızlığı Sorunu	258
b. İptali İstenebilecek İşlemler	260
c. İptal Sebepleri	261
d. İptal Davasına İlişkin Usul ve Esaslar	265
e. İptalin Hüküm ve Sonuçları	268
f. İptal Yetkisinin SPKn 92 Hükümündeki İptal Yetkisi ile İlişkisi	272

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMLERDE PAY SAHİBİNİN KORUNMASINA

İLİŞKİN HÜKÜMLER.....	274
I. Pay Sahibinin Korunması Gerekliliği	274
II. Pay Sahibinin Korunmasına İlişkin Hükümler	279
A. Ayrılma Hakkı	279
1. Ayrılma Hakkının Hukuki Niteliği	279
a. Pay Sahipliği Hakkı Olması	279
b. Sözleşme Yapma Zorunluluğu Getirmesi	285

c. Yenilik Doğuran Hak Niteliğinde Olup Olmadığı Tartışması.....	290
2. Hak Sahipleri.....	296
3. Ayrılma Hakkının Kullanım Koşulları.....	306
a. Önemli Nitelikteki İşlemin Onaya Sunulduğu Genel Kurula Katılarak Olumsuz Oy Kullanılması ve Muhalefet Şerhinin Tutanağa İşletilmesi.....	306
b. Ayrılma Hakkı Kullanımına İlişkin Beyanda Bulunulması	312
4. Ayrılma Hakkının Kullandırılması	314
a. Süreler.....	314
b. Kullanım Fiyatının Belirlenmesi	316
aa. Genel Olarak	316
bb. Payları Borsada İşlem Gören Halka Açık Anonim Ortaklıklar	322
cc. Payları Borsada İşlem Görmeyen Halka Açık Anonim Ortaklıklar	326
c. Aracı Kurum Aracılığıyla Kullandırılması.....	328
d. Ayrılma Bedelinin Ödenmesi	329
5. Ortaklık Açısından Ayrılma Hakkının Uygulanması.....	329
a. Kendi Paylarını Edinme Sonucu.....	329
b. Önemli Nitelikteki İşlemden Vazgeçme Hakkını Saklı Tutma Olanağı	336
6. Ayrılma Hakkının Doğmadığı Haller	338
B. Önemli Nitelikte İşlemler Nedeniyle Yapılacak Zorunlu Pay Alım Teklifi	340
1. Pay Alım Teklifinde Bulunulması Gereken Haller.....	340
2. Pay Alım Teklifinin Uygulanması	345
a. Pay Alım Teklifi Fiyatının Belirlenmesi	345

b. Genel Kurul Gündeminde Yer Verilecek Bilgiler ve Teklife İlişkin Süreler.....	346
c. Pay Alım Teklifine Bağlı Olarak Önemli Nitelikteki İşlemin Onaya Sunulmasından Vazgeçilmesi.....	348
C. Önemli Nitelikteki İşlem Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı ile Zorunlu Pay Alım Teklifinin Karşılaştırılması	351

BEŞİNCİ BÖLÜM

ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEM DÜZENLEMESİNİN ELEŞTİRİLMESİ VE

ÖNERİLER	354
I. Önemli Nitelikteki İşlem Kavramına İlişkin Düzenlemenin Eleştirilmesi	354
A. Genel Olarak	354
B. Uygulamanın Etkin Hale Getirilmesi Gerekliliği	357
II. Etkinlik İçin Dikkate Alınması Gereken Hususlar	359
A. Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin Rolü.....	359
B. Bağımsız Denetimin Süreçteki Önemi	360
C. SPKr'nin Yetkilerini Yerinde Kullanması Gerekliliği	363
D. Piyasa Etkinliğinin Artırılması Yönünde Önlem Alınması.....	365
SONUÇ	367
BİBLİYOGRAFYA	378

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AktG	Aktiengesetz
Aufl	Auflage
AÜHFD	Ankara Üniversitesi Hukuk Fakóltesi Dergisi
B	Baskı
Batider	Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BB Tebliği	II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği (28.12.2013 tarihli 28865 sayılı RG)
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
BGB	Bundesgesetzbuch
bkz	Bakınız
BörsG	Börsengesetz
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
C	Cilt

Çev	Çeviren
dn	Dipnot
E	Esas
EBK	Eski Borçlar Kanunu (818 sayılı)
EC	European Community
Ed	Edition
Edit	Editor
EEC	European Economic Community
ESPKn	Eski Sermaye Piyasası Kanunu (2499 sayılı)
ETTK	Eski Türk Ticaret Kanunu (6762 sayılı)
EU	European Union
FinfraG	Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel
FusG	Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung
GAP Tebliği	II-22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği (03.01.2014 tarihli 28871 sayılı RG)

GenG	Gesetz betreffend die Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaften
GG	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland
HD	Hukuk Dairesi
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg	Herausgeber
I	Issue
İÜHFM	İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası
J	Journal
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KapErhG	Gesetz über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und über die Verschmelzung von Gesellschaften mit beschränkter Haftung
K	Karar
karşl	Karşılaştırınız
KY	Kurumsal Yönetim
L	Law

MBCA	Model Business Corporation Act
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu
Nr/ N	Numara/Number/Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OJ	Official Journal
ÖNİ Tebliği	II- 23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği (24.12.2013 tarihli 28861 sayılı RG)
PAT Tebliği	II- 26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği (23.01.2014 tarihli 28891 sayılı RG)
Res	Research
Rev	Review
RG	Resmi Gazete
Rn	Randnummer
s	Sayfa
S	Sayı

SE	Societas Europaea
SEAG	Gesetz zur Ausführung der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) (SE- Ausführungsgesetz)
SPE	Societas Privata Europea (European Private Company)
SPKn	Sermaye Piyasası Kanunu (6362 sayılı)
SPKr	Sermaye Piyasası Kurulu
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht
TBK	Türk Borçlar Kanunu (6098 sayılı)
TBMM	Türkiye Büyük Millet Meclisi
TMK	Türk Medeni Kanunu (4721 sayılı)
TMS	Türk Muhasebe Standartları
TTK	Türk Ticaret Kanunu (6102 sayılı)
TÜYİD	Türkiye Yatırımcı İlişkileri Derneği
UCLA	University of California Los Angeles

UmwG	Umwandlungsgesetz
Uni	University
V	Volume
WBL	Wirtschaftliche Blätter
ZBJV	Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht

GİRİŞ

Halka açık anonim ortaklıkların sermaye piyasasından fon toplayabilmesi amacıyla yatırımcıların ilgisini çekebilmesi açısından, payın devir olanakları önemli bir rol oynamaktadır. Halka açık anonim ortaklıklarda ve özellikle payları borsada işlem gören ortaklıklarda, payın devrine ilişkin olanaklar payın alınıp satıldığı piyasaların varlığı nedeniyle genişlemekte, diğer taraftan, bu ortaklıklarda payların geniş kitlelere yayılabilmesi sonucunda küçük oranda payı bulunan pay sahibinin genel kurula olan ilgisi azalmakta ve genel kurullar açısından güç boşlukları oluşmaktadır.

Anonim ortaklıklarda çoğunluk ilkesi uygulama alanı bulmaktadır. Anonim ortaklığın genel kurulunda çoğunluğu elinde tutan pay sahibi/sahipleri, hem genel kurulun işleyişinde hem de yönetim kurulunun oluşturulmasında ve dolayısıyla yönetimde söz sahibi olurlar. Yönetim kontrolünün elde tutulması açısından sahip olunan payların ortaklığın toplam sermayesindeki oranı kadar, yönetsel haklar açısından tanınan imtiyazlar da etkilidir. Sermayedeki pay ve sahip olunan yönetsel haklar itibariyle yönetim kontrolünü tek başına veya başkaları ile birlikte elinde bulunduran pay sahipleri, ortaklığın faaliyetini yönlendirmekte, bunlar dışında kalan pay sahipleri yönetim sürecine dâhil olamadıkları ortaklıkta pay sahibi olmaya devam etmekte, halka açık anonim ortaklığa yatırım yapmalarındaki temel menfaatlerinin, çoğunluğun inisiyatif kapsamında yönlendirilen faaliyet çerçevesinde gözetilmiş olmasını dilemektedirler. Özellikle payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda, yönetim kontrolü sağlamayan azınlık paylarının devredilmesi olanağı da

azalabileceğinden, azınlık pay sahipleri ortaklıktaki yatırımları nedeniyle zarara uğrayabilmektedirler.

Halka açık anonim ortaklıkların faaliyetleri kapsamında yer alan işlemlerin bir kısmı, ortaklık üzerindeki etkilerinin büyüklüğü nedeniyle diğerlerinden ayrılmakta, bu işlemler payın fiyatına veya değerine ilişkin büyük etkiler doğurabilmektedir. Etkileri nedeniyle diğerlerinden ayrılan işlemler, azınlık pay sahiplerini de etkilemektedir. Sermaye piyasası mevzuatında halka açık anonim ortaklıkların işlemlerinin bir kısmının önemli nitelikteki işlemler olduğu belirlenmek suretiyle, bu işlemler temelinde azınlık pay sahipleri ile çoğunluk pay sahiplerinin menfaatlerinin dengelenmesi amaçlanmıştır. İçeriği SPKn'de ve bu Kanun'la verilen yetki çerçevesinde ikincil düzenlemelerde belirlenen önemli nitelikteki işlemlerin sonuçları da yine mevzuat hükümleriyle belirlenmektedir.

SPKn 23, 24 ve 25 hükümleri ile bu hükümlerde SPKr'ye verilen yetki çerçevesinde çıkarılan ÖNİ Tebliği kapsamında, önemli nitelikteki işlemlerin içeriğinin yanı sıra bu işlemlere ilişkin karar alma yöntemi ile işlemlerin karara bağlanması sonucunda gündeme gelen pay sahiplerinin korunması gerekliliğinin hangi mekanizmalarla yerine getirileceği düzenlenmektedir. Sermaye piyasası mevzuatı kapsamında, önemli nitelikteki işlemlerin karara bağlanması sonucunda kural olarak ayrılma hakkı doğmaktadır. Ayrılma hakkı, mevzuatta belirlenmiş işlemlerin karara bağlanması aşamasında muhalif kalan pay sahiplerinin belirli koşulları yerine getirerek paylarını ortaklığa satmak suretiyle ortaklıktan ayrılmasına olanak vermektedir. Böylece muhalif pay sahibinin çoğunluğun onayladığı işlemin ortaklığın pay fiyatı üzerindeki

etkilerinden uzak bir şekilde yatırım kararı alabilmesine olanak tanınmaktadır. Hakka ilişkin uygulama bakımından yatırımcı açısından ön plana çıkan yön, hakkın kullanım fiyatı olmakta ve ortaklık açısından ise kendi payını edinme sonucu doğmaktadır. Hakka ilişkin düzenleme, anonim ortaklıklar açısından TTK kapsamında kurumsal olarak düzenlenmemiş bulunmakla birlikte, TTK'nın çeşitli hükümleri kapsamında istisnai olarak gündeme gelen “ayrılma” olanağının, sermaye piyasası mevzuatında kurumsal olarak tanındığını göstermektedir. Önemli nitelikteki işlemlerin bir kısmında ise menfaat dengelerinin gerektirmesi nedeniyle pay alım teklifi zorunluluğu doğmaktadır. Bu halde, ayrılma hakkından farklı olarak azınlık pay sahiplerinin paylarını mevzuatta belirlenen kişi/kişiler satın almaktadır.

Halka açık anonim ortaklığın önemli nitelikteki işlemleri, anonim ortaklıklara ilişkin temel ilkelerden, çoğunluk ilkesi, payların serbestçe devredilmesi ilkesi ve malvarlığının korunması ilkesinin uygulamasının kesiştiği bir alanda yer almaktadır. Halka açık anonim ortaklıklarda azınlık ile çoğunluk menfaatlerinin önemli nitelikteki işlemler temelinde dengelenmesi amacını taşıyan kurum kapsamında, işlemlerin karara bağlanması süreci de düzenlenmektedir. Konuya ilişkin mevzuat bakımından dikkat çeken yön ise, SPKr'nin, işlemlerin belirlenmesinden karar alınması usul ve esaslarının şekillendirilmesine kadar geniş bir alanda yetkili kılınmış olmasıdır. Bu anlayış, pozitif hukuk düzenlemelerinin hızla değişen piyasa dinamiklerine uyumunun sağlanması açısından yerinde olmakla birlikte, yetkinin kapsamının genişliği ve özel olarak ÖNİ Tebliği 5.2 hükmünde SPKr'ye tanınan yetki, kavramın amacına uygunluk bakımından tartışmaya açık bir konumda bulunmaktadır.

Tezimizde halka açık anonim ortakların önemli nitelikteki işlemleri ve bağlantılı sonuçların kavramsal olarak incelenmesi amaçlanmaktadır. Birinci Bölüm’de önemli nitelikteki işlem kavramı ve konuya ilişkin tarihsel gelişim ele alındıktan sonra işlemlerin etkilerine ilişkin inceleme, ilgililer teorisi temel alınarak gerçekleştirilecektir. İkinci Bölüm, önemli nitelikteki işlemin Türk Hukukunda düzenlenmesi süreci ve düzenlemelerin içeriğinin incelenmesi ile benzer TTK ve SPKn düzenlemeleri ile karşılaştırılmasına ayrılacaktır. Üçüncü Bölüm’de önemli nitelikteki işlemlerde karar alma yöntemi ile Dördüncü Bölüm’de önemli nitelikteki işlemlerde pay sahibinin korunması konuları Türk Hukukundaki düzenlemeler kapsamında incelenecek ve Beşinci Bölüm’de kavramın düzenlenmesine ilişkin değerlendirme ile bağlantılı olarak etkinlik önerileri sunulacaktır.

İnceleme açısından halka açık anonim ortaklıklar esas alınmakla birlikte, bazı kısımlarda karşılaştırma yapılabilmesi bakımından halka kapalı anonim ortaklıklara da değinilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM: HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMİN TARİHSEL GELİŞİMİ, KAVRAMIN TEMEL ÖZELLİKLERİ VE ETKİLERİ

I. Önemli Nitelikteki İşlemin Tarihsel Gelişimi

A. Anglo – Sakson Hukuk Sisteminde

1. Amerika Birleşik Devletleri

Önemli nitelikteki işlem kavramının temelleri, 19. yüzyılın ikinci yarısında ABD’de eyalet mahkemelerinin ayrılma hakkına dair verdiği kararlarla atılmıştır¹. Bu kararların içeriğinde, hem önemli nitelikteki işlemler sonrasında tanınan ayrılma hakkının azınlığı koruyucu işlevi vurgulanmış, hem de bu hakkın ortaklığın faaliyetinin devamlılığı açısından karar alma sürecindeki önemi ortaya konulmuştur. Önemli nitelikteki işlem kavramının içeriğinin doldurulmasında yargı kararları kadar eyaletlerin farklı kurallar içeren düzenlemeleri de etkili olmuştur². Ancak kronolojik olarak kavrama dair tarihteki ilk görünüm yargı kararında yer almıştır³.

¹ Manning, B.: The Shareholder’s Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker, Yale L. J., V. 72, I. 2, 1962-1963, s. 230; Siegel, M.: Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty- First Century, Harvard J. On Legislation, V. 32, I. 1, 1995, s. 89; Wertheimer, B.M.: The Purpose of the Shareholders’ Appraisal Remedy, Tennessee L. Rev., V. 65, I. 3, 1997-1998, s. 669; Levy, I. J.: Right of Dissenting Shareholders to Appraisal and Payment, Cornell L. Quarterly, V. 15, I. 3, 1929- 1930, s. 423; Sönmez, Y. Z.: Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, İstanbul 2009, s. 10.

² Thompson, R. B.: Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal’s Role in Corporate Law, Georgetown L. J., V. 84, I. 1, 1995-1996, s. 3. Eyalet düzeyinde gerçekleştirilen ilk düzenlemelerin bir kısmı şu şekildedir: Pennsylvania (1861) (Manning, s. 246 dn. 38), New Jersey (1878) (Manning, s. 246 dn. 38), New York (1890) (Thompson, R.B., Exit, s. 55), Maine (1891) (Thompson, R.B., Exit, s. 55), Kentucky (1893) (Thompson, R.B., Exit, s. 55), Delaware (1899) (Manning s. 246 dn. 38).

³ Pennsylvania Yüksek Mahkemesi’nin 1858 tarihli *Laumann v. Lebanon Valley R.R.* kararında, demir yolu işletmeciliği alanında faaliyet gösteren iki ortaklığın gerçekleştirmek istedikleri birleşme işlemine karşı bir ortağın açtığı iptal davasında, davacı ortağın payının karşılığının ödenmesi suretiyle esasen

Anonim ortaklıkta sınırlı sorumluluk kuralı ve payın senede bağlanması ile devir olanaklarının artması, tarihsel süreçte bu ortaklıklara yapılan yatırımların artmasına neden olmuştur. Ortaklığın kötüye kullanılmasına ilişkin olaylar nedeniyle zaman zaman düzenleyici bir yaklaşım getirilmekle birlikte⁴, anonim ortaklıkların ekonomideki rolü tarihsel süreçte giderek artmıştır.

Anonim ortaklıkların yatırımcı kitlelerinin genişlemesi süreci ABD’de belirgin bir seyir göstermiştir⁵. Yatırımcı kitlesinin genişlemesi, anonim ortaklıklarla ilgili olarak pay sahipleri ile yöneticiler arasında gündeme gelen temel menfaat çatışmasının ortaya konulmasına neden olmuştur⁶. Genişleyen yatırımcı kitleleri, mülkiyet ve kontrol

parçası olmak istemediği yeni yapılanmadan ayrılması gerekliliğine hükmedilmiştir. *Laumann v. Lebanon Valley R.R.*, 30 Pa. 42, 46-49 (1858).

⁴ 1929 Ekonomik Buhranı sonrasında, ABD’de benimsenen düzenleyici yaklaşımın ana hatları için bkz. *Loss, L./ Seligman, J.: Fundamentals of Securities Regulation*, Fifth Ed., USA 2004, s. 35- 36; *Choi, S. J./ Pritchard, A. C.: Securities Regulation: Cases and Analysis*, Third Ed., New York 2012, s. 1; *İmregün, O.: Amerikan Ortaklıklar Hukukunun Ana Hatları*, İstanbul 1968, s. 102; *Memiş, T./ Turan, G.: Sermaye Piyasası Hukuku*, Ankara 2015, s. 17.

⁵ Yatırımcı kitlesinin genişlemesinde en önemli etkenin menkul kıymetlerin bulunması olduğu, bu olanak ile birlikte ortaklıkların aile tipi ortaklıklar olmaktan çıktıkları dile getirilmiştir, *Soederberg, S. : Corporate Power and Ownership in Contemporary Capitalism: The Politics of Resistance and Domination*, New York 2010, s. 8. Fazla sayıda pay sahibinin ortaklıklara yatırım yapması açısından etkili olan husus ise sınırlı sorumluluk kuralının kabulüdür, *Alchian, A. A./ Demsetz, H.: Production, Information Costs and Economic Organization*, *American Economic Rev.*, V. 62, I. 5, 1972, s. 788; *Easterbrook, F. H./ Fischel, D. R.: The Economic Structure of Corporate Law*, Massachusetts 1996, s. 40; *McBride, D.: General Corporation Laws: History and Economics, Law & Contemporary Problems*, V. 74, I. 1, 2011, s. 3.

⁶ *Adolf A. Berle ve Gardiner C. Means* tarafından 1932 yılında yayımlanan “*The Modern Corporation and Private Property*” adlı eserde, ortaklıkların sayısının artıp pay sahipliğinin gittikçe yaygınlaşması ile, klasik mülkiyet anlayışı yerine modern mülkiyet anlayışının yerleştiği ileri sürülmüştür. Yeni mülkiyet anlayışında, mülkiyet kontrol olanağı tanımamakta, yöneticiler ortağı olmadıkları ortaklığı yönetirken ortaklar da kontrol edemedikleri bir ortaklıkta pay sahibi olmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Berle, A. A. / Means, G. C.: The Modern Corporation and Private Property*, New York 1932, s. 8 vd. Yöneticilerin başka birinin malvarlığını yönetmeleri nedeniyle kendi işlerinde gösterecekleri özeni göstermeyecekleri, Adam Smith’in 1776 tarihli “*The Wealth of Nations*” eserinde de yer almaktadır. Bkz. *Smith, A.: An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 2007, s. 574- 574 (MetaLibri, https://www.ibiblio.org/ml/libri/s/SmithA_WealthNations_p.pdf, Son Erişim Tarihi: 14.07.2017). Mülkiyet ve kontrol ayrışmasına ilişkin sorunun önemi çerçevesinde, güvenin sağlanması amacıyla yöneticilerin sadakat yükümlülüğü (*fiduciary duties*) kavramının geliştirildiğine ilişkin olarak bkz. *McBride, s.4.*

ayrımının ve bu bağlamda yöneticilerin genişleyen rollerinin tartışılmasına⁷ ve nihayetinde geniş yatırımcı kitlesini kendisine çeken bu ortaklıklar açısından kamusal bir rolün söz konusu olup olmadığının⁸ sorgulanmasına yol açmıştır. Sermayenin fazla sayıda ortağa yayılması ile, ortakların yönetim üzerindeki etkileri gittikçe azaldığından yöneticilerin etkileri giderek artmış ve ABD’de 1950-1970 yılları arasında birleşme işlemlerinin yaygınlaşması ile, sermaye belirli büyük ortaklıkların elinde toplanmıştır⁹.

Sermayenin yaygınlaşmasını takip eden süreçte ve günümüzde, ABD’de ortaklık payları geniş kitlelere yayılmış, halka açılma oranları yüksek olmuş ve ortaklık hisselerine dair gelişmiş bir piyasanın varlığı söz konusu olmuştur¹⁰. ABD’de ortaklıklar açısından yaygın pay sahipliğinin egemen olduğu, bu nedenle temel menfaat çatışmasının yöneticiler ile ortaklar arasında yaşandığı belirtilmelidir.

Önemli nitelikteki işlem ve ayrılma hakkının anonim ortaklıklar hukukundaki gelişiminde, bir sözleşme türü olarak ortaklık sözleşmesinin geçirdiği anlayış değişimi de etkili olmuştur¹¹. Bu değişimin anonim ortaklık açısından ortaya çıkardığı en önemli sonuç, ortaklığın faaliyetine dair kararların alınmasında, oy birliği kuralından oy çokluğuna geçilmesidir.

⁷ Roe, M. J.: A Political Theory of American Corporate Finance, Columbia L. Rev., V. 91, I. 1, 1991, s. 13; Hansmann, H./ Kraakman, R.: The End of History for Corporate Law, The Georgetown L. J., V. 89 I. 2, 2001, s. 444.

⁸ Hessen, R.: A New Concept of Corporations: A Contractual and Private Property Model, Hastings L. J., V. 30, I. 5, 1978- 1979, s. 1329; Arner, D.: Development of the American Law to 1832, Southern Methodist University L. Rev., V. 55, I. 1, 2002, s. 47.

⁹ Soederberg, s. 10.

¹⁰ Van der Elst, C.: The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonization?, Capital Markets and Company Law, Edit. K.J. Hopt/ E. Wymeersch, Oxford 2003, s. 15.

¹¹ Manning, s. 229; Wertheimer, Purpose, s. 662; Carney, W.C.: Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes, American Bar Foundation Res. J., V. 1980, I. 1, 1980, s. 81-82.

19. yüzyılda, ortaklık sözleşmesinin, tüm ortaklara devlet ve ortaklık ile ilişki kurma konusunda kazanılmış bir hak verdiği kabul edilmekteydi¹². Her ortak, ortaklık sözleşmesinin bir tarafı olması kaynaklı olarak sözleşmede gerçekleştirilecek değişikliklerle ilgili söz sahibiydi¹³. Bu nedenle yapılması planlanan herhangi bir değişiklik oy birliğini gerektirmekteydi¹⁴. Zira pay sahipliği mülkiyet hakkı vermekte ve mülkiyet hukuk eliyle korunmaktaydı. Ancak ortaklığın alacağı her kararda ortakların tümünün onayını alması gerekliliği ortaklığın faaliyetlerinin sınırlanması sonucunu doğuruyordu¹⁵. Öte yandan, sanayi ve teknolojiye gelişmeler, özellikle demir yolu taşımacılığı gibi alanlarda büyük yatırımlara dolayısıyla fazla sayıda yatırımcının katılımına ihtiyaç gösteriyordu. Oy birliği kuralının çok sayıda ortağı bulunan şirketlerde uygulanmasının güç olması ve ortaklık tarafından alınması gereken kararlarda engelleyici olması nedenleriyle, ortaklıklar hukukunda oy çokluğu kuralına geçiş yapılmıştır¹⁶. Oy çokluğu kuralına geçiş ise, ortaklık için alınan kararlara muhalif kalan

¹² Siegel, Twenty-First Century, s. 86.

¹³ Ortaklıkların kamu otoritesinden izin alınarak kuruldukları bu döneme ilişkin olarak, ortaklık sözleşmesinin doğasına dair tartışmalardan “*concession theory*” hâkimdir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Hessen, s. 1327- 1328. Bu anlayış zamanla yerini, ortaklığın menfaat grupları arasındaki sözleşmelerden oluşan bir sözleşme ağı olduğu görüşüne (*contract theory*) bırakmıştır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Bratton Jr., W. W.: The “Nexus of Contracts” Corporation: A Critical Reappraisal, Cornell L. Rev., V. 74, I. 3, 1988-1989, s. 415; Bainbridge, S. M.: Corporation Law and Economics, New York 2002, s. 199- 200.

¹⁴ Magnet, J. E.: Shareholders’ Appraisal Rights in Canada, Ottawa L. Rev., V. 11, I. 1, 1979, s. 100; Carney, s. 78; Khutorsky, A.: Coming in From the Cold: Reforming Shareholders’ Appraisal Rights in Freeze-out Transactions, Columbia Business L. Rev., V. 1997, I. 1, s. 137.

¹⁵ Grant, J. K.: Appraisal Rights: Allowance For Prejudgment Interest, Boston College Industrial and Commercial L. Rev., V. 17, I. 1, 1975-1976, s. 2; Carney, s. 79; Wertheimer, Purpose, s. 662.

¹⁶ İlk anonim ortaklık sözleşmesi, devlet tarafından düzenlenen kanunlar ile kurulmaktaydı. Öte yandan ortaklık sözleşmesi, ortaklar arasında ve ortaklar ile devlet arasında mülkiyet hakkı doğuran, sözleşmeye dayanan bir ilişki yaratmakta ve tüm katılımcıların onayı alınmaksızın değiştirilememekteydi, bkz. Lattin, N.D.: Minority and Dissenting Shareholders’ Rights in Fundamental Changes, Law and Contemporary Problems, V. 23, I. 3, 1958, s. 307; Carney, s. 77. Dolayısıyla, devlet, tüm ortakların onayını almaksızın ortaklıklarla ilgili değişiklikler gerçekleştirememekteydi. Zira onay alınmaksızın yapılan değişimler, mülkiyet hakkının ihlali sonucunu doğurmaktaydı. Diğer taraftan oy birliği kuralı ortaklıkların ekonomi ve teknolojiye değişimlere ayak uydurmasını güçleştirmekteydi. *Trustees of Dartmouth College v. Woodward* [17 U.S. (4 Wheat) 518, 666- 713 (1819)] davasında,

ortakların kabul edilen işlemin niteliğine göre esasen tercih etmedikleri bir yapı içerisinde yer almalarına neden olmuştur. Çoğunluğun dışında yer alan ortaklar, ortaklık için uygun bulmadıkları işlemleri durdurmak ve bu işlemlerden dolayı uğradıkları zararı tazmin etmek için mahkemelere başvurmaya başlamışlardır. İşlemlerin aleyhinde açılan davalar ortaklık faaliyetinin devamını tehlikeye düşürürken, tazminat davaları ise zaman ve emek açısından sıkıntı yaratmıştır.

Bu süreçte, işlemin durdurulması veya tazminat yerine ayrılma hakkının tanınabileceğine dair Pennsylvania Yüksek Mahkemesi tarafından 1858 yılında verilen *Laumann v. Lebanon Valley R.R.*¹⁷ kararı ayrılma hakkına dair uygulamanın ve kanuni düzenlemenin önünü açmıştır¹⁸. Bu karar, demir yolu işletmeciliği alanında faaliyet gösteren bir ortaklığın, diğerine katılması suretiyle gerçekleştirilmek istenen birleşme işlemi aleyhinde oy kullanan ortağın açtığı dava sonucu verilmiştir¹⁹. Mahkeme, kararında, söz konusu ortağın başka bir ortaklığın ortağı olmak zorunda kalmasının

mahkemenin, devletin ortaklığın esas sözleşmesinde daha sonra değişiklik yapma hususunda bir yetkiyi saklı tutmasının mümkün olduğuna karar vermesi suretiyle oy birliği kuralından uzaklaşan bir anlayışı ilk kez dile getirmesi ise oy birliği kuralından oy çokluğuna geçilmesi sürecinde yönlendirici olmuştur. *Trustees of Dartmouth College v. Woodward* davası hakkında geniş bilgi için bkz. *Dodd Jr., E. M.*: Dissenting Stockholders and Amendments to Corporate Charters, *Uni. of Pennsylvania L. Rev.*, V. 75, I. 7, 1925, s. 592; *Ely Jr., J. W.*: The Marshall Court and Property Rights: A Reappraisal, *The John Marshall L. Rev.*, V. 33, I. 4, 1999- 2000, s. 1038. Bu ilke niteliğindeki kararın ardından oy birliği kuralı düzenlemeler bazında yer almaya devam etse de, devletin kamu yararı kapsamında sözleşmede değişiklik yapmayı saklı tuttuğu “*reservation clause*” adı altında yetki hükümleri sözleşmelere konulmaya başlanmıştır. İlgili değişim ise mahkemelerin farklı kararlarıyla oy çokluğu kuralına geçilmesini hızlandırmıştır. Detaylı bilgi için bkz. *Lattin, N. D.*: A Primer on Fundamental Corporate Changes, *Western Reserve L. Rev.*, V. 1, I. 1, 1949, s. 6; *Fischel, D. R.*: The Appraisal Remedy in Corporate Law, *American Bar Foundation Res. J.*, V. 1983, I. 4, 1983, s. 877; *Schwenk, M. R.*: Valuation Problems in the Appraisal Remedy, *Cardozo L. Rev.*, V. 16, I. 2 1994-1995, s.655; *Siegel*, *Twenty- First Century*, s. 87; *Thompson, R.B.*, *Exit*, s. 12; *Wertheimer*, *Purpose*, s. 664-666.

¹⁷ 30 Pa. 42, 46-49 (1858).

¹⁸ *Levy*, s. 423.

¹⁹ *Wooten, C. H./ Roszkowski, C. L.*: Legal Aspects of Corporate Governance in Early American Railroads, *Business and Economic History*, V. 28, I. 2, 1999, s. 332. Metin için bkz. <http://www.thebhc.org/sites/default/files/beh/BEHprint/v028n2/p0325-p0336.pdf>

kendisinin pay sahipliğinin, Anayasa’da yer alan mülkiyet hakkına aykırı olarak ihlal edilmesi sonucu doğuracağını; birleşme işleminin geçerli olarak kalması isteniyorsa bu ortağa payının değeri ödenerek ayrılma hakkı tanınması gerektiğini belirtmiştir²⁰.

Karardaki hüküm ışığında, ayrılma hakkına dair ilk kanuni düzenleme 1861 yılında Pennsylvania Eyaleti tarafından demir yolu alanındaki²¹ birleşme işlemleri ile ilgili olarak düzenlenmiştir²². New Jersey eyaleti 1878 yılında benzer bir kural öngörmüştür. İlk iki düzenlemenin ortak yönü, “demir yolu birleşmeleri” olarak adlandırılan demir yolu işletmeciliği alanındaki ortaklık birleşmesi işlemlerinin sınırlandırılması ve ayrılma hakkının öngörülmesidir²³.

Ayrılma hakkına dair sonraki düzenleme, New Jersey Eyaleti’nde iskele ve liman yapımı ile ilgili olarak 1883 yılında yapılmış, işletme konusu ile sınırlı olmayan genel bir ayrılma hakkının tanınması ise 1896 yılında söz konusu olmuştur. Bugün ayrılma hakkı ile ilgili düzenleme gelişimi ve yargı kararları açısından gündemde olan Delaware’de ise ayrılma hakkına dair ilk düzenleme 1899 yılında gerçekleştirilmiştir²⁴.

²⁰ *Manning*, s. 230 dn. 20; *Siegel*, Twenty-First Century, s. 89.

²¹ Ayrılma hakkının önce kamu ortaklıklarında ortaya çıktığı ifade edilmiştir, bkz. *Levy*, s. 425.

²² Ayrılma hakkının gerek yargı kararları gerek eyalet düzenlemeleri ile tanındığı ilk işlemler birleşme işlemleridir, *Manning*, s. 226; *Bainbridge*, s. 633. Birleşmede azınlık haklarının belirlenmesinin ardından, önemli nitelikteki işlem kavramının içeriği, birleşmeye ilişkin sonuçlarla benzerlik taşıyan işlemleri örneğin aktif satışlarını içerir şekilde genişletilmiştir, *Wiedemann*, H.: *Gesellschaftsrecht*, Band I-Grundlagen, München 1980, s. 470. Birleşme ile elde edilebilecek sonuçların aktif devredilmesi suretiyle elde edilebilmesi sonucunda ortaya çıkan “*de-facto merger*” kavramına ilişkin olarak bkz. *Vorenberg*, J.: Exclusiveness of the Dissenting Stockholder’s Appraisal Right, *Harvard L. Rev.*, V. 77, I. 7, 1964, s. 1190 dn.3; *Schulman*, S. H./ *Schenk*, A.: Shareholders’ Voting and Appraisal Rights in Corporate Acquisition Transactions, *Business Lawyer*, V. 38, I. 4, 1982- 1983, s. 1543- 1544.

²³ *Manning*, s. 246 dn. 38.

²⁴ Delaware, ayrılma hakkının uygulamasına dair en ayrıntılı düzenlemelerin yer aldığı ve konuya dair yargı kararlarının oldukça fazla olduğu eyalettir ve bu nedenle bu eyaletteki ayrılma hakkı uygulamasının yön verici nitelikte olduğu R. S. *Thomas* tarafından dile getirilmiştir, Revising the Delaware Appraisal Statute, *Delaware L. Rev.*, V. 3, I. 1, 2000, s.1. Delaware eyaletindeki ayrılma hakkı düzenlemesinin özellikleri için bkz. *Woo*, A.: Appraisal Rights in Mergers of Publicly-Held Delaware Corporations:

Ardından hakkın eyaletlerin çoğunun kanuni düzenlemelerinde, farklı işlemlere yönelik de olsa tanındığı görülmektedir²⁵.

ABD’de kanuni düzenlemelerin gerçekleştirildiği bu ilk dönemde, hakkın tanındığı işlemler eyaletten eyalete farklılık göstermektedir. Kanuni düzenlemeler çerçevesinde, ayrılma hakkına sebep olacağı sıklıkla düzenlenen işlem devralma suretiyle veya yeni kuruluş suretiyle birleşmelerdir²⁶. Bunun haricinde, aktiflerin toplu olarak veya önemli bir bölümünün satışı, belirli sözleşme değişiklikleri, imtiyazlı paylarda gerçekleştirilen değişiklikler, kontrol değişiklikleri, işçiler için yeni paylar çıkarılması gibi işlemler ayrılma hakkı sonucunun doğmasına neden olmaktadır²⁷. Görüldüğü üzere, bu işlemlerin ortak özellikleri, ortaklığın mali durumu, faaliyet çerçevesi ve ortakların haklarında değişiklikler meydana getirmeleri veya ortağı olunması arzu edilmeyen bir ortaklıkta ortak olunması sonucunu doğurmalarıdır²⁸.

Something Old, Something New, Something Borrowed and Something B.L.U.E., Southern California L. Rev., V. 68, I. 3, 1994- 1995, s. 722-723.

²⁵ Siegel, ABD’de 1927 yılında yirmi civarında eyaletin ayrılma hakkını kanuni düzenlemelerinde tanırken, 1995 yılında her eyaletin ayrılma hakkına dair içerikleri farklı olan düzenlemelerinin mevcut olduğunu belirtmektedir (Twenty-First Century, s. 91 dn.52). ABD’deki her eyaletin farklı oranlarda da olsa ayrılma hakkı tanındığı yönünde bkz. Wertheimer, Purpose, s. 661 dn.2; Kanda, H./ Levmore, S.: The Appraisal Remedy and the Goals of the Corporate Law, UCLA L. Rev., V.32, I. 3, 1984-1985, s. 431; Schwenk, s. 651. Siegel, ayrılma hakkının tanındığı farklı işlemleri belirtmek suretiyle bu işlemlerle ilgili olarak kaç eyaletin düzenleme yaptığını sayısal olarak ele alırken (Twenty-First Century, s. 91 dn. 52), eyaletlerin tanıdığı ayrılma haklarının hangi konularla ilgili olarak ve hangi tarihlerde tanındığını ayrıntılı olarak çalışmasına ekleyen yazarlar da mevcuttur. Bkz. Manning, s. 262 (Appendix); Thompson, R. B., Exit, s. 55 (Appendix). Ayrılma hakkı tanınan konulara ilişkin ayrıntıya yer vermeksizin hakkı tanıyan eyaletlerin listesi için ise bkz. Grant, s. 2 dn. 5; Schwenk, s. 649.

²⁶ Wiedemann, H.: Das Abfindungsrecht- ein gesellschaftsrechtlicher Interessenausgleich, ZGR, 7. Jahrgang, N. 2, 1978, s. 480.

²⁷ Levy, s. 421-422.

²⁸ Levy, s. 427. İşlemlerin ortak özelliğinin, bu işlemler için alınması gereken kararlar açısından başlangıçta oy birliği aranması olduğu fakat bu özelliğin oy birliği ilkesinden oy çokluğuna geçilmesi ile sona erdiği yönünde bkz. Özdoğan, A.: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, Cumhuriyet’in 80. Yılına Armağan, C. 2, Ankara 2004, s. 710.

Ayrılma hakkı uygulaması, yargı kararları ve eyaletlerin gerçekleştirdikleri ilk düzenlemelerle sınırlı kalmamış, “*market out/ stock market exception*” istisnasının 1967 yılında Delaware’de tanınması ile gelişmeye devam etmiştir. Ayrılma hakkının doğumuna neden olan bir işlemin varlığında, eğer işlemi gerçekleştiren anonim ortaklık, hisse senetleri borsada işlem gören bir ortaklık ise ayrılma hakkının kullanılamayacağına dair kuralın²⁹ uygulama alanı, daha sonra, hisse senetleri borsada işlem görmese dahi ortak sayısı 2000’i geçen ortaklıklara genişletilmiştir. Bu istisnanın gerekçesi, payları borsada işlem gören veya görmemekle birlikte ortak sayısı 2000’i geçen ortaklıkların payları için bir piyasa söz konusu olduğundan, payların devredilebilirliği ve likit olması ile ilgili olumsuz bir durumla karşılaşma olasılığının az olmasıdır. Yine Delaware’de getirilen bir başka kural olan “*cash out*” kuralına göre ise, birleşme işleminde devralınan ortaklığın ortaklarına, devralan veya yeni kurulan ortaklığın payları yerine, sadece nakit ödeme gerçekleştirilmesi veya borsada işlem gören bir başka ortaklığın paylarının verilmesi ya da bunların her ikisinin birlikte verilmesi halinde³⁰, payları

²⁹ İstisnanın varlığı, payların alınıp satıldığı bir piyasanın varlığı halinde piyasadaki fiyatın adil olduğu ve ayrılma hakkı gibi uzun ve masraflı bir sürece başvurulmasının gerekli olmadığı düşüncesine dayanmaktadır, bkz. *Calio*, J. E.: *New Appraisals of Old Problems: Reflections on the Delaware Appraisal Proceeding*, *American Business L. J.*, V.32, I. 1, 1994, s. 17; *Easterbrook/ Fischel*, *Corporate Law*, s. 149; *Venturuzzo*, M.: *Freeze- Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, *Virginia J. of International L.*, V. 50, I. 4, 2009- 2010, s. 856; *Goetz*, J.: *A Dissent Dampened by Timing: How the Stock Market Exception Systematically Deprives Public*, *Fordham J. of Corporate and Financial Law*, V. 15, I. 3, 2009- 2010, s. 785. İstisna, Delaware Eyaleti açısından Delaware General Corporation Law § 262.b.2 hükmünde tanınmıştır. Metin için bkz. <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc09/index.shtml> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017). İstisnaya ilişkin tarihsel gelişim için bkz. *Thomas*, s. 8-9. İstisnanın eleştirisi için bkz. *Easterbrook/ Fischel*, *Corporate Law*, s. 149-150; *Özdoğan*, s. 734- 735.

³⁰ Bu hallerde, ortağa nakit veya likiditesi fazla olan borsada işlem gören bir başka ortaklığın payı verilmekle, dolaylı olarak ilgili ortağın çıkarılması sonucu doğmaktadır. İlgili istisnanın getirilmesi, ayrılma hakkına ilişkin düzenlemelerin çoğunluğun azınlığı çıkarması amacına yönelik olarak kullanılmasına dayanmaktadır. Azınlığın çıkarılması konusunda eleştirel yaklaşım için bkz. *Carney*, s. 70, 97.

borsada işlem gören bir ortaklık söz konusu olsa dahi ayrılma hakkı kullanılabilecektir³¹. Buradaki gerekçe ise, çoğunluğun birleşme işleminin gerçekleştirilmesine karar vermek ve birleşme işleminin gerçekleştirileceği değeri belirlemek suretiyle azınlığı adeta kendi belirledikleri bedel üzerinden ortaklıktan uzaklaştırmalarına engel olmaktır. Ayrılma hakkı açısından getirilen bu istisnai düzenlemeler de hakkın hukuk dünyasında geçirdiği gelişimin bir görünümüdür.

Ayrılma hakkının gelişimindeki bu ilk evreden sonra, hakkın, eyaletler arasındaki kuralların yakınlaştırılmasına dair çalışmalarda yer aldığı görülmektedir. Amerika Barolar Birliği bünyesinde hazırlanan *Model Business Corporation Act*³² bazı işlemlerin genel kurulda karar alınması suretiyle gerçekleştirilebilmesi³³ için ayrılma hakkı tanınmasını gerektiğini 13. Bölümünde öngörmektedir. Eyaletlerin bu model kuralları takip etmesi ayrılma hakkına dair düzenlemelerin artmasına neden olmuştur. Ayrıca,

³¹ Letsou, P. V.: The Role of Appraisal in Corporate Law, Boston College L. Rev., V. 39, I. 5, 1997- 1998, s. 1161.

³² http://www.lexisnexis.com/documents/pdf/20080618091347_large.pdf (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017).

³³ Birleşme işlemleri, aktiflerin satılmasına ilişkin işlemler, pay sahipliği haklarının içeriklerini etkileyen sözleşme değişiklikleri, *domestication* (İlkelerin 9. Bölümünde yer almıştır-Yabancı ortaklıkların ilgili eyalette faaliyet yürütebilmek için gerçekleştirdikleri işlemdir.), ortaklığın kazanç gütmeyen hale dönüştürülmesi, ortaklığın tüzel kişiliği olmayan *unincorporated entity* haline getirilmesi işlemlerinde ayrılma hakkı tanınmaktadır (§ 13.02.a). Ortaklıklar topluluğu ilişkisi içerisinde gerçekleştirilen birleşme işlemi de ayrıca düzenlenmiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Conard, A. F.: Amendments of Model Business Corporation Act Affecting Dissenters' Rights (Sections 73, 74, 80, and 81), The Business Lawyer, V. 33, I. 4, 1977- 1978, s. 2587- 2588; Siegel, M.: The Model Business Corporation Act at Sixty: An Appraisal of the Model Business Corporation Act's Appraisal Rights Provisions, Law and Contemporary Problems, V. 74, I. 1, 2011, s. 232. Ayrılma hakkına ilişkin olarak MBCA'nin geçirdiği değişiklikler için bkz. Arsh, S. S./ Stapleton, W. K.: Delaware's New General Corporation Law: Substantive Changes, Business Lawyer, V. 23, I. 1, 1967- 1968, s. 88; Thompson, R. B.: The Case for Iterative Statutory Reform: Appraisal and the Model Act, Georgetown Uni. L. Center, Georgetown Business, Economics and Regulatory L. Res. Paper Nr. 10-20, 2010, s. 10-11.

Amerikan Hukuk Enstitüsü'nün hazırladığı *Principles of Corporate Governance* adlı örnek kurumsal yönetim ilkeleri arasında da ayrılma hakkına yer verilmiştir³⁴.

Düzenlemelerin çeşitlenmesi ve sayıca artmasının yanında, konuya dair yargısal karar birikiminin de zenginleştiğini söylemek mümkündür. Ayrılma hakkının tanınmasının ardından, hakkın, zamanla çoğunluk tarafından azınlığı çıkarmak amaçlı kullanıldığı dikkat çekmektedir³⁵. Ayrılma hakkının amacı olan azınlığın korunmasına hizmet edemediği bu noktada, aksi yönde gelişen Delaware Mahkemesi görüşü ile, hem ayrılma hakkının doğumuna neden olan önemli nitelikteki işlemin meşru bir ticari amacı gerektirdiği hem de esasen pay sahiplerinin elindeki diğer dava olanaklarını dışlamadığı sonuçlarına varılmıştır³⁶. Ayrılma hakkının doğumuna neden olan birleşme işleminin

³⁴ İlkelerin kabul edilme sürecine, bu süreçte aldığı eleştirilere ve sunulan değişiklik önerilerinin çokluğuna ilişkin olarak bkz. Knowles, M. F./ Flannery, C.: The ALI Principles of Corporate Governance Compared with Georgia Law, Mercer L. Rev., V. 47, I. 1, 1995-1996, s. 2- 3. "Remedies" başlıklı VII. bölüme ilişkin 13.01.1984 tarihli değişiklikler ile ayrılma hakkı ilkeler arasındaki yerini almıştır, Seligman, J.: Reappraising the Appraisal Remedy, George Washington L. Rev., V. 52, I. 4&5, 1983-1984, s. 829 dn. 1.

³⁵ *Stauffer v. Standard Brands Inc.* [187 A. 2d 78 (Del. 1962)]. Karara konu olan olayda, davacı, nakit karşılığı kolaylaştırılmış birleşme işleminin azınlık için öngördüğü bedelin fazlasıyla düşük olmasının hile niteliğinde olduğunu iddia ederek geçerli olmadığını ileri sürmüştür. Mahkeme ise, ayrılma hakkının yalnızca pay karşılığının ödenmesi amacıyla düzenlendiğini ve konu ile ilgili başka taleplerin söz konusu olamayacağını dolayısıyla ayrılma hakkının iptal ve tazminat gibi diğer dava olanaklarını dışladığını belirterek davalının talebini reddetmiştir. Davaya ilişkin kararda, kolaylaştırılmış birleşmenin kanun koyucu tarafından bağlı ortaklıklardaki azınlığın menfaatlerinin dışarıda bırakılması amacıyla düzenlendiğinin kabul edildiği yönünde bkz. *Khutorsky*, s. 140. Mahkemenin verdiği karar ile, ayrılma hakkının çoğunluk tarafından azınlık aleyhinde kötüye kullanılması halinde bu kötüye kullanmanın sonuçlarını incelememiş olduğu tespiti için bkz. *Letsou*, s. 1162. Eyaletlerin ayrılma hakkına ilişkin düzenlemelerinin azınlığın çoğunluk tarafından dışlanmasına ilişkin olanak yarattığına ilişkin tespit ve inceleme için bkz. *Thompson*, R. B.: Squeeze-Out Mergers and the "New" Appraisal Remedy, Washington Uni. L. Quarterly, V. 62, I. 3, 1984, s. 418.

³⁶ Çoğunluğun ayrılma hakkını azınlık aleyhinde kullanmasının meşru olmadığını belirleyen ilk karar Delaware'de verilen *Singer v. Magnavox* [380 A. 2d 969 (Del 1977)] kararı olmuştur. Karara konu olan olayın özeti için bkz. *Gilson*, R. J./ *Black*, B. S.: The Law and Finance of Corporate Acquisitions, Second Ed., New York 1995, s. 1257- 1259. Karar, daha önce verilmiş olan, birleşme işlemlerindeki ayrılma hakkının azınlığın çıkarılması yönünde kullanılmasının hukuka aykırılık oluşturmadığına dair *Stauffer v. Standard Brands Inc.* kararının tersi doğrultuda hüküm içermiş ve birleşme işleminde meşru bir ticari amacın mevcudiyetinin aranması gerektiğini -*business purpose test*-, bu amacın yokluğu halinde ayrıca azınlığa iptal davası olanağı tanınacağını dolayısıyla ayrılma hakkının azınlığın elindeki diğer hak arama araçlarını dışlamadığını, bir başka deyişle ayrılma hakkının münhasır olmadığını ortaya koymuştur.

meşru bir ticari amaç içermesi gerekliliğine dair içtihattan, yine Delaware Mahkemesi tarafından verilen yargı kararı ile dönülmüştür³⁷. Yine aynı karar ile, daha önce ayrılma hakkı kullanımının ortakların işlem aleyhinde iptal davası açmasını engellemeyeceği yönündeki içtihat da tersine çevrilmiştir³⁸. Ayrılma hakkına dair daha önce verilmiş olan içtihatların değişmesine neden olan ilgili *Weinberger v. UOP* kararı, ayrılma hakkına dair bir dönüm noktası olarak algılanmaktadır³⁹. Nitekim bu kararda yer alan içtihatların daha sonra değişmediği ve tekrar edildiği ayrılma hakkına dair mahkeme kararlarının gelişiminde göze çarpmaktadır⁴⁰.

Ayrılma hakkının doğumuna yol açan işlemlerde, şartları varsa iptal veya işlem nedeniyle zarar görülmüşse tazminat davası açılabilceği görüşünün ortaya atılmış olduğu karar ile ilgili bilgi için bkz. *Thompson, R.B., Squeeze-Out*, s. 420; *Thompson, R.B., Exit*, s. 23, dn. 97; *Doğru, H.*: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrol Değişikliği ve Çağrı, 2011, Yayınlanmamış Doktora Tezi, s. 109. “*Business Purpose Test*” ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. *Herzel, L./ Colling, D.E.*: Establishing Procedural Fairness in Squeeze- Out Mergers After *Weinberger v. UOP*, *The Business Lawyer*, V. 39, I. 4, 1984, s. 1527.

³⁷ *Weinberger v. UOP* [457 A. 2d 701 (Del. 1983)]. Konu olan olayın özeti için bkz. *Gilson/ Black*, s. 1270- 1277. Kararda ayrılma hakkı sonucunda ortaklık tarafından satın alınacak olan payın karşılığına dair değerlendirme yöntemi modernleştirilmiş ve aynı zamanda ortaklık tarafından gerçekleştirilecek işlemin salt bir ticari amacı olmasının aranmayacağı ifade edilmiştir. Kararın ayrıca azınlığın çıkarılması sonucuna yol açan nakit karşılığı birleşmelere izin verilmiş olduğu şeklinde yorumlanması gerektiği yönünde bkz. *Wertheimer, Purpose*, s. 681. Karar öncesinde kullanılan yöntemin adı “*Delaware Block Method*” idi. Karar ile değerlendirme yönteminin güncellendiğine ilişkin olarak bkz. *Khutorsky*, s. 147; *Geis, G. S.*: An Appraisal Puzzle, *Northwestern Uni. L. Rev.*, V. 105, I. 4, 2011, s. 1644. Yönteme ilişkin olarak bkz. aşağıda Dördüncü Bölüm, II, A, 4, b, aa.

³⁸ Dolayısıyla ayrılma hakkını kullanan bir pay sahibinin kendisinin ortaklıktan ayrılma isteğini yansıtan bu eyleminin tersi bir doğrultuda, ayrılma hakkına neden olan önemli nitelikte işlemin iptalini isteyemeyeceğine hükmedilmiştir. Ancak ayrılma hakkının münhasır, bir başka deyişle dışlayıcı yapısı (*exclusiveness*), işlemin hukuka aykırı veya hileli bir işlem olması hallerinde uygulanmaz. Bkz. *Heglar, R. B.*: Rejecting the Minority Discount, *Duke L. J.*, V. 1989, I. 1, 1989, s. 259; *Wertheimer, Purpose*, s. 669 dn. 42.

³⁹ *Wertheimer*, ayrılma hakkına dair kararları *Weinberger v. UOP* öncesi ve sonrası olarak ikiye ayırmak suretiyle incelemektedir, *Purpose*, s. 682 vd.

⁴⁰ Birleşme işlemlerinde meşru ticari amaç aranmasının gerekmediğine dair *Weinberger v. UOP* içtihatının pekiştirildiği *Glassman v. Unocal Exploration Corp.* [777 A.2d 242 (Del. 2000)] kararı bu anlamda örnek gösterilebilir. Yine, *Rabkin v. Philip A. Hunt Chemical Corporation* [498 A.2d 1099 (Del. 1985)] kararında, *Weinberger v. UOP* kararında belirtilen hile hallerinde ayrılma hakkının münhasır olmayacağı belirlemesi tekrar edilmekle birlikte, hilenin kapsamının hangi genişlikte yorumlanması gerektiği ile ilgili mahkemece belirlemeler yapılmıştır. Hilenin geniş yorumlanması sonucuna varan kararın, *Weinberger v. UOP*’ta ortaya konulan kural olarak ayrılma hakkının iptal olanağını dışladığı tespiti değiştirilmeden kuralın istisnasının kapsamını yorumladığı belirtilmelidir. Yine ayrılma hakkının münhasırlığı tespitine

Günümüzde ayrılma hakkının kullanımıyla ilgili olarak en çok tartışma yaratan konu ise, adil değerin/ piyasa değerinin/ ayrılma bedelinin adalete ve ayrılma hakkının amacına uygun olarak nasıl belirleneceğidir⁴¹. Ayrıca, hakkın hukuki düzendeki konumu itibariyle ortaya çıkan bazı tartışmalar da mevcuttur. Bu tartışmalar kısaca; ayrılma hakkının tazminat ve iptal davası olanaklarını dışlayıp dışlamadığı⁴², eyaletin kanuni düzenlemesinde yer verilen ayrılma hakkının uygulanmayacağı⁴³ ortaklık sözleşmesinde öngörülmesi imkânının olup olmadığı⁴³, kanuni düzenlemenin tanıdığı ayrılma haklarına ek olarak birtakım hallerde ayrılma hakkının tanınip tanınamayacağı, hakkın kullanımının ortaklığın malvarlığı açısından doğurduğu etkiler ve kendi paylarını iktisap yasağı/sınırı karşısındaki konumu⁴⁴, azınlık paylarının yönetim kontrolüne sahip olma olanağı vermemesi hususunun dikkate alınarak ayrılma bedelinin belirlenmesi sırasında bir azınlık indirimi yapılmasının gerekip gerekmediği⁴⁵ olarak sıralanabilir.

yer vererek iptal davası ile ayrılma hakkı arasındaki içerik ve usuli farkları ele alan *Cede & Co.c. Technicolor, Inc.* [634 A.2d 345 (Del. 1993)] kararında da, *Weinberger v. UOP* sistemi korunmuştur.

⁴¹ *Grant*, s. 3; *Garza Castaneda*, J. J.: Appraisal Rights: The “Fair” Valuation of Shares in Case of Dissent, *Boletin Mexicano de Derecho Comparado*, V. XXXII, I. 96, 1999, s. 824, <https://revistas.juridicas.unam.mx/index.php/derecho-comparado/article/view/3611/4365> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017).

⁴² Ayrıntılı bilgi için bkz. *Weiner*, J. L.: Payment of Dissenting Stockholders, *Columbia L. Rev.*, V. 27, I. 5, 1927, s. 557; *Lattin*, N. D.: A Reappraisal of Appraisal Statutes, *Michigan L. Rev.*, V. 38, I. 8, 1939-1940, s. 1165-1166; *Vorenberg*, s. 1189; *Özdoğan*, s. 726.

⁴³ *Levy*, s. 429.

⁴⁴ *Levy*, s. 431. Esasen ABD’de ortaklıkların kendi paylarını edinmeleri hususunda İngiliz ve Kıta Avrupası Hukuk Sistemleri’nin aksine serbesti tanınmakta ve yõteme sıklıkla başvurulmaktadır, *Worthington*, S.: *Sealy and Worthington’s Text, Cases and Materials in Company Law*, Eleventh Ed., Oxford 2016, s. 543; *Sevi*, A. M.: Anonim Ortaklığın Kendi Payını Devralması Üzerine Bir İnceleme, *Batider*, C. XXII, S. 1, Haziran 2003, s. 240; *Ayan*, Ö.: Anonim Şirketin Genel Kurul Kararı ile Kendi Paylarını İktisap Etmesi veya Rehin Almasının Koşulları (TTK 379), *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C. XXII, S. 1-2, Prof.Dr. Oğuz Kürşat Ünal’a Armağan, 2013, s. 201 dn. 57; *Karacan*, A. İ./ *Erişir Karacan*, E.: Halka Açık Şirketlerin Kendi Paylarını Geri Alımı, İstanbul 2015, s. 42. Fakat *Levy*, eyaletler bazında payların alınacağı kaynaklara ilişkin olarak sınırlandırmalar getirilebildiğini veya sermaye azaltılması için çeşitli koşulların arandığını işaret etmektedir (s. 430 dn. 45).

⁴⁵ *Heglar*, s. 260.

Ayrılma hakkı ABD’de gösterdiği tarihsel gelişim içerisinde kimi zaman eleştiri ile karşılanmıştır⁴⁶. Ancak eleştirilere ilişkin cevaplarda hakkın amacının savunulduğu, yalnızca işleyiş sürecinin etkin hale getirilmesi gerekliliğinin vurgulandığı görülmektedir. Sonuç olarak, ayrılma hakkı ABD içerisinde önemli bir gelişim göstererek hak ile birlikte önemli nitelikteki işlemin kavramsal boyutta şekillenmesini sağlamıştır.

2. İngiltere

Anglo-Sakson hukuk sistemi içerisinde yer alan diğer bir ülke olan İngiltere açısından ayrılma hakkı uygulaması daha sınırlı bir alanda kalmıştır. İngiltere’de 1862

⁴⁶ Ayrılma hakkına ilişkin en ağır eleştirilerde bulunan yazar *Manning*’dir. *Manning*, hakkın pay sahipleri açısından faydasız olduğu gibi ortaklık açısından da maliyet yarattığını belirtmekte (s. 233- 234), ayrıca hakkın doğumuna sebep olan işlemlerin belirlenmesi açısından ekonomik temeller yerine avukatların belirlediği ideolojik kategorilerin geçerli olduğunu savunmaktadır. Yazarın önemli nitelikteki işlemlerin içeriğine ilişkin olarak gerçekleştirdiği en ilginç tespit ise çalışmasında yer verdiği üç adet listeye dayanmaktadır. Bunlardan ilkinde *Manning*, Amerika başkanının kalp krizi geçirmesi veya borsada ani bir düşüş gibi hallere yer vererek bunların payın fiyatını etkilediğini ve dıştan gelen etkenler olduğunu ifade etmektedir. İkinci listede, yönetimin toplu olarak istifa etmesi, işçi sendikasının yüksek ücretler talep etmesi gibi ortaklığın işleyişindeki katılımcılardan gelen ve pay sahibini yatırımı açısından zarara uğratabilecek durumlar yer almıştır. Her iki listede yer alan haller de önemli nitelikteki işlemler değildir. Üçüncü listede ise yönetim veya diğer pay sahiplerince karara bağlanan işlemlere yer veren yazar, bunlar arasında ayırım yapılmasının ve tercihte bulunulmasının zorluğunu vurgulamaktadır (s. 244). İlgili eleştirilere cevaben *Eisenberg*, hakkın anlamsız olmayıp kullanılma usulünün elverişsiz olduğunu belirtmiştir (*Eisenberg*, M. A.: *The Structure of the Corporation*, Boston 1976, s. 70). Ayrıca yine *Eisenberg*, *Manning*’in hakkın kullanımının ortaklık açısından doğuracağı maliyetlerin yüksek olacağına ilişkin eleştirisine de cevap vererek uygulamada bu yöndeki olaylara rastlanmadığını ileri sürmüştür (*Eisenberg*, M. A.: *The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporate Decisionmaking*, California L. Rev., V. 57, I. 1, 1969, s. 72). Konuya ilişkin farklı bir bakış açısı ise, ayrılma hakkının etkilerinin hep azınlık ve çoğunluk ortakları çerçevesinde incelendiğini belirleyerek bunun yerine konunun *ex ante* etkilerinin incelenmesi gerektiğini tespit eden *Fischel* tarafından geliştirilmiştir. Yazara göre, ayrılma hakkı ortaklık sözleşmesinde yer almak suretiyle sağladığı koruma ile (“*implied contractual term that increases the value of all shares*”) tüm payların değerini artırmaktadır ve pay sahipleri arasında koordinasyon sağlamaktadır, s. 902. Ayrılma hakkının, payların ele geçirilebileceği en düşük fiyatı belirlemek suretiyle, ortaklığın değerini ve dolayısıyla yatırımın değerini yükselttiği yönündeki benzer bir *ex ante* yaklaşım için bkz. *Easterbrook/ Fischel*, *Corporate Law*, s. 149.

tarıhli *Companies Act*'in⁴⁷ 161. maddesinde, önerilen değişiklik hakkında olumlu oy kullanmayan ve muhalefetini yazılı olarak bildirerek talepte bulunan ortağa ayrılma hakkı tanınmıřtır⁴⁸. Maddede, isteğe bağlı olarak ortaklığın sona erdirilmesi ve ortaklığın faaliyetinin veya malvarlığının bir kısmının veya tümünün başka bir ortaklığa satılması halinde, karşı çıkan pay sahiplerinin paylarının satın alınması olanağının bu ortaklara sunulması gerekliliği yer almıştır. Ayrıca İngiliz Hukukunda 1986 tarihli *Insolvency Act*'in⁴⁹ 5. kısmında *Companies Act*'e tabi ortaklıkların tasfiyesine ilişkin hükümler arasında 110. maddesinin 4. fıkrasında da aynı içerikteki hak yer almıřtır⁵⁰. Bu hak, hem isteğe bağlı tasfiye halinde hem de mahkeme kanalıyla tasfiyenin karara bağlanması halinde uygulanacaktır. Her iki düzenleme kapsamında da, payların karşılığında nakit olarak ayrılmanın koşulları karara ilişkin olumsuz oy kullanmak ve tasfiye görevlisinden kararın alınmasından itibaren yedi gün içerisinde talepte bulunmaktır⁵¹. Ayrıca, *Companies Act*'teki ayrılma hakkının tanınmasının zorunlu olduğu, sözleşmede hakkın kaldırılmasına ilişkin hükümlere yer verilmesinin geçersiz

⁴⁷ 25&26 VICT. c. 89 (1862)- An Act for the Incorporation, Regulation and Winding-up of Trading Companies and Other Associations. Metin için bkz. <http://www.irishstatutebook.ie/eli/1862/act/89/enacted/en/print> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017). Kanunun genel özellikleri ve düzenlemeye götüren süreç hakkında bkz. *Kuhn, A. K.: A Comparative Study of the Law of Corporations with Particular Reference to the Protection of Creditors and Shareholders*, New York 1912, s. 98.

⁴⁸ *Levy, s. 427; Pittman, W. H.: Corporations- Are Nonvoting Shares Entitled to Appraisal Rights*, Missouri L. Rev., V. 28, I. 2, 1963, s. 249. *Levy*, ayrılma hakkına ilişkin ABD eyaletlerinde kabul edilen düzenlemelerin İngiltere'deki bu ilk düzenlemeyi temel aldığını belirtmektedir (s. 427).

⁴⁹ *Insolvency Act* (1986). Metin için bkz. <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/45/contents> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017).

⁵⁰ *Özdoğan, s. 727*.

⁵¹ Taraflar, paya ilişkin bedel açısından anlaşmaya varamazlarsa konuya ilişkin olarak tahkim yoluna gidilecek ve pay sahibi payının değerini ispatlamak durumunda kalacaktır, *Birds, J./ Boyle, A. J./ MacNeil, I./ McCormack, G./ Twigg-Flesner, C./ Villiers, C.: Boyle & Bird's Company Law*, Fifth Ed., Bristol 2004, s. 646.

olduğu çeşitli mahkeme kararlarında yer almıştır⁵². Görüldüğü üzere, ayrılma hakkına ilişkin olarak İngiltere’deki düzenlemeler, ortaklığın tasfiye edilmesi veya bu hal ile eşit tutulan malvarlığı devri işlemleri ile bağlantılıdır.

İngiltere açısından azınlık haklarının korunması günümüzde *unfair prejudice remedy* düzenlemesi ile sağlanmaktadır. 2006 tarihli *Companies Act*’in 30. bölümünde 994. maddede düzenlenen *unfair prejudice remedy* kapsamında mahkemenin verebileceği hükümler arasında 996. maddenin 1. fıkrasının e bendinde ayrılma sonucuna neden olan bir düzenleme yer almaktadır⁵³. Bu bağlamda mahkeme, pay sahibinin paylarının diğer pay sahipleri veya ortaklık tarafından alınması kararı verebilmektedir⁵⁴. Pay sahibi bu yönde bir talepte bulunabilecekse de, payların alınması sonucuna mahkeme aracılığıyla ulaşılabilir.

B. Kıta Avrupası Hukuk Sisteminde

1. İtalya

Ayrılma hakkı, Anglo- Sakson hukuk sisteminde yargısal içtihat ve kanuni düzenlemelerle kabul görürken, Kıta Avrupası açısından da eş zamanlı bir gelişim

⁵² Levy, s. 429.

⁵³ *Unfair prejudice remedy* 1980 tarihli Companies Act ile ilk kez düzenlenmiş, 1985 tarihli Companies Act kapsamında da yer almıştır, *De Vries*, P. P.: Exit Rights of Minority Shareholders in a Private Limited Company, Deventer 2010, s. 82. İlgili olanak azınlıkta kalan pay sahiplerinin korunması amacıyla daha önceki süreçte 1948 tarihli Companies Act’te düzenlenmiş olan *oppression remedy*’nin değiştirilmiş ve geliştirilmiş halidir. Düzenlemenin tarihsel gelişimi hakkında bkz. *Birds/ Boyle/ MacNail/ McCormack/ Twigg- Flesner/ Villiers*, s. 557; *Boyle*, A. J.: Minority Shareholders’ Remedies, Cambridge 2010, s. 90-91; *Worthington*, s. 716.

⁵⁴ *Miller*, S. M.: How Should U.K. and U.S. Minority Shareholder Remedies for Unfairly Prejudicial or Oppressive Conduct Be Reformed?, *American Business L. J.*, V. 36, I. 4, 1999, s. 581; *Worthington*, s. 725.

göstermiştir⁵⁵. Kıta Avrupası hukuk sisteminde ayrılma hakkının tanındığı düzenlemelerden en eski tarihli olanı İtalya’da yer almaktadır⁵⁶. 1882 tarihli İtalya Krallığı Ticaret Kanunu’nda, paylı komandit ve anonim ortaklıklarda, ortaklık sermayesinin tamamlanması veya artırılması, ortaklık konusunun değiştirilmesi ve ortaklık süresinin uzatılması gibi konularda veya başka ortaklıklarla birleşme kararlarında, karara katılmayan ortaklara ayrılma hakkı tanınmaktadır⁵⁷. Hakkın kullanımı ise, genel kurula katılan ortaklar için kurul tamamlandıktan sonraki yirmi dört saat, genel kurula katılmayan ortaklar için ise kararın ilanından sonraki bir aylık hak düşürücü süreler ile sınırlanmıştır⁵⁸.

Birinci Dünya Savaşı sonrasındaki dönemde, ekonomik koşullar ve gittikçe artan uluslararası rekabete uyum sağlayabilmek amacıyla işletmelerin güçlendirilmesine yönelik olarak birleşme işlemleri açısından daha özgürlükçü bir tutum izlenmiştir. Bu kapsamda hem birleşme işlemine dair yeter sayılar azaltılmış hem de ayrılma hakkının kullanımı kararnameler çıkarılması suretiyle kısıtlanmıştır. Bu dönemde ayrılma hakkının, birleşme işlemlerinde sadece ortaklık konusu değişimi söz konusu olan hallerle sınırlı olarak tanındığı görülmektedir⁵⁹.

⁵⁵ *Magnet*, s. 101; *Kalls*, S.: Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, WBL, 2001, s. 367; *Sönmez*, s. 9; *Altan*, D.: Sermaye Piyasasında Pay Sahiplerinin Ayrılma Hakkı ve Önemli Nitelikteki İşlemler, Banka ve Finans Hukuku Dergisi, C.3, S.11, 2014, s. 121.

⁵⁶ *Sönmez*, s. 17.

⁵⁷ *Kuhn*, s. 137; *Türk*, H. S.: Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesinde Nevilerin Aynı Olması Koşulu, Ankara 1968, s. 66.

⁵⁸ *Türk*, H. S., s. 66-67.

⁵⁹ *Türk*, H. S., s. 69.

İtalya’da 1942 yılında ticaret hukukunu düzenleyen kurallar Medeni Kanun (*Codice Civile*) içerisine alınmıştır⁶⁰. Bu metinde de ayrılma hakkı, kapsamı sınırlı olarak yer almış; birleşme ile birlikte ortaklığın konu veya tipinin değiştirilmesi veya ortaklık merkezinin başka bir ülkeye taşınması hallerine özgü olarak tanınmıştır⁶¹. 1942 tarihli Medeni Kanun’da yer alan düzenleme 1882 tarihli Ticaret Kanunu’ndan alınmışsa da ayrılma hakkını daha dar bir alanda tanımaktadır⁶². Bu metinde ayrılma hakkının anonim ortaklığın yanı sıra limited ortaklık için de tanındığı görülmektedir⁶³.

1942 tarihli İtalyan Medeni Kanunu’nun şirketler hukukuna ilişkin hükümleri, 2003 yılında reform niteliğinde değişikliğe uğramış ve bu bağlamda ayrılma hakkı doğuran hallerin kapsamı genişletilmiştir⁶⁴. Ayrıca yine bu reform çerçevesinde, ayrılma hakkının halka açık olmayan anonim ortaklıklarda sözleşme ile düzenlenebilmesi olanağının⁶⁵ yanı sıra, ayrılan ortağın payının üçüncü kişi tarafından alınabilmesi olanağı getirilmiş, paya ilişkin olarak ödenecek bedelin adil bir şekilde belirlenmesi için düzenlemeler yapılmış ve ayrılma hakkının uygulanmasına ilişkin süreç kurala bağlanmıştır⁶⁶.

⁶⁰ Detaylı bilgi için bkz. *Çoştan*, H.: İtalyan Şirketler Hukukunun ve 2003 Tarihli Şirketler Hukuku Reformunun Genel Hatları, *Batider*, C. XXIV, S. 41, Aralık 2008, s. 180-181.

⁶¹ *Türk*, H. S., s. 73; *İmregün*, O.: Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunları Telif Çareleri, İstanbul 1962, s. 166.

⁶² *Karayalçın*, Y.: Anonim Şirkette Azınlık- Çoğunluk İlişkisi Bakımından Kontrol (Blok) Satışı ve Genel Alım Önerisi, Prof.Dr. Haluk Tandoğan’ın Hatırasına Armağan, Ankara 1990, s. 389.

⁶³ *Schindler*, H.: Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften, München 1999, s. 369; *Kalls*, Austrittsrecht, s.10.

⁶⁴ *Ventoruzzo*, M.: Cross- Border Mergers, Change of Applicable Corporate Laws and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Rights under Italian Law, *European Company and Financial L. Rev.*, V. 4, I. 1, 2007, s. 12. 2003 tarihli reformun genel özellikleri için bkz. *Çoştan*, İtalyan Şirketler Hukuku, s. 188- 189.

⁶⁵ Bu olanak çerçevesinde kabul edilebilecek ayrılma haklarının içeriğinin tartışmalı olduğu yönünde bkz. *Ventoruzzo*, Withdrawal, s. 14.

⁶⁶ *Ventoruzzo*, Withdrawal, s. 12.

İtalyan Medeni Kanunu'nun anonim ortaklıklarda uygulanacak olan ayrılma hakkına ilişkin 2437. hükmünde, ortaklığın amacının faaliyet konusunun önemli ölçüde değişmesine yol açacak şekilde değiştirilmesi, ortaklığın tür değiştirmesi, ortaklığın merkezinin yurt dışına taşınması, tasfiye kararının geriye alınması, esas sözleşmenin ayrılma hakkı tanıyan hükümlerinin sözleşmeden çıkarılması, ortağın ayrılması halinde payın değerinin hesaplanmasına ilişkin ölçütlerin değiştirilmesi, esas sözleşmede yer alan oy hakkına veya mali haklarına ilişkin hükümlerin değiştirilmesi hallerinde ayrılma hakkı tanınmaktadır⁶⁷. Ayrıca maddenin 2. fıkrası kapsamında, ortaklığın süresinin uzatılmasına veya pay devri sınırlamalarının kaldırılmasına veya payın devrinin sınırlandırılması kararlarına katılmayan pay sahipleri de ayrılma hakkı kullanabileceklerdir⁶⁸. Ancak 1. fıkradaki ayrılma haklarının uygulanması zorunlu iken, bu fıkradaki ayrılma hakları ortaklık sözleşmesinde kaldırılabilir⁶⁹. Maddenin 3. fıkrasında ise yine bir zorunlu ayrılma hakkı öngörülerek payları borsada kote edilmiş ortaklığın borsa kotundan çıkılmasına ilişkin genel kurul kararı alması halinde ve süresiz olarak kurulmuş bir ortaklığın paylarının borsada işlem görmemesi halinde pay sahiplerinin ayrılabilmesi belirlenmiştir⁷⁰. Payların borsada işlem görmemesi ve ortaklığın süresiz olarak kurulmasına bağlı olan ayrılma hakkı, pay sahiplerinin önceden

⁶⁷ Ventrizzo, Withdrawal, s. 13; Bachmann, G./ Eidenmüller, H./ Engert, A./ Fleischer, H./ Schön, W.: Regulating the Closed Corporation, European Company and Financial L. Rev. Special V. 4, 2013, s. 67; Karacan, A. İ.: Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Önemli Nitelikteki İşlemler ve Buna Bağlı Haklar, Sermaye Piyasası Hukuku Yazılar C. I, İstanbul 2017, s. 227; Rock, E./ Davies, P./ Kanda, H./ Kraakman, R.: The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach, Second Ed., Chapter 7- Significant Corporate Transactions, Oxford 2009, İtalyan Hukukundaki ayrılma hakkına ilişkin olarak önemli esas sözleşme değişiklikleri açısından karara katılmayan pay sahiplerine hakkın tanındığını belirtmektedirler, s. 191.

⁶⁸ Çoştan, İtalyan Şirketler Hukuku, s. 200.

⁶⁹ Ventrizzo, Withdrawal, s. 14.

⁷⁰ Ventrizzo, Withdrawal, s. 15.

bildirimde bulunmak suretiyle dilediği an kullanabildikleri bir ayrılma hakkı olduğundan diğer durumlardan farklılık gösterir⁷¹. Hükümde düzenlenen haller dışında ortaklık sözleşmesiyle ayrılma hakkının düzenlenmesi halka açık olmayan ortaklıklar bakımından kabul görmekle beraber, hakkın düzenlenmesine ilişkin olanağın, hakkın doğmasına neden olan bir işlemin sözleşmede gösterilmesi ile sınırlı olup olmadığı tartışmalıdır⁷².

İtalyan Medeni Kanunu'nun 2497. maddesi ise, ortaklıklar topluluğu bağlamında bazı hallerde ayrılma hakkının doğacağını öngörmektedir. Buna göre bağlı ortaklığın pay sahibi; hâkim ortaklığın amacını bağlı ortaklığın ekonomik koşullarını doğrudan etkileyecek şekilde değiştirmesi, hâkim ortağın bağlı ortağa hâkimiyet uygulaması nedeniyle ortaya çıkan zararı karşılamasına ilişkin bir mahkeme kararı bulunması ve ortaklığın paylarının borsada kote edilmemiş ve halka arz edilmemiş olması halinde ortaklığın riskine ilişkin bir değişiklik gerçekleştirecek şekilde hâkimiyetin kurulması veya sona erdirilmesi hallerinde ayrılma hakkını kullanabilecektir⁷³.

2. Almanya

Ayrılma hakkının (*abfindungsrecht*) Almanya'daki görünümü açısından ise, ayrılma sonucunun doğabileceği çeşitli olanakların farklı mevzuat hükümlerinde yer

⁷¹ De Vries, s. 14.

⁷² Ventrizzo, Withdrawal, s. 14. Ortaklık sözleşmesinde ayrılma hakkını gündeme getiren işlemlerin öngörülmesinin yanı sıra ortağın isteği halinde çıkmasına olanak veren hükme yer verilip verilemeyeceği tartışmalıdır.

⁷³ Ventrizzo, Withdrawal, s. 14. Yazar, bu ayrılma hakkının bir işleme ilişkin genel kurul kararı alınmasına bağlı olmadığını vurgulamaktadır. Türk Hukukunda ortaklıklar topluluğu bağlamında TTK'da getirilen ayrılma haklarının, önemli nitelikteki işlemin Türk Hukukundaki görünümü ile karşılaştırılması için bkz. aşağıda İkinci Bölüm, II, A, 3.

almış olduğu dikkat çekmekle birlikte, hakkın tipik görünümü yeniden yapılanma işlemleri ile ortaklıklar topluluğuna ilişkindir⁷⁴. Yeniden yapılanma işlemleri ile ortaklıklar topluluğuna ilişkin hükümlerin yanı sıra belirli oranda hâkimiyetin varlığının dikkate alındığı düzenlemeler⁷⁵ ile *Societas Europaea* ortaklık türüne ilişkin 2157/2001 sayılı Konsey Tüzüğü'nün uygulanmasına dair 2004 tarihli kanun metni SEAG'de de ayrılma sonucunun gündeme geldiği görülmektedir. Ayrıca ayrılma kavramının Alman Hukukunda anonim ve limited ortaklıklar açısından haklı sebeple çıkma temelinde uzun tartışmalara konu edildiği⁷⁶ ve diğer taraftan şahıs ortaklıkları, dernekler ve kooperatifler açısından sebebe gerek olmaksızın bildirimde bulunmak suretiyle çıkma olanağının da düzenlenmiş olduğu⁷⁷ dikkat çekmektedir.

Esas olarak, Alman Hukukunda *abfindungsanspruch* olarak nitelendirilen karşılık belirleme süreci ayrı bir kanunla, 2003 tarihli SpruchG ile düzenlenmiştir⁷⁸. Bu

⁷⁴ Ayrılma hakkının tipik görünümünün ortaklıklar topluluğu ile yeniden yapılanma işlemlerine ilişkin hükümlerde yer aldığına ilişkin olarak bkz. *Grunewald*, B.: Das Recht zum Austritt aus der Aktiengesellschaft, Festschrift für Carsten Peter Claussen zum 70. Geburtstag, Köln 1997, s. 106-108; *Schindler*, s. 109-110; *Schöpper*, S.: Ausschluss von Minderheitsaktionären in Deutschland und den USA, Berlin 2007, s. 63.

⁷⁵ Bu düzenlemeler AktG § 320b, §327a kapsamında azınlıkta kalan pay sahiplerinin çıkarılması olanakları ile pay alım teklifi ile ulaşılan hâkimiyet oranının yüksekliği kapsamında pay alım teklifini tamamlayıcı olarak düzenlenmiş bulunan, WpÜG § 39a- § 39c kapsamındaki çıkarma ve satın alma haklarına ilişkin hükümlerdir.

⁷⁶ Alman Hukukunda anonim ortaklıklarda haklı sebeple çıkma (*austritt aus wichtigem Grund/ das ausserordentliche austrittsrecht*) kabul görmektedir, *Grunewald*, Austritt, s. 111; *Schindler*, s. 80. Haklı sebeple çıkmanın limited ortaklıklar açısından kabul edilmesine ilişkin ayrıntılar için bkz. *De Vries*, s. 157- 158. Belirtilmelidir ki, anonim ortaklıklarda haklı sebebi gerektirmeyen çıkma kurumunun (*das ordentliche Austrittsrecht*) şahıs ortaklıklarının, derneklerin ve kooperatiflerin aksine uygulanamayacağı kabul görmektedir, *Schindler*, s. 36-37; *Gräfe*, M.: Squeeze-Outs Nach Deutschem, Französischem Und Spanischem Gesellschaftsrecht: Eine Ökonomische Und Rechtsvergleichende Analyse Unter Berücksichtigung Der Europäischen Rechtsentwicklung, Frankfurt 2011, s. 73. Öğretideki görüşlere ilişkin inceleme için bkz. *Schöpper*, s. 74.

⁷⁷ Şahıs ortaklıkları açısından BGB § 723, HGB § 133, 134; dernekler açısından BGB § 39; kooperatifler açısından GenG § 65. İsviçre Hukuku açısından derneklerde benzer bir olanak OR 842 hükmünde getirilmiştir.

⁷⁸ Güncel kanun kapsamında "*spruchverfahren*" olarak belirlenmiş olan süreç, daha önceki düzenlemelerde "*spruchstellenverfahren*" olarak yer almaktaydı. SpruchG düzenlemesine ilişkin tarihsel

kapsamda ayrılma hakkının tipik görünümüleri ile ayrılma sonucunun gündeme geldiği diğer düzenlemelerin yanı sıra bu Kanun'un 1. maddesinde belirlenen hallerde de ilgili karşılık belirleme süreci işletilebilmektedir. Ancak ilgili madde kapsamında karşılık belirleme sürecinin söz konusu olduğu ilgili hallerin tümünde ayrılma hakkının uygulandığı veya ayrılma olanağının doğduğu sonucuna varılamaz⁷⁹.

1994 tarihli UmwG § 29'da, devralan ortaklığın devrolunan ortaklıktan başka bir türde olduğu tür değiştirici birleşme işlemleri⁸⁰ ile hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklığın, hisse senetleri borsada işlem görmeyen bir anonim ortaklık tarafından devralınması suretiyle birleşmesi işlemleri⁸¹ açısından devrolunan ortaklığın işleme ilişkin olumsuz oy kullanan ortakları için ayrılma hakkı getirilmiştir. Aynı hükmün 1. fıkrasının 2. cümlesinde, aynı türdeki ortaklıklar tarafından gerçekleştirilen birleşmeler bakımından, devralan ortaklığın paylarının devrine ilişkin sınırlamaların bulunması halinde, yine devrolunan ortaklığın pay sahipleri bakımından ayrılma hakkı doğacağı

gelişim açısından bkz. *Emmerich, V./ Habersack, M.: Aktien- und GmbH- Konzernrecht*, 8. Aufl., München 2016, Vor § 1 SpruchG, Rn. 2. Süreç kapsamındaki en önemli sorunlar, değerlendirme sürecinin uzunluğu ve fazla masraf doğurması ile değerlendirme sürecinde tarafsızlığın sağlanmasıdır, *Emmerich/ Habersack*, Vor § 1 SpruchG Rn. 7. Güncel düzenlemenin temel amacı, değerlemeye ilişkin süreci kısaltmaktır, *Schmitt, J./ Hörtnagl, R./ Stratz, R. C.: Umwandlungsgesetz- Umwandlungssteuergesetz Kommentar*, 6. Aufl., München 2013, SpruchG, Einleitung, Rn. 3. SpruchG kapsamındaki önemli düzenlemelerden biri olan § 13 hükmü kapsamında, değerlendirme davasında verilen kararın aynı durumdaki diğer pay sahipleri için de uygulanacağı belirlenmiştir. Bkz. *Kalls, S.: Semler/ Stengel Umwandlungsgesetz*, 3. Aufl., 2012, SpruchG § 13 Rn. 3.

⁷⁹ Örneğin, SpruchG § 1 kapsamında, AktG § 304 hükmü de yer almakla birlikte bu hüküm bağlı ortaklık pay sahibinin zararının tazminine ilişkindir.

⁸⁰ Tür değiştirici birleşme işlemlerine (*formwechselnde Verschmelzung/ Mischverschmelzung*) ilişkin düzenleme ve bu işlem açısından ayrılma hakkının kabulü sürecine dair gelişmeler için bkz. *Klöhn, L.: Das System der aktien- und umwandlungsrechtlichen Abfindungsansprüche*, Tübingen 2009, s. 100- 102; *Stratz (Schmitt/ Hörtnagl)*, UmwG § 29 Rn. 7. Bu kapsamda anonim ortaklık ile paylı komandit ortaklığın, UmwG § 78.4 kapsamında aynı türden olduğu kabul edilmiştir ve bu ortaklıkların birleşme işlemlerinde UmwG § 29 kapsamındaki ayrılma hakkı uygulanmaz.

⁸¹ Hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklığın, hisse senetleri borsada işlem görmeyen bir anonim ortaklık tarafından devralınması suretiyle birleşmesi işlemlerinde- *kalte delisting*- ayrılma hakkı, UmwG'de değişiklik gerçekleştiren bir kanunla metne eklenmiş olup ilgili değişiklik 25.4.2007 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Değişikliğe ilişkin olarak bkz. *Stratz (Schmitt/ Hörtnagl)*, UmwG § 29 Rn. 9.

hükme bağlanmıştır⁸². UmwG § 36 kapsamında UmwG § 29'un da aralarında bulunduğu hükümlere gönderme yapıldığından, ayrılma hakkı yeni kuruluş suretiyle birleşmeler açısından da uygulanır. Hükümde, tür değiştirici birleşmelere ilişkin olarak ayrılma hakkı tanınmasındaki temel neden, birleşme işleminin ardından başka bir ortaklık türünün ortağı haline gelmesi durumunda pay sahibinin haklarının ve sorumluluklarının değişikliğe uğrayacak olmasıdır⁸³.

Bölünme işleminde tanınan ayrılma hakkı ise, UmwG § 125 hükmü UmwG § 29'a gönderme yaptığından, bölünmeye tabi malvarlığı unsurlarının, bölünen ortaklıktan farklı türdeki bir ortaklık tarafından devralınması veya devralan ortaklıkta pay devrini kısıtlayan esas sözleşme hükümlerinin bulunması hallerinde söz konusu olacaktır. Ayrıca tür değiştirmeye ilişkin olarak UmwG § 207'de tür değiştirme kararına karşı olan pay sahiplerine paylarının karşılığının önerilmesi gerektiği yer almıştır.

Ortaklıklar topluluğu kapsamında yer alan AktG § 305 hükmü ortaklıklar topluluğunda bağlı ortaklık pay sahibine/konzern dışı pay sahibine (*außenstehende Aktionäre*)⁸⁴ tanınan ayrılma hakkını düzenlemektedir⁸⁵. AktG § 305 hükmünde, hâkim

⁸² Aynı türdeki ortaklıkların birleşme işlemleri (*formwährende Verschmelzung*) kapsamında tanınan ayrılma hakkı istisnai olarak öngörülmüş ve pay devrine ilişkin sınırlandırmanın varlığına bağlanmıştır, *Schöpper*, s. 66.

⁸³ *Schindler*, s. 115; *Schöpper*, s. 66; *Stratz (Schmitt/ Hörtnagl)*, UmwG § 29 Rn. 3. Düzenleme kapsamında, hakları ve konumları kendilerinin onayları olmaksızın değişikliğe uğrayan azınlık pay sahipleri, birleşmeyi karara bağlayan çoğunluğa karşı korunmaktadırlar, *Stockburger*, J.: *Umwandlungsgesetz* (Heidelberg Kommentar), Heidelberg 2009, UmwG § 29 Rn. 5 s. 251.

⁸⁴ İlgili pay sahiplerinin konzern dışı pay sahipleri olarak nitelendirilmesi için bkz. *Okutan Nilsson*, G.: Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Şirketler Topluluğu Hukuku, İstanbul 2009, s. 46. Azınlıktaki pay sahipleri kullanımı için bkz. *Aytaç*, Z.: Bağlı İşletmeler Hukuku ve Türk Hukukundaki Görünümü, Batider, C. XIII, S.4, Aralık 1976, s.113. Yazar, kavramın "açıktaki" veya "serbest" pay sahipleri şeklinde tercüme edilmesi gerektiğini, ancak çalışmada Türk Hukukundaki anlamı karşılamak bakımından "azınlıktaki pay sahiplerinin" tercih edildiğini belirtmektedir (s. 113 dn. 46). Dışarıda kalan pay sahipleri şeklinde nitelendirilmesi için bkz. *Yanlı*, V.: Anonim Ortaklıklarda Kârın Tamamen Devrine İlişkin Bir Tasarruf Yapılabilir mi?, İÜHFM, C. LV, S.4, 1997, s. 206, dn.26. *Emmerich/ Habersack*, ayrılma

ortak ile bağı ortaklık arasındaki hâkimiyet sözleşmesi ve kârın devri sözleşmeleri⁸⁶ çerçevesinde, bu sözleşmenin karara bağlanması açısından azınlıkta kalan bağı ortaklık pay sahiplerinin paylarının talepleri halinde hâkim ortaklık tarafından satın alınacağına veya mevcut paylarının hâkim ortaklık payları ile değiştirileceğine ilişkin olarak sözleşmede hüküm bulunması gerektiği düzenlenmiştir. İlgili olanak, bağı ortaklık pay sahiplerine, AktG § 304 kapsamında belirlenmiş olan denkleştirmeye ek olarak tanınmaktadır. Ayrılma, çeşitli ihtimaller kapsamında nakit veya pay karşılığında⁸⁷ gerçekleştirilebilecek olup pay sahibi AktG § 304 kapsamındaki denkleştirmeyi alma veya AktG § 305 kapsamındaki ayrılma hakkını kullanma arasında tercihte bulunabilecektir.

hakkının, hâkimiyet veya kârın devri sözleşmesinin karşı tarafındakiler hariç olmak üzere bağı ortaklıktaki pay sahiplerine tanındığını ifade etmişlerdir, *Emmerich/ Habersack*, AktG § 304 Rn. 15.

⁸⁵ Alman Hukukunda ortaklıklar topluluğu bağlamında azınlığı koruma amacıyla getirilmiş bulunan bu düzenleme, pay alım teklifi kavramının AB düzeyinde düzenlenmesi bağlamında, Pay Alım Teklifine İlişkin 13. Direktif Tasarısı'na ilişkin görüşmelerde dikkate alınmıştır. Azınlığın korunmasına ilişkin 3. maddede, üye ülkelerin, ortaklıklar topluluğu bağlamında bazı haklarla azınlık pay sahiplerini korumaya çalıştıkları ifade edilmiştir. Bkz. Commission of the European Communities Explanatory Memorandum to the Proposal for a Thirteenth European and Council Directive on Company Law Concerning Takeover Bids, COM (95) 655 final, February 1996; [1996] OJ C162/5. Metin için bkz. <http://aei.pitt.edu/10077/1/10077.pdf> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017).

⁸⁶ Bu sözleşmeler AktG § 291 hükmünde işletme sözleşmelerinin temel iki tipi olarak düzenlenmiştir. İşletme sözleşmelerinin düzenlenmesi sözleşmelere uygulanacak ortak kuralların belirlenmesi amacına dayanır, *Emmerich/ Habersack*, AktG § 291 Rn. 1. Sözleşmelerin hüküm ve sonuçlarının düzenlenmesi ile, ortaklıkların, azınlıktaki pay sahiplerinin ve alacaklıların korunması mümkün olmaktadır, *Spindler, G./ Stilz, E.* (Hrsg.) : Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Aufl., 2015, AktG § 291 Rn. 1. İşletme sözleşmelerinin hem organizasyon hem de borç doğuran ikili karakterleri hakkında bilgi için bkz. *Emmerich/ Habersack*, AktG § 291 Rn. 25; *Hüffer, U./ Koch J.*: Aktiengesetz, 12. Aufl., 2016, AktG § 291 Rn. 18. Ayrıca bkz. *Aytaç*, Bağı İşletmeler, s. 108-109; *Çebi, H.*: İşletme Sözleşmeleri, Ankara 2014, s.6; *Karayalçın*, Azınlık, s. 393.

⁸⁷ Pay karşılığında gerçekleştirilen ayrılmalarda, AktG § 305.3 kapsamında, ortaklıkların birleşme işlemine taraf olması halinde belirlenecek olan değişim oranı üzerinden ayrılmanın gerçekleştirilmesi gerektiği, küsuratın bulunması halinde bunların nakit ödemeyle karşılanabileceği ifade edilmiştir. Yine aynı hükümde, nakit karşılığı ayrılmalardan ise hâkimiyet veya kârın devri sözleşmesinin kabul edildiği tarihin esas alınacağı ve ayrıca bu bedele sözleşmenin yürürlüğe gireceği tarihe kadar yıllık % 5 faiz yürütülmesi gerektiği yer almıştır.

Ayrıca, AktG § 320b kapsamında yer alan, hâkim ortaklığın paylarının %95'ine sahip olduğu ortaklığı ilhak etmesi halinde⁸⁸ bağlı ortaklığın pay sahiplerine uygun bir karşılık verilmesi gerekliliği de kimi yazarlarca ayrılma hakkının bir uygulaması olarak yorumlanmaktadır⁸⁹.

AktG § 327a hükmünde, anonim ortaklıklar ile paylı komandit ortaklıklarda payların %95'ini doğrudan veya dolaylı olarak elinde bulunduran hâkim pay sahibinin azınlık pay sahiplerini uygun bir nakdi ödeme karşılığında ortaklıktan çıkarma hakkı düzenlenmektedir. Ödemenin uygunluğu tarafsız denetimden geçirilmekte ve çıkarma konusunda alınan genel kurul kararının tescil edilmesi ile birlikte azınlık payları hâkim pay sahibine geçmektedir. Hak bakımından azınlığın korunması, GG § 14 hükmünde korunan mülkiyet hakkı ile bağlantılı olarak tam ödemenin yapılması ile gerçekleştirilmektedir ve payları borsada işlem gören ortaklıklar açısından en az borsa fiyatının ödenmesi gerektiği yargı kararları ile belirlenmiştir⁹⁰.

WpÜG § 39a-c hükümleri kapsamında, pay alım teklifi ile bir ortaklığın % 95'inin ele geçirilmesinin ardından, diğer payların alınmasına ilişkin çıkarma hakkı (*übernahmerechtliche ausschlussverfahren*) ile bağlantılı olarak satma hakkını

⁸⁸ İlhak (*eingliederung*) kavramının tanımı için bkz. *Schindler*, s. 113; *Schöpper*, s. 65; *Hüffer/ Koch*, AktG § 320 Rn. 1; *Aytaç*, Bağlı İşletmeler, s.110- 111; *Boyacıoğlu*, C.: Konzern Kavramı, Ankara 2006, s. 319; *Okutan Nilsson*, Şirketler Topluluğu, s. 57-58.

⁸⁹ *Wiedemann*, Abfindungsrecht, s. 485; *Schindler*, s. 112; *Ebbinghaus*, F.: Die Umsetzung des übernahmeunabhängigen Sell-outs in das deutsche Recht, Berlin 2010, s. 66. Ancak düzenleme kapsamında azınlık pay sahiplerine ayrılma hususunda bir hak tanınmadığından, ayrılma hakkı yerine çıkarmanın söz konusu olduğuna da işaret edilmektedir, *Grunewald*, Austritt, s. 106; *Sönmez*, s. 103.

⁹⁰ *Gräfe*, s. 20; *Manz*, G./ *Mayer*, B. /*Schröder*, A.: Die Aktiengesellschaft, 7. Aufl., Freiburg 2014, Rn. 1535 s. 688- 689; *Raiser*, T./ *Veil*, R.: Recht der Kapitalgesellschaften, 6. Aufl., München 2015, § 66 Rn. 13 s. 817-818.

(*andienungsrecht*) düzenleyen hükümlerin uygulanması ile de ayrılma gündeme gelmektedir⁹¹.

SE ortaklık türünün Almanya'daki uygulamasına ilişkin olarak getirilen SEAG'de § 7, 9 ve 12 hükümlerinde de ayrılma sonucu doğabilmektedir. Birleşme yoluyla SE kurulmasına ilişkin olarak § 7'de, holding SE kurulmasına ilişkin olarak § 9'da ve yerleşim yerinin değişikliğine ilişkin olarak § 12'de, ilgili işlemlere olumsuz oy kullanan pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınmaktadır.

Hâkimiyetin kullanılması sebebiyle yapılan işlemlerin ayrı ayrı tespit edilmesinin mümkün olmadığı ve bağlı ortaklık üzerinde yoğun bir kontrolün uygulandığı nitelikli fiili konzern (*qualifizierter faktischer konzern*) bakımından da AktG § 305 benzerliği kurulmak suretiyle azınlık pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınması gerektiği kabul edilmiştir⁹².

Alman Hukukunda yakın tarihli bir gelişim içerisinde bulunan ayrılma hakkına ilişkin düzenlemeler bakımından, hakkın 1965 tarihli AktG ile ortaklıklar topluluğunda azınlığı koruma amacıyla bugünkü kapsamı ile getirilmiş olduğu, yeniden yapılanma işlemleri açısından ise kapsamının zamanla genişletildiği görülmektedir. Birleşme işlemi bakımından azınlık pay sahiplerinin korunması gerekliliği kapsamında ayrılma hakkının

⁹¹ Çıkarma ve satma haklarının Alman Hukukundaki uygulamasına ilişkin olarak bkz. *Raiser/ Veil*, § 74 Rn. 1-6 s. 897-898; *Spindler/ Stilz*, AktG § 327a Rn. 8. Konu Türk Hukukunda da incelenmiştir, bkz. *Pulaşlı*, H.: Alman Hukukunda Büyük Pay Sahibinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı, Bilgi Toplumunda Hukuk: Ünal Tekinalp'e Armağan, C.1, İstanbul 2003, s. 652- 661; *Kaya*, M. İ.: Büyük Pay Sahibinin Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma Hakkı, Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XI, S. 1-2, Erzincan Hukuk Fakültesinin Kuruluşunun 20. Yılına Armağan, Haziran 2007, s. 313- 318.

⁹² *Raiser/ Veil*, § 61 Rn. 61 s. 746; *Okutan Nilsson*, Şirketler Topluluğu, s. 384. Aksi yönde, AktG § 305 hükmünün nitelikli fiili konzernlerde uygulanamayacağı yönünde bkz. *Schwörer*, F.: Kein Austrittsrecht nach § 305 AktG im qualifiziert faktischen Aktienkonzern, NZG 2001, 550, s. 552.

tanınması, konunun sınırlı olarak düzenlendiği ve pay sahiplerinin korunmasını gerektiren her işlemde düzenlenmediği dönemde⁹³ işlemin etkilerinin ortaklıklar topluluğundaki işlemlerle karşılaştırılması suretiyle savunulmuştur⁹⁴. Ayrıca Alman öğretisinde sözleşme değişiklikleri, önemli miktarda aktifin satışı ve borsa kotundan çıkılması⁹⁵ gibi bazı diğer işlemler bakımından ayrılma hakkı tanınmasının gerekli olup olmadığı tartışılmış olup bu işlemlere ilişkin tartışmalarda ayrılma hakkının tanındığı ortaklıklar topluluğu ile yeniden yapılanma işlemleri açısından geçerli olan menfaat çatışmalarına benzerlik esas alınarak inceleme yapılmıştır⁹⁶.

⁹³ Birleşme işlemlerine ilişkin olarak 1994 tarihli UmwG düzenlemesinden önce, yeniden yapılanma işlemlerinde ayrılma hakkı, tür değiştirme işlemleri için 1969 tarihli önceki UmwG ve anonim ortaklığın limited ortaklıkla birleşmesiyle sınırlı olarak AktG § 375 ile KapErhG § 33 kapsamında tanınmıştır. Bkz. *Schindler*, s. 114-115. Yeniden yapılanma işlemleri bakımından düzenlemeye ilişkin tarihi gelişim ve bu işlemlerde ayrılma hakkının içeriğinin genişletilmesine ilişkin olarak bkz. *Schindler*, s. 110; *Stockburger*, UmwG § 29 Rn.11,12 s. 252; *Kalls*, Umwandlungsgesetz, UmwG § 29 Rn. 4; *Stratz (Schmitt/ Hörtnagl)*, UmwG § 29 Rn. 1.

⁹⁴ *Wiedemann*, Abfindungsrecht, s. 485.

⁹⁵ Borsa kotundan çıkılması işlemi bakımından azınlığın korunması oldukça tartışılmış bir konu olmakla birlikte yargı kararlarında da yer almıştır. Borsa kotundan çıkılması nedeniyle azınlığın korunmasının tartışıldığı 2002 tarihli *Macrotron* Kararı çerçevesinde, Alman Federal Mahkemesi, borsa kotundan çıkılması işlemi açısından genel kurul kararı alınmasının ve azınlığın ortaklık veya hâkim ortak tarafından gerçekleştirilen pay alım teklifi suretiyle korunmasının gerektiğini tespit etmiştir. Tespit, payların borsada satılmasına ilişkin olanağın yitirilmesinin anayasal bir hak olan mülkiyet hakkını (GG § 14) kısıtlayacağına dayandırılmıştır. BGH, 25.11.2002, II ZR 133/01. Metin için bkz. <http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=f4668e27a5d62c8365f76ce345868da2&nr=25332&pos=0&anz=1> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017). Ayrıntılı bilgi için bkz. *Stratz (Schmitt/ Hörtnagl)*, UmwG § 29 Rn. 9; *Liebscher*, T.: Ungeschriebene Hauptversammlungzuständigkeiten im Lichte Von Holzmüller, Macrotron und Gelatine, ZGR, 34. Jahrgang, 1972, s. 12. Kararın Alman Hukukunda azınlığın korunması açısından, işlemlerin yargısal denetimi yerine bu amaçtaki mekanizmaların devreye sokulması gerektiğine ilişkin anlayışın ürünü olduğu yönünde bkz. *Ernst, D./ Häcker, J.*: Applied International Corporate Finance, 2. Aufl., München 2011, s. 324. *Macrotron* Kararı'ndaki mahkeme yaklaşımı, 2013 tarihli *Frosta* Kararı ile terk edilerek borsa kotundan çıkılmasına ilişkin mevcut kuralların pay sahiplerini koruduğu ve işlemin mülkiyet hakkını sınırlandırmadığı belirlenmiştir. BGH, 08. 10.2013, II ZB 26/12. Metin için bkz. <http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=1896414dff9e4b58bc551de9670d73d2&nr=65834&pos=0&anz=1> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017). İlgili korumalar, BörsG § 39 hükmündeki korumalar ile UmwG § 29 hükmüne payları borsada işlem gören ortaklıkların görmeyenlerle birleştirilmesine ilişkin olarak 2007 yılındaki değişiklikle eklenen ayrılma hakkıdır. Bkz. yukarıda dn. 81.

⁹⁶ Bu inceleme için bkz. *Schindler*, s. 205- 217. Benzer bir karşılaştırmalı inceleme için bkz. *Grunewald*, Austritt, s. 109. *Schindler*, incelemesinin sonucunda, ortaklığın işletme konusunun değiştirilmesi,

Ayrılma hakkının uygulanması kapsamında, karşılığın “tam” olması gerekmektedir⁹⁷. AktG § 305, UmwG § 29 ve § 207 hükümlerinde ayrılmanın karşılığının bu özelliği (*angemessene abfindung*) açıkça belirtilmiştir. Ayrılmanın nakit veya pay karşılığında olması kural olmakla birlikte hakkın tanındığı ilgili düzenleme bakımından ödemenin nasıl gerçekleştirileceği ayrıca incelenmelidir⁹⁸.

3. İsviçre

İsviçre’de ayrılma hakkına ilişkin düzenlemeler incelendiğinde, ayrılma olgusunun, esasen yeniden yapılanma işlemlerinden birleşme işleminde tarafların ayrılma akçesi öngörebilmesi kapsamında gündeme gelebildiği ve ayrıca anonim ortaklığın haklı nedenle feshi davası kapsamında alternatif çözümlerden biri olarak uygulanabileceği dikkat çekmektedir⁹⁹. Diğer taraftan borsaya ilişkin düzenlemeler

aktiflerin toptan satılması ve borsa kotundan çıkılması işlemleri açısından azınlık pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınması gerektiğini, tür değiştirici olmayan birleşme ve payların borsada kote edilmesi kararları açısından ise somut olaydaki koşulların değerlendirilmesi ve azınlığın korunmasının somut olay kapsamında gerekli olması halinde haklı sebeple çıkmanın uygulanması gerektiğini belirtmektedir (s. 217).

⁹⁷ Ayrıntılı bilgi için bkz. *Klöhn*, s. 52. Tam karşılığın nasıl belirlenmesi gerektiği hususunda ise hükümlerde bir açıklık yoktur. AktG § 305 açısından bkz. *Bürgers*, T./ *Körber*, T.: *Heidelberger Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. Aufl., 2011, AktG § 305 Rn. 47; *Spindler/ Stilz*, AktG § 305 Rn. 44; *Emmerich/ Habersack*, AktG § 305 Rn. 36; *Hüffer/ Koch*, AktG § 305 Rn. 21. Öğretide, uygun karşılığın, pay sahibinin ortaklığın devamında yer alması halinde sahip olacağı payın, ilgili ortaklığın saklı tutulmuş yedek akçelerinin dahi dikkate alınması suretiyle belirlenen değerine göre hesaplanan gerçek değeri olduğu ifade edilmiştir, *Emmerich/ Habersack*, AktG § 305 Rn. 37. Bu bağlamda ortaklığın ortaklıklar topluluğunda yer almayan bağımsız bir ortaklık gibi dikkate alınması gerekmektedir, *Emmerich/ Habersack*, AktG § 305 Rn. 38. Pay sahibinin ayrılmayı tercih etmesi halinde, ortaklığa yaptığı yatırım bakımından kayba uğramaması esas alınmalıdır, *Spindler/ Stilz*, AktG § 305 Rn. 45.

⁹⁸ Örneğin, AktG § 305.2’de karşılık olarak payın verilebileceği haller ile nakdin verilebileceği haller düzenlenmiştir. Öte yandan UmwG § 29’de nakdi karşılık esas alınmıştır. UmwG kapsamında farklı bir ortaklıkta pay sahibi haline gelmesi gündeme geldiğinden bunun yerine nakdi karşılığın sunulması hükmün amacı gereğidir, *Kalls*, *Umwandlungsgesetz*, UmwG § 29 Rn.2.

⁹⁹ İsviçre Hukuku açısından anonim ortaklıkta ayrılma kurumunun düzenlenmemiş olduğuna ilişkin olarak bkz. *Sanwald*, R.: *Austritt und Ausschluss aus AG und GmbH*, Zürich 2009, s. 227; *Von Büren*, R./ *Eggen*, M.: *Austrittsrechte für Aktionäre- Handlungsbedarf im Schweizerischen Recht?* Eine

kapsamında da ayrılma sonucunu doğuran bir düzenleme bulunmakla beraber bu düzenleme çıkarma olanağını beraberinde getirmektedir.

İsviçre’de 2003 tarihli FusG ile yeniden yapılanma işlemleri düzenlenmiştir. FusG 8.1 kapsamında birleşme işleminin taraflarının, birleşme sözleşmesinde, devrolunan ortaklık pay sahiplerine devralan ortaklıkta pay sahibi olma ile ayrılma akçesi alma arasında tercihte bulunma olanağı veren ayrılma akçesine¹⁰⁰ yer verebilecekleri hükme bağlanmıştır. Ayrıca FusG 8.2 kapsamında sözleşmede sadece bir ayrılma akçesine yer verilmesi de mümkündür¹⁰¹. Ayrılma akçesine ilişkin bedelin uygun olmadığı gerekçesiyle, FusG 105 hükmü kapsamında dava açılması olanağı bulunmaktadır. FusG kapsamındaki bölünme işlemine ilişkin hükümler, birleşme işlemi açısından getirilen ayrılma akçesi düzenlenmesine ilişkin olanağa atıf yapmamaktadır. Öğretide ayrılma akçesi olanağına atıf yapılmamasından hareketle bölünme işlemlerinde ayrılma hakkının uygulanmayacağı savunulmaktadır¹⁰².

Anonim ortaklıklarda haklı nedenle fesih kurumunun düzenlendiği OR 736.4

hükmü de İsviçre Hukukunda ayrılmanın gündeme gelebileceği bir diğer

Untersuchung mit rechtsvergleichenden Hinweisen zum Deutschen und zum EU- Recht, SZW, 2006, s. 404; *Von Büren, R./ Stoffel, W. A./ Weber, R. H.*: Grundriss des Aktienrechts, 3. Aufl., Zürich 2011, N. 283 s. 71; *Meier- Hayoz, A./ Forstmoser, P.*: Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 11. Aufl., Bern 2012, § 16 N. 320. Hakkın kurumsal olarak tanınması açısından ise öğretide tartışmalar bulunmaktadır. İlgili görüşlerin geniş bir listesi için bkz. *Sanwald*, s. 238-239.

¹⁰⁰ Ayrılma akçesi kural olarak seçimlik olup tercih edilmesi halinde ilgili pay sahibi ortaklıktan ayrılmaktadır, *Meier- Hayoz/ Forstmoser*, § 16 N. 324, s. 512. Akçenin düzenlenmesi olanağı, birleşme bakımından geçerli olan, hakların ve pay sahipliğinin devamı ilkesinin istisnasıdır, *Glanzmann, L.*: Baker&McKenzie- Fusionsgesetz sowie die einschlägigen Bestimmungen des IPRG und des Steuerrechts, 2. Aufl., 2015, Art. 8 N.1 s. 74; *Von Büren/ Eggen*, s. 402.

¹⁰¹ Birleşme sözleşmesinde zorunlu ayrılma akçesine yer verilmesi, FusG 18. 5 uyarınca, sözleşmenin devrolunan ortaklık genel kurulunda % 90 oranında yeter sayı ile karara bağlanmasını gerektirir. Bu halde pay sahiplerinin ortaklıktan çıkarılması sonucu doğar.

¹⁰² *Von der Crone, H. C./ Dobler, S./ Eugster, K.*: Privatrechtliche Aspekte der Ausgleichleistungen und Abfindung gemäß FusG, Festschrift für Peter Bockli zum 70. Geburtstag, Zürich 2006, s. 249; *Sanwald*, s. 467; *Glanzmann*, Art. 31 N.4 s. 268.

düzenlemedir¹⁰³. Sermayenin en az yüzde onunu elinde bulunduran azlık pay sahibi/sahiplerinin anonim ortaklığın haklı nedenle feshini mahkemeden talep edebilmesine ilişkin olanak çerçevesinde, mahkeme, fesih yerine duruma uygun düşen bir başka çözümün getirilmesi kararı verebilmektedir. Bu bağlamda başvuruda bulunan pay sahiplerinin çıkarılması mümkün olup¹⁰⁴ bu ihtimal, öğretide dolaylı çıkma hakkı olarak değerlendirilmektedir¹⁰⁵.

İsviçre’de borsaya ilişkin düzenlemeler kapsamında geniş anlamda ayrılma sonucu içerisine alınabilmekle birlikte azınlık pay sahiplerini çıkarma olanağı veren düzenleme, önceleri BEHG 33 kapsamında yer almakla birlikte, FinfraG 137 kapsamına alınan¹⁰⁶ “*Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere*” başlıklı düzenlemedir. Hükümde pay alım teklifi sonucunda hedef ortaklığın oy haklarının % 98’ini ele geçiren pay sahibinin kalan payların iptalini mahkemeden isteyebilmesi olanağı hükme bağlanmaktadır. Düzenlemede azınlığın korunması amacı güdülmekle¹⁰⁷ birlikte pay sahibinin iradesi dışında payları satın alınmakta dolayısıyla çıkarma sonucu doğmaktadır.

¹⁰³ Düzenleme hakkında bilgi için bkz. Bockli, P.: Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich 2009, § 16 N. 189; Stoffel (Von Büren/ Weber), N. 1306 s. 318; Meier- Hayoz/ Forstmoser, § 16 N. 220, s. 484; Von der Crone, H. C.: Aktienrecht, Bern 2014, § 8 N. 256 s. 581.

¹⁰⁴ Von Büren/ Eggen, s. 394; Bockli, § 16 N. 203.

¹⁰⁵ Kunz, P. V.: Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Bern 2001, § 4 N. 109 s. 316; Bockli, § 16 N. 171. 21.12.2007 tarihinde yayımlanan değişiklik önerisi kapsamında anonim ortaklığın feshi olanağına ilişkin olarak feshi isteyebilecek pay sahiplerine ilişkin oranın yüzde beşe düşürülmesinin yanı sıra alternatif olarak 1.000.000 Frank pay sahipliği bulunan pay sahibi/sahiplerine olanağın tanınması önerilmiştir. Bkz. Botschaft des Bundesrates zum Entwurf der Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts vom 21. Dezember 2007, BBl 2008, s. 1610. Metin için bkz. <https://www.admin.ch/opc/de/federal-gazette/2008/1589.pdf>. Ayrıca bkz. Von der Crone, § 8 N. 296 s. 593.

¹⁰⁶ 19.06.2015 tarihli FinfraG kapsamına alınan düzenleme, 01.01.2016 tarihinden itibaren uygulanmaktadır. Düzenlemeye ilişkin bilgi için bkz. Forstmoser, P./ Meier- Hayoz, A./ Nobel, P.: Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 44 N. 58 s. 565.

¹⁰⁷ Kunz, § 10 N. 182 s. 668; Zobl, D./ Kramer, S.: Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, N. 444.

C. Avrupa Birliği Düzenlemelerinde

Ayrılma hakkının AB içerisinde gösterdiği gelişim, farklı konulardaki düzenlemelerde ayrılma hakkının amacına paralel şekilde azınlığın korunması temelinde bazı benzer hakların öngörülmesi yönündedir. Birlik düzenlemelerinde önemli nitelikteki işlemlerin belirlenmesi ve bu işlemler sonucunda ayrılma hakkının doğmasına ilişkin bir anlayış yerleşmemiştir¹⁰⁸. İlgili düzenlemeler direktifler düzeyinde yer almakta; ayrıca AB nezdinde ortak pazar yaratılması amacı dâhilinde ortaklıklar hukuku kurallarının uyumlu hale getirilmesi alanında çalışmalar yapan *High Level Group of Company Law Experts* adlı uzmanlar ekibinin hazırlamış olduğu iki raporda da¹⁰⁹ azınlığın korunmasına yönelik önerilerde bulunmaktadır. Ayrıca, 2007/36/EC sayılı Pay Sahipliği Hakları Direktifi'nde değişiklik yapan güncel bir düzenleme kapsamında, uzun süreli pay sahipliğinin desteklenmesi amacı çerçevesinde içerik itibariyle önemli nitelikteki işlemlere benzer bir belirleme ilişkili taraf işlemlerine yönelik olarak getirilmiştir. Düzenlemenin üye devlet iç hukuk sistemlerine aktarılması gerekliliği çerçevesinde konuya ilişkin kurallar farklılaşabilecekse de, bu kapsamda önemli nitelikteki işlem kavramının Türk Hukukundaki içeriğine paralel düzenlemelerin gündeme gelmesi olası gözükmemektedir.

¹⁰⁸ Karacan, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 203. Yazar, konunun AB düzeyinde uyumlaştırılacak bir konu olarak kabul edilmeyip ulusal hukuk çerçevesinde ele alınması için üye ülkelere bırakıldığını belirtmektedir. Ayrıca bkz. Polomarkasis, K. A.: Appraisal Rights: A United States of America and European Union Study, Working Paper N. 20/2014, 2014, s. 7, <http://www.governancelab.org/media/document/0f/e1/5050dc6d6c726e2b6a0874bb2281.pdf> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017).

¹⁰⁹ Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, 10.01.2012, metin için bkz. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017); Report of The High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 04.11.2002, metin için bkz. http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017)

82/891/EEC- 6. Direktif'in¹¹⁰ 5. maddesinin 2. fıkrasında, oranların korunmadığı (asimetrik) bölünme işlemlerine ilişkin olarak, üye devletlerin, bölünen ortaklıkta karar alınması bakımından azınlıkta kalan ortakların paylarının, pay sahipliği oranının değişikliğe uğraması nedeniyle, bölen ortaklık tarafından satın alınmasına ilişkin düzenleme yapabilecekleri belirtilmiştir. İlgili düzenleme kapsamında, pay sahiplerinin paylarının değerini almaları ve bu konuda uyuşmazlık doğması halinde ise mahkemeye başvurma olanağının bulunması gerektiği hükme bağlanmıştır. Görüldüğü üzere, oranların korunmadığı bölünmeye ilişkin olarak üye devletlerin payların satın alınmasına ilişkin düzenlemede bulunabilmesi, önemli nitelikteki işlem nedeniyle doğan ayrılma hakkına benzerlik göstermektedir¹¹¹.

2004/25/EC sayılı Pay Alım Teklifi Direktifi¹¹² kapsamında 15 ve 16. maddelerde tanınan satma ve çıkarma hakları da azınlığın korunmasına yönelik olup ayrılma sonucunu doğurabilmektedir. Düzenleme kapsamında, üye devletlerin, pay alım teklifi

¹¹⁰ OJ L 378, 31.12.1982. Metin için bkz. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX:31982L0891> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017).

¹¹¹ Üye devletlere tanınan ilgili düzenleme olanağını TTK kapsamında oranların korunmadığı bölünme kapsamında azınlık ortaklarına tanınabilecek korumalarla karşılaştırmak yerinde olabilir. TTK kapsamında oranların korunmadığı bölünmeler kapsamında, bölünme sözleşmesinde TTK 140.2 kapsamında bir denkleştirme ödemesi yer alabilir. Nitekim 167.1.c hükmünde “gereğinde ödenecek denkleştirme tutarı”ndan söz edilmektedir. İkinci olarak ise, öğretide, TTK 141 hükmü kapsamında tarafların sözleşmede ayrılma akçesine yer verebilmesi olanağının, bölünme işlemlerinde ilgili hükme atıf yapılmaması suretiyle birleşme işlemlerine hasredildiği, fakat söz konusu kanun boşluğunun olumsuz nitelik taşımadığı, bazı istisnai hallerde seçimlik olarak bölünme işlemlerinde tanınabileceği belirtilmektedir, *Tekinalp*, Ü.: Birleşmede Ayrılma Akçesi, REGESTA, C. 2, S.1, 2012, s. 23-24. Oranların korunmadığı bölünmenin, bu istisnai haller arasında yer aldığı kabul edilirse bu işlemlerde ayrılma akçesi öngörülmesi mümkün olabilecektir. *Moroğlu* ise bölünme kapsamında da ayrılma akçesinin uygulanabileceği görüşünde olup (*Moroğlu*, E.: Türk Ticaret Kanunu Değerlendirme ve Öneriler, İstanbul 2016, s. 104) bu görüş yazarın TTK 141 hükmünde birleşme sözleşmesinde yer verilebileceği düzenlenmiş bulunan ayrılma akçesinin, ortaklıkların takdirine bırakılmamasına ilişkin görüşünün bir uzantısıdır (s. 98).

¹¹² OJ L 142/12, 30.04.2004. Metin için bkz. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:142:0012:0023:EN:PDF> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017).

sonucunda bir ortaklıktaki oy haklarının en az %90'ının ele geçirilmiş veya geçirilecek olması hallerinde, teklifte bulunana diğer pay sahiplerinin paylarını adil fiyat üzerinden almaya ilişkin hak tanımları gerektiği (*the right to squeeze-out*), devletlerin ilgili oranı %95'ten yüksek olmamak üzere daha yüksek belirleyebileceği; ayrıca ilgili durumda azınlıkta kalan pay sahiplerinin paylarının hâkim ortak tarafından satın alınmasını talep etme hakları (*the right of sell-out*) bulunduğu hükme bağlanmıştır. Çıkarma ve satma haklarına ilişkin hükümler, önemli nitelikteki işlem kavramına bağlanmış bir ayrılma hakkını içermemekle birlikte, azınlığın korunması ortak amacına hizmet etmeleri ve ayrılma sonucunun doğabilmesi nedenleriyle ayrılma hakkının gelişimi incelemesi içerisinde dikkate alınmalıdır.

Azınlığın korunması gerekliliğinin özellikle vurgulandığı bir diğer AB düzenlemesi, 2005/56/EC sayılı Sınır Ötesi Birleşmelere İlişkin Direktif'tir¹¹³.

Direktif'in 4. maddesinin 2. fıkrasında azınlığın korunmasına ilişkin tedbir alınması gerekliliği vurgulanmış ve ayrıca 10. maddenin 3. fıkrasında sınır ötesi birleşmeye taraf olan ortaklıklardan birinin bulunduğu ülke düzenlemesinde azınlığın korunmasına ilişkin sürecin mevcut olması durumunda bunun uygulanmasının koşullarına değinilmiştir.

İlgili Direktif düzenlemesi doğrudan bir ayrılma hakkı göndermesinde bulunmamakla birlikte, azınlığın korunması gerekliliğinin dikkate alınmasının ürünüdür.

¹¹³ OJ L 310/1, 25.11.2015. Metin için bkz. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:310:0001:0009:en:PDF> (Son Erişim Tarihi:14.07.2017)

2011/35/EU sayılı Birleşmeye İlişkin Direktif'in¹¹⁴ 28. maddesi, Direktif'in 27. maddesinde belirlenen hallerde gerçekleştirilebilecek kolaylaştırılmış birleşme usulünde, devralan ortaklığın devrolunan ortaklığın azınlık pay sahiplerinin paylarını satın almaları gerektiğini düzenlemektedir. 27. madde kapsamındaki birleşme ise, bir ortaklığın diğerinin oy hakkı veren paylarının en az %90'ına sahip olmakla birlikte tümüne sahip olmaması koşuluyla uygulanır ve bu hallerde birleşmeye ilişkin bazı basamakların yerine getirilmemesi olanağı söz konusu olmaktadır. İlgili düzenleme ortaklıklar topluluğu ilişkisini dikkate almakta ve devrolunan ortaklığın pay sahiplerine ayrılma hakkı vermekle birlikte, önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı gibi genel bir kavramı karşılamamaktadır.

AB içerisinde düzenlenmesine ilişkin gelişmelerin uzun yıllara yayıldığı SE (Avrupa Anonim Ortaklığı) kapsamında da azınlığın korunması konusu önemli bir yer tutmaktadır. 2157/2001 sayılı 8.10.2001 tarihli Konsey Tüzüğü'nde¹¹⁵ 8.5 hükmünde AB üyesi ülkelerin SE ortaklık türüne ilişkin düzenlemeleri kapsamında ortaklığın yerleşim yerinin değişikliğine dair olarak olumsuz oy kullanan azınlığın korunmasına yönelik tedbirler alabileceği, 25.3 hükmünde birleşme işlemlerine ilişkin olarak azınlık pay sahiplerine yönelik olarak getirilen üye ülkelerdeki mekanizmaların hangi koşullarda uygulanabileceği ve 34 hükmünde holding SE kurulmasına ilişkin olarak azınlık pay sahiplerini koruyucu tedbirlerin ülkeler tarafından getirilebileceği hükme

¹¹⁴ OJ L 110, 29.04.2011. Metin için bkz. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32011L0035> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017).

¹¹⁵ OJ L 294, 10.11.2001. Metin için bkz. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32001R2157&from=EN> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017).

bağlanmıştır. Nitekim Almanya SE ortaklık türünün uygulanmasına ilişkin hükümleri içeren SEAG’de bu yönde düzenlemeler yapmıştır¹¹⁶.

Ayrılma hakkı, AB kapsamında küçük ve orta ölçekli işletmelerin maliyetlerini düşürmek ve bu işletmeleri desteklemek amacıyla düzenlenmesi önerilen “*European Private Company- Societas Privata Europea (SPE)*” adındaki ortaklık türüne ilişkin girişimler kapsamında da tartışılmıştır. Ortaklık türüne ilişkin öneri metninin¹¹⁷ 18. maddesi uyarınca, SPE’nin ortakları; ortaklığın varlıklarının önemli bir kısmından yoksun bırakılması, ortaklık merkezinin bir başka üye devlete taşınması, ortaklığın faaliyetlerinin önemli ölçüde değişikliğe uğraması, mali durum elverişli olduğu halde son üç yıl içerisinde kâr dağıtılmamış olması hallerinden biri nedeniyle menfaatleri ciddi ölçüde zarar görmekte ise ortaklıktan ayrılabilirler. Bu düzenlemeye ilişkin olarak menfaatlerin ciddi ölçüde zarar görmesi koşulunun metinden çıkarılması yönünde Avrupa Parlamentosu değişiklik önerisinde bulunmuştur¹¹⁸. SPE ortaklık türüne ilişkin ilgili düzenleme, belirli işlemlere ilişkin kararlar sonucunda ayrılma olanağının doğması nedeniyle, AB kapsamındaki, önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkına en yakın düzenlemedir. Ancak düzenleme hakkın kullanılmasına olanak veren hallerin belirsizliği temelinde eleştirilmiştir¹¹⁹. Nitekim öneri kapsamında gündeme gelen

¹¹⁶ Bkz. yukarıda Birinci Bölüm, I, B, 2.

¹¹⁷ Proposal for a Council Regulation on the statute for a European private company COM/2008/0396 final - CNS 2008/0130. Metin için bkz. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/epc/proposal_en.pdf (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017). SPE ortaklık türünün tarihsel gelişimi için bkz. *Hommelhoff, P./ Teichmann, C.: Societas Privata Europaea (SPE)- General Report, The European Private Company- Societas Privata Europaea (SPE)*, Edit. H. Hirte/ C. Teichmann, *European Company And Financial L. Rev. - Special V. 3*, Göttingen 2012, s.3.

¹¹⁸ *De Vries*, s. 56.

¹¹⁹ *De Vries*, s. 57-58.

tartışmaların olumlu sonuçlandırılmaması nedeniyle öneri Avrupa Komisyonu tarafından geri çekilmiştir¹²⁰.

AB mevzuatının gelişimi içerisinde, SPE ortaklık türüne ilişkin girişimlere benzer şekilde, ayrılma hakkına ilişkin sonuç alınamayan bazı diğer adımlar da atılmıştır. Bu kapsamda, Avrupa Komisyonu tarafından, 77/91/EEC- 2. Direktifi'ne 39a ve 39b hükümleri eklenmek suretiyle pay alım teklifine bağlı olmayan ancak uygulama alanı payları borsada kote edilmiş ortaklıklarla sınırlı olan bir ayrılma hakkı getirilmesine ilişkin değişiklik önerisi 2004 yılında getirilmiş¹²¹ ancak ilgili öneri daha sonra metinden çıkarılmıştır. 2. Direktif'i yürürlükten kaldıran 2012/30/EU Direktifi'nde de ayrılma hakkına ilişkin bir düzenleme yer almamıştır. Yine ortaklıklar topluluğuna ilişkin 9. Direktif Taslağı'nda da ortaklıklar topluluğu kapsamında azınlık ortaklarının paylarının alınmasına ilişkin hak yer almış olmakla birlikte bu düzenleme de kabul görmemiştir¹²².

Ayrılma hakkına ilişkin olarak AB kapsamındaki en güncel gelişmelerden biri, Ortaklıklar Hukukunun Belirli Yönlerine İlişkin Direktif Önerisi'nde¹²³ de azınlığın korunmasına ilişkin mekanizmaların birleşme ve bölünme işlemleri açısından yer almış olmasıdır. Öneri kapsamında, 113.1 hükmünde kolaylaştırılmış birleşme işlemlerinde azınlık pay sahiplerine paylarının değerinin ödenmesinin teklif edilmesi gerekliliği vurgulanmış, 120.2 hükmünde sınır ötesi birleşme işlemleri açısından üye ülkelerin,

¹²⁰ OJ C 153, 21.05.2014.

¹²¹ Metin için bkz. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A52004PC0730> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017). Öneriye ilişkin tarihsel gelişimin detayları için bkz. *Ebbinghaus*, s. 41-42.

¹²² Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, s. 55.

¹²³ Proposal for a Directive Parliament and of the Council relating to certain aspects of company law COM/2015/0616 final - 2015/0283 (COD). Metin için bkz. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52015PC0616> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017).

işleme olumsuz oy kullanan azınlıkların korunmasını temin etmek amacıyla düzenleme yapabilecekleri belirlenmiş, 139.2 hükmünde oranların korunmadığı bölünme işlemleri açısından üye ülkelerin bölünen ortaklık pay sahiplerinin paylarının satın alınmasına ilişkin düzenleme yapabilecekleri hükme bağlanmıştır.

Ayrılma hakkına ilişkin olarak *High Level Group of Company Law Experts*

çalışma grubunun da tespitleri bulunmaktadır. Çalışma grubu tarafından 2002 tarihinde yayımlanmış olan pay alım teklifine ilişkin raporun üçüncü bölümünde çıkarma ve satma hakları incelenmiştir. Bu bağlamda hakların azınlık ile çoğunluk menfaatlerinin dengelenmesinde oynadığı role değinilmiş ve özellikle satma hakkının azınlığın paylarını piyasada satması halinde likit olmama kaynaklı olarak uğrayabileceği zararı engelleme olasılığına vurgu yapılmıştır. Raporda, haklar pay alım teklifine bağlı olarak değerlendirilmiş ve iki hak birbirinin tamamlayıcısı olarak görülmüştür. Mevcut durumda çıkarma ve satma haklarına ilişkin olarak AB seviyesinde ortak bir yaklaşımın benimsenemediği ve üye devletlerin konuya ilişkin yaklaşımı ile düzenlemelerinin farklılık gösterdiği belirtilmiştir. Devletlerin düzenleme tercihlerinin, konunun pay alım teklifi ile bağlantılı olarak ele alınması, temel alınan eşikler ve payları borsada kote edilmiş ortaklıklara özgüleme bakımlarından farklılık gösterdiği tespit edilmiştir¹²⁴. Raporda, çıkarma ve satma haklarının pay alım teklifi sürecini tamamlayan haklar olduğu ve azınlık ile çoğunluk menfaatlerini dengelediği ve konuya ilişkin olarak üye devlet düzenlemelerinin uyumlaştırılması gerektiği sonuçlarına varılmış; pay alım teklifi

¹²⁴ Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, s. 56.

kapsamında belirli eşiklere ulaşılmasından farklı bir bağlamda bu hakların tanınmasının yerinde olup olmadığının belirlenmesi ise ikinci rapora bırakılmıştır¹²⁵.

High Level Group of Company Law Experts çalışma grubunun 2002 yılında yayımladığı *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* adlı ikinci raporda, çıkarma ve satma haklarına ilişkin olarak eşik belirlemelerinin, genel kurulda gündeme madde eklenmesi açısından aranan pay sahipliği oranı ile paralel olması gerektiği belirlenerek azınlık hakları bağlamında genel bir belirleme yapılmıştır¹²⁶. Ayrıca Rapor kapsamında, çıkarma hakkının sadece pay alım teklifi ile bağlantılı olarak tanınması gerekip gerekmediği sorunu üzerinde durularak raporun hazırlanmasına kaynaklık eden kamuoyu yoklamasında toplanan cevaplarda hakkın genel kapsamda tanınmasına ilişkin yaygın bir fikrin bulunduğu¹²⁷ belirlenmiş; hakkın halka kapalı ortaklıklarda uygulanmasına ilişkin olarak ise, katılımcıların oldukça az bir kısmının bu konuyu cevaplandığı ve konunun daha derin araştırma yapılarak çözülmesi gerektiği¹²⁸ tespitinde bulunulmuştur. Dolayısıyla *High Level Group of Company Law Experts* çalışma grubunun iki raporunda da önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkına doğrudan yer verilmemekte birlikte, ayrılma hakkının çıkarma ve satma hakları ile pay sahipliği hakları bağlamında genel olarak incelendiği görülmektedir.

¹²⁵ Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, s. 63.

¹²⁶ Report of The High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, s. 52.

¹²⁷ Report of The High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, s. 109.

¹²⁸ Report of The High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, s. 110.

AB mevzuatında ayrılma hakkına benzerlik gösteren çeşitli düzenlemelerin yanı sıra, uzun süreli pay sahipliğinin desteklenmesi amacı çerçevesinde 2007/36/EC sayılı Pay Sahipliği Hakları Direktifi'nde değişiklik yapan 2017/828 sayılı Direktif¹²⁹ kapsamında getirilen 9c hükmünün 1. fıkrası önemli nitelikteki işlem kavramı açısından dikkat çekmektedir. Direktif, denetim ve şeffaflığın artırılması, pay sahipliği haklarının kullanımının kolaylaştırılması, pay sahipleri ile ortaklık arasındaki iletişimin güçlendirilmesi, pay sahiplerinin yöneticilerin ücretlerine ilişkin belirlemede söz sahibi olması gibi hedeflerin yanı sıra daha katılımcı ve uzun süreli bir pay sahipliği anlayışını AB içerisinde yerleştirmeyi amaçlamaktadır.

Direktif Tasarısı¹³⁰,ndaki ilgili metinde, ilişkili taraf işlemleri bakımından, işlemin ortaklık malvarlığının %1'ini veya %5'ini geçmesi hallerine göre iki farklı grup halinde, pay sahiplerinin onayına sunulma, işlemin adil ve gerekli olduğuna ilişkin rapor alınması gibi gereklilikler getirilmesi önerilmişti. 2007/36/EC sayılı Pay Sahipliği Hakları Direktifi'ne eklenen 9c metni ise daha önce teklif edilen metinden farklılık göstermektedir. Bu bağlamda, işlemin boyutlarına ilişkin oranın metinde rakamsal olarak belirlenmesi yaklaşımı terk edilerek işlemlerin içeriğinin belirlenmesi konusunda üye devletlere takdir yetkisi tanınmıştır. 1. fıkrada, üye devletlerin, işlemin pay sahiplerinin yatırımları üzerindeki etkileri ve işlemin ortaklık ile azınlık pay sahipleri de

¹²⁹ OJ L 132/1, 20.05.2017. Metin için bkz. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A32017L0828> (Son Erişim Tarihi: 22.09.2017).

¹³⁰ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement COM/2014/0213 final - 2014/0121 (COD). Metin için bkz. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2014%3A213%3AFIN> (Son Erişim Tarihi: 22.09.2017).

dâhil olmak üzere ilişkili taraf konumunda bulunmayan pay sahipleri açısından doğurduğu riskleri dikkate almak suretiyle kavramsal içeriği belirleyecekleri düzenlenmiştir. Üye devletler, işlemlerin belirlenmesi bakımından işlemin ortaklığın konumu, geliri, malvarlığı, iş kapasitesi üzerindeki etkilerine bağlı olarak rakamsal bir oran öngörebilecek veya işlemin doğasını ve ilişkili tarafın konumunu dikkate alarak ilişkili taraf işlemlerine ilişkin sınırları çizebilecektir.

2017/828 sayılı Direktif'in 9c hükmü ifadesinde yer verilen "*material transactions*" kavramı, ilişkili taraf işlemlerinden bağımsız bir şekilde, önemli nitelikteki işlemlerin Türk Hukukundaki düzenlemesine paralel olarak bazı işlemlerin farklı bir karar alma usulüne tabi tutulabileceği izlenimi yaratmakta ise de, hükmün içeriği ve başlığı üye devletlere bırakılan yetkinin ilişkili taraf işlemlerine özgü olduğunu açıkça ortaya koymaktadır. İlişkili taraf işlemlerinde kamunun aydınlatılması gerekliliği, işlemin adil ve gerekli olduğuna ilişkin tarafsız bir uzmandan rapor alınması, işlemin genel kurulda ilişkili tarafın bu konumunu kullanmasına izin verilmeden ve ortaklık ile azınlık pay sahipleri de dâhil olmak üzere ilişkili taraf konumunda bulunmayan pay sahiplerinin menfaatleri dikkate alınarak onaylanması gerekliliği hükümde düzenlenmektedir. Sonuç olarak, 2017/828 sayılı Direktif ile 2007/36/EC Pay Sahipliği Hakları Direktifi'ne eklenen 9c hükmü, ilişkili taraf işlemlerinin içeriğini belirleme konusunda üye devletlere tanınan takdir yetkisinin kullanılmasında dikkate alınacak ölçütler temelinde önemli nitelikteki işlemlerin Türk Hukukundaki düzenlemesine benzer bir düzenleme getirmektedir.

II. Önemli Nitelikteki İşlem Kavramı ve Temel Özellikleri

A. Genel Olarak

Önemli nitelikteki işlem kavramı Türk sermaye piyasası mevzuatında halka açık anonim ortaklıklar açısından düzenlenmiş ve bu ortaklıkların birleşme, bölünme, borsa kotundan çıkma gibi işlemleri önemli nitelikteki işlem olarak kabul edilmiştir. Halka açık anonim ortaklıkların faaliyetlerinin devamı süresince gerçekleştirdikleri işlemlerin, bir önem derecelendirmesi yapılması suretiyle önemli nitelikteki işlemler ve önemli nitelikte olmayan işlemler olarak ayrılması sonucunu doğuran kavramın hüküm ve sonuçları da yine sermaye piyasası mevzuatında düzenlenmiştir. Pozitif hukuk kuralları ile belirlenen usule uygun olarak karara bağlanması gereken bu işlemler çeşitli hukuki sonuçların doğmasına neden olmakta; bu sonuçların içerisinde uygulama açısından en çok dikkat çeken ise, pay sahiplerine önemli nitelikteki işlemten etkilenmeden, paylarını dürüst fiyat üzerinden ortaklığa satma olanağı veren ayrılma hakkı oluşturmaktadır. Pay sahibinin korunması amacına yönelik ayrılma hakkının yanı sıra, mevzuatta, önemli nitelikteki işlem sonucunda pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğu haller de düzenlenmektedir.

Önemli nitelikteki işlemlerin belirlenmesi açısından, bu işlemlerin diğerlerinden ayrılmasının hangi ölçüte dayanılarak yapılacağının tartışmaya açık olmasının yanı sıra, kavrama ilişkin terim tercihinin “önem” gibi öznel bir sözcük yönünde olması eleştirilebilir¹³¹. “*Önem*”, Türk Dil Kurumu’nun güncel Türkçe sözlüğünde, “*bir şeyin*

¹³¹ Kavramın İngilizce’deki terimsel karşılığı açısından farklı kullanımların bulunduğu dikkat çekmektedir: “*significant corporate changes*”, “*fundamental changes*”, “*fundamental corporate*

nitelik veya nicelik bakımından değerli olma durumu, ehemmiyet” ifadeleri ile tanımlanmaktadır¹³². Tanımdan da anlaşılacağı üzere, öneme ilişkin bir derecelendirme veya değerlendirme, bir ölçüt temelinde karşılaştırma yapılmasını¹³³ gerektirecektir. Dolayısıyla, önemli nitelikteki işlem kavramının içeriğinin belirlenmesi, kanun koyucunun ve bu konuda yetkili kılınmış olması nedeniyle SPKr’nin tercihini yansıtacağından kavramsal adlandırmada öznel bir kelimenin kullanılması başlı başına sorun oluşturmaz. Nitekim kavramın amacı, çoğunluk karşısında azınlığın korunması olduğundan ve bu amaç da işlemlerin gruplandırılmasını beraberinde getirdiğinden bir ölçütün seçilmesi gerekecektir.

transactions”, “*fundamental corporate changes*” gibi. *Rock/ Davies/ Kanda/ Kraakman* eserlerinin birinci baskısında “*significant corporate actions*” olarak yer verdikleri kavramı, ikinci baskıda “*fundamental changes*” ve “*significant transactions*” terimleri ile ifade etmişlerdir. SPKn metninin İngilizce çevirisinde de kavram “*significant transactions*” olarak kullanılmıştır. Metin için bkz. <http://www.cmb.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=87&fn=87.pdf&submenuheader=null>. Kavramın Almanca’da ise, “*auslösende Organisationsveränderungen*” (*Wiedemann, Abfindungsrecht*, s. 480), “*umfassende Veränderungen*” (*Grunewald, Austritt*, s. 111), *Grundlagenänderungen* (*Kalls, Austrittsrecht*, s. 367), “*abfindungsauslösende Transaktionen*” (*Klöhn*, s. 31) ifadeleriyle karşılandığı görülmektedir.

¹³² Türk Dil Kurumu Güncel Türkçe Sözlük, http://tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.57011565bf07a2.63905589 (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017).

¹³³ TTK’da “önemli olma” ölçütünün dikkate alındığı birçok yer bulunmaktadır. Anonim ortaklıklarda genel kurulun karara bağlayacağı hususlar açısından esas sözleşme değişikliklerinin diğer kararlardan ayrılması (TTK 418- 421), esas sözleşme değişiklikleri için farklı yeter sayılar aranması (TTK 421), genel kurulun önemli miktardaki aktif satma yetkisinin düzenlenmesi gibi (TTK 408.2.f) hususlar dikkate alındığında, anonim ortaklıklara ilişkin kurallarda önem derecelendirilmesi yönteminin kullanıldığı görülmektedir. Limited ortaklıklarda ise, TTK 620- 621 hükümleri kapsamında genel kurulun kararları olağan kararlar ve önemli kararlar olarak ayrılmış ve bunlar için farklı yeter sayılar getirilmiştir. Ayrıca, şahıs ortaklıkları açısından da öneme dayanan benzer bir ayırım, yönetimin kapsamı bağlamında olağan-olağanüstü işlemler şeklinde yapılmıştır (TTK 223). Öte yandan, yeniden yapılandırma ve şirketler topluluğu hükümleri içerisinde de “önem” bakımından derecelendirme yapılmış olan hükümler bulunmaktadır. Bunlara örnek olarak; birleşme işlemleri açısından önemli malvarlığı değişikliklerinin dikkate alınması (TTK 144.1- 150), şirketler topluluğu hükümleri içerisinde önemli esas sözleşme değişikliklerinin farklı bir fıkra ile düzenlenmesi (TTK 202.2) ve tam hâkimiyette talimat sınırı açısından önemli varlıkların kaybına neden olmanın dikkate alınması (TTK 204) verilebilir. Sonuç olarak, bir işlem, karar veya faaliyetin diğerlerinden ayrıldığı hallerde, “önemli olma” çerçevesinde bir derecelendirme yapılmış olmaktadır ve TTK içerisinde bu yönde hükümler bulunmaktadır.

B. Kavramın Düzenlenme Nedeni ve Sınırları

Önemli nitelikteki işlemlerin kavramsal olarak ortaya çıkışı, anonim ortaklıklarda hâkim olan çoğunluk ilkesine dayanır¹³⁴. Anonim ortaklıklar, bu ortaklıkların düzenlendiği temel kanun niteliğindeki TTK kapsamında zorunlu organ olarak belirlenmiş olan genel kurul ve yönetim kurulunun kural olarak çoğunluk ilkesi¹³⁵ çerçevesinde aldıkları kararlar ile faaliyetlerini sürdürürler. Çoğunluk ilkesinin uygulanması sonucunda çoğunluk karşısında kalan azınlığın¹³⁶ korunması gerekliliği

¹³⁴ Kavram, anonim ortaklıklarda karar alma mekanizmasının gösterdiği gelişim ile paralel olarak ortaya çıkmıştır. Anonim ortaklıkların ortaya çıkışı ve ekonomik hayattaki işlevlerini artırmaya başlamaları çerçevesinde, ortaklıktaki karar alma mekanizması da şekillenmiş ve başlangıçta kabul görmüş olan, her bir pay sahibinin onayının alınmasını gerektiren oy birliği kuralı terk edilerek oy çokluğu kuralına geçilmiştir, ABD Hukuku açısından bkz. *Horwitz, M. J.: Santa Clara Revisited: The Development of Corporate Theory, West Virginia L. Rev., V. 88, I. 2, 1985-1986, s. 201-203; Thompson, R.B., Exit, s. 3.* Oy birliği ilkesi kapsamında, her bir pay sahibi ortaklığa ilişkin bir değişikliğin gerçekleştirilmesini engelleyebilmekteydi, *Weiss, E. J.: Balancing Interests in Cash- Out Mergers: The Promise of Weinberger v. OUP, Inc., Delaware J. of Corporate L., V.8, I. 1, 1983, s.2.* Çoğunluk ilkesinin anonim ortaklıklar hukukunda ilke olarak yerini alması, karar alan çoğunluk karşısındaki azınlığın korunması ihtiyacını beraberinde getirmiştir, *Notes, New York Uni. L. Rev., V. 28, 1021, 1953, s. 1022.* Önemli nitelikteki işlem kavramı da bu amaca yönelik mekanizmalardan biri olup kavramın temel işlevi, karar alan çoğunluk ile bu çoğunluğun karşısında yer alan azınlığın menfaatlerini dengelemektir, bkz. *Looney Jr., W. F.: Dissenting Minority Stockholder's Right of Appraisal, Boston College L. Rev., V. 4, I. 1, 1962, s. 87-88; Manning, s. 226; Fischel, s. 877; Thompson, R. B., Squeeze-Out, s. 417; Wiedemann, Abfindungsrecht, s. 478; Klöhn, s. 31; Ebbinghaus, s. 65; Özdoğan, s. 693.* Ayrıca bkz. 6362 sayılı SPKn Madde Gerekeçleri, Madde 24, s. 26 (TBMM, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı:3, Sıra Sayısı: 337, <https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf>). Önemli nitelikteki işlemin ortaya çıkışının çoğunluk ilkesine dayandığına ilişkin klasik görüşün geçerliliğini yitirdiği eleştirisi için bkz. *Kanda/Levmore, s. 434; Wertheimer, B.M. : Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value, Duke L. J., V. 47, I. 4, 1998, s. 615.*

¹³⁵ Anonim ortaklıklarda çoğunluk ilkesinin genel görünümü için bkz. *Meier- Hayoz/ Forstmoser, § 16 N. 249, s. 492; Worthington, s. 599; Ansay, T.: Anonim Şirketler Hukuku, 6. B., Ankara 1982, s. 21- 22; Şehirali Çelik, F. H. (Kırca, İ./ Manavgat, Ç.) : Anonim Şirketler Hukuku- Temel Kavram ve İlkeler, Kuruluş, Yönetim Kurulu, C. 1, Ankara 2013, s.116- 118; Poroy, R./ Tekinalp, Ü./ Çamoğlu, E.: Ortaklıklar Hukuku I, Yeniden Yazılmış 13. B., İstanbul 2014, Nr. 465 s. 287; Pulaşlı, H.: Şirketler Hukuku Şerhi, C. I, 2. B., Ankara 2015, §24 s. 593- 594; Karayalçın, Azınlık, s. 363- 364; Ulaş Kısa, S.: Anonim Ortaklıkta Yaşanan Çıkar Çatışmasının Azınlıkta Kalanlara Zarar Vermemesi İçin Öngörülen Önleyici Hukuki Araçlar, Ünal Tekinalp'e Armağan, C. I, İstanbul 2003, s. 508- 509; Paslı, A.: Anonim Ortaklıklarda Kurumsal Yönetim, 2. B., İstanbul 2005, s.10-11.*

¹³⁶ İşaret edilen “azınlık”, payı ve sahip olduğu yönetsel haklar itibarıyla tek başına veya birlikte yönetim kontrolüne sahip olanların dışında kalan pay sahipleridir. Anonim ortaklıkta hâkimiyet ve kontrol, genel kurulda belli sayıdaki pay sahiplerinin belli yönde karar alma gücü ile bağlantılı olup kontrolü elinde bulunduran pay sahibi/sahiplerinin dışındaki pay sahipleri kontrolden uzaklaşarak azınlık pay sahibi konumunda bulunmaktadır, *Nomer, N. F.: Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Sadakat Yükümlülüğü,*

ortaya çıkmaktadır¹³⁷. Ortaklığın faaliyeti üzerinde köklü değişiklikler meydana getirebilecek nitelikteki işlemler açısından ise, bu işlemlere ilişkin karar alınması nedeniyle azınlıkta kalan pay sahiplerinin korunması¹³⁸ daha da önemli hale

İstanbul 1999, s. 20 dn. 66; *Ulaş Kısa*, s. 507- 508; *Paslı*, Kurumsal Yönetim, s. 58- 59. Benzer şekilde, çağrı yükümlülüğü bakımından “azınlık”ın, yönetim kontrolünü elinde bulunduran pay sahibi veya sahiplerinin dışındaki tüm ortakları ifade ettiğine ilişkin olarak bkz. *Kendigelen*, A.: *Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler*, Prof. Dr Rona Serozan’a Armağan, II. C., İstanbul 2010, s. 1164 dn. 4. Azınlık pay sahiplerinin “ortaklık hakimiyetini elinde bulundurmeyen pay sahipleri” olarak tanımlanmasına ilişkin olarak bkz. *Dinç*, İ.: *Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması*, İstanbul 2006, s. 231 dn. 593. Azınlık, pay sahipliği haklarının sınıflandırılması bakımından, belirli bir yüzdeyi-halka kapalı anonim ortaklıklarda %10, halka açık anonim ortaklıklarda %5- oluşturan pay sahiplerini yani “azlık”ı da içine almakla birlikte ondan daha geniştir. Azınlık ile azlık kavramlarının ayrıştırılabilmesi bakımından tez metninde, kontrol eden konumunda olmayan pay sahiplerini işaret etmek üzere “azınlık”, belirli oranda pay sahipliği nedeniyle kendilerine verilmiş haklara sahip olan pay sahibi/sahipleri için ise “azlık” ifadesi kullanılacaktır. Bu noktada ayrıca, “azınlık” kavramının, konuya ilişkin düzenleme veya hukuki kurum kapsamında farklı yönler ön plana çıkarılarak tanımlanabileceği belirtilmelidir. Bu kapsamda sermaye piyasası mevzuatındaki çıkarma hakkı (SPKn 27) açısından, hâkim pay sahibi dışındaki her bir pay sahibi azınlık olarak tanımlanırken [*Karababa*, S.: *Anonim Ortaklıkta Satın Alma (Squeeze- Out) ve Çıkarma Hakları*, Ankara 2016, s. 41 dn. 45]; Almanya’da ayrılma hakkı içeren ortaklıklar topluluğuna ilişkin düzenlemede, hakkın tanındığı pay sahipleri “*außenstehende Aktionäre*” (dışarıda kalan pay sahipleri, *Yanlı*, Kârın Devri, s. 206, dn. 26) şeklinde ifade edilmektedir.

¹³⁷ Çoğunluk ile azınlık menfaatlerinin dengelenmesi amacı açısından kullanılan ilk mekanizma, pay sahiplerine tanınan bireysel pay sahipliği hakları ve dava olanakları, özellikle vazgeçilmez nitelikteki haklardır, *Weber (Von Büren/ Stoffel)*, N. 862 s. 207. Bunun yanı sıra, belirli bir pay sahipliğini elinde bulundurma koşuluna bağlanan azlık haklarının işlevsel olması da çoğunluk ilkesinin menfaat dengelenmesi amacına uygun şekilde sınırlandırılması anlamına gelmektedir, bkz. *Ansay*, s. 21-22; *Ulaş Kısa*, s. 510-511. TTK ve SPKn ile getirilen haklar düzeni, bir tarafta çoğunluğun diğer tarafta azınlığın bulunduğu çekişme açısından dengeyi bulmayı amaçlamaktadır. Nitekim, ilişkilerin düzenlenmesinde iki tarafın da haklarını kötüye kullanmasının engellenmesi gerekmektedir, *İmregün*, Umumi Heyet, s. 4; *Karayalçın*, Azınlık, s. 365. *Tekinalp*, çoğunluk ilkesinin kötüye kullanılmasının TTK tarafından engellendiğini ve son yirmi beş yılda pay sahibini koruyan yeni bir yaklaşımın, pay sahibine paylarını anonim ortaklığa satarak ayrılma olanağı verilmesi suretiyle getirildiğini belirtmektedir, *Tekinalp*, Ü.: *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, Değişiklik ve İkincil Düzenlemelerle Güncellenmiş 4. B.*, İstanbul 2015, Nr. 14-03 s. 327- 328. Ayrıca yazarın, azınlık ile çoğunluk açısından getirilen karşılıklı olanakları sıraladığı liste için bkz. *Sermaye Ortaklıkları*, Nr. 14-03 s. 328. *Karayalçın* da menfaat dengelemesi amacı açısından, i) Ortaklık içerisinde huzursuzluk kaynağı olan azınlığın paylarını çoğunluğun satın alma hakkının, ii) Ortaklık yönetiminde etkili olan çoğunluğa karşı olan veya önemli konularda statü değişikliğini gerekli gören çoğunluk görüşüne katılmayan azınlığa, paylarını ortaklığa veya çoğunluğa satma hakkının verilmesinin çözüm olabileceğini belirtmektedir (Azınlık, s. 365). İşte SPKn 23, 24 ve 25 hükümleri kapsamında düzenlenen önemli nitelikteki işlemler ve ayrılma hakkı, azınlığın çoğunluğa karşı korunmasının amaçlandığı sermaye piyasası mevzuatında yer alan düzenlemelerden biridir. Ayrılma hakkının tanınması ile işleme ilişkin olumsuz görüşte bulunan azınlıktaki pay sahibi yatırımını paraya çevirebileceğinden işlemin iptali olanaklarına yönelmeyecek ve böylece işlem menfaati de tesis edilebilecektir, *Kalls*, Umwandlungsgesetz, UmwG § 29 Rn. 8. Azınlıktaki pay sahiplerinin kendilerine bazı hallerde “çekilme hakkı” tanınması halinde çoğunluğun aldığı kararı iptale başvurmak yerine bu hakkı kullanabileceğine ilişkin olarak bkz. *İmregün*, Umumi Heyet, s.165.

¹³⁸ Sermayenin bütünü bağlamında küçük bir oranı elinde bulunduran pay sahibi, karar alma mekanizmasına payı oranında katılabileceğinden diğer olanakların yanı sıra ayrılma hakkı tanınması

gelmektedir. Azınlığın korunmasının ön plana çıktığı bu işlemler, halka açık anonim ortaklıklar açısından önemli nitelikteki işlemler kavramı altında yer almaktadır.

Önemli nitelikteki işlemlerin düzenlenmesi suretiyle azınlığın korunması, çoğunluğun anonim ortaklığın faaliyetini yönlendiren karar alma gücünün sürdürülmesine de hizmet eder¹³⁹. Nitekim ilgili önemli nitelikteki işlemin gerçekleştirilmesini istemeyen azınlık, çeşitli mekanizmalar ile korunmazsa işlemin engellenmesi yönünde çaba gösterebilir. Ayrılma hakkı veya zorunlu pay alım teklifi uygulanması suretiyle önemli nitelikteki işlemin pay üzerindeki etkisine karşı korunan pay sahibi ise, işlemin anonim ortaklığın faaliyeti üzerindeki etkilerini serbestçe değerlendirebilir. Dolayısıyla işlemin gerçekleştirilmesine ilişkin olumlu görüşte olan pay sahipleri çoğunluğu oluşturur ve bu görüşte olmayanlar ise, kendilerine tanınan korumalardan yararlanarak ortak olarak kalmamayı tercih edebilirler. Önemli nitelikteki işlemler, bir taraftan azınlığın çeşitli mekanizmalar ile korunmasını sağlarken, diğer taraftan da çoğunluğun anonim ortaklığın yönetimi açısından azınlığın engellemesi ile karşılaşmadan esnek davranabilmesini sağlamaktadır. Bu esneklik karşısında ise, çoğunluğun önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alma süreci nedeniyle ortaya çıkan maliyetleri ve mevzuatta işleme bağlanan sonuçları dikkate alması gerekir. Bu

suretiyle korunmaktadır, *Kalls*, Austrittsrecht, s. 368. Ortaklığı kontrol eden ortaklar dışındaki ortakların, azınlıkta kalan pay sahiplerinin korunmasının, sermaye piyasası bakımından ortaklığa yatırım yapılmasını temin ettiğine ilişkin olarak bkz. *Hansmann/ Kraakman*, s. 442.

¹³⁹ *Lattin*, N.D.: Equitable Limitations on Statutory or Charter Powers Given to Majority Shareholders, Michigan L. Rev., V. 30, I. 5, 1931- 1932, s. 647; *Notes*, Appraisal of Corporate Dissenters' Shares: Apportioning the Proceeding's Financial Burden, Yale L. J., V. 60, 337, 1951, s. 337; *Manning*, s. 227; *Macintosh*, J. G.: The Shareholders' Appraisal Right in Canada: A Critical Reappraisal, Osgoode Hall L. J., V. 24, I. 2, 1986, s. 208; *Thompson*, R. B., Exit, s. 16.

bağlamda ayrılma hakkının ortaklığın yönetimi üzerinde denetleyici işlevleri olduğu da vurgulanmıştır.

Türk Hukukunda önemli nitelikteki işleme ilişkin düzenlemeler temel iki konu çerçevesinde şekillendirilmiştir. Bunlardan ilki, önemli nitelikteki işlemin karara bağlanması açısından izlenmesi gereken karar alma yöntemidir. Karar alma yöntemine aykırılık halinde gündeme gelebilecek tedbir ve idari yaptırımlar da hükme bağlanmıştır. Düzenlemelerde yer alan ikinci konu ise, önemli nitelikteki işlemlerin karara bağlanması nedeniyle zarara uğrama tehlikesi ile karşı karşıya kalan pay sahiplerinin korunmasına ilişkin mekanizmalardır. Bu mekanizmalar ise, önemli nitelikteki işlem nedeniyle doğan ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğudur.

Türk Hukukunda önemli nitelikteki işlem kavramı sermaye piyasası mevzuatı ile düzenlenmiştir. Bu bağlamda, önemli nitelikteki işlem, kavramsal olarak SPKn 23 hükmünde yer almış ve işlemler sonucunda ayrılma hakkının doğacağı SPKn 24 ile öngörülmüştür. Bu hükümlerde, önemlilik ölçüsü de dâhil olmak üzere önemli nitelikteki işlemlerde bulunulabilmesi veya kararların alınabilmesi için uyulması zorunlu usul ve esasları belirleme yetkisi ise sermaye piyasası alanındaki düzenleyici ve denetleyici otorite konumundaki SPKr'ye verilmiştir. Ayrıca SPKn 24.4 hükmünde ayrılma hakkının doğmadığı hâller ile bu hakkın kullanımına ve payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda satım fiyatının hesaplanmasına ilişkin usul ve esasları düzenleme ve SPKn 26 hükmünde önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan pay alım teklifi zorunluluğuna ilişkin usul ve esasları belirleme yetkileri de SPKr'ye verilmiştir. SPKr kendisine verilmiş olan yetkiler çerçevesinde, ÖNİ Tebliği'ni çıkarmıştır.

SPKn ve ÖNİ Tebliği düzenlemeleri, halka açık anonim ortaklıkların önemli nitelikteki işlemlerinde azınlıkta kalan pay sahiplerinin korunması ihtiyacı doğrultusunda, bu işlemlerin kurallara bağlanmasına ve önemli nitelikteki işlem nedeniyle doğan ayrılma hakkı ile pay alım teklifi zorunluluğuna ilişkin hükümler getirmektedir. Böylece önemli nitelikteki işlemlerin düzenlenmesi suretiyle ilgili işlemler temelinde çoğunluk ile azınlık menfaatleri dengelenmeye çalışılmaktadır¹⁴⁰.

Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin düzenlemelerin içeriği, bir başka deyişle halka açık anonim ortaklıkların hangi işlemlerinin önemli nitelikte olduğu, kavramın uygulanmasına ilişkin olarak gündeme gelen ilk konudur. Önemli nitelikteki işlemlerin Türk Hukukundaki içeriğini belirleyebilmek için, öncelikle bu konudaki sermaye piyasası mevzuatını yani SPKn'nin ilgili hükümleri ile ÖNİ Tebliği'ni incelemek gerekir. SPKn 23.1 hükmünde halka açık anonim ortaklıkların bazı işlemleri sayılarak¹⁴¹ bu işlemler önemli nitelikteki işlem olarak kabul edilmiştir. Ayrıca önemli nitelikteki

¹⁴⁰ Sönmez, s. 40; Bektaş, İ.: Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı ve Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı, Ankara 2015, s. 758.

¹⁴¹ SPKn 23 hükmü gerekçesinde, önemli nitelikteki işlemlerin sayılma suretiyle belirlendiği ifade edilmiştir (TBMM, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı:3, Sıra Sayısı: 337, Madde 23, s. 26). Sayımın sınırlayıcı olmadığı, gerek SPKn 23.1 kapsamında işlemler sayıldıktan sonra “gibi” ifadesinin kullanılmış olması, gerek ise ÖNİ Tebliği 5.2 hükmü kapsamında SPKr'ye tanınan ortaklıkların halka açılma öncesindeki vaat, taahhüt veya esaslı durumlarından önemli oranda farklılaşan veya somut bir konuda daha önceden bir vaat veya taahhütte bulunulmamış olsa dahi bütüncül olarak ele alındığında ortaklığın faaliyetleri ve/veya ticari hayatında önemli ölçüde değişiklik meydana getirebilecek iş ve işlemlerin, önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilebilmesine ilişkin yetkiden çıkarılabilir. Düzenlemenin sınırlı sayıda olmayan yaklaşım getirdiği yönünde bkz. Adıgüzel, B.: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XVIII, S. 2, 2014, s. 9; Bektaş, s. 770; Yanlı, V.: Halka Açık Şirketlerde Önemli Nitelikteki İşlemler, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 6, S.2, 2015, s. 459; Yeşiltepe, S. Ö.: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakları, Güncellenmiş 2. B., Ankara 2015, s. 129 dn. 287; Karababa, s. 143 dn. 406; Karacan, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 242; Manavgat, Ç.: Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara 2016, s. 294. Altan, SPKn 23.1 kapsamındaki sayımın sınırlayıcı olmadığını belirtmişse de (s.119), ÖNİ Tebliği 5.1 hükmünde işlemlerin sınırlayıcı sayım yöntemiyle sıralandığını ifade etmektedir(s.133). Yazarın görüşüne ÖNİ Tebliği 5.2 hükmünde SPKr'ye tanınan yetki nedeniyle katılmamaktayız.

işlemlerin içeriğine ilişkin bazı eklemeler ÖNİ Tebliği 5.1 hükmü ile yapılmış ve önemli nitelikteki işlemlerin bir kısmına ilişkin niteliksel veya niceliksel önemlilik ölçütleri ÖNİ Tebliği 6 hükmünde getirilmiştir. Önemli nitelikteki işlemlerin içeriği SPKn 23.1 ve ÖNİ Tebliği 5.1 hükmünde sayılan işlemlerle sınırlı da değildir. ÖNİ Tebliği 5.2 hükmü kapsamında SPKr'ye, ortaklıkların halka açılma öncesindeki vaat, taahhüt veya esaslı durumlarından önemli oranda farklılaşan veya somut bir konuda daha önceden bir vaat veya taahhütte bulunulmamış olsa dahi bütüncül olarak ele alındığında ortaklığın faaliyetleri ve/veya ticari hayatında önemli ölçüde değişiklik meydana getirebilecek iş ve işlemleri önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirebilme yetkisi verilmiştir. Yetki çerçevesinde, halka açık anonim ortaklıkların, SPKn 23.1 ile ÖNİ Tebliği 5.1 hükmünde sayılan işlemler dışındaki bazı işlemleri de önemli nitelikteki işlem olarak kabul edilebilecektir. Sonuç olarak, halka açık anonim ortaklıkların hangi işlemlerinin önemli nitelikteki işlem kapsamında olduğunun belirlenmesi, konuya ilişkin mevzuatın incelenmesinin yanı sıra ÖNİ Tebliği 5.2 hükmündeki SPKr yetkisinin içeriğinin de dikkate alınmasını gerektirir.

Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin Türk Hukukundaki sermaye piyasası mevzuatı hükümleri doğrultusunda karar alma yönteminin ve pay sahiplerinin korunmasına ilişkin mekanizmaların ön planda olduğu belirtilmişti. Bu bağlamda sermaye piyasası mevzuatı uyarınca; önemli nitelikteki işlemlere ilişkin gerekçeli ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oylarını içeren yönetim kurulu kararı kamuya açıklanır, işlem genel kurulun onayına sunulur, işlemin önemli nitelikteki işlemler için öngörülmüş bulunan yeter sayılar çerçevesinde onaylanması halinde genel kurulda olumlu oy kullanmamış ve bazı koşulları yerine getiren ortaklara dürüst fiyat üzerinden ayrılma hakkı tanınır. Belirli

hallerde ayrılma hakkı yerine, pay alım teklifi zorunluluğu kapsamında pay sahibi korunur. Ayrılma hakkının ve önemli nitelikteki işlem nedeniyle doğan pay alım teklifi zorunluluğunun temel amacı, yatırımcının, önemli nitelikteki işlemin payın piyasadaki fiyatı veya değeri üzerinde yaratabileceği değişiklikten etkilenmeden, kendi yatırım kararını vermesidir¹⁴².

Önemli nitelikteki işlemler halka açık anonim ortaklıklar açısından düzenlenmiş olduğundan, kavram, bu ortaklıkların gerçekleştirdikleri işlemlerin bir kısmının diğerlerinden ayırt edilmesi sonucunu doğurmaktadır. Bir ortaklığın işlemlerinin bir ölçüt belirlenmesi suretiyle ayrıma tabi tutulması, esasen Türk Hukukunda önemli nitelikteki işlem kavramının düzenlenmesinden önceki dönemlerde de izlenmiş bir yöntemdir. Şahıs ortaklıklarında yönetimin kapsamı, benzer şekilde, olağan olma ölçütüne bağlanmıştır. TTK 223 hükmünde, kollektif ortaklıkta, olağan iş ve işlemlerin yer aldığı bir grup- olağan işler- belirlenerek bu işlemlerin yönetim kapsamında olduğuna yer verilmiştir¹⁴³. Olağan işlemler dışında kalan işler ise, ortakların oy birliğini gerektiren diğer işlem grubu- olağanüstü işlemler- olarak düzenlenmiştir¹⁴⁴. Yine şahıs

¹⁴² Özdoğan, s. 693; Manning, s. 233. Özdoğan, hakkın, pay sahibinin başlangıçta yatırım yaptığı ortaklıktan farklı bir ortaklıkta pay sahibi kalmaya zorlanmasının önlenmesi ve maddi olarak zarara uğramadan ortaklık ilişkisine son verilmesi amaçlarını taşıdığını belirtmektedir (s. 707).

¹⁴³ TTK 223 hükmünde kollektif ortaklıklarda yönetimin kapsamı, ortaklığın amacını ve konusunu elde etmek için yapılması gereken olağan iş ve işlemler olarak belirlenmiştir ve yöneticilerin ortaklık menfaatine uygun gördükleri işlerde, olağan işlem ve işlerle sınırlı olmak şartıyla, sulh, feragat ve kabul ile tahkime yetkili oldukları hükme bağlanmıştır. Bağışta bulunmak, kefil olmak, üçüncü kişi lehine garanti vermek, ticari mümessil tayin etmek ve ortaklık konusuna girmiyorsa taşınmazları satmak, satın almak, teminat göstermek, ortaklığın özüne ilişkin üretim araçlarını elden çıkarmak, rehnetmek veya ticari işletme rehni kurmak gibi, olağan iş ve işlemler dışında kalan hususlarda ise yönetim yetkileri yeterli olmayacak ve ortakların oy birliği gerekecektir. Yönetici ile ortaklık arasındaki ilişkinin çoğu halde vekalet sözleşmesinden kaynaklanması nedeniyle bkz. ve karşı. TBK 504.3 hükmündeki özel olarak yetkili kılınmadıkça vekil tarafından yapılamayan işlemler.

¹⁴⁴ ABD Hukuku açısından “partnership”lere ilişkin kurallar düzeninin temel özelliklerinden biri de olağan- olağanüstü işlem ayrımıdır, Eisenberg, Legal Roles, s. 8.

ortaklığı niteliğindeki adi komandit ortaklığa ilişkin olarak, TTK 309.3 hükmünde, olağanüstü iş ve işlemlerin yönetim kapsamına dâhil olmadığı belirlenmiştir¹⁴⁵. Şahıs ortaklıkları açısından getirilmiş olan bu ayrım, belirlediği işlem gruplarına ilişkin karar alma sürecinin değişmesi sonucunu doğurmaktadır. Benzer bir ayrımın SPKn kapsamındaki önemli nitelikteki işlem kavramı ile halka açık anonim ortaklıklar bakımından sermaye piyasası mevzuatında gerçekleştirilmiş olduğu görülmektedir.

Önemli nitelikteki işlem kavramının eyalet düzenlemeleri ve yargı kararları ile derin bir gelişim gösterdiği ABD’de dahi, işlemler, kavramı düzenleyen eyaletten eyalete farklılık göstermektedir¹⁴⁶. Bununla birlikte, birleşme ve bölünme gibi yapısal değişiklik işlemlerinin, ortaklığa ilişkin menfaat grupları arasındaki dengeleri ve ortaklığın payının fiyatını değiştirme ihtimalinin yüksekliği nedeniyle, kavramın ortaya çıkışından itibaren sıklıkla önemli nitelikteki işlem olarak kabul edildiği görülmektedir¹⁴⁷.

Önemli nitelikteki işlemlerin, gerek kavramın düzenlendiği tüm zaman dilimleri açısından gerek de kavramı düzenleyen tüm hukuk sistemleri açısından geçerli olacak ortak bir listesi belirlenemez. Hukuk sistemlerinin önemli nitelikteki işlem olduğunu

¹⁴⁵ TTK’nın 304- 328 hükümlerinde düzenlenen adi komandit ortaklıkta, yönetim görev ve yetkisi, sorumluluğu sınırlı olmayan komandite ortaklara aittir. TTK 309.3 kapsamında, yönetim kapsamında olmayan olağanüstü iş ve işlemlerde, ortaklık sözleşmesinin değiştirilmesinde, tür değiştirmede, birleşme ve bölünme gibi yapısal değişikliklerde, ortak alınması, çıkarılması ve payın devri türünden temel işlemlerde komanditerlerin de oy hakkını haiz olduğu belirtilmiştir. Hükümde olağan- olağanüstü işlem ayrımının yanı sıra işaret edilen bir diğer ayrım “temel işlemler” olmakta; bu işlemler ile ortaklarda değişiklik doğuran işlemler kastedilmektedir.

¹⁴⁶ *Levy*, s. 442; *Looney Jr.*, s. 85; *Schindler*, s. 367. Ayrılma hakkı doğuran işlemlerin farklılık göstermesinin yanı sıra, eyaletler arasında, hakkın uygulanması süreci, uygulamada karşılaşılan sorunlar ve payların değerlendirilmesi yöntemleri farklılık göstermektedir, *Lattin*, N.D.: Remedies of Dissenting Stockholders under Appraisal Statutes, *Harvard L. Rev.*, V. XLV, I. 2, 1931- 1932, s. 238. İşlemler açısından kabul edilen yeter sayılar da farklı düzenlenmiştir, *Lattin*, *Minority*, s. 314.

¹⁴⁷ *Kanda/ Levmore*, s. 430; *Thompson*, R. B., *Exit*, s. 9; *Rock/ Davies/ Kanda/ Kraakman*, s. 197.

belirttiği işlemler bu kavramın içerisinde yer alır ve yine kavrama ilgili hukuk düzeni tarafından bağlanan sonuçlar önemli nitelikteki işlem neticesinde doğar. Bir başka deyişle, kavramın sınırları hukuk sistemlerince pozitif hukuk kuralları ile belirlenir; azınlığın korunması gerekliliğinin uygulamada ortaya çıkması üzerine kavram hukuk sistemlerine alınarak azınlığın korunmasının gerekli olduğu işlemler önemli nitelikteki işlemler listesine dâhil edilir. İlgili işlemlerin tespitinde uygulamanın ihtiyaçları ve bu bağlamda yargı kararları da yol gösterici olmaktadır.

Türk Hukukunda önemli nitelikteki işlemler listesinde yer alan işlemlerin ortak özelliği, halka açık anonim ortaklığın payının fiyatını veya öze ilişkin bir kavram olan değerini etkilemesi ve dolayısıyla payın alınıp satılmasına etki etmesidir¹⁴⁸. Öte yandan, önemli nitelikteki işlemlerin, payın fiyatına veya değerine etki bağlamında her bağımsız işlemde olumsuz sonuç doğurduğu söylenemez. Önemli nitelikteki işlemin sonuçları ortaklık açısından olumlu yönde de olabilecektir. Ancak, işleme dair karar alınmasında olumlu oyu bulunmayan azınlığın, ki bu azınlık sermaye piyasası açısından da yatırımcıdır, önemli nitelikteki işlemin ortaklık faaliyeti ile ilgili olarak yaratacağı değişimleri değerlendirmesi ve kendi yatırım kararını vermesi kendisine ayrılma hakkı tanınması veya pay alım teklifi zorunluluğu uygulanması halinde mümkündür.

¹⁴⁸ Nitekim önemli nitelikteki işlem sonucunda tanınan ayrılma hakkının paylara likidite kazandırılmasında rolü bulunduğu belirtilmektedir, TBMM, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı:3, Sıra Sayısı: 337, Madde 24, s. 26; Özdoğan, s. 694. Ayrılma hakkına atfedilen likidite işlevinin eleştirisi için bkz. Wertheimer, Purpose, s. 663. Pay sahibinin payını devretme olanaklarının payların borsada işlem görmesi durumuna göre farklılaştığı, payların borsada işlem görmesi halinde devir olanaklarının geniş olması nedeniyle, ayrılma hakkının kullanılmasının payların borsada işlem görmemesi haline göre daha az olası olduğu yönünde bkz. Manning, s. 233. Fakat payları borsada işlem gören ortaklıklar açısından da, piyasadaki fiyatın değeri yansıttığı hallerde dahi pay sahibinin paylarının sayısının fazla olması halinde payların tümünü elden çıkarmasının zor olması, önemli nitelikteki işlemin payın fiyatını düşürmesi ihtimalinin bulunması ve fazla sayıda ortağın satış emri vermesi durumuyla karşılaştırılması olasılığı nedenleriyle ayrılma hakkının işlevsel olduğu yönünde bkz. Eisenberg, Structure, s. 81-83.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin sonuçların düzenlenmesi ise, yine kavramın benimsendiği hukuk düzeninin tercihinin bağıdır. Sonuçlar, kavramın temel amacı çevresinde şekillendirilir. Önemli nitelikteki işlem kavramının Türk Hukukunda benimsenen temel amacı, yatırımcının korunmasının gerekli olduğu sermaye piyasalarında, pay sahibinin kendisinin karar mekanizması içerisinde bulunmadığı önemli nitelikteki işlemlerden olumsuz anlamda etkilenmesinin önlenmesidir. Bu amaç, genel olarak, belirlenmiş bir karar alma süreci öngörülmesi ve kararın alınması halinde de pay sahiplerine paylarını dürüst fiyat üzerinden ortaklığa satarak ayrılma hakkı tanınması basamaklarını içermektedir. Kimi hallerde menfaatlerin dengelenmesi, ayrılma hakkı yerine pay alım teklifi zorunluluğunun uygulanmasını gerektirir ve mevzuatta bu haller açısından pay alım teklifi zorunluluğu düzenlenmiştir. Pay sahibine ayrılma hakkı tanınması ve önemli nitelikteki işlem nedeniyle pay alım teklifi zorunluluğunun uygulanması, amaçsal bakımdan ortağın nesnel koşullarla ortaklıktan ayrılmasına hizmet etmektedir.

Önemli nitelikteki işlem, Türk Hukukunda halka açık anonim ortaklıklara ilişkin olarak kabul edilmiş bir kavram olmakla birlikte, halka açık olmayan anonim ortaklıklar açısından da kavramın düzenlenmesine ihtiyaç olup olmadığı, ayrıca incelenmelidir. Halka açık anonim ortaklıklardakinin aksine, halka kapalı anonim ortaklıklar açısından gündeme gelen menfaat çatışmaları ve bu çatışmalar nedeniyle mevzuatta getirilen kuralların oluşturduğu sistem kapsamında, önemli nitelikteki işlem kavramı ve bu kavram sonucunda uygulama alanı bulan ayrılma hakkı, hukuki kurum olarak genel bir düzenlemeye konu edilmemiştir. Diğer taraftan, ayrılma olanağının gündeme geldiği

çeşitli durumlar TTK kapsamında öngörülmüş bulunduğundan ilgili hükümlerin uygulanması halinde halka kapalı anonim ortaklık pay sahibi açısından da ayrılma sonucu doğacaktır¹⁴⁹. Ayrıca, yine TTK’da anonim ortaklıklara ilişkin hükümler içerisinde, önemli nitelikteki işlemlerde olduğu gibi, bazı işlemleri diğerlerinden ayırarak gruplandırma sonucu doğuran bir yaklaşımın benimsendiği dikkat çekmektedir¹⁵⁰.

Anonim ortaklığın sermayesi paylara bölünmüş olup bu ortaklıklarda, “pay” birçok açıdan önem arz eden temel kavram niteliğindedir ve payların serbestçe devredilmesi¹⁵¹ ilke olarak kabul edilmiştir. Payın serbestçe devredilmesi olanağı, anonim ortaklıkların ekonomik hayattaki işlevlerinin artması ve bu ortaklık türünün

¹⁴⁹ TTK 141.1 hükmü kapsamında birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesinin öngörülmesi ve pay sahibinin akçeyi alma tercihinde bulunması halinde, önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkına benzer şekilde ayrılma olanağı gündeme gelmektedir. Ayrıca, TTK 202.1.b ve TTK 202.2 hükümleri kapsamında pay sahibinin mahkemenin paylarının hâkim ortaklık tarafından alınmasını talep etmesi olanağı çerçevesinde, mahkemenin bu yönde karar alması halinde de ayrılma hakkı uygulamasına benzer sonuçlar ortaya çıkmaktadır. TTK 141.2 hükmü kapsamında birleşme sözleşmesinde zorunlu ayrılma akçesine yer verilmesi, TTK 202.1.b ve TTK 202. 2 hükümleri kapsamında mahkemenin davacı pay sahiplerinin paylarının hâkim ortaklık tarafından alınmasına resen karar vermesi ve TTK 208 kapsamındaki koşulların varlığı halinde azlığın paylarının satın alınması halinde ise pay sahibinin ortaklıktan ayrılması sonucu doğmakla birlikte, bu haller “çıkarma” halleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca TTK 493.1 ve TTK 493.4 hükümlerinde bağlam hükümleri kapsamında payın gerçek değeriyle alınmasının önerilmesi sonucunda pay sahibinin ortaklıktan ayrılması sonucu doğabilmektedir. Yine TTK 531 hükmünde düzenlenen haklı sebeple fesih kurumu, mahkemenin davacı pay sahiplerinin paylarının satın alınmasına karar verebilmesi olanağı içermekle bir diğer “çıkarma” olanağını beraberinde getirmektedir. Bu düzenlemeler ile sermaye piyasası mevzuatı kapsamındaki önemli nitelikteki işlem kavramının benzer ve farklı yönleri açısından bkz. aşağıda İkinci Bölüm, II, A, 3- 4- 6,a,bb- 6,a,cc.

¹⁵⁰ TTK 408.2.f kapsamında önemli miktarda varlığın toptan satışı işleminin genel kurulun devredilemez görev ve yetkileri arasında yer alması veya TTK 418-421 hükümlerinde toplantı ve karar yeter sayıları düzenlenirken esas sözleşme değişikliklerine ilişkin farklılaştırmada bulunulması önem derecelendirmesine örnektir. Bkz. yukarıda dn. 133. TTK 408.2.f hükmü ile sermaye piyasası mevzuatı kapsamındaki önemli nitelikteki işlem kavramının benzer ve farklı yönleri açısından bkz. aşağıda İkinci Bölüm, II, A, 2.

¹⁵¹ Payın serbestçe devredilmesi ilkesine ilişkin olarak bkz. *Böckli*, § 3 N. 34; *Schindler*, s. 19-20; *Grunewald*, Austritt, s. 103; *Ebbinghaus*, s. 91; *Bainbridge*, s. 11; *Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu)*, Ortaklıklar I, Nr. 772b s. 555; *Şehirali Çelik (Kırca/ Manavgat)*, C.1, s. 111- 112; *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 9-116 s. 149; *Tekinalp*, Ü.: Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları, Pay Defteri Hukuku İle, İstanbul 2012, Nr. 1-01, s. 1-2; *Uzel*, N.: Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam, İstanbul 2013, s. 31-33. *Sevi*, A. M.: Anonim Ortaklıkta Payın Devri, 3. B., Ankara 2014, s. 54-55; *Bozkurt*, T.: Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam), İstanbul 2015, s. 4-6.

yaygınlaşmasındaki önemli etkenlerden biridir. Anonim ortaklıklarda payların halka arz edilmesi ve borsada işlem görmesi hallerinde ise, payın devrine ilişkin serbesti, pay alım satım işlemlerinin sıklıkla gerçekleştiği bir uygulamanın söz konusu olabilmesi nedeniyle farklı bir görünüm arz etmektedir. Bir başka deyişle, anonim ortaklıklarda, kişiliği ortaklık açısından önem arz etmeyen pay sahiplerinin, pay alım satım işlemleri çerçevesinde değişmesi payların serbestçe devredilmesi ilkesi karşısında mümkün iken, halka açık anonim ortaklıklar ve -özellikle- bu ortaklıklar içerisinde yer alıp payları borsada işlem görenlerde, payın devrine ilişkin işlemler sıklıkla gerçekleştirildiğinden payların devrine ilişkin serbestinin uygulaması ile daha sık karşılaşılmaktadır. Halka açık anonim ortaklıklarda payın el değiştirmesine ilişkin temel hareket noktası fiyat olmakta ve devir işlemlerinin sıklığı karşısında fiyat da sürekli belirlenmekte, sık güncellenmektedir. Fiyat sürekli güncellendiğinden, ortaklığın faaliyetlerinin pay fiyatı üzerindeki etkileri kısa sürede doğmaktadır. Faaliyetin fiyat üzerindeki etkilerinin doğması açısından, sermaye piyasası mevzuatında kamunun aydınlatılması ilkesinin¹⁵²

¹⁵² Kamunun aydınlatılması ilkesi kapsamında, pay sahiplerinin yatırım yaptıkları ortaklığın durumu ile ilgili olarak yatırım kararlarını etkileyebilecek konularda cari bilgiye ulaşmaları amaçlanır, *Soydemir, S. / Akyüz, A.*: Sermaye Piyasası ve Borsa, İstanbul 2015, s. 52. Sermaye piyasasının özellikleri kapsamında bilginin yatırımcıya ulaştırılması gerekmektedir, *Manavgat, Halka Açık*, s. 188. Nitekim, mal piyasalarından farklı olarak geleceğe yönelik taahhütlerin işlem görmesi sebebiyle bilgi sorununun ön plana çıktığı finansal piyasalarda, bilgi asimetrisinin bir görünümü olan tersine seçim sorununun aşılması amacıyla bilginin tam ve zamanında doğru olarak aktarılması çözümü getirilmiştir, *Soydemir/ Akyüz*, s. 44. Bilgi asimetrisi ile kamunun aydınlatılması mekanizmalarının ilişkisi için bkz. *Healy, P. M./ Palepu, K.G.*: Information Asymmetry, Corporate Disclosure and The Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature, *J. of Accounting and Economics*, V. 31, I. 1-3, 2001, s. 408. İhraççı nezdinde meydana gelen değişikliklerden yatırımcının haberinin olmaması halinde, ilgili sermaye piyasası aracına ilişkin risk yanlış değerlendirir ve ilgili unsura fazla veya az ödeme yapılması sonucu doğar, *Panasar, R./ Boeckman, P.* (Edit.) : European Securities Law, New York 2010, s. 45. Kamunun aydınlatılması ilkesi çerçevesinde amaç, yatırımcının sermaye piyasası aracına ilişkin risklerden tam, doğru ve zamanında bilgilendirilmesi suretiyle elindeki fonları bu araçlara yatırma veya yatırmama konusunda özgür iradesi ile karar verebilmesini sağlamaktır, *Duman, H.*: Sermaye Piyasasının Etkinliği Açısından, Kamunun Aydınlatılması Sürecinde Şirket Çevresinin İhtiyaç Duyduğu Bilginin Özellikleri: İMKB’de Bir Uygulama, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, S. 50, Nisan 2011, s. 98. Ayrıca kamunun aydınlatılması ilkesine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. *Choi/ Pritchard*, s. 2; *Kaya, A.*: Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin

benimsenmiş olması da etkilidir. Ayrıca payları borsada işlem gören ortaklıklar bakımından payın hangi bedel üzerinden alıcı bulduğu paya ilişkin piyasayı da etkilemektedir.

Halka kapalı anonim ortaklıklarda ise payın serbestçe devredilmesi, paya alıcı bulunmasının daha güç olması gerçeği karşısında¹⁵³ normatif bir olanağı, sermayenin paylara bölünmesi kapsamında payların serbestçe devredilmesinin kural olarak mümkün olduğunu işaret etmektedir. Pay sahibinin hangi fiyat üzerinden payına alıcı bulacağı sadece kendisi ilgilendiren bir olgu olup ilgili fiyat, paya ilişkin bir piyasadaki bahsedilemeyeceğinden payın piyasadaki fiyatını etkilemez. Anonim ortaklığın faaliyetinin fiyat üzerindeki etkisi ise, halka açık anonim ortaklıklardaki gibi hızlı gerçekleşmez.

Payın devri işlemlerinin sıklığına ve fiyatın gösterge niteliğine ilişkin farklılıkların yanı sıra, halka açık anonim ortaklıklar ile halka kapalı anonim ortaklıklar, azınlığın korunmasına ilişkin kuralların uygulanması olanakları açısından da farklılık gösterirler. TTK kapsamında azlık hakları ile bireysel pay sahipliği haklarının sayısı artırılmış ve hakların içeriği zenginleştirilmiş olmakla birlikte¹⁵⁴, halka açık anonim ortaklıklar halka kapalı ortaklıklara göre yönetime katılma bakımından farklı özellikler gösterebilmektedir. Halka açık anonim ortaklıklarda pay sahibi, genel kurula katılma,

Bilgi Alma Hakkı, Ankara 2001, s. 15-18; Yanlı, V.: Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul 2005, s. 96-97; Paslı, Kurumsal Yönetim, s. 243 vd.; Şehirli Çelik (Kırca/ Manavgat), C.1, s. 198-202; Çetin, N./ Töremiş, H. E./ Cantimur, Z.: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistemik Analizi, Ankara 2014, s. 21-22; Memiş/ Turan, s. 33-36; Manavgat, Halka Açık, 199-200.

¹⁵³ Sanwald, s.3; Bainbridge, s. 798, 810; Paslı, Kurumsal Yönetim, s. 43.

¹⁵⁴ TTK Genel Gereğesi, Nr. 133, s. 44-45 (TBMM, Yasama Dönemi: 23, Yasama Yılı: 2, Sıra Sayısı: 96, <https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem23/yil01/ss96.pdf>).

zaman ve emek harcanmasını gerektiren haklara başvurma açısından halka kapalı anonim ortaklıklardaki pay sahibine kıyasen daha isteksiz bir tutum sergilemektedir¹⁵⁵. Bu durumda, halka açık anonim ortaklıklarda pay sahibinin riski dağıtmak üzere farklı unsurlara yatırım yapma tercihinde bulunabilmesi, pay sahiplerinin yatırımcı karakterinin ağır basması etkili olmaktadır. Halka açık anonim ortaklıklarda pay sahibi sayısının fazla olması olasılığı da dikkate alındığında, ortaklığın faaliyeti ile ilgilenen pay sahiplerinin oranının, halka kapalı anonim ortaklıklara kıyasen az olmasının yüksek bir olasılık olduğu tespit edilebilir. Bu bağlamda yönetimin sorumlu tutulmasına ilişkin olanaklar, özel denetim talebinde bulunma, bilgi alma ve inceleme haklarının uygulanması bakımından halka kapalı anonim ortaklıklardaki pay sahiplerinin çaba göstermesi ihtimali daha yüksektir. Halka kapalı anonim ortaklıklarda çoğunluk ile azınlık arasında bir uyuşmazlık gündeme gelmesi halinde, TTK kapsamında getirilen menfaatleri dengeleyici mekanizmaların işletilmesi daha olası gözükmektedir.

¹⁵⁵ Konuya ilişkin olarak bkz. *Bainbridge*, s. 798; *Choi/ Pritchard*, s. 676; *Tekinalp*, Ü.: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları, İstanbul 1979, s. 3; *Akbilek*, N.: Türk ve Avrupa Birliği Hukukunda Anonim Şirket Birleşmelerinde Pay Sahibinin Korunması, Ankara 2009, s. 253; *Manavgat*, Halka Açık, s. 14. Çok ortaklı anonim ortaklıklarda, pay sahibinin daha çok yatırımcı konumunda olduğu ve ortaklığın faaliyetine gereken ilgiyi göstermediği yönünde bkz. *Poroy*, R./ *Tekinalp*, Ü./ *Çamoğlu*, E.: Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Güncelleştirilmiş 11. B., İstanbul 2009, Nr. 692 s. 418; *Paslı*, Kurumsal Yönetim, s. 34. Anonim ortaklıklarda pay sahiplerinin çoğunun genel kurula katılmak ve ortaklık yönetiminde oyları ile etkili olma olanağından hukuken değilse bile fiilen yoksun olduğu yönünde bkz. *Paslı*, Kurumsal Yönetim, s. 12. Konuya ilişkin olarak ortaklıkların da ötesinde çeşitli organizasyonlar ve hatta devlete ait yapılanmalar bakımından, bu birlikteliklerin üyelerinin, “exit” ve “voice” olarak adlandırılan birbirinin zıttı iki olanaktan yararlanabildiği *Hirschman* tarafından ortaya konulmuştur, *Hirschman*, A. O.: Exit, Voice, and Loyalty, USA 1970, s. 4. “Exit” yani çıkma, ilgili birliktelikten ayrılma, “voice” ise memnuniyetsizliğin dile getirilmesi amacıyla kişinin haklarını kullanması olarak nitelendirilebilir. Benzer şekilde, halka açık anonim ortaklıklarda payın devredilmesi olanaklarının genişlemesinin diğer bir deyişle çıkma olanağının artmasının pay sahibinin ortaklığın kontrolü açısından etkin olmaya ilişkin güdüsünü azalttığı yönünde bkz. *Bainbridge*, s. 798; *Paslı*, Kurumsal Yönetim, s. 43. Ayrılma hakkının, pay sahibinin kişi topluluğundan çıkmaya ilişkin olanakları (exit) ile pay sahibini koruyan haklar rejimi (voice) arasındaki etkileşim olduğu yönünde bkz. *Schindler*, s. 3; *Kalls*, Umwandlungsgesetz, UmwG § 29 Rn. 8. İlgili olanaklar birbirinin ikamesidir, *Sanwald*, s. 3.

Pay devrine ilişkin serbestinin halka açık anonim ortaklıklar ile halka kapalı anonim ortaklıklarda farklı görünümünün bulunması, ortaklığın faaliyetine ilişkin bir değişikliğin payın fiyatına yansımaya hızının bu ortaklıklar bakımından farklı olması ve çoğunluk ilkesinin sınırlarını oluşturan bireysel pay sahipliği hakları ile azınlık haklarının uygulanmasının halka kapalı anonim ortaklıklarda daha olası gözükmesi, önemli nitelikteki işlem kavramının ve ayrılma hakkının halka kapalı anonim ortaklık açısından öngörülmesinin Türk Hukukunda bir gereklilik olmadığını göstermektedir. Dolayısıyla öğretilerde ileri sürülen, halka kapalı anonim ortaklıklarda pay sahibinin payının likiditesinin artmasına ilişkin ihtiyacı kapsamında ayrılma hakkının tanınması gerektiğine ilişkin görüşe¹⁵⁶, yukarıda açıklanmış bulunan, halka açık anonim ortaklıklar ile halka kapalı anonim ortaklıklar arasındaki farklılıklara dayanmak suretiyle, katılmamaktayız. Ayrılma hakkı, pay sahibinin payını nakde çevirmesi ihtiyacına yönelik olarak tanınan bir hak olmayıp çoğunluk içerisinde yer almayan, azınlıkta kalan pay sahiplerinin, karara bağlanması aşamasına katılmadıkları önemli nitelikteki işlemlerin payın fiyatı veya değeri üzerinde doğurabileceği etkilere maruz kalmaksızın payını devretmesine olanak verilmesini amaçlamaktadır. İlgili amaç, çoğunluk ilkesinin

¹⁵⁶ *Bektaş* ayrılma hakkının amaçlarının bu hakkın halka açık ortaklık yapısına bağlı olmasını gerektirmediğini, pay sahibinin payını devretmesinin halka kapalı anonim ortaklıklarda güç olması sebebiyle pay sahibinin piyasadan alıcı bulmasını beklemeden payını doğrudan ortaklığa satabilmesi olanağının verilmesinin daha önemli olduğunu belirtmektedir (s. 759-760). Halka kapalı anonim ortaklıklarda pay sahibinin payını satma olanaklarının genişletilmesi pay sahibinin korunması amacı açısından olumlu gözükmekle birlikte, bu sonucu doğurabilen ayrılma hakkının bir kurum olarak bu ortaklıklarda da kabul edilmesi gerektiğini göstermez. *Özdoğan* da halka kapalı anonim ortaklıklara ilişkin likidite sorunu nedeniyle hakkın gerek halka açık gerek ise halka kapalı anonim ortaklıklarda tanınması gerektiğini savunmaktadır (s. 751- 752). Bu görüşe de ayrılma hakkı uygulamasının sonucunda payın likide çevrilmesi olanağının artmasının, önemli nitelikteki işlem düzenlemesinin temel amacı olmadığı gerekçesiyle katılmıyoruz. Önemli nitelikteki işlem sonucunda, pay sahibinin işlemin kabulü açısından azınlıkta kaldığı hallerde, işlemin pay fiyatı üzerindeki etkilerine maruz kalmaksızın payını devretmesine olanak veren ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğu doğmaktadır. Bu bağlamda, payın likide çevrilmesi olanağının artması ayrılma hakkı/ pay alım teklifi zorunluluğu uygulamasının sonucu olup önemli nitelikteki işlem kavramının amacı değildir.

uygulanması kapsamında azınlığın korunması ile aynı zamanda işlem menfaatinin temin edilmesine hizmet etmekte, bir olanak olarak payın devrini tesis etmekten öte, işlemin etkilerinden uzak bir şekilde payın devredilebilmesi ve azınlığın yatırım kararını önemli nitelikteki işlem temelinde değerlendirebilmesini sağlamaktadır. Hakkın uygulaması ile payın likide çevrilmesi olanağının artması hakkın amacı olmayıp hakka ilişkin uygulamanın sonucudur.

Önemli nitelikteki işlemin ve ayrılma hakkının halka kapalı anonim ortaklıklar açısından da kabul görmesi düşüncesi, bu ortaklıklardan özellikle aile ortaklığı yapısında bulunanlar için pay sahipleri arasındaki uyuşmazlıkların çözülmesinin güç olması ve hakkın, bu bağlamda yönetimin kilitlenmesine çözüm getireceği nedenleriyle savunulabilir¹⁵⁷. Nitekim AB düzenlemeleri kapsamında küçük ve orta ölçekli işletmelerin yapılanmasını düzenlemek amacıyla önerilen SPE türünde¹⁵⁸, çoğunluk ile azınlık menfaatlerinin dengelenmesi amacıyla bazı işlemlerde pay sahibine ayrılma hakkı tanınması uygun görülmüştür. Fakat öneri metnine ilişkin tartışmalar sonuçlandırılmadığından, bu öneri geri çekilmiştir. Bu düzenlemedeki küçük ve orta ölçekli işletmelerin karşılığının, Türk Hukuku bakımından aile ortaklığı konumundaki anonim ortaklıklar olacağı kabul edilirse, ayrılma hakkının yönetimin kilitlenmesi

¹⁵⁷ Türk Hukuku açısından aile ortaklıklarında payın devri olanağının azaldığı, diğer taraftan ortaklığın gidişatından hoşnut olmayan, yönetim ve diğer pay sahiplerine güvenini yitiren pay sahibini ortaklıkta kalmaya zorlamanın ortaklığın menfaatine uygun olmadığı yönünde bkz. *Karasu*, R.: Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi, Güncelleştirilmiş 2. B., Ankara 2015, s. 194. Aynı yönde kişisel özelliklerin ağır bastığı anonim ortaklıklarda ayrılma hakkının payın devrinin zorlaşması nedeniyle savunulması gerektiği yönünde bkz. *Grunewald*, Austritt, s. 111; *Kalls*, Austrittsrecht, s. 366. Benzer bir öneri için bkz. *Aydın*, A.: Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi, İstanbul 2008, s.93.

¹⁵⁸ SPE ortaklık türünün düzenlenmesine ilişkin gelişmeler için bkz. Birinci Bölüm, I, C.

bağlamında tanınması düşünülebilecekse de¹⁵⁹, mevcut düzenlemeler kapsamında, bu uyuşmazlıkların çözülmesi bakımından da TTK'nın getirdiği bireysel pay sahipliği hakları ile azlık haklarının uygulanmasının gerekli olduğu sonucuna varılmalıdır. Özellikle TTK 531 hükmü ile getirilen haklı sebeple fesih kurumu kapsamında, mahkemenin ortaklığın feshi yerine davacı pay sahiplerinin paylarının satın alınmasına karar verebilmesi uyuşmazlıkların çözümü açısından önemli bir olanak olabilecektir.

Sonuç olarak, Türk Hukukunda halka açık anonim ortaklıklarda çoğunluk ile azınlık menfaatlerinin dengelenmesi ihtiyacına yönelik olarak getirilen önemli nitelikteki işlem kavramı ile kavram sonucunda doğan ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğu kurumları, halka kapalı anonim ortaklıklar bakımından gündeme gelen farklı dinamikler kapsamında bu ortaklıklar bakımından düzenlenmesi gereken kurumlar değildir.

C. Önemli Nitelikteki İşlemlerin Belirlenmesi

Önemli nitelikteki işlemlerin içeriğini belirleme yetkisi, öncelikle kanun koyucudadır. Önemli nitelikteki işlem kavramı, SPKn 23 hükmünde düzenlenerek pozitif hukuk kaynağına kavuşmuştur. Diğer taraftan, SPKn 23.1 hükmünde, önemlilik ölçüsü de dâhil olmak üzere önemli nitelikteki işlemlerde bulunulabilmesi veya kararların alınabilmesi için uyulması zorunlu usul ve esasları düzenleme yetkisinin

¹⁵⁹ Anonim ortaklıklarda haklı nedenle fesih kurumunun henüz düzenlenmediği dönemde kapalı olan aile tipi anonim ortaklıklarda istisnai hallerde bu kurumun uygulanması, bu konudaki kanun boşluğunun sürekli hukuki ilişkilerde ilişkiye son verebilme hakkı çerçevesinde doldurulması çerçevesinde *Çamoğlu* tarafından savunulmuştur, *Çamoğlu, E.: Kollektif Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi ve Ortağın Haklı Sebeple Çıkarılması*, İstanbul 2008, s. 58 dn. 11.

SPKr'ye verilmesi¹⁶⁰ sonucunda çıkarılan ÖNİ Tebliği'nde önemli nitelikteki işlemlere ilişkin içerik genişletilmiş ve işlemlerin bazıları için ayrıca karşılanması gereken önemlilik ölçütleri getirilmiştir. Dolayısıyla önemli nitelikteki işlemlerin içeriğinin belirlenmesine ilişkin yetki, Kanun'da çizilen sınırlar içinde SPKr'ye verilmiştir ve bu yetki, SPKr tarafından ÖNİ Tebliği'nin çıkarılması suretiyle kullanılmıştır. ÖNİ Tebliği'nde önemli nitelikteki işlemlerin içeriğinin belirlenmesinin yanı sıra, işlemlerin karara bağlanmasına ilişkin süreç, pay sahiplerinin korunması amacına hizmet eden ayrılma hakkı ile pay alım teklifi zorunluluğu, usul ve esaslara uyulmaması halinde SPKr tarafından alınabilecek tedbirler ve uygulanabilecek idari yaptırımlar ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Bu bağlamda, önemli nitelikteki işlemlerin içeriği, ÖNİ Tebliği 5.1 hükmünde belirlenmiştir. Önemlilik ölçütlerinin yer aldığı ÖNİ Tebliği 6.1 hükmü de önemli nitelikteki işlemlerin içeriğinin belirlenmesi açısından incelenmelidir. Ayrıca, ÖNİ Tebliği 5.2 hükmünde SPKr'ye ortaklıkların halka açılma öncesindeki vaat, taahhüt veya esaslı durumlarından önemli oranda farklılaşan veya somut bir konuda daha önceden bir vaat veya taahhütte bulunulmamış olsa dahi, bütüncül olarak ele alındığında ortaklığın faaliyetleri ve/veya ticari hayatında önemli ölçüde değişiklik meydana getirebilecek iş ve işlemlerin, önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilebilmesine ilişkin yetki verildiği dikkate alındığında, bu kapsamda yer alabilecek işlemlerin de

¹⁶⁰ SPKn Madde Gerekçeleri- Madde 24'te SPKr'ye verilen yetkinin, uygulamanın başlamasıyla birlikte yaşanacak olası çıkar çatışmaları ve benzeri sorunların hızla çözüme kavuşturulması ve değişen piyasa koşullarına uyum sağlanarak uygulamanın sağlıklı bir şekilde yönlendirilmesine hizmet edeceği belirtilmiştir (TBMM, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı: 3, Sıra Sayısı: 337, s. 27). Ancak SPKr'ye tanınan bu yetki, özerk kuruluşlara tanınan düzenleme yetkisinin uygulamayı kolaylaştırıcı ve ayrıntıya inen kuralları koymak için olduğu ve hukuk güvenliğinin hareketli bir zemine oturtulmasına yol açmaması gerektiği nedenleriyle eleştirilmiştir, *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 14- 102 s.388. Aynı yöndeki görüş için bkz. *Biçer, L./ Hamamcıoğlu, E.*: Anonim Ortaklıklarda Genel Kurulun Devredilemez Yetkileri Kapsamında Önemli Miktarda Şirket Varlığının Toptan Satışı ve Uygulama Alanı, Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, S.1, Haziran 2013, s. 44; *Adıgüzel*, Ayrılma Hakkı, s. 31.

önemli nitelikteki işlemlerin içeriğinin belirlenmesinde dikkate alınması gerekir. Bu yetki her ne kadar azınlığın korunmasını gerektiren ve fakat önemli nitelikteki işlemlerin mevzuatta belirlenen içeriğinde yer almayan işlemler açısından, halka açık anonim ortaklıkların önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alma sürecini takip etmeden karar almasını önlemek açısından yerinde ise de gerek yetkinin içeriğinin belirsiz olması¹⁶¹ gerek ise SPKr'nin kendisine Kanun ile verilen düzenleme yetkisini kullanması sonucu çıkardığı Tebliğ'deki bir hüküm ile yine kendisini yetkilendirmesine neden olması sebepleriyle eleştiriye açıktır.

Önemli nitelikteki işlemlerin içeriği, halka açık anonim ortaklık tarafından karara bağlanmak istenen bir işlemin önemli nitelikteki işlem olup olmadığının tespiti ve dolayısıyla bu kavrama ilişkin mevzuata uygunluğun sağlanıp sağlanmayacağının belirlenmesinde önem arz eder. Halka açık anonim ortaklık açısından bakıldığında bu incelemeyi yerine getirme görevi yönetim kurulundadır¹⁶². Yönetim kurulu, karara bağlanmak istenen bir işlemin önemli nitelikteki işlem olduğu belirlenen işlem gruplarından birine girip girmediğini, giriyor ise ÖNİ Tebliği 6 hükmünde belirtilen önemlilik ölçütlerini karşılayıp karşılamadığını incelemekle yükümlüdür. Hatta ÖNİ Tebliği 6.3 hükmünde, 6.1 ve 6.2 hükümlerinde getirilen niceliksel önemlilik ölçütleri açısından, ilgili ölçütlerin altında kalırsa bile, her durumda yönetim kurulunun malvarlığının ortaklığın faaliyetleri açısından taşıdığı önemi dikkate alarak

¹⁶¹ ÖNİ Tebliği 5.2 hükmünde öngörülen ölçütlerin amaca uygun bir çerçeve çizilmesine elverişli olmadığı yönünde bkz. *Manavgat*, Halka Açık, s. 311. Ayrıca ilgili yetki çerçevesinde bir işlemin önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilmesi yetkisinin işlemin tamamlanmasından önce mi yoksa sonra mı kullanılacağı ve bu tespit sonrasında ne yapılacağının belirsizliği hakkında bkz. *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 264.

¹⁶² *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 273.

değerlendirme yapması gerektiği belirlenmiştir. Yönetim kurulunun gerçekleştirmesi gereken bu değerlendirmelerin yanı sıra, ÖNİ Tebliği 5.2 hükmü kapsamında, SPKr'nin, ortaklıkların halka açılma öncesindeki vaat, taahhüt veya esaslı durumlarından önemli oranda farklılaşan veya somut bir konuda daha önceden bir vaat veya taahhütte bulunulmamış olsa dahi bütüncül olarak ele alındığında ortaklığın faaliyetleri ve/veya ticari hayatında önemli ölçüde değişiklik meydana getirebilecek iş ve işlemleri, önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirme ihtimalini de dikkate alması gerekecektir¹⁶³.

Sonuç olarak, önemli nitelikteki işlemler açısından, işlemlerin içeriğinin değişen koşullara göre hızlı bir şekilde belirlenebilmesine ilişkin esneklik sağlamak bakımından SPKr'ye işlemleri belirleme yetkisinin verilmesi yerinde olmakla birlikte¹⁶⁴; özellikle ÖNİ Tebliği 5.2 hükmünde SPKr'ye tanınan yetkinin içeriğinin belirsiz olması ve bu yetkinin kavramın amacına uygun şekilde kullanılıp kullanılamayacağı tartışmaya açıktır. Kavrama ilişkin mevzuatın uygulanabilmesi açısından işlemlerin içeriğinin halka açık anonim ortaklıklar tarafından öngörülebilir olması ve SPKr'nin kavram açısından kendisine tanınmış bulunan yetkileri amacına uygun şekilde kullanması gerekmektedir.

¹⁶³ Ortaklık yönetim kurulunun gerçekleştirmeyi tasarladığı ve ÖNİ Tebliği 5.2 hükmünde sayılan ölçütlere uygun olduğunu düşündüğü işlemler öncesinde SPKr'ye başvurarak görüş alması ve yapılacak değerlendirmeye göre yöntem belirlemesinin mümkün olduğu, ancak yönetim kurulunun işlemlerin bu kapsama girmediğini düşünerek ya da bilinçli olarak özellikli karar alma sürecinden kaçınmak amacıyla SPKr'ye başvurmadan işlemi gerçekleştirebileceği, işlemin özel durum açıklamasını gerektirmesi halinde tespit edilebilmesine rağmen özel durum açıklamasının gerekmediği hallerde SPKr'nin bu işlemten habersiz olacağı yönünde bkz. *Manavgat*, Halka Açık, s. 310-311.

¹⁶⁴ Nitekim SPKn Genel Gerekçesi'nde piyasaların ihtiyaç duyduğu esneklik, gelişmelere tepki verebilme ve uyum kabiliyetinin idari otoriteye ikincil düzenleme yapma yetkisinin verilmesi ile sağlanmaya çalışıldığı belirtilmiştir (TBMM, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı:3, Sıra Sayısı: 337, s. 13). Ancak Gerekçe'de de vurgulandığı üzere, ikincil düzenleme yapma yetkisinin, piyasadaki öngörülebilirlik ihtiyacı gereği sınırları belirlenmiş bir şekilde verilmesi gerekmektedir. Ayrıca bkz. *Bektaş*, s. 770. SPKr'ye tanınan yetkinin pek çok işlemin önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilmesi sonucunu doğurabileceği, ancak mevzuatta belirlenen işlemler dışındaki bir işlemin önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilmesinin hakkaniyet bağlamında gerekli olabileceği yönünde bkz. *Adıgüzel*, Ayrılma Hakkı, s. 31.

Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin uygulama, çoğunluk karşısında azınlığın korunmasına hizmet edebilecek şekilde doğru işlemelidir. Karar almaya ilişkin olarak mevzuatta öngörülen süreç ile pay sahiplerinin korunması açısından getirilen ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğu, ortaklıklar tarafından sadece bir yük olarak algılanır ve bunlardan kaçılması için çeşitli yollar aranırsa, azınlığın korunması amacına ulaşılması zorlaşacaktır. Bu hallerde her ne kadar ÖNİ Tebliği 5.2 hükmündeki yetki çerçevesinde SPKr'nin bir işlemi önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirebilmesi yetkisi devreye girebilecekse de, sınırları belirsiz olan bu yetkinin¹⁶⁵ yerinde kullanılması gerekecektir.

D. Temel Özellikleri

1. Halka Açık Anonim Ortaklığın Hukuki ve/veya Ekonomik

Devamlılığını Etkilemesi

Önemli nitelikteki işlem kavramının tarihsel gelişimi dikkate alındığında, kavram içerisinde yer verilen işlemlerin, halka açık anonim ortaklığın hukuki ve/veya ekonomik devamlılığını etkileyen işlemler oldukları tespit edilmektedir. Birleşme işlemi gibi ortaklığın tüzel kişiliğinin sona ermesi sonucunu doğuran işlemlerin yanı sıra ortaklığın

¹⁶⁵ Ayrılma hakkının tarihsel gelişimi açısından öncü konumundaki ABD açısından da, bu hakkı doğuran işlemlerin kanuni düzenlemelerde açık bir şekilde belirlenmesi gerektiği vurgulanmıştır, *Lattin, Reappraisal*, s. 1181. Türk Hukukunda önemli nitelikteki işlem ve ayrılma hakkı kavramlarının düzenlenmemiş olduğu dönemde bu kavramların düzenlenmesine ilişkin önerisinde *Sönmez*, işlemlerin kanunda sınırlı olarak sayılmasını savunmakta ve SPKr'ye ilgili hallerin kapsamını tebliğle genişletme yetkisi verilmesine gerek olmadığını belirtmektedir (s. 215). *Özdoğan* da, yine kavramın sermaye piyasası mevzuatında düzenlenmesinden önce gerçekleştirdiği incelemesinde, hakkın tanındığı genel kurul kararlarının tahdidi olarak belirlenmesi gerektiğini ifade etmektedir (s. 749).

faaliyetini ekonomik olarak bulunduğu konumdan farklı bir duruma getirebilecek olan faaliyet konusunun değiştirilmesi gibi işlemler önemli nitelikteki işlemlerin belirlenmesi bakımından dikkate alınmıştır. Önemli nitelikteki işlemlerin halka açık anonim ortaklığın hukuki veya ekonomik devamlılığına ilişkin etkisi açısından, etkilerin boyutlarının pay sahibinin ortaklıktaki yatırımı ile kıyaslandığında büyük olması da belirleyicidir¹⁶⁶.

Önemli nitelikteki işlemlerin ortaklık faaliyetinin riskine ilişkin değişiklik yaratmak suretiyle yatırımcıların bir kısmı için payın değerini azalttığı görüşü¹⁶⁷ de, önemli nitelikteki işlemlerin temel özelliklerden biri olan ortaklığın hukuki ve/veya ekonomik devamlılığını etkileme unsuruna bağlı olarak ortaya atılmıştır.

2. Yatırımcının Yatırım Kararını Etkileyen Koşulların Değişmesi

Önemli nitelikteki işlemlerin bir diğer özelliği, işlemlerin ortaklık üzerindeki etkilerinin pay sahiplerine yansımalarının dikkate alınmış olmasıdır. Önemli nitelikteki işlem, ortaklığın faaliyeti üzerinde değişiklik yaratarak ortaklığı, pay sahibinin yatırımda bulunduğu ortaklıktan başka bir ortaklık haline getirmektedir¹⁶⁸. Önemli nitelikteki

¹⁶⁶ *Rock/ Davies/ Kanda/ Kraakman*, s. 184.

¹⁶⁷ *Macintosh*, s. 209; *Letsou*, s. 1141. Benzer şekilde, işlemlerin, ortaklığa ilişkin yatırımın doğasını ve içerdiği riski değiştirdiği yönünde bkz. *Magnet*, s. 102.

¹⁶⁸ *Fischel*, s. 878; *Levy*, s. 421; *Dickerson*, R. W. V./ *Howard*, J. L./ *Getz*, L.: *Proposals for New Business Corporations Law for Canada*, V. I, Commentary, Ottawa 1971, s. 115, http://publications.gc.ca/collections/collection_2011/ic/RG35-1-1971-1-eng.pdf (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017); *Eisenberg*, Structure, s. 78; *Wertheimer*, Purpose, s. 662.

işlemin ortaklık üzerinde yarattığı değişim sonucunda, pay sahibinin yatırım kararı verdiği zamana göre koşullar önemli ölçüde farklılaşmıştır¹⁶⁹.

Önemli nitelikteki işlemlerin ortaklık üzerindeki etkileri sebebiyle pay sahibinin yatırım yaptığı zamana göre paya ilişkin koşulların farklılaşmasının dikkate alınması, ayrılma hakkının oy birliği kuralından oy çokluğuna geçilmesi ile açıklanmasına ilişkin klasik anlayış içerisinde yer alır. Bir ortağın onayı olmadan yatırımda bulunduğu ortaklıktan farklı yapıdaki bir ortaklıkta pay sahibi olmaya zorlanamayacağı düşüncesi hareket noktasıdır.

3. Hâkim Ortağın Menfaatine Hizmet Etme Olasılığının Yüksek Olması

Önemli nitelikteki işlem kavramının tarihsel gelişimi incelendiğinde, hâkim ortağın menfaatinin ortaklık ve diğer pay sahiplerinin menfaatinin önüne konulması olasılığının yüksek olduğu işlemlerin de sıklıkla önemli nitelikteki işlem olarak kabul edildiği görülmektedir¹⁷⁰. Özellikle azınlık pay sahiplerinin çıkarılmasına sebep olan birleşme işlemleri bu tür işlemler arasındadır¹⁷¹. Ayrılma hakkının tarihsel gelişimi açısından öncü konumdaki ABD’de, hâkim ortağın/ortakların ve yöneticilerin sadakat yükümlülüklerini ihlal etmeleri nedeniyle sorumluluklarına gidilmek üzere açılan

¹⁶⁹ *Magnet*, s. 101.

¹⁷⁰ *Kanda/ Levmore*, s. 443; *Carney*, s. 70; *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 177; *Özdoğan*, s. 719.

¹⁷¹ *Magnet*, s. 114; *Thompson*, R.B., *Squeeze-Out*, s. 418.

davaların uzun ve masraflı olabileceği, ayrıca aykırılığın tespitinin güç olduğu, ayrılma hakkının ise aykırılıkların tespitini mümkün kıldığı ifade edilmiştir¹⁷².

Önemli nitelikteki işlemlerin kavramsal olarak düzenlenmesi, azınlık pay sahipleri için korumalar tanınmak suretiyle, çoğunluğun karar alma gücünün sağlamaştırılmasına hizmet etmektedir¹⁷³. Bu bağlamda da ayrılma hakkı, hâkim ortağın karar alma gücünü artırması nedeniyle eleştirilmiştir¹⁷⁴.

4. Yatırımcıya Adil Koşullarda Yatırım Kararı Verme Olanığının Sunulması

Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alan çoğunluk arasında yer almayan azınlık pay sahiplerinin korunması, ayrılma hakkı veya pay alım teklifi zorunluluğu uygulamaları ile mümkün olmaktadır. Önemli nitelikteki işlemlere bağlanan bir sonuç olarak yatırımcıya adil koşullarda payını devretmek veya ortaklıkta yer almaya devam etmek arasında tercihte bulunma olanağı sunulması, işlemlerin temel özelliklerinden bir diğeridir.

Sermayenin bütünü bağlamında küçük bir oranı elinde bulunduran pay sahipleri, karar alma mekanizmasına payı oranında katılabildiklerinden diğer dava ve olanakların yanı sıra ayrılma hakkı tanınarak korunmaktadırlar¹⁷⁵. Anonim ortaklıklarda her ne

¹⁷² *Kanda/Levmore*, s. 443- 444; *Manning*, s. 229.

¹⁷³ *Wertheimer*, Purpose, s. 666.

¹⁷⁴ *Manning*, s. 230; *Vorenberg*, s. 1210.

¹⁷⁵ *Kalls*, Austrittsrecht, s. 368. Ortaklığı kontrol eden ortaklar dışındaki ortakların, azınlıkta kalan pay sahiplerinin korunmasının, sermaye piyasası bakımından ortaklığa yatırım yapılmasını temin ettiğine ilişkin olarak bkz. *Hansmann/ Kraakman*, s. 442.

kadar payların serbestçe devredilmesi mümkün olsa da, ilgili kararlar neticesinde, ortaya çıkan değişimden etkilenecek payların devredilmesi, karara katılmayan ve dolayısıyla kararın alınması açısından azınlıkta kalan pay sahiplerinin zarara uğramasına neden olabilmektedir¹⁷⁶. Çoğunluk ilkesi çerçevesinde belirli bir yeter sayı ile alınan kararlar neticesinde, bu karara katılmayan pay sahiplerinin kararın yaratacağı değişimden etkilenecek paylarını satmak durumunda kalması tehlikesinin önüne geçmek amacıyla ayrılma hakkı öngörülmüştür¹⁷⁷.

Önemli nitelikteki işlemlerin belirlenmesindeki ölçütün işlemlerin büyüklüğünün ortaklığın değerine oranından ziyade, pay sahiplerinin yatırımlarını yeniden değerlendirmesi ve işlemlerin sonuçlarının sadece işleme karşı çıkmamış olanları etkilemesi gereklilikleri olduğu ifade edilmiştir¹⁷⁸.

III. Önemli Nitelikteki İşlemin Etkileri

A. Genel Olarak

Önemli nitelikteki işlemler, karara bağlandıkları ortaklığa ilişkin menfaat gruplarını ve bu grupların birbirleriyle olan ilişkilerini etkiler. Kavram içerisinde yer alan işlemler, kavramı hukuk sistemlerine dâhil eden ülkelerin mevzuatı tarafından belirlendiğinden, hukuk sistemlerinin ihtiyaçlarına göre şekillendirildiğinden ve ayrıca karara bağlanan önemli nitelikteki işlemlerin ortaklıkların ekonomik durumu üzerinde

¹⁷⁶ Payın devredilmesine ilişkin serbesti ilke olmakla birlikte pay sahibi paya alıcı bulmak konusunda güçlüklerle karşılaşabileceği gibi payın piyasa değerinin düşük olması nedeniyle zarara uğrama olasılığı da gündeme gelebilmektedir, *Turan*, G.: 6362 Sayılı Kanun'da Halka Açık Ortaklık Pay Sahiplerine Tanınan Ayrılma Hakkı, *Legal Hukuk Dergisi*, C. 12, S. 139, 2014, s. 81.

¹⁷⁷ *Wertheimer*, *Fair Value*, s. 613-614.

¹⁷⁸ *Manavgat*, *Halka Açık*, s. 294.

farklı etkileri olabileceğinden her bir önemli nitelikteki işlem açısından geçerli olacak şekilde etki belirlemesi yapılması mümkün gözükmemektedir. Diğer taraftan önemli nitelikteki işlemlerin, anonim ortaklığa ilişkin menfaat grupları açısından doğurduğu etkilerin ortak özelliklerinin incelenmesi, tarihsel gelişimdeki temel basamakların mevzuattaki düzenlemelere yansıyan yönlerinin tespiti açısından gereklidir.

Önemli nitelikteki işlemlerin, bu işlemler açısından menfaatlerin dengelenmesi ve işlemlere ilişkin kuralların düzenlenmesi gerekliliklerini doğuran etkileri hakkında kavramın ele alındığı hemen her incelemede farklı yorumlarda bulunulmuştur. Bu konuda, işlemlerin gerçekleştirildikleri ortaklığın faaliyet yapısında köklü değişiklik meydana getirmesi¹⁷⁹, faaliyete ilişkin riski farklılaştırması gibi değişiklik üzerinde yoğunlaşan bakış açılarının yanı sıra ekonomik olarak yerinde olmayan kararlarla işletmenin değerinin azaltılmasına¹⁸⁰ odaklanan yaklaşımlar da bulunmaktadır.

Önemli nitelikteki işlem kavramının içeriği, kavramın düzenlendiği hukuk sisteminde mevzuat hükümleriyle doldurulur^{181 182}. Yine ilgili hukuk düzeninde kavrama bağlanan hüküm ve sonuçlar işlemin gerçekleştirilmesi halinde doğar. Önemli nitelikteki

¹⁷⁹ *Levy*, s. 421; *Magnet*, s. 102; *Fischel*, s. 878; *Wertheimer*, Purpose, s. 662.

¹⁸⁰ *Macintosh*, s. 208.

¹⁸¹ *Rock/ Davies/ Kanda/ Kraakman*'a göre, hukuk düzenlerinin önemli nitelikteki işlemlere ilişkin seçimleri ve bu işlemleri nasıl düzenlediğinin farklılaşması, ilgili hukuk düzeninde pay sahipleri, azınlık ve diğer menfaat sahiplerine ilişkin önceliklerin farklı olmasına ve ortaklıklarla ilgili olarak pay sahipliği yapısının dağınık veya yoğunlaşmış olmasına göre farklı vekalet sorunlarının ortaya çıkmasına dayanmaktadır, s. 184.

¹⁸² Önemli nitelikteki işlem kavramının içerisinde sıklıkla yer bulan işlem birleşmedir, *Manning*, s. 226; *Wiedemann*, Abfindungsrecht, s. 478. Birleşme işlemlerinin, ülkelerin kavramın içeriğini farklı düzenleme eğilimleri karşısında dahi, önemli nitelikte işlem olarak en çok kabul gören işlem olduğu yönünde bkz. *Thompson*, R.B., Exit, s.9. Birleşme işlemlerinin ortaklığa ilişkin menfaatleri bulunanlar açısından büyük ölçüde değişiklik yaratması ihtimalinin bulunması nedeniyle özel kurallarla düzenlendiğini yönünde bkz. *Rock/ Davies/ Kanda/ Kraakman*, s. 197. Birleşme işlemi ve bu işlem yönünden tanınan ayrılma hakkına ilişkin çarpıcı bir benzetme *Manning* tarafından yapılmıştır. *Manning*, birleşmeyi, atı bulunan kişinin kendisini bir anda inek sahibi bulmasına benzetmektedir ve bu değişimin kendisinin onayını gerektirdiğini belirtmektedir, s. 246.

işlem, en yalın haliyle menfaat dengelenmesi amacına hizmet etmektedir. Hukuk sistemlerinde ilgili hukuk sisteminin dinamikleri gözetilerek menfaat dengelenmesini gerektiren hallerin dikkate alınması suretiyle önemli nitelikteki işlemlerin belirlenmesi, kavramın esnek olması sonucunu doğurmaktadır. Dolayısıyla, önemli nitelikteki işlem, menfaat çatışmalarının dengelenmesi amacına hizmet eden ve hukuk sisteminin ihtiyaçlarına göre şekillendirilen bir araçtır.

Kavramın ortaya çıktığı ABD’de eyaletler tarafından farklı işlemler önemli nitelikteki işlem olarak kabul görmüştür¹⁸³. AB üyesi ülkelerde de hangi işlemlerin önemli nitelikteki işlem olarak belirlendiği ve kavrama bağlanan sonuçlar farklılık göstermektedir¹⁸⁴. Ayrıca, kavramın farklı dinamikler üzerine kurulu bulunan Anglo-Sakson hukuk sistemi ve Kıta Avrupası hukuk sisteminin her ikisinde yer alan ülkeler tarafından da düzenlendiği dikkate alındığında, önemli nitelikteki işlemi karara bağlamak isteyen ortaklığın hangi hukuk sistemi içerisinde faaliyetlerini sürdürdüğünün de işlemin etkilerinin farklılaşmasına neden olacağı sonucuna varılmalıdır¹⁸⁵. Nitekim bu iki hukuk sistemi arasındaki temel fark, anonim ortaklıklara ilişkin olarak pay sahipliği yapısının farklılaşması; Anglo- Sakson hukuk sistemi açısından dağınık pay sahipliği yapısı egemen iken, Kıta Avrupası hukuk sisteminde çoğunlukla hâkim ortağın

¹⁸³ Looney Jr., s. 85. Önemli nitelikteki işlemlerin eyaletler açısından farklılaşmasının, işlemlerin ortak noktasının belirlenemez olmasına sebep olduğu eleştirisi için bkz. Siegel, Twenty- First Century, s. 81; Wertheimer, Purpose, s. 670. Eyaletlerin düzenlemeleri kapsamında pay sahipleri üzerinde aynı etkileri doğuran işlemler açısından dahi farklılıklar bulunduğu yönünde bkz. Schulman/ Schenk, s. 1529.

¹⁸⁴ Rock/ Davies/ Kanda/ Kraakman, s. 222.

¹⁸⁵ Önemli nitelikteki işlemin kavramsal içeriğinin AB’deki görünümü için bkz. Rock/ Davies/ Kanda/ Kraakman, s. 183. Önemli nitelikteki işlemin ABD’deki kavramsal içeriği ayrılma hakkının gelişimi çerçevesinde şekillenmiştir. Önemli nitelikteki işlemler ayrılma hakkının tanındığı işlemlerdir. Bkz. Fischel, s. 875; Letsou, s. 1121. Önemli nitelikteki işlemlerin Anglo-Sakson hukuk sistemi ve Kıta Avrupası hukuk sistemindeki farklı görünümlerinin karşılaştırılması ve bu farklılığın nedenleri için bkz. Rock/ Davies/ Kanda/ Kraakman, s. 222- 224.

varlığına dayanan bir yapılanmanın bulunmasıdır¹⁸⁶. Dolayısıyla, dağınık pay sahipliği yapısının egemen olduğu Anglo- Sakson hukuk sistemindeki ülkeler açısından ortaklıktaki temel menfaat çatışması yönetim ile pay sahipleri arasında oluşurken; Kıta Avrupası hukuk sistemindeki ülkelerde genellikle hâkim ortağın varlığının yaygın olması nedeniyle hâkim ortak ile diğer ortaklar arasında¹⁸⁷ menfaat çatışmaları yaşanmaktadır.

Öte yandan, hukuk sistemleri arasındaki bir diğer önemli farklılık, Anglo- Sakson hukuk sisteminde işlemlerin gerçekleştirilmesine ilişkin kuralların daha esnek olması ve ortaya çıkan sorunların mahkemeler aracılığıyla çözülmesi anlayışının hâkim olması karşısında, Kıta Avrupası hukuk sistemi içerisinde yer alan ülkelerde önemli nitelikteki işlemler kapsamındaki işlemlerin ayrıntılı hukuki düzenlemeler ile kurala bağlanması anlayışının hâkim olmasıdır¹⁸⁸. Örneğin, birleşme işlemleri bağlamında ABD’de azınlığın çıkarılmasının gündeme geldiği birleşme türleri, uygulamanın bu arayışa yönelmesi, karşılaşılan uyuşmazlıkların mahkeme tarafından yorumlanması ve

¹⁸⁶ Pay sahipliği yapısının dağınık ve yoğunlaşmış olarak iki farklı uç şeklinde ayrılmasının pay sahipliğine ilişkin farklı yapılanmaların anlaşılması bakımından konuyu basitleştirmeyi sağladığına, ancak diğer taraftan konunun farklı katmanlardaki pay sahipliği ve pay sahipleri arasındaki bağlantılar nedeniyle daha karmaşık olduğuna ilişkin olarak bkz. OECD Corporate Governance Factbook, 2017, s. 11. <http://www.oecd.org/daf/ca/corporate-governance-factbook.htm> (Son Erişim Tarihi: 03.10.2017). Yine aynı raporda, ABD’deki ortaklıkların dağınık pay sahipliği yapısı ile birlikte anılmasına rağmen, Amazon, Facebook gibi borsada işlem gören ortaklıklarda kontrol eden pay sahiplerinin varlığının yaygın olduğuna dikkat çekilmiştir (s. 11).

¹⁸⁷ Hâkim ortağın bulunduğu pay sahipliği yapısı, hâkim ortağın yönetimde yer alması isteğinin artması nedeniyle yönetim kapsamında menfaat çatışmasının yaşanmasının önüne geçmekle birlikte, hâkim ortağın ortaklık malvarlığını kendi lehine yönlendirmesi tehlikesini artırmaktadır, bkz. *Paccès, A.: Rethinking Corporate Governance, Law and Economics of Control Power*, New York 2012, s. 69. Pay sahipliği yapısının farklılaşması kapsamında farklılaşan menfaat çatışmalarına ilişkin olarak bkz. *Pash, Kurumsal Yönetim*, s. 58.

¹⁸⁸ *Rock/ Davies/ Kanda/ Kraakman*, s. 223.

kanun koyucunun bu gelişmelere tepki vermesinin ürünleri iken¹⁸⁹, İngiltere’de¹⁹⁰ ve Kıta Avrupası ülkelerinde güç yoğunlaşmaları karşısında düzenleyici ve müdahale edici bir yaklaşım bulunmakta¹⁹¹ ve bu bağlamda pay alım teklifi, çıkarma ve satın alma hakları gibi düzenlemelerde azınlık ortakları korunmaya çalışılmaktadır.

Bu noktada, Anglo- Sakson hukuk sistemi ile Kıta Avrupası hukuk sisteminde farklılaşan başka bir anlayışa da değinmek yerinde olabilir. Hukuk ve ekonomi disiplininin temel fikirlerinden biri olan bu yaklaşıma göre, taraflar arasındaki ilişkilerde işlem maliyetlerinin paylaştırılması açısından iki sistem benimsenebilir. Bunlardan ilki, mülkiyet ve pay sahipliğinin ön plana alınması kapsamında malikin korunması ve mülkiyetin malike verdiği yetkilerin aykırılık içeren işlemleri dışlaması olarak özetlenebilecek olan mülkiyet kuralıdır. Diğer sistem ise, taraflar arasındaki ilişkilerde mülkiyet yerine sorumluluk esasının belirleyici olması ve hukuka aykırılık halinde mağdurun zararının adil bir şekilde telafi edilmesi koşulu ile kişilerin eylemlerinin

¹⁸⁹ Doğru, s. 105. ABD’de sermaye piyasası hukuku bağlamında kontrol değişikliğine ilişkin olarak ortakların haklarını korumak bakımından sadece çağrı işlemine ilişkin düzenleme yapılmış ve bu amaçla kullanabilecek olan birleşme işlemlerine ilişkin düzenleme yapma yetkisi eyaletlere bırakılmıştır; bu bağlamda özellikle ortaklıktan çıkarma yoluyla birleşmelerde azınlığın korunması gerekliliği gündeme gelmiştir. Dolayısıyla ayrılma hakkı bu ihtiyaca yönelik olarak şekillenmiştir, Doğru, s. 105. “Cash- out mergers” kavramının ortaya çıkışı, gelişimi ve düzenlenmesi hakkında bkz. Weiss, E. J.: The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective, New York Uni. L. Rev., V. 56, I. 4, 1981, s. 624; Thompson, R. B., Squeeze-Out, s. 418; Wertheimer, Purpose, s. 676; Geis, s. 1644.

¹⁹⁰ İngiltere’de azınlığın korunmasına ilişkin genel yaklaşım ile kontrol değişikliğine ilişkin yaklaşım, ayrılma hakkının gelişimi çerçevesinde özellik arz eder. İngiltere’de azınlığın korunmasına ilişkin genel yaklaşım ABD’de olduğu gibi *ex post* koruma ve dava haklarının tanınması yönünde olmakla birlikte, bu sistem kontrol değişikliklerinde çağrı zorunluluğu sisteminin yerleşmesinde öncü düzenlemeye sahiptir. Dolayısıyla, ABD’de kontrol değişikliği işlemleri bağlamında azınlığın korunması gereklilikleri kapsamında oldukça geniş bir uygulamaya konu olan ayrılma hakkının İngiltere’deki görünümü, kontrol değişikliğine ilişkin düzenlemeler nedeniyle sınırlı kalmıştır.

¹⁹¹ İngiltere’deki çağrı zorunluluğu düzenlemesinin özellikleri ve ABD’deki kontrol değişikliği yaklaşımı ile arasındaki farklar için bkz. Armour, J./ Skeel Jr., D. A.: Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why?- The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation, Georgetown L. J., V. 95, I. 6, 2006- 2007, s. 1729- 1730.

serbest bırakılması anlayışını yansıtan sorumluluk kuralıdır¹⁹². Azınlık içerisinde yer alan pay sahiplerinin korunması bağlamında incelendiğinde, Anglo- Sakson hukuk sisteminde *ex post* koruma yaklaşımının sergilendiği¹⁹³, bu bağlamda sorumluluk anlayışının hüküm sürdüğü; Kıta Avrupası sisteminde ise daha çok azınlığın çoğunluğa engellemesine yönelik *ex ante* korumaların sağlandığı¹⁹⁴ yani mülkiyet anlayışının hüküm sürdüğü söylenebilir. Önemli nitelikteki işlem ve ayrılma hakkı kavramları, azınlığın korunmasının *ex post* araçlarla ve davalarla sağlandığı ABD’de¹⁹⁵, sorumluluk kuralı ile mülkiyet kuralının dengelenmeye çalışıldığı bir sistemi yansıtır. Her ne kadar bazı eyaletlerde ayrılma hakkının karşılığı işlem sonrasında dava açılması suretiyle belirlenecek de olsa azınlığın sahip olduğu paylar üzerindeki mülkiyet hakları, ayrılma hakkı kapsamında paylarının adil karşılığı ödenmek suretiyle ön plana alınmaktadır. Dolayısıyla ayrılma hakkı kapsamında, ABD sisteminde hâkim olan sorumluluk kuralı, azınlığın paylarına ilişkin mülkiyet haklarının dikkate alınması suretiyle yumuşatılmaktadır. Kavramın Kıta Avrupası’ndaki görünümünde ise, bu sistemde azınlığın kural olarak mülkiyet kuralına dayanan engelleyici bir yaklaşım çerçevesinde korunduğu dikkate alınarak, sorumluluk anlayışına kayan ve çoğunluğa esneklik sağlayan bir yaklaşım benimsenmelidir.

¹⁹² Mülkiyet kuralı (*property rule*) ve sorumluluk kuralı (*liability rule*) hakkında geniş bilgi için bkz. Calabresi, G./ Melamed, A. D.: Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral, Harvard L. R., V. 85, I. 6, 1971- 1972, s. 1092- 1093.

¹⁹³ ABD ve İngiltere’de azınlığın benzer şekilde dava hakları tanınması suretiyle korunduğu yönünde bkz. Miller, s. 581.

¹⁹⁴ Türk Hukuku açısından azlık hakları temelinde değerlendirme yapılması gerekirse, bu hakların “engelleme” işlevleri bulunmaktadır. Bkz. Ulaş Kısa, s. 510; Paşlı, A.: Anonim Ortaklıkta Kontrol Sahibinin Özel Durumu, İÜHF, C. LXVI, S. 2, 2008, s. 355.

¹⁹⁵ ABD açısından oy birliği kuralından oy çokluğuna geçilmesi ile mülkiyet hakkının yerini sorumluluk kuralının aldığı, zarar tazmininin mahkemenin eda hükmünün yerine geçtiğine ilişkin olarak bkz. Schwenk, s. 657. Manning de ayrılma hakkının gelişiminin sözleşmeler hukukunun ABD’deki gelişimine bağlı olduğunu ve bu bağlamda sözleşmeler bakımından yaşanan tarihsel gelişim içerisinde, sabitlik yerine esnekliğin, mülkiyet hakkı yerine talep anlayışının ön plana çıktığını ifade etmektedir (s.229).

Konuya önemli nitelikteki işlemin Türk Hukukundaki yeri açısından yaklaşıldığında ise, kavramın içerisindeki işlemler, bu işlemlerdeki karar alma yöntemi, hüküm ve sonuçlar pozitif hukuk kuralları ile düzenlenmiş olduğundan “önemli nitelikteki işlem” kavramı sermaye piyasası mevzuatındaki ilgili kavram için kullanılabilecektir. Bu doğrultuda, önemli nitelikteki işlemlerin içeriği SPKn 23.1 ve ÖNİ Tebliği 5.1, 5.2 hükümleri çerçevesinde belirlenir ve işlemlerin mevzuattaki usule uygun olarak karara bağlanması sonucunda pay sahipleri ayrılma hakkı tanınması ile veya pay alım teklifi zorunluluğu vasıtasıyla korunur. Türk Hukuku açısından ortaklıkların halka açıklık oranlarının¹⁹⁶ düşük olması ve hâkim ortağın varlığının yaygın olması nedenleriyle, ayrılma hakkının azınlığı koruyucu ve paylar açısından likidite sağlama işlevleri ön plana çıkmaktadır¹⁹⁷.

Önemli nitelikteki işlemlerin menfaat gruplarına etkilerinin incelenmesi faaliyeti bakımından, menfaat gruplarının hangi yöntemle belirlendiği açıklığa kavuşturulmalıdır. Anonim ortaklığın işleyişinde menfaati bulunanların belirlenmesi, esasen “ortaklık” kavramı hakkında ortaya çıkan temel görüşlerin incelenmesini gerektirmektedir. Tarihsel gelişimi içerisinde ortaklıklar öncelikle devlet eliyle bahşedilen imtiyazlara dayanan yapay kişiler (*artificial legal entities*) olarak görülmekteydiler¹⁹⁸. Ortaklıkların sözleşme temelinde açıklanması daha sonra gerçekleşmiştir. Sözleşmeye dayanan görüşe göre ise,

¹⁹⁶ Halka açık anonim ortaklıklardaki ortalama halka açıklık oranı 2017 yılının ilk altı ayı için %32.09’dur, Borsa Trendleri Raporu, TÜYİD, Sayı: XXI, Nisan- Haziran 2017, s. 6. Metin için bkz. https://www.tuyid.org/files/Borsa_Trendleri_Raporu_XXI.pdf (Son Erişim Tarihi: 12.10.2017).

¹⁹⁷ TBMM, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı:3, Sıra Sayısı: 337, Madde 24, s.26. Bu tespit ile birlikte belirtmek gerekir ki, önemli nitelikteki işlemler ve bu işlemler nedeniyle doğan ayrılma hakkı kapsamında Türk Hukukunda payların likide çevrilmesi olanaklarının arttığı tespiti, yine yatırımın likide çevrilmesi gerekliliğinin söz konusu olduğu halka kapalı anonim ortaklıklar bakımından da hakkın düzenlenmesi gerektiği sonucuna kanımızca götürmemelidir. Konuya ilişkin değerlendirme için bkz. yukarıda Birinci Bölüm, II, B.

¹⁹⁸ “İmtiyaz Teorisi- *Consession Theory*” olarak adlandırılan görüş için bkz. *Hessen*, s. 1328.

ortaklıklar kurucuların iradelerine dayanan, farklı katılımcılar arasındaki sözleşmeler açısından oluşan yapılardır¹⁹⁹. Ortaklık yapılanmasını sözleşme olarak açıklayan görüşlerin de temelini aldığı ve etkilendikleri fikir, Berle ve Means tarafından ortaya atılan mülkiyet ve kontrol ayrımı fikridir²⁰⁰. Sözleşme görüşü çerçevesinde, pay sahiplerinin konumu, bunların ortaklığın alacaklıları veya çalışanları gibi sabit bir talep haklarının bulunmaması ve tasfiye halinde arta kalan değerden talepte bulunabilmeleri pay sahiplerinin korunması düşüncesinin oluşmasına neden olmuştur²⁰¹. Pay sahiplerinin değerinin artırılması görüşü, daha sonra, ortaklıkta menfaatleri bulunan diğer grupların da dikkate alınması gerekmesi nedeniyle eleştirilmiş; ilgililer teorisi adını alan bu görüş çerçevesinde ortaklığın pay sahipleri dışındaki diğer menfaat gruplarını dikkate alması gerekliliğinin²⁰² yanı sıra ortaklığın topluma karşı da görevlerinin bulunduğu vurgulanmıştır²⁰³.

¹⁹⁹ Bratton Jr., s. 450.

²⁰⁰ Coffee Jr., J.C.: Shareholder Versus Managers: The Strain in the Corporate Web, Michigan L. R., V.85, I. 1, 1986- 1987, s 15.

²⁰¹ “Pay Sahipleri Teorisi” hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Hansmann/ Kraakmann, s. 440-442; Şehirali Çelik (Kırcal/ Manavgat), C.1, s. 247- 250. Teorinin önde gelen savunucularından Milton Friedman, New York Times Magazine’de yayımlanan “The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profit” başlıklı 13.10.1970 tarihli yazısında, ortaklıkların yapay varlıklar olmaları sebebiyle sosyal amaçları olamayacağını, ortaklığın vekili konumundaki yöneticilerin ise bir başkasının parasını harcamak suretiyle sosyal roller üstlenemeyeceğini, ortaklığın tek “sosyal” amacının kârını artırmak olduğunu belirtmiştir. Metin için bkz. <http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017).

²⁰² “İlgililer Teorisi”, pay sahiplerinin menfaatlerinin gözetilmesinin yanı sıra tedarikçiler, müşteriler, alacaklılar, yöneticiler, çalışanlar ve kamu gibi ortaklığın faaliyetinde menfaati bulunanların da dikkate alınmasını, tüm ilgililerin menfaatlerinin bağdaştırılmasını esas alır. Bkz. Hansmann/ Kraakmann, s. 447-448; Freeman, R.E.: The Stakeholder Theory of the Modern Corporation, Perspectives in Business Ethics-SIE, Third Ed., India 2006, s. 44. İlgililer teorisinin ortaklık sözleşmesinin yapısını ortaya koymakta kullanıldığı gibi, ortaklıklardaki yönetsel anlayışın belirlenmesinde ve ilgililerin korunmaya değer menfaatlerinin kabul edilmesinde de etkili olduğu yönünde bkz. Donaldson, T./ Preston, L.E.: The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications, The Academy of Management Rev., V. 20, I. 1, 1995, s. 66- 67. İlgiler teorisi kapsamında yer verilen menfaat gruplarının, sözleşmesel ilişki, sorumluluk kuralları, çıkma hakları, mülkiyet, dava hakları ve nihayet kültürel öğelerle korundukları ve bu bağlamda ilgililer teorisi kapsamında kurallar getirilmesinin etkinlik kaybına neden

Pay sahipleri dışında ortaklığın işleyişinde menfaati bulunanların dikkate alınması anlayışı, kurumsal yönetim anlayışının yerleşmesinde etkisi olan temel görüştür²⁰⁴. Kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında, ortaklığın işleyişinde menfaati bulunan grupların menfaatlerinin dengelenmesi amaçlamaktadır²⁰⁵.

Türk Hukukunda sermaye piyasası mevzuatında düzenlenmiş olan önemli nitelikteki işlemlerin ortaklıkla ilgili olarak menfaati bulunanlara etkilerinin incelenmesi, önemli nitelikteki işlem kavramının temel mantığının ortaya konulması ve kavramın tarihsel gelişiminin Türk Hukukundaki düzenlemelere yansımalarının belirlenmesi açısından yararlı olacaktır. Etkiler, önemli nitelikteki işlemler üzerinden hareket edilmeksizin menfaat grupları temelinde incelenecektir. Önemli nitelikteki işlemler, ortaklıklar tarafından gerçekleştirildiklerinden öncelikle ortaklıklar üzerindeki etkiler ve ardından ilgili menfaat sahipleri- pay sahipleri, alacaklılar, yöneticiler, çalışanlar ve kamu- üzerindeki etkiler belirlenmeye çalışılacaktır.

olacağı yönünde eleştirel yaklaşım için bkz. *Hyde, A.: Ownership, Contract, and Politics in the Protection of Employees Against Risk*, Uni. of Toronto L. J., V. 43, I. 3, 1993, s. 724- 725.

²⁰³ *Bainbridge*, s. 419; *Şehirali Çelik (Kırca/ Manavgat)*, C. 1, s. 249. Sosyal olarak sorumlu bir anlayışla yönetilen ortaklıkların uzun vadede ortaklık paylarının değerini artırdığı yönünde bkz. *Thompson, L.D.: The Responsible Corporation: Its Historical Roots and Continuing Promise*, Notre Dame J. of L., Ethics & Public Policy, V. 29, I. 1, 2015, s. 218.

²⁰⁴ 2015 yılında güncellenen OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri metninin ön sözünde, ilkelerin; şeffaflık, hesap verilebilirlik, yönetimin kurulunun denetlenmesi ve pay sahiplerinin haklarının korunması ile menfaat gruplarının rolleri üzerine kurulduğu vurgulanmıştır (s. 3). Metin için bkz. http://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015_9789264236882-en. TTK Genel Gerekçesi, Nr. 89'da da kurumsal yönetimin dört temel taşıyıcı kolonuna ilişkin uygulama açısından menfaat sahiplerinin dikkate alındığı ifade edilmiştir (TBMM, Yasama Dönemi: 23, Yasama Yılı:2, Sıra Sayısı: 96, s. 34). Ayrıca bkz. *Tekinalp, Ü.: Anonim Ortaklıklara İlişkin Yeni Hukuk Politikalarının Dinamikleri ve Bunlar Arasındaki İlişki*, Turgut Kalpsüz'e Armağan, Ankara 2003, s. 228; *Paslı, Kurumsal Yönetim*, s. 221; *Eminoğlu, C.: Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsal Yönetim*, İstanbul 2014, s. 24.

²⁰⁵ KY Tebliği'nde menfaat sahipleri, "şirketin hedeflerine ulaşmasında veya faaliyetlerinde ilgisi olan çalışanlar, alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler, sendikalar, çeşitli sivil toplum kuruluşları gibi kişi, kurum veya çıkar grupları" olarak tanımlanmaktadır (KY İlkeleri 3.1.1).

B. Ortaklığa Etkileri

Önemli nitelikteki işlemlerin, işlemi gerçekleştirmek isteyen ortaklığa etkileri çok boyutludur. Öncelikle, ortaklığın ekonomik amaçlı bir birliktelik²⁰⁶ olduğu dikkate alındığında, önemli nitelikteki işlem, ortaklığın ekonomik faaliyeti açısından etki doğuracaktır. İşlemin gerçekleştirilmesinin ortaklığın faaliyeti bakımından yerindeliği somut olayda incelenmesi gereken bir konu olup yönetimin sorumluluğu açısından da önem arz eder. Önemli nitelikteki işlemin ekonomik yerindeliği, ekonomi ve finans bilimlerinin dinamikleri kapsamında belirlenebilir. Bu nedenle işlemlerin ekonomik yerindeliğine ilişkin etkiler, inceleme kapsamı dışında tutulmuştur.

Önemli nitelikteki işlemin sermaye piyasası mevzuatında kavramsal olarak düzenlenmesi ve kurallara bağlanmasının temel nedeni, işlemin ortaklığın paylarının piyasadaki fiyatı veya değeri üzerindeki etkisidir²⁰⁷. Piyasada fiyatın oluşumu arz ve talebin eşleşmesi ile gerçekleşir. Arz ve talep ise, esas itibariyle ortaklığa ilişkin kamuya açıklanan bilgiler çerçevesinde oluşmaktadır. Önemli nitelikteki işlemlerin ortaklığın faaliyetine ilişkin olarak getirdiği değişikliklerin boyutlarının büyük olabilmesi²⁰⁸, ilgili bilginin piyasaya sunulması ile birlikte fiyat üzerindeki etkilerin de büyük olması ihtimalini beraberinde getirmektedir. İşlemlere ilişkin olarak hemen her basamakta

²⁰⁶ Ortaklıklar kişi toplulukları olup ortaklığı yine bir kişi birlikteliği olan dernekten ortak amaç unsurunun niteliği ayırmaktadır. Türk Hukukunda; adi ortaklık açısından TBK 622 kapsamında ortak amaç “kazanç paylaşmak” olarak belirlenmiş, kolektif ve adi komandit ortaklıklar açısından (TTK 221 ve 304) bu amaç ticari işletme işletmek olarak hükme bağlanmıştır. Anonim ve limited ortaklıklar ise (TTK 331 ve 573.3) kanunen yasaklanmamış her türlü ekonomik amaç ve konu için kurulabilirler.

²⁰⁷ Önemli nitelikteki işlemin halka açık anonim ortaklığın payının fiyatı üzerindeki etkisi, işlemin yatırımcı tarafından değerlendirilmesi suretiyle işleme ilişkin bilginin arz ve talebe yansıtılması suretiyle oluşur. Payın değeri üzerindeki etki ise, önemli nitelikteki işlemin ortaklığın faaliyeti açısından ekonomik anlamda yerinde olup olmadığına göre ve ayrıca, daha önce yatırım yapılmış olan ortaklığın faaliyetine ilişkin değişikliğin faaliyetin riskinde farklılık meydana getirmesi nedeniyle ortaya çıkmaktadır, *Macintosh*, s. 209.

²⁰⁸ *Eisenberg*, Structure, s. 78.

kamunun aydınlatılması gereklilikleri mevzuatta öngörölmüş bulunduğundan, önemli nitelikteki işleme ilişkin bilgi piyasaya sunulacak ve bilginin fiyat üzerindeki etkisi doğacaktır. Payların gerçek değeri ise, ortaklığın varlıkları, kârlılık durumu, dağıtılan kâr payları, sermaye yapısı, gelecekte beklenen nakit akımı gibi çeşitli değişkenler dikkate alınarak belirlenmektedir²⁰⁹. Değer, ortaklığın uzun vadedeki faaliyetleri, gelişimi ve hatta gelecekteki ekonomik potansiyelinin yansıtıldığı bir kavramı ifade eder. Sermaye piyasası aracının fiyatı ile değer arasındaki ilişki de yatırım kararlarının şekillendirilmesinde rol oynamaktadır. Hatta fiyatın değeri yansıtıabildiği ölçüde etkin piyasanın varlığından söz edilmiştir²¹⁰. Önemli nitelikteki işlemler, hem sermaye piyasası aracına ilişkin arz ve talebin bulunduğu noktayı yani fiyatı, hem de ilgili ortaklığın faaliyetlerine ilişkin olarak meydana getirdiği uzun vadeli değişiklikler ile sermaye piyasası aracının değerini etkilemektedir. Bu etkiler, önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alan çoğunluğun dışında kalan pay sahipleri yani azınlığın karar alınması aşamasına katılmadıkları işlemde dolayı zarara uğraması sonucunu doğurabilir. Bu noktada azınlık, SPKn 24 ve ÖNİ Tebliği 9 hükümleri çerçevesinde ayrılma hakkı tanınması veya ÖNİ Tebliği 11 hükmü bağlamında pay alım teklifinde bulunulması ile korunmaktadır.

²⁰⁹ Çelik, O.: Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi, İstanbul 1999, s. 84. Payların gerçek değeri (*intrinsic value- innere Wert*), ortaklığın varlıkları, kârlılık durumu, dağıtılan kâr payları, sermaye yapısı gibi çeşitli değişkenlerin belirlediği ortaklığın gerçek değerine göre bulunacağından, payın satılması halinde piyasada alıcı bulacağı fiyatı ifade eden piyasa değeri- fiyat (*market value- marktwert*)’tan farklı olabilecektir. Bkz. *Stoffel (Von Büren/ Weber)*, N. 246 s. 62; *Meier- Hayoz/ Forstmoser*, § 16 N. 120-122; *Sipahi, B./ Yanık, S./ Aytürk, Y.*: Şirket Değerleme Yaklaşımları- İlkeler, Yöntemler, Uygulamalar, 2. B., Ankara 2016, s. 17.

²¹⁰ Etkin piyasa kuramına ilişkin bilgi için bkz. *Stout, L. A.*: The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation, *Michigan L. Rev.*, V. 87, I. 3 1988-1989, s. 615- 616; *Choi/ Pritchard*, s. 32-36; *Manavgat, Ç.*: Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipölasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, Ankara 2008, s. 72.

Önemli nitelikteki işlemin ortaklığın faaliyetindeki ekonomik etkileri ve payın fiyatı veya değeri üzerindeki etkileri haricinde, ortaklığa ilişkin menfaati bulunan gruplar arasındaki sözleşmelerde dikkate alınacak olan maliyetler açısından da etkileri bulunmaktadır. Ortaklık kavramını açıklamaya çalışan teoriler arasında yer alan, ortaklığın ekonomi açısından üretim sürecinde yer alan bir birim olmasının yanı sıra farklı menfaat grupları arasındaki sözleşmelerin toplamının oluşturduğu bir sözleşme ağı olduğu görüşü²¹¹ bakımından, işlem maliyetleri önemli bir yer tutar. Ortaklığın doğasını araştıran Ronald Coase, piyasadaki fiyat mekanizmasının kullanılmasının maliyetli olduğunu ve ortaklıkların kendi içerisinde bir yapılanmayı beraberlerinde getirerek piyasadaki fiyat mekanizmasının kullanılması gerekliliğini azalttıklarını; dolayısıyla piyasadaki fiyatların araştırılmasının, sözleşmeye ilişkin ilk adımların atılmasının, görüşmelerde bulunulmasının ve sözleşme gerçekleştirilmesinin maliyetlerini düşürdüklerini savunmuştur²¹². Ortaklığın doğasına ilişkin araştırmalar, 1970’li yıllara gelindiğinde neoklasik görüş ve kurumsal görüş olarak ikiye ayrılmakla beraber, ortaklığın daha önce kabul edildiği üzere devletin bahsettiği erk üzerine kurulduğu görüşü yerine sözleşmesel yapılanma olarak görülmesi ve tarafların maliyetlerini azaltmak için kullanıldığı ortak noktaları iki görüş tarafından da savunulmuştur²¹³.

Önemli nitelikteki işlemlerin de ortaklıkta menfaati bulunan gruplar üzerinde maliyetleri değiştirici etkisi bulunmaktadır. Önemli nitelikteki işlemler arasında yer alan ve sözleşme niteliğinde olan işlemlerde, örneğin birleşmelerde, uygun karşı tarafın

²¹¹ Ayrıntılı bilgi için bkz. *Bratton Jr.*, s. 407-409.

²¹² *Coase*, R.: *The Nature of the Firm*, *Economica*, V. 4, I. 16, 1937, s. 390; *Bainbridge*, s. 35. İşlem maliyetlerinin farklı tanımları için bkz. *Sanlı*, K. C.: *Haksız Fiil Hukukunun Ekonomik Analizi: Hukuk ve Ekonomi Öğretisi*, İstanbul 2007, s. 132 dn. 599.

²¹³ *Bratton Jr.*, s. 422.

aranması, bu tarafa ilişkin bilgi toplanması ve karşı tarafın seçilmesi maliyetleri, işlemlerin boyutlarının büyük olması ihtimali de dikkate alındığında yüksek işlem maliyetlerini beraberinde getirecektir. Yine işleme ilişkin olarak karşı tarafla yapılan görüşmeler uzun ve detaylı bir süreci gerektireceğinden, pazarlık maliyetleri de yüksek olacaktır. Dolayısıyla, önemli nitelikteki işlemler arasında yer alan ve uygulama aşamasında bir karşı taraf ile sözleşme ilişkisi içerisine girilen hallerde işlem maliyetleri doğacaktır. Ayrıca yine sözleşme niteliğinde olan önemli nitelikteki işlemlerde olduğu gibi bu niteliği taşımayanlarda da, mevzuata uyum nedeniyle bilgi maliyetleri gündeme gelecektir. Bu durum, hem işlemlerin ortaklığın faaliyetleri açısından değerlendirildiğinde yüksek önemde olması hem de işlemlere ilişkin karar alma sürecinin detaylı olarak mevzuatta düzenlenmesi sebebiyle sürecin takibinin maliyetli olmasına dayanmaktadır.

Sermaye piyasası mevzuatında belirli işlemlerin önemli nitelikteki işlem başlığı altında yer alması, bu işlemlerin karara bağlanmasının yine mevzuatta belirlenen usulün izlenmesini gerektirmesi sonucunu doğurmaktadır. Karar alma sürecinin mevzuatta ayrıntılı olarak belirlenmiş olması, bu sürecin yönetim kurulunun belirli özellikleri haiz bir karar almasını ve işlemin genel kurul onayına sunulmasını gerektirmesi, sıklıkla gündeme gelen kamunun aydınlatılması gereklilikleri ve işlemlerin karara bağlanması ile uygulanan pay sahiplerinin korunması mekanizmalarına ilişkin maliyetlere ortaklık katlanmak durumundadır. Önemli nitelikteki işlemlerin karara bağlanması halinde ortaya çıkan sonuçlar da maliyet doğmasına sebep olabilecektir. Önemli nitelikteki işlemin karara bağlanması sonucunda ayrılma hakkının doğduğu hallerde, hakkı kullanmak

isteyen pay sahiplerinin payları mevzuatta belirlenen fiyat üzerinden ortaklık tarafından satın alınmak zorundadır. Ayrılma hakkının kullanımı sonucunda ortaklığın katlanmak zorunda kalacağı maliyet ise belirsizdir²¹⁴. Önemli nitelikteki işlem nedeniyle karşılaşılan maliyete ayrıca ayrılma hakkının kullanılması nedeniyle oluşan maliyetin eklenmesi, ortaklığı zor durumda bırakabilecektir²¹⁵. Ayrıca ayrılma hakkının hangi fiyat üzerinden kullanılacağıın belirlenmesi de ortaklığa maliyet getirecektir. Payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklarda, ayrılma hakkının kullanım fiyatı, ÖNİ Tebliği 10.1 hükmü gereğince, işlemin ilk defa kamuya açıklandığı tarihten önceki, açıklanan tarih hariç olmak üzere, otuz gün içinde borsada oluşan düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması iken; payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklarda ÖNİ Tebliği 10.2 hükmü çerçevesinde, fiyat, SPK'nın ilgili düzenlemeleri uyarınca hazırlanacak olan değerlendirme raporu ile tespit edilir. Payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklarda değerlendirme işleminin maliyetine ortaklık katlanacaktır. İlgili ortaklıklara ilişkin değerlendirme faaliyeti borsa fiyatı gibi bir gösterge de olmadığından zor bir değerlendirme sürecini ve dolayısıyla yüksek maliyetleri beraberinde getirecektir.

Önemli nitelikteki işlem sonucunda pay alım teklifi zorunluluğunun gündeme geldiği hallerde ise, teklif, işlemin sonuçlarından faydalananlar tarafından yapılmak zorunda olduğundan bu zorunluluk nedeniyle ortaklık ek bir maliyete katlanmayacaktır.

Ayrıca, önemli nitelikteki işlemlerin detaylı bir karar alma ve uygulama sürecini

²¹⁴ Manning, s. 234; Fischel, s. 881; Özdoğan, s. 724.

²¹⁵ Manning, s. 234. Ayrılma hakkı kapsamında gerçekleştirilecek ödemelerin toplamının yüksek olabilmesi ihtimali karşısında önemli nitelikteki işlemlerin yarattığı maliyet nedeniyle çoğunluğun istediği bazı kararların alınmasına engel teşkil ettiği yönünde bkz. Özdoğan s. 718.

beraberinde getirmesi ve mevzuattaki hükümlerde öngörülen birçok zorunluluğun yerine getirilmesini gerektirmesi, bu zorunlulukları yerine getirmekle görevli olan yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin süreçler hakkında bilgi sahibi olmalarını gerektirir ve bilgi maliyetinin doğmasına neden olur. Yönetim ile görevli olan bu kişiler de ilgili maliyetleri, ortaklık ile aralarındaki sözleşmeye yansıtacaklarından ortaklığın yönetim için katlandığı maliyet de artacaktır.

Sonuç olarak, önemli nitelikteki işlemin ortaklık tarafından karara bağlanması ve uygulanması, yüksek işlem maliyetlerini beraberinde getirebilecektir. Yüksek maliyetlerin gündeme gelebilecek olması nedeniyle, ortaklığın önemli nitelikteki işlemi gerçekleştirmek isteginde olduğu hallerde, konuya ilişkin kâr- zarar analizinin yapılması yerinde olacaktır. Önemli nitelikteki işlemin getirdiği maliyetlerin işlemde beklenen faydadan yüksek olması halinde, işlemin karara bağlanması etkin olmayacağından işlemin gerçekleştirilmemesi kararına varılması gerekmektedir²¹⁶.

²¹⁶ Ayrılma hakkı ile bağlantılı olarak hakkın işlevlerine ilişkin araştırmalar kapsamında, *Letsou* tarafından ileri sürülen “*preference reconciliation theory*” çerçevesinde, önemli nitelikteki işlemde zarar görmesi muhtemel olan azınlık pay sahiplerinin zararları- maliyetleri çoğunluk tarafından karşılanmakta; bu bağlamda çoğunluk tarafından sadece kendilerinin zararı karşılandıktan sonra bir kârları olması durumunda işlemin kabul edildiği ve böylece ortaklık bakımından zarar doğurması ihtimali yüksek olan işlemlerin kabul görmediği ifade edilmiştir, s. 1124.

C. Ortaklıkta Menfaati Bulunan Gruplara Etkileri

1. Pay Sahiplerine Etkileri

Önemli nitelikteki işlemlerin en fazla etkiledikleri menfaat grubu, kuşkusuz pay sahipleridir²¹⁷. Pay sahipleri halka açık anonim ortaklığın payını almakla sermaye piyasası açısından fon arzında bulunan tarafta yer almaktadırlar ve kendilerinin temel menfaatleri pay sahibi oldukları sürece kâr payı almak ile payın satışı halinde payın fiyatının yatırım yapıldığı zamana kıyasen artmasına paralel olarak kazanç sağlamaktır. Ortaklığın faaliyetlerinin olumlu yönde ilerlemesi de her iki menfaatin karşılanması açısından önemlidir. Pay sahiplerini, ortaklığın alacaklıları ve çalışanlarından ayıran husus, tasfiye halinde gündeme gelecek tasfiye payının sabit bir talebi içermemesi, alacaklılar ve çalışanların sabit bir talebi içeren alacaklarının karşılanması ardından kalan miktarın pay sahiplerine dağıtılmasıdır. Dolayısıyla, pay sahipleri tasfiye halinde diğer menfaat gruplarının taleplerinin karşılanması ardından, kalan miktardan talepte bulunabileceklerinden ortaklığın faaliyetinin riskini onlar taşımaktadırlar²¹⁸.

Pay sahiplerinin önemli nitelikteki işlemin halka açık anonim ortaklığın faaliyetine olumsuz yönde etki edeceğini düşünmeleri halinde, payını devretme olanakları bulunmaktadır. Pay sahipleri paylarını serbestçe devretmek suretiyle bu

²¹⁷ Önemli nitelikteki işlemlerin pay sahibi olmayan grupları da yoğun olarak etkilediği ve bu gruplarda yer alanların pay sahiplerinden farklı olarak kendilerini bu etkilere karşı koruyamadıkları yönünde bkz. *Macey, J.R.: Externalities, Firm- Specific Capital Investments, and the Legal Treatment of Fundamental Corporate Changes*, Duke L. J., V. 1989, I. 1, 1989, s. 174. Diğer menfaat sahipleri alacaklılar, yöneticiler, çalışanlar ve kamu başlıkları altında aşağıda sırasıyla incelenecektir.

²¹⁸ *Macey*, s. 180; *Easterbrook/ Fischel*, *Corporate Law*, s.79; *Choi/ Pritchard*, s. 4; *Şehirali Çelik (Kırca/ Manavgat)*, C.1, s. 248. İlgili risk, pay sahiplerinin “*residual claimants*” olarak adlandırılmasına neden olmaktadır. Pay sahiplerinin bu niteliği, önemli nitelikteki işlemler nedeniyle kayıpları veya kazançları en büyük olan menfaat grubu olmalarına neden olur, *Easterbrook, F. H./ Fischel, D. R.: Voting in Corporate Law*, *Journal of L. & Economics*, V. 26, I. 2, 1983, s. 416.

sıfatlarını sona erdirebilir ve riskli olduğunu düşündükleri önemli nitelikteki işlemin sonuçlarına katlanmak zorunda kalmayabilirler. Ancak önemli nitelikteki işlemin piyasaya duyurulduğu andan itibaren, bilginin payın fiyatına etki etmesi ihtimali yüksektir. Özellikle işlemin duyurulması ile birlikte payın piyasada alıcı bulabileceği fiyatın düşmesi halinde, pay sahibi payını sattığında zarara uğrayabilecektir. İlk aşamada payın elden çıkarılmaması ile önemli nitelikteki işlemin ortaklık faaliyetindeki uzun vadeli etkileri beklenebilirse de, bu etkilerin de olumsuz olması ihtimali bulunmaktadır.

Önemli nitelikteki işlemin duyurulması ile pay fiyatları üzerinde meydana getirebileceği değişiklikler nedeniyle, pay sahiplerinin korunması ihtiyacı gündeme gelmiş ve mevzuatta ayrılma hakkının doğduğu haller düzenlenmiştir. Ayrılma hakkının kullanılması ile, önemli nitelikteki işlemin karara bağlanması açısından olumsuz oy kullanan pay sahipleri, paylarını önemli nitelikteki işlemin kamuya duyurulması nedeniyle ortaya çıkabilecek fiyat değişikliklerinden etkilenmeden ortaklığa devredebileceklerdir. Önemli nitelikteki işlemin etkilerinin olumlu yönde olacağını düşünen pay sahipleri ise, işlemin genel kurulda onaylanması sırasında olumlu yönde oy kullanarak veya olumsuz oy kullanmış olsalar dahi, ayrılma haklarını kullanmayarak ortaklığın faaliyetinin devamında yer alabilirler. Ayrılma hakkı, pay sahibinin önemli nitelikteki işlemin ortaklığın faaliyeti üzerindeki etkilerini değerlendirerek kendi yatırım kararını verebilmesine hizmet etmektedir²¹⁹.

²¹⁹ Özdoğan, s. 693; Manavgat, Halka Açık, s. 294. Ayrılma hakkının pay sahibinin ilgili ortaklığa ilişkin yatırım kararından dönmesine olanak verdiği yönünde bkz. Hölters, W.: Aktiengesetz Kommentar, 2. Aufl., München 2014, AktG § 305 Rn.1 s. 2124.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin olarak pay sahibinin korunmasını sağlayan ayrılma hakkını kullanmanın da pay sahibine yüklediği birtakım maliyetler bulunmaktadır²²⁰. Öncelikle SPKn 24 ve ÖNİ Tebliği 9 hükümleri kapsamında, pay sahibinin önemli nitelikteki işlemin onaya sunulduğu genel kurula katılması ve işlem hakkında olumsuz oy kullanarak muhalefetini tutanağa işletmesi gerekmektedir. Anonim ortaklıklarda sermayeye oranla küçük bir oranda pay sahipliğini elinde tutan pay sahibinin genel kurula katılma isteği azalmaktadır ve bu isteksizlik halka açık anonim ortaklıklar açısından pay sahibi sayısının fazla olması nedeniyle yoğun olabilmektedir. Pay sahibinin ne kadar az oranda payı bulunursa, genel kurula katılmanın zaman ve emek anlamındaki masraflarını karşılama eğilimi azalmaktadır.

Pay sahibinin genel kurula katılmasına haksız biçimde engel olunması, genel kurul toplantısına usulüne uygun davet yapılmaması veya gündemin usulüne uygun ilan edilmemesi hallerinde ise SPKn 24.2 ve ÖNİ Tebliği 9.2 hükümleri kapsamında ayrılma hakkının kullanılması için olumsuz oy kullanılma ve muhalefetin tutanağa işletilmesi şartlarının yerine getirilmesine gerek olmayacaktır. Ancak bu hallerde de ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahibi, anılan aykırılıklardan birinin olduğunu ileri sürecek ve bunun maliyetine katlanacaktır.

Ayrılma hakkının kullanılması açısından pay sahibi tarafından yerine getirilmesi gereken bir diğer gereklilik, hakkın kullanılacağına ilişkin beyanda bulunulmasıdır. Pay

²²⁰ Önemli nitelikteki işlem sonucunda kural olarak doğan ayrılma hakkının uzun ve masraflı bir süreci beraberinde getirdiği ve ayrılma hakkının kullanımının pay sahibi açısından getirdiği maliyetin, payın piyasada satılması ile uğranılacak zarardan yüksek olması sebebiyle hakkın seçilmeye değer olmadığı yönünde, ABD açısından bkz. *Manning*, s. 230. Benzer değerlendirmeler için bkz. *Easterbrook*, F. H./ *Fischel*, D.R.: *Corporate Control Transactions*, Yale L. J., V. 91, I. 4, 1981, s. 731 dn. 96; *Ventoruzzo*, *Freeze- Outs*, s. 856.

sahibi mevzuatta hakkın kullanımı için öngörölmüş olan süre içerisinde hakkı kullanacağına ilişkin olarak beyanda bulunacaktır. Ayrılma hakkının fiyatına ilişkin olarak ortaya çıkabilecek uyuşmazlıkların ilgili mercilere taşınması da pay sahipleri açısından maliyet doğurabilecektir. Bu bakımdan, pay sahiplerinin önemli nitelikteki işlemlerin ortaklığın faaliyetleri üzerindeki etkilerinin yanı sıra payını ayrılma hakkını kullanmak suretiyle devretmek istemeleri halinde de belirli maliyetlere katlanacakları belirtilmelidir. Pay sahiplerinin, ayrılma hakkını kullanmanın para, emek ve zaman açısından maliyetlerini hesaplamaları, diğer yandan payın piyasada satılması olanaklarını değerlendirerek bir karşılaştırma yapmaları gerekir. Önemli nitelikteki işlemler nedeniyle doğan pay alım teklifi zorunluluğu kapsamında da, pay sahibinin işlemin pay üzerindeki etkilerini değerlendirme ve karar vermeye ilişkin maliyetlere katlanması gerekecektir.

Önemli nitelikteki işlemlerin, işlem bazında pay sahiplerinin konumları ve hakları açısından farklılıklar doğurması da olasıdır. Örneğin, birleşme işlemi sonucunda payını devretmeyen veya ayrılma hakkını kullanmak istemeyen pay sahibi, başka bir ortaklığın pay sahibi konumuna gelir. Dolayısıyla pay sahibi faaliyet geçmişine ilişkin çok fazla bilgi sahibi olmadığı ve ortağı olmayı kendisinin seçmediği bir ortaklıkta pay sahibi olma riskiyle karşılaşacaktır. Bu noktada pay sahibinin payını devretmeye ilişkin olarak değerlendirme yaparken veya yeni ortaklıkla ilgili olarak bilgi toplarken emek sarf etmesi gerekecektir. Başka bir örnek olarak, önemli nitelikteki işlemlerden bir diğeri olan, borsa kotundan çıkma kararının ortaklık tarafından alınması halinde, payın devrine ilişkin olanakların azalması verilebilir. Mevzuatta borsa kotundan çıkılmasına ilişkin

olarak özel koruyucu düzenlemeler getirilmiş olmakla birlikte işlemde pay sahipleri etkilenecektir. Yine malvarlığının önemli bir bölümünün devredilmesi veya üzerinde aynı hak tesis edilmesi veya işletme konusunun değiştirilmesi gibi önemli nitelikteki işlemlerin ortaklığın faaliyeti üzerinde doğurdukları etkilerin pay sahibince değerlendirilmesi, araştırma yapılmasını ve bazen de danışmanlık hizmetine başvurulmasını gerektirebilecektir. Bu noktada pay sahibinin yatırım okuryazarlığının seviyesi önem arz etmektedir. Sonuç olarak, önemli nitelikteki işlemler işlem bazında farklı sonuçlar doğurmak suretiyle pay sahibinin yatırım kararını gözden geçirmesine ve karar verebilmek amacıyla çeşitli araştırma ve bilgi maliyetlerine katlanmasına neden olmaktadır.

2. Alacaklılara Etkileri

Alacaklıların temel menfaati, sabit bir talebi içeren alacaklarını ve varsa faizini tahsil etmektir. Alacaklılar ortaklığın sona ermesi ve tasfiyeye girmesi halinde dahi bu taleplerini ortaklığa yöneltebilmektedirler. Ayrıca alacaklıların alacakları teminata bağlanmış olabilir.

Alacaklıların önemli nitelikteki işlemlerin etkileri bakımından pay sahiplerinden ayrıldıkları yön, ortaklığın uzun vadede getiri elde edilebilecek olan riskli yatırımlarıyla ilgilenmemeleri noktasındadır. Alacaklılar riskli ve fakat uzun vadede getiri sağlayan yatırımlara değer atfetmezler, çünkü alacaklılar sabit taleplerini elde etmek

istediklerinden ortaklığın uzun vadede büyümesi ve alacaklarının vadesini aşan süreci kapsayan gelişimi ile ilgilenmezler.

Önemli nitelikteki işlemler ise, pay sahipleri tarafından riskli olsalar dahi uzun vadede getiri elde edilmesi beklentisiyle kabul edilebilirler²²¹. Bu noktada pay sahiplerinin halka açık anonim ortaklığa ilişkin yatırım riskini, farklı unsurlara yatırım yapmak suretiyle dağıtabilecekleri, alacaklıların ise bunu yapamayacakları belirtilmiştir²²². Alacaklılar her ne kadar sözleşme yapacakları karşı tarafı seçebilirlerse de, karşıda yer alan halka açık anonim ortaklığın önemli nitelikteki işlem gerçekleştireceğine ilişkin önceden bir tahminde bulunamazlar. Kendilerinin menfaati de alacaklarının ödenmesi olduğundan, ortaklığın faaliyetinin gidişatında olumsuz etki edebilecek işlemler alacaklıları etkileyecektir. Ancak daha önce de değinildiği üzere, alacaklıların tasfiye halinde dahi sabit bir talep hakları bulunduğundan bu menfaat grubu önemli nitelikteki işlemten dolayı olarak etkilenir. Fakat alacaklıların ortaklıkla ilişkisinin uzun vadeli olduğu ve ilgili tedarik ilişkisi nedeniyle birtakım yatırımların gerçekleştirildiği hallerde, ortaklığın karara bağladığı önemli nitelikteki işlem alacaklıların ilgili yatırımları kapsamında zarar görmelerine neden olabilmektedir²²³. Diğer taraftan, ortaklığın iflas etmesi halinde ise, alacaklıların alacaklarının tamamını elde edememe ihtimalleri bulunduğundan, ortaklığın uzun vadede iflas sürecine

²²¹ Macey, s. 181- 182.

²²² Coffee Jr., s. 68; Macey, s. 174; Nobel, P.: Stakeholders and the Legal Theory of the Corporation, Perspectives in Company Law and Financial Regulation, Edit. M. Tison/ H. De Wulf/C. Van der Elst/R. Steennot, Cambridge 2009, s. 174.

²²³ Daniels, R.: Stakeholders and Takeovers: Can Contractarianism Be Compassionate?, Uni. of Toronto L. J., V. 43, I. 3, 1993, s. 321.

girmesine neden olabilecek işlemler ve bu kapsamda önemli nitelikteki işlemler alacaklılar tarafından olumlu karşılanmayacaktır²²⁴.

Alacaklıların korunması açısından, mevzuatta, önemli nitelikteki işlem temelinde korumalar getirilmiş olabilir. Örneğin, TTK'da birleşme ve bölünme işlemlerinde alacaklılara işlemin duyurulması ve alacakların belirli şartlarla teminat altına alınması olanağı düzenlenmiştir. Ayrıca BB Tebliği Ek-3'te birleşme sözleşmesinde bulunması gereken asgari unsurlar arasında alacaklıları dikkate alan hükümlere ve ayrıca Ek-4'te birleşme raporunda birleşmenin alacaklılar üzerindeki etkilerinin yer alması gerektiğine yer verilmiştir. İlgili mevzuat hükümleri alacaklıların korunması işlevlerini yerine getireceklerdir.

3. Yöneticilere Etkileri

Önemli nitelikteki işlemler yöneticiler ve özellikle yönetim kurulu üyeleri açısından da etkiler meydana getirmektedir. Önemli nitelikteki işlemlerin karara bağlanması sürecinde yönetim kurulu üyeleri ile yöneticiler yetkili olup işlemin ortaklık üzerindeki etkileri bu menfaat grubunda bulunanlara da yansımaktadır.

Anonim ortaklıklarda profesyonel olarak yönetim işiyle uğraşan yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler, kural olarak, ücret ve diğer menfaatler gibi mali haklar karşılığında görev yapmaktadırlar. Yönetim kurulu ve yöneticilerin temel beklentileri

²²⁴ İlgililer teorisinin ve bu kapsamda çeşitli işlemlerin menfaat gruplarına etkisinin incelenmesinin daha çok çalışanlara özgülendiği, iflas olgusunun ilgililer teorisi çerçevesinde incelenmesi açısından ise asıl odak noktasının alacaklılar olduğu ve bu kapsamda çalışanların dikkate alınmamasının eleştirilmesi gerektiği yönünde bkz. *Lopucki, L. M.: Comment: Stakeholder Interests and Bankruptcy, Uni. of Toronto L. J., V. 43, I. 3, 1993, s. 712.*

işlerini kaybetmemek, ücretlerini elde etmek ve gelişime açık bir ortamda çalışabilmektir. Bu beklentilerin karşılanması ise ortaklığın faaliyetinin olumlu ilerlemesine ve ekonomik başarıya bağlıdır²²⁵. Yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilere ilişkin olarak vekâlet sorunu kapsamında gündeme gelen temel husus, bunların yerine getirdikleri yönetim faaliyetinin olumsuz sonuçlarına katlanmamaları, sonuçlardan ortaklık ve pay sahiplerinin etkilenmesidir²²⁶. Bu bağlamda, ortaklığın performansına bağlı ücret ve diğer mali hakların tanınması ile yönetim kurulu ve yöneticilerin ortaklığın performansı ve ortaklığın uzun vadede değerinin artırılmasına odaklanması sağlanmaya çalışılmıştır²²⁷. Bu düzenlemelerin de ortaklığın performansının mali tablolara yansıtılmasına ilişkin olarak bazı kötüye kullanma olaylarını beraberinde getirmesi, ücretlendirme anlayışının eleştirilmesine ve bu kapsamda kurallara bağlanmasına neden olmuştur²²⁸.

Yöneticiler ve pay sahipleri açısından farklılık arz eden konu ise riskin dağıtılması konusudur. Pay sahipleri farklı unsurlara yatırım yapmak suretiyle yatırım risklerini dağıtabilmelerine rağmen; yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler, yönetim faaliyeti birden fazla ortaklık için çalışılmasına olanak vermeyebileceğinden işlerini

²²⁵ Bu nedenle uzun vadede ortaklığa getiri sağlayacak olan riskli projelere girilmesini istemeyebilirler, *Macey*, s. 181- 182.

²²⁶ Mülkiyet ve yönetimin ayrışması ve vekalet sorunu hakkında geniş bilgi için bkz. *Berle/ Means*, s. 128-131.

²²⁷ *Jensen, M. C./ Murphy, K. J./ Wruck, E. G.*: Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them, ECGI Finance Working Paper No.44/2004, s. 22; *Ferrarini, G./ Moloney, N.*: The Remuneration of Executive and Non- Executive Directors, Reforming Company and Takeover Law in Europe, Edit. G. Ferrarini/ K. J. Hopt/ J. Winter/ E. Wymeersch, Oxford 2004, s. 271; *Özer, I.* : Türk ve Yabancı Hukuk Sistemlerinde Anonim Şirket Yöneticilerinin Mali Hakları, Ankara 2013, s. 127- 128.

²²⁸ *Jensen /Murphy / Wruck*, s. 44; *Worthington*, s. 291; *Manavgat (Kırca / Şehirali Çelik)*, C. 1, s. 727-728.

kaybetme risklerini dağıtmak konusunda güçlükle karşılaşabilirler²²⁹. Dolayısıyla bu menfaat grubu, önemli nitelikteki işlemin ortaklığın faaliyetinde meydana getirdiği değişiklikten büyük oranda etkilenir. Ayrıca, yönetim faaliyetinin olumsuz sonuçlanması halinde yöneticiler ve yönetim kurulu, ortaklığa ve pay sahiplerine karşı sorumlu tutulabileceklerinden, önemli nitelikteki işlemin faaliyete olumsuz anlamda etkide bulunması yöneticileri ve yönetim kurulunu etkileyecektir. Yine önemli nitelikteki işlem temelinde yöneticilerin görev değişikliği veya mali haklarında azalma ile karşı karşıya kalmaları söz konusu olabilir. Örneğin, birleşme işlemi gerçekleştirilerek devralınan ortaklıktaki yönetici bu sıfatını kaybedebilir.

Önemli nitelikteki işlemlerin yöneticiler üzerinde yoğun etkilerinin olmasının yanı sıra, yöneticilerin önemli nitelikteki işlemin karara bağlanması ve uygulanması sürecindeki yetki ve sorumlulukları da oldukça geniştir. Türk Hukukunda önemli nitelikteki işlemin karara bağlanması süreci mevzuatta ayrıntılı olarak düzenlenmiştir, bu süreç yönetim kurulu tarafından izlenecektir ve kavramın sonuçlarının uygulanması aşamasında da halka açık anonim ortaklığın yönetim kurulunun görevleri bulunmaktadır. Yine yönetim kurulu dışındaki yöneticilerin de işlemlere hazırlık gibi aşamalarda emek sarf etmesi gerekebilecektir. Dolayısıyla yöneticiler önemli nitelikteki işleme ilişkin gerekliliklere katlanmakla yükümlüdürler ve ilgili sorumlulukların yerine getirilmesi, detaylı usuli kuralların takip edilmesi beraberinde bazı maliyetleri getirmektedir. Bu maliyetler ise, yöneticiler ile ortaklık arasındaki sözleşmeler kapsamında ortaklığa yansıtılacaktır.

²²⁹ *Coffee Jr.*, s. 17; *Macey*, s. 174.

Yönetim kurulu ve diğer yöneticiler, önemli nitelikteki işlemin karara bağlanması sürecini ve işlemleri büyük oranda şekillendiren menfaat grubu olarak işlemlerin sonuçlarından da fazlasıyla etkilenmektedirler.

4. Çalışanlara Etkileri

Önemli nitelikteki işlemler yöneticiler dışındaki çalışanları da etkilemektedirler. Çalışanların ortaklığın işleyişindeki temel menfaatleri, işlerini ve finansal haklarını korumaktır.

Pay sahiplerinin yatırımlarına ilişkin riskleri dağıtabilmelerine rağmen, çalışanlar işlerini kaybetme riskini dağıtamazlar ve bu nedenle çalışanlar ortaklığın faaliyetinin devam etmesinde menfaat sahibidirler.

Çalışanların önemli nitelikteki işlemlerin ortaklık faaliyetinden etkilenmeleri, yöneticilere göre daha dar kapsamlı olur. Çalışanların, önemli nitelikteki işlem sonucunda ortaklığın sona ermesi halinde veya ortaklığın faaliyet alanının değiştirilmesi halinde işlerini kaybetme²³⁰ ve önemli nitelikteki işlem sonucunda ekonomik durumun kötüleşmesi halinde ücretlerini elde edememe riskleri bulunmaktadır. Önemli nitelikteki işlem sonucunda ortaklık faaliyetinin olumlu yönde ilerlemesi halinde ise, çalışanların doğrudan bir menfaati bulunmayıp sabit bir talebi içeren ücretlerini almaya devam ederler. Çalışanların menfaati, kârlılık düzeyi ne olursa olsun sabit olan ücretlerini alma

²³⁰ Kontrolün ele geçirilmesi işlemlerine ilişkin olarak bkz. *Daniels*, s. 318. Yazar, işçilerin kısıtlı bütçeleri dolayısıyla uzun vadeli kredi borçları altında olabildiğine ve işlerini kaybetmeleri halinde bu yatırımları ile ilgili olarak da zarar gördüklerine dikkat çekmektedir (s. 319).

yönünde olduğundan, çalıştıkları kuruluşun daha yüksek kâra ulaşması veya değerinin artması onların önceliğini oluşturmaz²³¹.

Mevzuatta, önemli nitelikteki işlem temelinde çalışanlar için bazı koruyucu hükümler getirilmiş olabilir. Örneğin, TTK’da birleşme ve bölünme işlemlerinde çalışanların korunmasına ilişkin hüküm getirilmiş ve BB Tebliği kapsamındaki birleşme raporunda birleşmenin çalışanlar üzerindeki etkilerinin yer alması gerektiği Ek-4’te öngörülmüştür.

Çalışanlar emek ve zamanlarını ortaklık için harcayan ve karşılığında ücret elde eden kişiler olarak, önemli nitelikteki işlemlerin ortaklığın faaliyetini olumlu yönde etkilemesi halinde, işlerini kaybetme riskinin gerçekleşmemesi ve ücretlerini elde edebilmeleri nedenleriyle dolaylı olarak olumlu yönde etkilenmektedirler. Diğer taraftan, önemli nitelikteki işlem nedeniyle çalışanların işlerini kaybetmeleri hallerinde etki olumsuz yönde olmaktadır.

5. Kamuya Etkileri

Anonim ortaklığa ilişkin olarak gerçekleştirilen bir menfaat incelemesi kamunun menfaatlerinin incelenmesini de gerektirir. Önemli nitelikteki işlemlerin ortaklık, pay sahipleri, alacaklılar, yöneticiler ve çalışanlar üzerinde etkileri olduğu kadar kamu

²³¹ Tanör, R.: Hisse Senetleri Borsada İşlem Gören Ortaklıklarda Denetim Mekanizmalarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Model Önerisi, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2005/2, s. 262. Dolayısıyla işçilerin menfaatleri kısa vadeli olup ortaklığın uzun vadeli planları onların bu menfaatleri ile çatışabilmektedir, Eisenberg, Legal Roles, s. 19.

üzerinde de etkileri bulunmaktadır²³² ve anonim ortaklıkların ekonomik hayatın bütününde kapladığı alan dikkate alındığında önemli nitelikteki işlemlerin ekonomik hayatta meydana getirebileceği değişiklikler önem kazanmaktadır.

Önemli nitelikteki işlemler, geniş yatırımcı kitlelerine ulaşma olanakları bulunan halka açık anonim ortaklıkların faaliyetleri kapsamında gündeme gelmektedir. Kavramın halka açık anonim ortaklıklar bakımından düzenlenmiş olması, sermaye piyasasının gelişimi bakımından önem arz eder. Sermaye piyasasındaki gelişmeler ise ülkenin ekonomik yapısını ve dolayısıyla kamunun menfaatini etkilemektedir. Ayrıca yine önemli nitelikteki işlemlerle bağlantılı olarak azınlığın korunmasına ilişkin mekanizmalar getirilmiş olması ve azınlığın çoğunluk karşısında korunması, sermaye piyasası açısından oldukça önemli olan, yatırımcının piyasaya güven duyması konusunda olumlu gelişmelerdir. Kamunun menfaatlerinin bu noktada da devreye girdiği belirtilebilir.

Önemli nitelikteki işlemlerin anonim ortaklığın faaliyetine olumlu etkilerde bulunması halinde, üretim süreçlerinin geliştirilmesi, rekabetçi yapının sürdürülmesi ve ortaklığın kamu nezdinde yarattığı olumlu çağrışımın devam etmesi söz konusu olacağından, işlem kamuyu olumlu yönde etkileyecektir. Ayrıca kamunun ortaklığın faaliyetinin devamlılığına ilişkin olarak vergi tahsilâtı açısından menfaati bulunmaktadır²³³.

²³² *Ansay*, anonim ortaklıkta menfaati bulunan gruplardan kamuyu öncelikli olarak ele almakta ve anonim ortaklıkların ekonomideki yerlerini vurgulamaktadır (s. 17).

²³³ *Nobel*, s. 182; *Tanör*, s. 262.

Önemli nitelikteki işlemlerin boyutlarının büyük olabilmesi²³⁴ ve halka açık anonim ortaklıklara ilişkin olduğundan geniş bir yatırımcı kitlesini etkileyebilmesi, işlemlerin etkilerinin kamuyu ilgilendireceğini göstermektedir. Bu bağlamda ekonomik yerindelik anlamında olumlu veya olumsuz etkiler, kamuya da yansımaktadır.



²³⁴ Ortaklığın faaliyetinin büyüklüğünün, bu faaliyetteki değişikliğin topluma etkilerinin büyüklüğünü belirlediği yönünde bkz. *Macey*, s. 173.

İKİNCİ BÖLÜM: ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMİN TÜRK HUKUKUNDA DÜZENLENMESİ ve TÜRLERİ

I. Kanuni Düzenlemelerin Gelişimi ve Kapsamı

A. Genel Olarak

Önemli nitelikteki işlem kavramı, Türk Hukukunda sermaye piyasası mevzuatında halka açık anonim ortaklıklar açısından düzenlenmiştir. SPKn 23 hükmünde halka açık anonim ortaklıkların sayılan işlemlerinin önemli nitelikteki işlem olduğu belirlenmiş; konuyla bağlantılı olarak önemlilik ölçüsü de dâhil olmak üzere önemli nitelikteki işlemlerde bulunulabilmesi veya karar alınabilmesi için uyulması zorunlu usul ve esasları belirleme yetkisi SPKr’ye tanınmıştır. Ayrıca, ayrılma hakkının doğmadığı haller ile payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda satım fiyatının hesaplanması yöntemine ve önemli nitelikteki işlemler nedeniyle doğan pay alım teklifi zorunluluğuna ilişkin esasları düzenleme yetkileri de SPKn 24 ve 25 hükümleri uyarınca SPKr’ye aittir. Bu kapsamda SPKr tarafından ÖNİ Tebliği çıkarılmış ve bir kez değişikliğe uğramıştır²³⁵. Önemli nitelikteki işlem kavramı açısından, gerek kavramın SPKn ile düzenlendiği fakat ÖNİ Tebliği’nin henüz yayımlanmadığı dönemde, gerek ise kavramın SPKn ile kanuni düzenlemeye kavuşmasından önceki dönemde, ikincil düzenlemelerle ve SPKr kararları ile belirleme yapılarak uygulama yönlendirilmiştir.

Önemli nitelikteki işlem kavramı, anonim ortaklıkların düzenlendiği temel kanun olan TTK’da kavramsal olarak bulunmamaktadır. Bu tespitimiz, önemli nitelikteki

²³⁵ II-23.1a sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına İlişkin Tebliğ (27.02.2015 tarihli 29280 sayılı RG).

işlemin, kavramsal içeriği ile hüküm ve sonuçlarına ilişkin bir hükmün TTK’da yer almamasına dayanmaktadır. TTK Genel Gerekçesi’nde pay sahipliği ve azlık haklarının Avrupa’da geliştirildiği, mevcut dava haklarına yenilerinin eklendiği belirtilerek bu dava haklarının arasında “*birleşme, bölünme, türev değişikleştirme gibi önemli kararlara olumsuz oy veren pay sahibinin ortaklıktan çıkma hakkı (kanuni satma hakkı veya şirket yoluyla satın alma zorunluluğu)*” bulunduğu değinilmiştir²³⁶. Ancak TTK hükümleri içerisinde, önemli nitelikteki işlem, içerik, karar alma süreci veya sonuçları bağlamında düzenlenmiş bir kurum değildir. Diğer taraftan bir ortaklığın işlemlerinin belirli bir ölçüt uygulanması suretiyle gruplandırılması anlayışı TTK’ya yabancı değildir. TTK’da, şahıs ortaklıklarında yönetim ve temsilin kapsamı olağan- olağanüstü işlemler ayrımı kapsamında belirlenmiştir. Ayrıca TTK kapsamında sermaye ortaklıklarında genel kurul kararları ve esas sözleşme değişikliklerinde uygulanacak toplantı ve karar yeter sayıları açısından ayırım getirilmiş, ortaklıklar topluluğunda bazı işlemlerin diğerlerinden ayrılması şeklinde tercihte bulunularak bir önem ölçütü temelinde gruplandırma yapma yöntemi kullanılmıştır²³⁷. Bu benzerliğin yanı sıra, önemli nitelikteki işlemlerin sonuçları, örneğin ayrılma hakkı uygulanması suretiyle azınlık ortağına ortaklıktan ayrılma olanağı sunulması ile benzer sonuçlar doğuran TTK düzenlemeleri bulunmaktadır²³⁸. Ancak bu düzenlemeler, ayrılma sonucunu doğurabilen ilgili işlemlerin sermaye piyasası mevzuatında teknik bir

²³⁶ TBMM, Yasama Dönemi: 23, Yasama Yılı:2, Sıra Sayısı: 96, Nr. 76, s. 28. Metinde çıkma hakkı olarak yer verilen hakkın, dava olarak nitelendirilmiş olduğu görülmektedir. Azlığa tanınan ve mevcut haklara eklendiği belirtilen diğer üç hak, genel kurul kararlarının butlanının tespiti, ortaklıklar topluluğu içerisinde ortaklığın uğradığı zararın denkleştirilmesi ve haklı sebeplerle ortaklığın feshine ilişkin olup dava açılması suretiyle kullanılabilirken önemli kararlarda ortaklıktan çıkma hakkı şeklinde tespit edilen hak, ancak bir dava aracılığıyla kullanılacağı mevzuatta belirtilmişse dava hakkı olarak nitelendirilebilir.

²³⁷ Bkz. Birinci Bölüm, II, A, dn.133’te anılan düzenlemeler.

²³⁸ Bkz. TTK 141.1, TTK 202.1.b, TTK 202.2, TTK 493.1, TTK 493.4, TTK 531.

kavram olarak düzenlenmiş olan önemli nitelikteki işlem olduğuna hükmetmemize olanak vermez²³⁹. Zira belirtildiği üzere, önemli nitelikteki işlem kavramı, içeriği ve sonuçları sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen teknik bir kavram olup halka açık anonim ortaklıklar açısından ve mevzuatta belirlenen hallerde uygulanmaktadır. Önemli nitelikteki işlemlerdeki temel yaklaşım olan bir ölçüt temelinde ayırma tabi tutma anlayışı ile ayrılma sonucunun doğabilmesi bakımından benzerlik gösteren TTK düzenlemeleri ile SPKn kapsamındaki benzer kavramlar, kavramsal farklılıkların belirlenmesi suretiyle, bu bölüm içerisinde ileride incelenecektir.

B. Mülga Sermaye Piyasası Kanunu ve Bu Kanuna Dayanan İkincil Düzenlemeler

Önemli nitelikteki işlem kavramı ilk kez SPKn ile kanuni düzenlemeye kavuşturulmuştur. ESPKn’de kavram düzenlenmemekle birlikte, bu dönemde yürürlükte olan ikincil mevzuatta kavramın yer aldığı ve uygulama açısından önemlilik ölçütünün

²³⁹ *Karacan*, haklı nedenle fesih (TTK 531), birleşme işlemlerinde ayrılma akçesinin öngörülmesi (TTK 141) ve ortaklıklar topluluğunda bazı işlemleri diğerlerinden ayıran düzenlemelerin (TTK 202.2), “TTK’daki önemli nitelikteki işlem düzenlemeleri” olduğunu ve dolayısıyla TTK’da önemli nitelikteki işlemlerin bulunduğunu belirtmektedir (Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 232). Ancak önemli nitelikteki işlem kavramı SPKn tarafından teknik bir kavramı ifade etmek üzere kullanıldığından, ilgili maddelerin önemli nitelikteki işlemi düzenlemediği sonucuna varılmalıdır. Nitelim ilgili maddelerdeki ayrılma olanağı, önemli nitelikteki işlemin varlığına değil bizatihi hükümlerde bu olanağın tanınmasına dayanmaktadır. İlgili düzenlemelerden birleşmeye ilişkin olan TTK 141 hükmü, birleşmenin SPKn 23 kapsamında halka açık anonim ortaklıkların önemli nitelikteki işlemleri arasında yer alması bakımından ve yine ortaklıklar topluluğuna ilişkin TTK 202.2 hükmündeki düzenleme, işlemlerin bir ayırma tabi tutulması açısından da SPKn kapsamındaki önemli nitelikteki işlem ile benzerlik gösterse bile, haklı nedenle fesih açısından feshin önemli nitelikteki işlem olmadığı açıktır. Haklı nedenle fesih azlığa tanınan bir olanak olup feshin son çare olması kapsamında, davacı pay sahiplerinin paylarının satın alınması olanağı mahkemenin karara bağlayabileceği alternatif çözümlerden biri olarak TTK’da tanınmaktadır. Dolayısıyla, TTK düzenlemeleri kapsamında pay sahibinin ortaklıktan ayrılması sonucu gündeme gelse bile, ilgili düzenlemeler, sermaye piyasası mevzuatında önemli nitelikteki işlem kavramına atfedilen teknik anlamı karşılamaz.

ise SPKr kararı ile belirlendiği görülmektedir. Seri: IV, No:56 Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ²⁴⁰'in Eki'nin 1.3.10 numaralı hükmünde, halka açık anonim ortaklıkların işlemlerinin bir kısmı sayılarak bu işlemlerin Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin uygulanması bakımından önemli nitelikteki işlem sayılacağı hükme bağlanmıştır. İlgili işlemler, ortaklıkların varlıklarının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya üzerinde ayni hak tesis etmesi veya kiraya vermesi, önemli bir varlığı devir alması veya kiralaması, imtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi ve borsa kotundan çıkması işlemleridir²⁴¹. Tebliğ'de bu işlemlerin genel kurul onayı alınmadan icra edilemeyeceği, işlemlere ilişkin yönetim kurulu kararlarında bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayının aranacağı ve bu halde kamuyu aydınlatma düzenlemeleri çerçevesinde işlemlerin kamuya duyurulacağı, bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı alınmadan işlemlerin genel kurul onayına sunulamayacağı, işlemlere taraf olanların ilişkili taraf olması durumunda ilişkili tarafların genel kurulda oy kullanamayacağı, işlemlerin onaya sunulacağı genel kurul toplantılarında toplantı için yeter sayı aranmayıp karar için oy hakkı bulunanların adi çoğunluğunun aranacağı hükme bağlanmıştır. Görüleceği üzere, bu dönemde bazı işlemlerin diğerlerinden ayrılması suretiyle bu işlemler açısından karar alma süreci özel olarak düzenlenmiş bulunmakla beraber, işlemlere ayrılma hakkı veya pay alım teklifi zorunluluğunun doğması sonuçları bağlanmamıştı.

²⁴⁰ 30.12.2011 tarihli 28158 sayılı RG.

²⁴¹ Seri: IV, No:56 Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ kapsamındaki önemli nitelikteki işlemlerin içeriği, SPKn 23.1 ve ÖNİ Tebliği 5.1 hükmünde önemli nitelikteki işlem olduğu belirlenen işlemlere göre daha dardı. Karşl. SPKn 23.1 ve ÖNİ Tebliği 5.1; ayrıca ÖNİ Tebliği 5.2 hükmündeki SPKr yetkisi.

Bu dönemde ayrıca, Seri: IV, No: 57 Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ (Seri: IV, No: 56)'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ²⁴² ile önemli nitelikteki işlemlerin düzenlendiği Ek 1.3.10 hükmünde, işlemlerin karara bağlanması sürecine ilişkin olarak değişiklik yapılmıştır. Değişiklik çerçevesinde bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun olumlu oyunun arandığı ve ardından işlemin genel kurul onayına sunulduğu karar alma süreci değiştirilerek; ilgili mevzuat uyarınca genel kurul kararı alınması gerekmedikçe, işlemlere ilişkin yönetim kurulu kararlarının icra edilebilmesi için bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayının aranacağı, bağımsız üyelerin çoğunluğunun muhalefetine rağmen işlemin icra edilmek istenmesi halinde ise genel kurulun işlemi onaylaması gerektiği belirlenmiştir. Bu halde de, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin muhalefet gerekçesi kamuya açıklanmalı, SPK'ya bildirilmeli ve ayrıca genel kurul toplantısında okunmalıdır. Hükümde karar alma süreci dışında, işlemlerin içeriğinde veya diğer gereklilikler açısından herhangi bir değişiklik gerçekleştirilmemiştir. Farklılık, genel kurulun onayının alınmasının işlemlerin icra edilebilmesi açısından bir zorunluluk olmaktan çıkarılması ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun muhalefetine rağmen işlemin icra edilebilmesi için bir yöntem haline getirilmesidir²⁴³.

ESPKn döneminde yürürlükte bulunan ikincil mevzuatta önemli nitelikteki işlemin düzenlendiği bu dönemde, kavramın uygulanması açısından önemlilik ölçütünün

²⁴² 11.02.2012 tarihli 28201 sayılı RG.

²⁴³ Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun bir işlemi onaylamaması nedeniyle, işlemin icra edilebilmesi açısından genel kurul onayının alınması gerekliliği, günümüzde, KY Tebliği kapsamında ilişkili taraf işlemleri için uygulanmaktadır. Bkz. KY Tebliği 9.3.

belirlenmesi ise, bir SPKr kararı ile gerçekleştirilmiştir²⁴⁴. SPKr kararının içeriğinde, önemli nitelikteki işlemlerin belirlenmesine ilişkin niceliksel ölçütler getirilerek ilgili değerlendirmenin yönetim kurulu ve özellikle bağımsız yönetim kurulu üyeleri tarafından yapılacağı, işlemlerin bu ölçütlerin altında kalınması amacıyla birden fazla seferde gerçekleştirilmesi halinde bu işlemlerin tek işlem sayılacağı belirlemelerinde bulunulmuştur.

Önemli nitelikteki işlemlerin ikincil mevzuatla düzenlendiği bu sürecin devamında, 30.12.2012 tarihinde SPKn yayımlanmış ve aynı gün yürürlüğe girmiş olmakla birlikte, SPKn Geçici 1 hükmü uyarınca, Kanun'un uygulanmasına ilişkin düzenlemeler yürürlüğe girinceye kadar, mevcut düzenlemelerin SPKn'ye aykırı olmayan hükümlerinin uygulanmasına devam edilmiştir. SPKn'nin yürürlüğe girdiği ve bu bağlamda önemli nitelikteki işlemlerin kanuni düzenlemeye kavuştuğu fakat henüz ÖNİ Tebliği'nin yayımlanmadığı dönemde de, Seri IV, No: 63 Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ (Seri: IV, No: 56)'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ²⁴⁵ ile önemli nitelikteki işlemlere ilişkin mevzuatta değişiklik yapılmıştır. Değişiklik, finansal kuruluşların olağan faaliyetlerinden kaynaklanan aynı hak tesisi işlemlerinin hariç tutulması ve ayrıca yeter sayılara ilişkin mevcut ifadelerin çıkarılarak genel kurul kararları açısından SPKn 29.6 hükmünün uygulanacağını belirlenmesine ilişkindir. Ayrıca yine, SPKn'nin yürürlükte olduğu

²⁴⁴ 16.02.2012 tarihli 2012/7 sayılı SPKr Bülteni'nde yayımlanan 5/136 sayılı SPKr Kararı. Metin için bkz.

<http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2012&sayi=7&submenuheader=null> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017) İlgili SPKr kararı, KY Tebliği'nin yürürlüğe girmesi nedeniyle kaldırılmıştır (2014/2 sayılı SPKr Haftalık Bülteni).

²⁴⁵ 22.02.2013 tarihli 28567 sayılı RG.

fakat önemli nitelikteki işlem kavramının uygulama detaylarının ÖNİ Tebliği ile düzenlenmediği dönemde, payları borsada işlem gören ortaklıklar tarafından yapılacak nakit sermaye artırımlarının, sermaye artırımından elde edilecek fonun ortaklığın mevcut sermayesini aşması ve ilişkili taraflara olan ve ortaklığa nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan borçların ödenmesinde kullanılacak olması halinde önemli nitelikteki işlem sayılacağına ilişkin 5/145 sayılı SPKı kararı 12.02.2013 tarihinde 2013/5 sayılı SPKı Bülteni'nde yayımlanmıştır²⁴⁶. Ayrıca, önemli nitelikteki işlem olan birleşme işlemlerinden bazı koşullarla vazgeçebilme olanağına ilişkin olarak 18/602 sayılı SPKı kararı, 24.05.2013 tarihinde 2013/17 sayılı SPKı Bülteni'nde ve ayrılma hakkının kullanım fiyatını hesaplanmasında esas alınacak kamu açıklamasına ilişkin olarak 1149 sayılı SPKı kararı, 25.10.2013 tarihinde 2013/ 34 sayılı SPKı Bülteni'nde yer almıştır²⁴⁷.

Sonuç olarak, ESPKn döneminde önemli nitelikteki işlem kavramının kurumsal yönetim ilkeleri bağlamında düzenlendiği, önemlilik ölçütlerinin ise SPKı kararı ile getirildiği görülmektedir. Bu düzenlemelerde gerek işlemlerin içeriğinin gerek ise işlemlerin karara bağlanmasına ilişkin yöntemin belirlenmiş olması, SPKn döneminde kanuni düzenlemeye kavuşan önemli nitelikteki işlem kavramının ESPKn döneminde kurumsal yönetim ilkeleri ile bağlantılı olarak ve ikincil mevzuatta düzenlendiğini göstermektedir.

²⁴⁶ Karar, 26.07.2013 tarihli 2013/25 sayılı SPKı Haftalık Bülteni'nde yürürlükten kaldırılmıştır. İlgili işlem önemli nitelikteki işlemin güncel düzenlemesi kapsamında, ÖNİ Tebliği 5.1.g hükmünde yer almaktadır.

²⁴⁷ Her iki SPKı kararı, ÖNİ Tebliği'nin yürürlüğe girmesi nedeniyle yürürlükten kaldırılmıştır (31.12.2013 tarihli 2013/43 sayılı SPKı Haftalık Bülteni).

Bu noktada, kurumsal yönetim ilkelerinin henüz Tebliğ ile düzenlenmeden önce SPKı kararı olarak yayımlandığı dönemde de, yine kurumsal yönetim ilkeleri ile bağlantılı olarak önemli nitelikteki işleme benzer bir düzenlemenin yer aldığı belirtilmelidir. SPKı tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin 2003 tarihli metninde²⁴⁸, yönetim kurulunu düzenleyen IV. bölümünün “Yönetim Kurulunun Faaliyet Esasları ile Görev ve Sorumlulukları” başlıklı 2. kısmında yer alan 2.17.4 sayılı ilkede, bazı işlemlerin yönetim kurulu üyelerinin bizzat katıldığı toplantılarda onaylanması gerektiği yer almıştır. Bu işlemlerden h bendinde bulunanlar²⁴⁹, önemli nitelikteki işlemlerin güncel içeriğinde yer alan işlemlerle benzerlik göstermekle birlikte, önemli nitelikteki işlem kavramının, karar alma sürecinde meydana getirdiği değişiklikler ve pay sahibinin korunması amacıyla gündeme gelen koruyucu mekanizmalar ilgili düzenlemede yer almamaktaydı. Dolayısıyla, yönetim kurulu üyelerinin toplantıya bizzat katılımları gerekliliğini düzenleyen kurumsal yönetim ilkesi, önemli nitelikteki işlem kavramına ilişkin bir düzenleme niteliğinde olmayıp benzer bir düzenleme olarak nitelendirilebilir. Aynı düzenleme Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin SPKı kararı ile düzenlendiği bu dönemde, 2005 tarihli güncelleme çalışması kapsamında yayımlanan metinde de aynı kısımda yer almıştır.

Ülkemizdeki kurumsal yönetim ülkelerinin kaynağını oluşturan OECD ilkeleri açısından ise, 1999 tarihli ilk metinde²⁵⁰ önemli nitelikteki işlem Türk Hukukunda

²⁴⁸ http://www.ecgi.org/codes/documents/kyy_tr.pdf (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017)

²⁴⁹ Birleşme, bölünme, yeniden yapılanma; şirketin tamamının veya duran varlıklarının %10'unun satılması veya %10'unun üzerinde tutarlarda yatırım yapılması; aktif toplamının %10'unun üzerinde tutarlarda gider yapılması.

²⁵⁰ Metin için bkz. http://www.ecgi.org/codes/documents/principles_en.pdf (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017).

sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen kavramsal içeriği ile yer almamıştır. Ancak ilkelerin yer aldığı Birinci Bölüm'ün II. kısmında B bendi içerisinde pay sahipliği hakları açısından, pay sahiplerinin bazı temel değişikliklerle ilgili olarak²⁵¹ bilgi alma ve karar alma sürecine katılma hakları vurgulanmıştır²⁵². Temel değişikliklere örnek olarak gösterilen işlemler ise, esas sözleşme değişiklikleri, yeni pay çıkarılması ve ortaklığın satılması sonucunu doğuran olağanüstü işlemlerdir. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin 2004 tarihli gözden geçirilmiş metninde²⁵³ daha önceki düzenleme ufak değişikliklerle korunmuş; ancak ortaklığın satılması sonucunu doğuran işlemlerin, aktiflerin tümünü veya önemli bir kısmının devrini de kapsadığı vurgulanmıştır²⁵⁴. Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin her iki metninde yer verilen ortaklıktaki temel değişikliklere ilişkin olarak pay sahibinin bilgi edinme ve katılım haklarını içeren genel ifadeler, ortaklığın işlemlerinin önemli nitelikteki işlem kavramındaki gibi bir önem derecelendirmesine tabi tutulması sonucunu doğurmakla beraber, karar alma sürecinin ve pay sahiplerinin korunması mekanizmalarının özel olarak düzenlenmesi sonucunu doğurmamaktadır. Öte yandan, 2004 tarihli Kurumsal Yönetim İlkeleri, aktiflerin tümünün veya önemli bir kısmının devrine ilişkin bir belirleme yapmakla önemli

²⁵¹ Temel değişikliklere ilişkin olarak OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri metinlerinde “*fundamental corporate changes*” terimi kullanılmıştır (s.5) ve bu terim Türk Hukukunda sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen önemli nitelikteki işlem kavramının İngilizce karşılığıdır, bkz. Birinci Bölüm, II, A, dn. 131.

²⁵² “Shareholders have the right to participate in, and to be sufficiently informed on, decisions concerning fundamental corporate changes such as: 1) amendments to the statutes, or articles of incorporation or similar governing documents of the company; 2) the authorisation of additional shares; and 3) extraordinary transactions that in effect result in the sale of the company.”

²⁵³ Metin için bkz. <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017), s. 18.

²⁵⁴ “Shareholders *should* have the right to participate in, and to be sufficiently informed on, decisions concerning fundamental corporate changes such as: 1) amendments to the statutes, or articles of incorporation or similar governing documents of the company; 2) the authorisation of additional shares; and 3) extraordinary transactions, including the transfer of all or substantially all assets, that in effect result in the sale of the company.”

nitelikteki işlemlerin Türk Hukukundaki içeriğine daha yakın bir metne yer vermiştir. Ortaklıktaki temel değişikliklere ilişkin bu düzenlemelerin yanı sıra, her iki metinde de pay sahiplerinin hepsine ve bu bağlamda özellikle azınlık ve yabancı pay sahiplerine eşit koşullarda davranılması gerektiği belirlenmiş; 2004 tarihli metinde 1999 tarihli metinden farklı olarak ilkelerin yer aldığı Birinci Bölüm'ün III. kısmında, A bendinin 2. maddesinde, azınlığa tanınan haklar belirlenirken, bazı ülkelerin azınlıkta kalan pay sahiplerine özellikle borsa kotundan çıkılması hallerinde paylarını hâkim ortağa satma olanağı tanındığına yer verilmiştir. Bu ifadeler ise önemli nitelikteki işlem kavramının temel amacı olan azınlığın korunmasına vurgu yapmakla beraber, önemli nitelikteki işlemin Türk Hukukundaki görünümünün temel özellikleri olan özellikli karar alma sürecinin mevzuatta düzenlenmesi ve pay sahiplerinin korunmasına ilişkin özel mekanizmaların getirilmesi, Kurumsal Yönetim İlkeleri'ndeki ilgili belirleme ile tam olarak yerine getirilmemiştir. Temel bir belirleme niteliğindeki OECD ilkesi, önemli nitelikteki işlemin Türk Hukukundaki içeriğini karşılamamaktadır.

OECD tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleri 2015 yılında gözden geçirilmiş; G20 Ülkeleri ile işbirliği yapılarak güncel metin yayımlanmıştır. Güncellenmiş G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin II. kısmının B bendinde pay sahiplerinin ortaklığa ilişkin temel değişiklikler hakkında bilgi sahibi olmasının yanı sıra değişiklikleri onaylama veya karar alma sürecine katılma haklarının bulunduğu vurgulanmıştır²⁵⁵. Güncel düzenleme kapsamında, ilkelerin önceki hallerinden farklı

²⁵⁵ “Shareholders should be sufficiently informed about, and have the right to approve or participate in, decisions concerning fundamental corporate changes such as: 1) amendments to the statutes, or articles of incorporation or similar governing documents of the company; 2) the authorisation of additional

olarak pay sahiplerinin ortaklıktaki temel değişiklikleri onaylama haklarının olduğuna değinilmesi, önemli nitelikteki işlemlerin Türk Hukukundaki düzenlemesi açısından işlemlerin genel kurul onayına sunulması ile paralellik gösterir.

İkinci olarak, daha önce de azınlık ortaklarının korunması bakımından ilkelerde yer almış bulunan, tüm pay sahiplerine özellikle azınlıkta kalan ve yabancı pay sahiplerine eşit davranılması gerektiğine ilişkin genel belirleme güncellenmiş metinde de varlığını sürdürmüştür. Bağlantılı olarak azınlığa tanınan hakların belirlendiği II. kısmın G bendinde, daha önce 2004 tarihli metinde yer verilmiş olan bazı ülkelerin azınlıkta kalan pay sahiplerine özellikle borsa kotundan çıkılması hallerinde paylarını hâkim ortağa satma olanağı tanıdığı ifadesi korunmuştur.

Üçüncü olarak ise, Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin güncellenen metninde II. kısma eklenen H bendinde, ortaklık kontrolünün ele geçirilmesine ilişkin olarak etkinlik ve şeffaflığın sağlanmasının gerektiği belirtilmiş; bazı ülkelerin yapısal değişiklik işlemlerine ilişkin olarak olumsuz oy kullanan pay sahiplerine ortaklıktan çıkma hakkı tanıdığına değinilmiştir. Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne eklenen bu metin, önemli nitelikteki işlemlerin Türk Hukukundaki görünümüne uymaktadır. Dolayısıyla, daha önce pay sahipliği hakları ve azınlık hakları bağlamında genel olarak ele alınmış olan önemli nitelikteki işlem kavramının içeriğindeki işlemlerden yapısal değişiklik işlemleri, güncellenen metinde azınlıkta kalan pay sahiplerinin çıkma hakları bakımından kendisine yer bulmuştur. Bu düzenleme her ne kadar önemli nitelikteki işlemlerin Türk

shares; and 3) extraordinary transactions, including the transfer of all or substantially all assets, that in effect result in the sale of the company."

Hukukundaki düzenlemesinde yer alan ayrılma hakkını işaret etmekte ise de, Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde önemli nitelikteki işlemin Türk Hukukundaki düzenlemesi kapsamında yer aldığını göstermemektedir. Sonuç olarak, G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde önemli nitelikteki işlem, Türk Hukukundaki görünümü gibi karar alma sürecinin detaylandırıldığı ve pay sahiplerinin korunmasına ilişkin mekanizmaların öngörüldüğü kavramsal haliyle düzenlenmemiştir. Diğer taraftan, pay sahiplerinin belirli işlemlere ilişkin onaylarının alınmasının vurgulanması ve ayrıca yapısal değişiklik işlemlerine ilişkin olarak azınlıkta kalan pay sahiplerinin ortaklıktan çıkması olanaklarına değinilmesi, ilkelerin önceki haline göre farklılık göstermekte ve önemli nitelikteki işlemin Türk Hukukundaki düzenlemesi ile kesişmektedir.

C. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve Bu Kanuna Dayanan İkincil Düzenlemeler

1. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

SPKn, Türk sermaye piyasasının, yüksek standartlarda işlemlerini ve özellikle yeni şartlara uygun mevzuat altyapısının oluşturulması suretiyle, küreselleşme sonucu uluslararası nitelik kazanan sermaye piyasaları arasındaki rekabette yerini almasını amaçlamaktadır. Ayrıca yeni TTK'nın yürürlüğe girmesi, sermaye piyasasına ilişkin kuralların da modern kurallar içeren TTK'ya uyumlu hale getirilmesini gerektirmiştir²⁵⁶.

²⁵⁶ TBMM, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı:3, Sıra Sayısı: 337, s. 11.

Finansal piyasaların koşulları oldukça hızlı değiştiğinden, piyasalarla ilgili hukuk kurallarının da bu gelişime uyum sağlaması gerekmektedir. Ortaya çıkan ekonomik krizlerin küresel boyuttaki etkileri ile AB mevzuatı kapsamında piyasalara ilişkin kuralların sürekli güncellenmesi, yeni düzenlemelere dair gereklilikler doğurmuş; SPKn bu gereklilikler sonucunda kabul edilmiştir²⁵⁷.

SPKn'da, önemli nitelikteki işlem kavramsal olarak ilk kez kanun düzeyinde düzenlenmiştir. Genel Gerekçe'de önemli nitelikteki işlemin tanımlandığı belirtilmekle birlikte²⁵⁸, SPKn 23.1 hükmünde halka açık anonim ortaklıkların önemli nitelikteki işlemleri sınırlayıcı olmayan sayım yöntemiyle belirlenmiştir²⁵⁹. SPKn 23.1 kapsamındaki önemli nitelikteki işlemler, halka açık anonim ortaklıkların; birleşme, bölünme işlemlerine taraf olması, tür değiştirme veya sona erme kararı alması, malvarlığının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya üzerinde bir ayni hak tesis etmesi veya kiralaması, faaliyet konusunu tümüyle veya önemli ölçüde değiştirmesi, imtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi, borsa kotundan çıkması işlemleri olarak sayılmıştır.

Ayrıca SPKn 23.1 hükmünde, SPKn'nin çerçeve kanun olması niteliğine uygun olarak, önemlilik ölçüsü de dâhil olmak üzere bu nitelikteki işlemlerde bulunulabilmesi veya kararlar alınabilmesi için uyulması zorunlu usul ve esasları belirlemeye SPKn'nin yetkili olduğu hükme bağlandıktan sonra SPKn 23.2 hükmünde, SPKn 23.1 hükmü çerçevesinde düzenlenen zorunluluklara uyulmaksızın gerçekleştirilen işlemlerin ortadan

²⁵⁷ TBMM, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı:3, Sıra Sayısı: 337, s. 10, 12.

²⁵⁸ TBMM, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı:3, Sıra Sayısı: 337, s. 14.

²⁵⁹ Bkz. Birinci Bölüm, II, B, dn. 141.

kaldırılmasına yönelik olarak, SPK'nın, ilgili kararın tebliğinden itibaren otuz gün içinde işlem öncesi durumun aynen sağlanmaması halinde idari para cezası verebileceği ve bu işlemlerin iptali için dava açabileceği belirlenmiştir.

SPK'nın 24 hükmünde ise ayrılma hakkı düzenlenmektedir. Bu kapsamda, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılıp da olumsuz oy kullanan ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahiplerinin, paylarını halka açık anonim ortaklığa satarak ayrılma hakkına sahip olduğu hükme bağlanmıştır. Madde gerekçesi kapsamında, ayrılma hakkının AB mevzuatına uyum kapsamında ilk kez düzenlendiği, önemli kararların alındığı genel kurula katılmayan veya katılıp da olumsuz yönde oy veren pay sahiplerine belirli şartlar dâhilinde ve adil bir fiyat üzerinden paylarını ortaklığa satma hakkı verdiği ifade edilmiştir²⁶⁰. Kanuni düzenlemeye kavuşmuş olan, önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı açısından mehzaz niteliğinde belirli bir yabancı hukuk düzenlemesine işaret edilmemiştir. Bu bağlamda, kavramın düzenlenme nedeni her ne kadar AB mevzuatına uyum olarak gösterilmişse de, daha önce de incelendiği üzere ayrılma hakkının uygulaması ABD'de daha belirgin bir seyir izlediğinden bu sistemdeki düzenleme anlayışı, Türk Hukukunda ayrılma hakkı kavramına ilişkin yaklaşımı etkilemiştir. Kavramın farklı dinamikler içerisinde farklı hükümlerle düzenlendiği AB içerisinde yer alan İtalya, Almanya gibi ülkelerdeki ilgili mevzuatın da düzenleme üzerinde etkileri bulunmaktadır. AB mevzuatı açısından bakıldığında ise, birlik düzeyinde ayrılma hakkına ilişkin genel kabul gören bir yaklaşım bulunmamakta; konu, azınlık haklarının korunması gerekliliği kapsamında

²⁶⁰ TBMM, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı:3, Sıra Sayısı: 337, Madde 24, s. 26.

çıkma ve satın alma hakları bağlamında ele alınmakta ve önemli nitelikteki işlem gibi ortaklıkların bazı kararlarına bağlı olarak azınlığa tanınan ayrılma hakkından doğrudan söz edilmemektedir²⁶¹.

SPKn 24.1 hükmünde ayrılma hakkının yanı sıra, payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklar açısından, ortaklığın ilgili payları pay sahibinin talebi üzerine, söz konusu önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalamasından satın almakla yükümlü olduğu belirlenmiştir. SPKn 24.2 hükmünde ise, SPKn 24.1 hükmü kapsamında ayrılma hakkının kullanımı için pay sahibi tarafından yerine getirilmesi gereken genel kurula katılarak işlem hakkında olumsuz oy kullanma ve muhalefetini tutanağa işletme koşullarına, pay sahibinin önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılmasına haksız bir biçimde engel olunması, genel kurul toplantısına usulüne uygun davet yapılmaması veya gündemin usulüne uygun bir biçimde ilan edilmemesi hâlleri açısından istisna getirilmiştir. SPKn 24.3 hükmünde, ayrılma hakkının bulunduğu ve hakkın kullanılması halinde payların hangi fiyat üzerinden alınacağı, önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kurulun gündeminde yer alacağı hükme bağlanmış; SPKn 24.4 hükmünde ise, ayrılma hakkının doğmadığı haller ile bu hakkın kullanımına ve payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda satım fiyatının hesaplanmasına ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisinin SPKr’de olduğu belirlenmiştir. Son olarak ise, SPKn 25.1 hükmünde, halka açık anonim

²⁶¹ Report of The High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, s. 110.

ortaklıklarda önemli nitelikteki işlemler nedeniyle zorunlu pay alım teklifi yapılmasına ilişkin usul ve esasları düzenleme yetkisi SPK'r'ye verilmiştir.

SPKn'nin yayımlanmasına ilişkin süreçte, 09.03.2012 tarihinde SPK'r tarafından bir Kanun Tasarısı Taslağı²⁶² duyurularak kamuoyunun görüşlerine açılmıştır. Kanun Tasarısı metni ise, Bakanlar Kurulu tarafından 18.06.2012 tarihinde TBMM Başkanlığı'na 02.05.2012 karar tarihli olarak iletilmiştir. Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin 23, 24 ve 25 hükümlerine ilişkin olarak, 16.10.2012 tarihli 1/638 Esas No'lu TBMM alt komisyon raporu ile 23.10.2012 tarihli ve 1/638 Esas No'lu 23 Karar No'lu Plan ve Bütçe Komisyonu raporunda özel bir değerlendirme yer almamış; ilgili maddeler, 05.12.2012 tarihli 24. Dönem 3. Yasama Yılı 34. birleşiminde Kanun'un TBMM'de görüşülmesi sırasında üzerlerinde herhangi bir değişiklik önergesi sunulmadan aynen kabul edilmiştir.

Bu noktada, SPK'r tarafından kamuoyuna duyurulan Kanun Tasarısı Taslağı ile TBMM'ye sunulan Kanun Tasarısı metinleri arasında 23 ve 24 hükümleri açısından farklılıklar olduğu belirtilmelidir. Bu değişikliklerden ilki, Kanun Tasarısı Taslağı'nda 23.2 hükmünde SPK'r'ye verilen, ilgili usul ve esaslara aykırı işlemlere ilişkin olarak ihlalin ağırlığına göre idari para cezası verme veya işlemi iptal etme veya hem idari para cezası verme hem de işlemi iptal etme yetkisine ilişkindir. Kanun Tasarısı Taslağı'nda ortaklığın işlemi iptal etme yetkisinin SPK'r'ye tanınmış olması haklı olarak

²⁶²

Metin

için

bkz.

<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?pageid=859&action=displayfile&fn=859.pdf&submenuheader=nul>
1 (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017).

eleştirilmiş²⁶³; bu eleştiri doğrultusunda, işlemin ortadan kaldırılması kararının ortaklığa tebliğ edilmesinin ardından otuz günlük sürede kararın gereğinin yerine getirilmemesi halinde idari yaptırım uygulayabilme yetkisi ve iptal davası açabilme yetkisi SPKr'ye tanınmıştır. Ayrıca, Kanun Tasarısı Taslağı'nda 23.3 hükmünde yer verilen yeni pay alma haklarının kısıtlanması gibi diğer bazı konular ve önemli nitelikteki işlemlerin görüşüleceği genel kurullara ilişkin yeter sayılar, Kanun Tasarısı'nda daha uygun bir yer olan ve genel kurul toplantısına ilişkin esasları düzenleyen SPKn 29.6 hükmüne alınmışlardır. Kanun Tasarısı Taslağı ile Kanun Tasarısı metinleri arasındaki farklardan bir diğeri ise, ayrılma hakkının fiyatına ilişkindir. Kanun Tasarısı Taslağı'nda ayrılma hakkının kullanılması halinde, ortaklığın ilgili payları adil bir bedel üzerinden satın alacağı yer almış; bu belirleme TBMM'ye sunulan metinde, payları borsada işlem gören ortaklıklarda önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatın ortalaması üzerinden fiyatın belirlenmesi yönünde değişikliğe uğramıştır. Dolayısıyla Kanun Tasarısı Taslağı'nda ayrılma hakkının kullanım fiyatının belirlenmesi açısından payların borsada işlem görmesi temelinde bir ayrıma gidilmeksizin hakkın adil bedel üzerinden kullanılacağına yer verilmişken Kanun Tasarısı'nda payları borsada işlem gören ortaklıklarda ayrılma

²⁶³ TÜYİD'in SPKn Kanun Tasarısı Taslağı Hakkında görüşünde işlemin iptali yetkisinin mahkemelerde olması gerektiği belirtilmiştir. Bkz. http://www.tuyid.org/files/mevzuat_sunumlar/SPK_Kanun_Taslagina_iliskin_Tuyid_Yazisi.pdf (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017) Ayrıca bu görüşte, önemli nitelikteki işlemlerin kanunla tanımlanması gerektiği, bu nedenle SPKn 23 metninden “gibi hususlar” ifadesinin çıkarılması önerilmiş; ayrılma hakkını düzenleyen SPKn 24 hükmünün kapsamının ise, payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklara özgülenmesi savunulmuştur. Ayrılma hakkının kapsamından payları borsada işlem gören ortaklıkların hariç tutulması, ABD'de ortaya çıkan “market out” istisnasına paraleldir. Bkz. Birinci Bölüm, I, A, 1. Ayrıca, ilgili görüşte, ayrılma hakkının kullanımı halinde payları ortaklığın değil hâkim ortağın satın alması, bu kapsamda da SPKn 25 kapsamında yer alan önemli nitelikteki işlem nedeniyle doğan pay alım teklifi zorunluluğunun düzenlenmesine gerek olmadığı düşüncelerine yer verilmiştir.

hakkının kullanım fiyatı belirlenmiş ve bağlantılı olarak payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda ayrılma hakkının kullanım fiyatının hesaplanmasına ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisi SPKr'ye bırakılmıştır. Yine Kanun Tasarısı Taslağı'nda, 24.4 hükmünde yer alan ayrılma hakkının ilgili genel kurul kararının tescili tarihinden itibaren otuz gün içerisinde ortaklıktan yazılı olarak talep edilmesine ilişkin belirleme ile 24.5 hükmünde yer alan ayrılma hakkı bedelinin düşük belirlenmesi halinde pay sahibine tanınmış olan genel kurul kararının tescili tarihinden itibaren altmış gün içerisinde mahkemeden adil bedelin tespitini talep etme yetkisi Kanun Tasarısı'nda yer almamıştır. Ayrıca, Kanun Tasarısı Taslağı 24.6 hükmünde, adil bedelin belirlenmesi için talepte bulunulması ve mahkemenin yüksek bir bedele hükmetmesi halinde, ilgili yüksek bedelin ayrılma hakkı talep eden tüm pay sahipleri için uygulanması yönünde bir belirleme de bulunmakla birlikte bu olanak Kanun Tasarısı'nda bulunmamaktadır.

SPKn'deki önemli nitelikteki işlemlere ilişkin düzenlemeler incelendiğinde; kavramın ana hatlarıyla belirlendiği ve konuya ilişkin ikincil düzenleme yapma yetkisinin SPKr'ye verildiği görülmektedir. Kavramın uygulama ayrıntılarının düzenlenmesinin SPKr'ye bırakılması, SPKn Genel Gerekçesi'nde de vurgulandığı üzere, sermaye piyasası açısından esneklik ve gelişmelere tepki verebilme ihtiyacına dayanmakla birlikte²⁶⁴; yetkilerin piyasalar açısından belirsizlik yaratabilecek genişlikte

²⁶⁴ TBMM, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı:3, Sıra Sayısı: 337, s. 13.

bulunması olumsuz etkiler doğurabilir. Nitekim, yetkilerin kapsamı Kanun Tasarısı metnindeki karşı oylarda eleştirildiği²⁶⁵ gibi öğretide de sorgulanmıştır²⁶⁶.

2. İkincil Düzenlemeler

a. Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma

Hakkı Tebliği (II- 23.1)

aa. Tebliğ'in Genel Özellikleri

Önemli nitelikteki işlem kavramı Türk Hukukunda sermaye piyasası mevzuatında kanun düzeyinde düzenlenmiştir. Kavramın uygulamasına ilişkin ayrıntılar ise ÖNİ Tebliği ile belirlenmiştir. SPKn 23, 24 ve 25 hükümlerinde SPKr'ye tanınan yetkiler; önemlilik ölçüsü de dâhil olmak üzere önemli nitelikteki işlemlerde bulunulabilmesi veya kararların alınabilmesi için uyulması zorunlu usul ve esasların belirlenmesi, ayrılma hakkının doğmadığı haller ile bu hakkın kullanımına ve payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda satım fiyatının hesaplanmasına ilişkin usul ve esasların belirlenmesi ve halka açık anonim ortaklıklarda önemli nitelikteki işlem nedeniyle zorunlu pay alım teklifi yapılmasına ilişkin usul ve esasların belirlenmesi yetkileridir. SPKr de ilgili yetkiler dâhilinde önemli nitelikteki işlemlerin içeriğinin ve karara bağlanması sürecinin, önemli nitelikteki işlem nedeniyle doğan ayrılma hakkının ve pay alım teklifi zorunluluğunun uygulama ayrıntılarını ÖNİ Tebliği'nde düzenlemiştir.

²⁶⁵ TBMM'ye sunulan SPKn Kanun Tasarısına ilişkin olarak, Alt Komisyon Raporu ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu'nda yer alan karşı görüşlerde sıklıkla dile getirilen görüş, SPKr'nin yetkilerinin geniş olduğu ve aşırı yetki talebinde bulunulduğu yönündedir (s. 50).

²⁶⁶ Bkz. Birinci Bölüm, II, C, dn. 160.

Sermaye piyasası alanındaki bağımsız idari otorite konumundaki SPKr, SPKn 117 hükmü kapsamında kamu tüzel kişiliğini haiz, idari ve mali özerkliğe sahip bir kurul olarak örgütlenmiştir. Bu bağlamda SPKr'nin Anayasa 124 hükmü kapsamında kendi görev alanını ilgilendiren kanunların ve tüzüklerin uygulanmasını sağlamak üzere yönetmelik çıkarma yetkisi bulunmaktadır. Ayrıca SPKr, SPKn 128.1 hükmünde sıralanan yetkilerini SPKn 128.2 gereğince düzenleyici işlemler tesis ederek ve özel nitelikli kararlar alarak yerine getirmektedir. Yine aynı hükümde düzenleyici işlem niteliğindeki yönetmelik ve tebliğlerin RG'de yayımlanarak yürürlüğe konacağı belirtilmiştir. ÖNİ Tebliği de SPKr'nin sermaye piyasasına ilişkin düzenleme yetkilerini kullanarak RG'de yayımladığı önemli nitelikteki işleme ilişkin usul ve esasları belirlediği düzenleyici işlem niteliğindedir.

ÖNİ Tebliği'nin içeriği SPKn 23, 24 ve 25 hükümlerinde SPKr'ye tanınan yetkiler kapsamında düzenlenmiştir. Tebliğ, on yedi madde ve bir geçici maddeden oluşmaktadır. Birinci bölümde amaç, kapsam, dayanak ve tanımlara yer verildikten sonra devam eden bölümlerde kavramın uygulanmasına ilişkin ayrıntılar şekillendirilmiştir. İkinci bölüm önemli nitelikteki işlemlere, üçüncü bölüm ayrılma hakkına ve pay alım teklifi zorunluluğuna, dördüncü bölüm ise “Çeşitli ve Son Hükümler” başlığı altında farklı konulara ilişkin hükümlere ayrılmıştır. Tebliğ'de yer verilen önemli nitelikteki işlem kavramına ilişkin usul ve esaslar dört temel başlık altında incelenebilir. Bunlar; önemli nitelikteki işlemlerin içeriği ve bu bağlamda önemlilik ölçütleri, önemli nitelikteki işlemlerde karar alma süreci, önemli nitelikteki işlem nedeniyle doğan ayrılma hakkı ve hakkın uygulaması ile önemli nitelikteki işlem

nedeniyle doğan pay alım teklifi zorunluluğu ve uygulamasıdır. Önemli nitelikteki işlemlerden biri olan borsa kotundan çıkılması işlemi de ayrıca hükme bağlanmıştır. Aşağıda Tebliğ’de yer verilen dört temel konuya ilişkin düzenleme yaklaşımı kısaca ele alınacaktır.

bb. İşlemlerin İçeriğinin Belirlenmesine İlişkin Hükümler

Önemli nitelikteki işlem kavramının içeriğine ilişkin hükümler ÖNİ Tebliği’nin 5 ve 6 hükümleridir. ÖNİ Tebliği’nin 5.1 hükmünde, SPKn 23.1 hükmünde sınırlayıcı olmayan şekilde sayılmış olan işlemlerin yanı sıra başka işlemlerin de önemli nitelikteki işlem olduğu belirlenmiştir ve ayrıca önemli nitelikteki işlemlerin ortaklıkların kendi tüzel kişiliklerine ilişkin olarak gerçekleştirdikleri işlemler olduğuna dair açıklık getirilmiştir. Önemli nitelikteki işlemler SPKn 23.1 hükmünde sınırlayıcı olmayan şekilde sayıldıklarından, SPKr’nin kavramın içeriğine ilişkin eklemede bulunması aykırılık oluşturmamaktadır. İşlemlerin içeriğinin Tebliğ hükmü ile genişletilmesi SPKr’ye Tebliğ değişikliği yaparak önemli nitelikteki işlemlerin içeriğini değiştirme yetkisi de vermektedir. Nitekim, ÖNİ Tebliği’nde yapılan değişiklik ile²⁶⁷ daha önce önemli nitelikteki işlem kapsamında olan bir işlem bu kapsamdan çıkarılmıştır.

²⁶⁷ II-23.1a sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına İlişkin Tebliğ ile “halka açık anonim ortaklıkların yapmayı planladıkları bedelli sermaye artırımlarında ortaya çıkan nakit sermaye koyma borcunun, ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlara mahsup edilmek suretiyle yerine getirilmesi” önemli nitelikteki işlem olmaktan çıkarılmıştır. Bu değişiklik 27.02.2015 tarihinde-aynı tarihte- VII- 128.1 sayılı Pay Tebliği’nde (22.06.2013 tarihli 28685 sayılı RG) yapılan değişikliğe paraleldir. Pay Tebliği 12.4 hükmünün son cümlesi “Halka açık ortaklıkların yapacakları sermaye artırımlarında ortaya çıkan nakit sermaye koyma borcu, ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlara mahsup suretiyle yerine

ÖNİ Tebliği 6 hükmünde önemli nitelikteki işlemlerin bir kısmına ilişkin olarak niteliksel ve niceliksel önemlilik ölçütleri öngörülmüştür. SPKr'nin ÖNİ Tebliği'nde önemli nitelikteki işlemlerin içeriğini işlem türü olarak genişlettiği, diğer taraftan ise bazı işlemler bakımından ek ölçütlerin aranması gerekliliği getirdiği görülmektedir.

Önemli nitelikteki işlemlerin içeriği ÖNİ Tebliği 5.1 hükmünde yer alan işlemlerle de sınırlı değildir²⁶⁸. ÖNİ Tebliği 5.2 hükmünde, ortaklıkların halka açılma öncesindeki vaat, taahhüt veya esaslı durumlarından önemli oranda farklılaşan veya somut bir konuda daha önceden bir vaat veya taahhütte bulunulmamış olsa dahi bütüncül olarak ele alındığında ortaklığın faaliyetleri ve/veya ticari hayatında önemli ölçüde değişiklik meydana getirebilecek iş ve işlemlerin, SPKr tarafından önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilebileceği hükme bağlanmıştır. Bu bağlamda ÖNİ Tebliği 5.1 hükmünde belirlenen işlemlerin dışında başka birtakım işlemlerin de SPKr tarafından önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilmesi olanağı bulunmaktadır. Bu hüküm SPKr'nin yetki alanını oldukça genişleten bir hüküm olmanın yanı sıra içeriği açısından da belirsizlik taşımaktadır²⁶⁹.

cc. Karar Alma Yöntemine İlişkin Hükümler

Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alma yöntemi ÖNİ Tebliği'nde hükme bağlanmıştır. 5.3 hükmünde önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararının

getirilemez.” şeklinde değiştirilerek değişiklik öncesi dönemde önemli nitelikteki işlem olduğu belirlenen ve pay sahiplerinin koruması için pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğu işlem yasaklanmıştır.

²⁶⁸ Bkz. Birinci Bölüm, II, B, dn. 141.

²⁶⁹ Bkz. Birinci Bölüm, II, C.

özelliklerine ve 7 hükmünde önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı genel kurul toplantısına ilişkin ayrıntılara yer verilmiştir. Tebliğ'in önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alma yöntemine yaklaşımı, yönetim kurulunun belirli özellikleri haiz karar alması ve işlemin genel kurul onayına sunulması yönünde olup genel kurul aşamasına ilişkin olarak çoğunluk ile azınlık menfaatlerinin dengelenmesi amacı dâhilinde düzenlemeler getirilmiştir. Karar alma sürecinde kamunun aydınlatılması da önem arz etmektedir ve Tebliğ'de ayrıntılı olarak düzenlenmiştir.

Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin yönetim kurulu kararının özellikleri SPKn'de belirlenmemiştir ve ÖNİ Tebliği'nde yer almıştır. 5.3 hükmü kapsamında önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararı, gerekçeli olmalı, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oylarını içermeli ve kamuya açıklanmalıdır.

Önemli nitelikteki işlemin genel kurul onayına sunulacağına ÖNİ Tebliği 7.1 hükmünde yer verildikten sonra genel kurul aşamasına ilişkin usul ve esaslar düzenlenmiştir. Önemli nitelikteki işlemler açısından genel kurul onayı aşaması, gerek önemli nitelikteki işlemin karara bağlandığı aşama olması gerek ise pay sahiplerinin korunmasına ilişkin mekanizmaların devreye girmesi nedenleriyle ön plana çıkmaktadır. Önemli nitelikteki işlemin genel kurulda onaylanmasına ilişkin yeter sayılar ÖNİ Tebliği 7 hükmünde SPKn 29.6 hükmüne paralel olarak şekillendirilmiştir. Ayrıca genel kurulda

uygulanacak oydan yoksunluk halleri ile oydan yoksunluk açısından kişisel nitelikte sonuç doğurmayacağı kabul edilen işlemler belirlenmiştir²⁷⁰.

dd. Ayrılma Hakkına İlişkin Hükümler

Önemli nitelikteki işlem nedeniyle ayrılma hakkının doğacağına SPKn 24.1 hükmünde yer verilmekle birlikte hakkın uygulanmasına ilişkin usul ve esaslar ÖNİ Tebliği’nde belirlenmiştir. Hakkı kullanabilecek kişiler, hakkın kullanımı açısından yerine getirilmesi gereken koşullar ile hakkın kullandırılmasına ilişkin süreç ÖNİ Tebliği 9 ve 10 hükümlerinde ve ayrılma hakkının doğmadığı haller 12 hükmünde yer almıştır.

Ayrılma hakkının amacı, önemli nitelikteki işlem açısından karar alan çoğunluk ile çoğunluğun karşısındaki azınlığın menfaatlerinin dengelenmesidir ve hak azınlığa belirli koşulları yerine getirmek suretiyle önemli nitelikteki işlemde etkilenmeden payını ortaklığa satarak ayrılma imkânı vermektedir. Bu bağlamda ayrılma hakkının kullanım fiyatı önem kazanmaktadır. Ayrılma hakkının kullanım fiyatı payların borsada işlem görmesi temelinde farklılaşmakta; payları borsada işlem gören ortaklıklarda SPKn 24.1 hükmünde önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması olarak belirlenen fiyat, ÖNİ Tebliği 10.1 hükmünde işlemin ilk defa kamuya açıklandığı tarihten önceki, açıklanan tarih hariç olmak üzere, otuz gün içinde borsada oluşan düzeltilmiş ağırlıklı ortalama

²⁷⁰ ÖNİ Tebliği 7.2 hükmünde, SPKn 29.6 hükmü ile karşılaştırıldığında oydan yoksunluğun içeriğine ilişkin bir değişiklik yer almaktadır. Bkz. aşağıda Üçüncü Bölüm, I, C, 3, b. Ayrıca kişisel nitelikte sonuç doğurmayacağı kabul edilen işlemlere ilişkin 7.3 hükmü de ÖNİ Tebliği’nin eklemesi niteliğindedir.

fiyatların aritmetik ortalaması olarak yer almaktadır. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar açısından ise fiyat ve bu fiyatın adil ve makul olduğu, ÖNİ Tebliği 10.2 hükmü kapsamında, SPKr'nin ilgili düzenlemelerine göre hazırlanacak bir değerlendirme raporu ile tespit edilecektir.

ÖNİ Tebliği'nde ayrılma hakkının kullanım koşulları SPKn 24.1 ve 2 hükümlerine paralel olarak yer alması, kamuya açıklama yapılmaması hali ile birden fazla açıklama yapılmış olmasının sonuçları düzenlenmiştir. Ortaklık açısından önemli nitelikteki işlemde vazgeçebilme olanağının koşulları hükme bağlanarak ayrılma hakkının kullandırılmasına ilişkin süreç ve hakkın kullanılmasının sonuçları belirlenmiştir. Ayrıca, ayrılma hakkının doğmadığı haller de Tebliğ'de yer almıştır.

ee. Pay Alım Teklifi Zorunluluğuna İlişkin Hükümler

Önemli nitelikteki işlem nedeniyle doğan pay alım teklifi zorunluluğuna ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisi SPKn 25 hükmünde SPKr'ye verilmiştir. Konuya ilişkin ayrıntılar ise ÖNİ Tebliği 11 hükmünde yer almıştır.

ÖNİ Tebliği 5.1 hükmünde önemli nitelikteki işlemler arasında sayılan işlemlerden bir kısmında pay sahiplerinin pay alım teklifi zorunluluğu ile korunması menfaatler dengesine uygun bulunmuş ve bu işlemlerde pay alım teklifinde bulunması gereken kişiler de mevzuatta belirlenmiştir. İmtiyaz öngörülmesi, mevcut imtiyazların kapsam veya konusunun değiştirilmesi ve borsa kotundan çıkılması hallerinde işlemde yararlanacak olanlar pay alım teklifinde bulunacaklardır. Pay alım teklifi

zorunluluğunun doğduğu diğer hal ise, devrolunan ve payları borsada işlem gören ortaklığın, payları borsada işlem görmeyen ve birleşmeye esas olan finansal tabloları itibariyle aktif toplamı daha büyük olan bir ortaklık ile birleşmesi olup bu halde devralan ortaklıkta birleşme işlemi öncesi hâkim ortak konumunda olanlar ile bunlarla birlikte hareket edenler tarafından pay alım teklifinde bulunulması gerekmektedir.

ÖNİ Tebliği'nde ayrıca pay alım teklifi süreci de düzenlenmiştir. Ayrıca ÖNİ Tebliği'nde hüküm bulunmayan hallerde SPK'nın pay alım teklifine ilişkin düzenlemelerinin uygulama alanı bulacağı belirlenmiştir.

b. İlgili Diğer İkincil Düzenlemeler

Önemli nitelikteki işlemler arasında olan işlemlerin her biri için sermaye piyasası mevzuatında uygulanması öngörülmüş olan ikincil mevzuat düzenlemeleri uygulamada önem arz edecektir. Bu kapsamda II- 17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği, II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği, II- 27.2 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği gibi ikincil mevzuat hükümleri işlemlere ilişkin olarak uygulama alanı bulacaklardır.

Diğer taraftan, ayrılma hakkı SPKn kapsamında sadece önemli nitelikteki işlemlere ilişkin olarak tanınmamıştır. SPKn 33.4 hükmünde, 16 hükmü kapsamında pay sahibi sayısının beş yüzü geçmesi nedeniyle halka açık sayılan ortaklıklardan paylarının borsada işlem görmesini istemeyenlerin SPKn kapsamından çıkabilmesinin koşulları düzenlenmiştir. İlgili yeter sayılar çerçevesinde SPKn kapsamından çıkma kararının

alınması halinde, olumlu oy kullanmayan pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınmalıdır. İlgili hükmün uygulanmasına ilişkin olarak, II-16.1 sayılı Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği²⁷¹ hükümleri uygulanacaktır. Tebliğ'in 5.5 hükmüne göre, Tebliğ'de hüküm bulunmayan hallerde ise SPK'nın ayrılma hakkına ilişkin düzenlemeleri yani ÖNİ Tebliği kıyasen uygulanacaktır.

İkincil mevzuat hükümlerinde kimi zaman ayrılma hakkının doğmayacağı yönünde hükümler de bulunabilmektedir. Bu hallerde ilgili işleme ilişkin olarak pay sahiplerinin korunması açısından pay alım teklifi yapılması öngörülmüş, teklifin uygulamasına ilişkin hükümler getirilmiş ve ilgili hükümler içerisinde ayrılma hakkının doğmayacağı ayrıca vurgulanmıştır. III- 48.2 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği²⁷² 41.6 hükmü ile III- 48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği²⁷³ 35.5 hükmü bu yönde ifadeler içermektedir. Bu hallerde önemli nitelikteki işlem nedeniyle doğan ayrılma hakkı söz konusu olmadığı gibi, mevzuatta işleme ayrılma hakkı doğma sonucunun bağlanmadığı ayrıca vurgulanmıştır.

²⁷¹ 30.12.2013 tarihli 28867 sayılı RG (Mükerrer).

²⁷² 29.08.2013 tarihli 28750 sayılı RG.

²⁷³ 09.10.2013 tarihli 28790 sayılı RG.

II. Benzer Düzenlemelerden Farkları

A. TTK Kapsamındaki Benzer Düzenlemelerden Farkları

1. Şahıs Ortaklıklarında Olağan- Olağanüstü İşlemler

Şahıs ortaklıklarında yönetimin kapsamı, ortaklığın amacını ve konusunu elde etmek için yapılması gereken olağan işlemlerle sınırlıdır. TTK 223 hükmünde kollektif ortaklıklar ve TTK 309.3 hükmünde adi komandit ortaklıklar açısından, yönetimin kapsamı belirlenmiştir. Bu işlemlerin dışında kalan olağanüstü işlemler ortakların oy birliğiyle karara bağlanır. Olağan işlemlerin tespitinde ayrımın düzenlendiği ilgili hükümde yer alan örnek niteliğindeki olağan işlemler ile ortaklığın işletme konusu ve amacı²⁷⁴ yol gösterici olacaktır. Öğretide, olağan işlemlerin belirlenmesi açısından objektif bir ölçüt getirilmesi gerekliliği dile getirilmiştir²⁷⁵. Olağan işlem niteliğinde olmayan işlemler yönetim kapsamında yer almayacağından ortakların oy birliği ile alacakları kararlar ile gerçekleştirilebilir. Kural olarak dış ilişkide temsilciler tarafından icra edilen her temsil işleminin dayandığı bir idari karar bulunması gerektiğinden²⁷⁶, yönetimdeki olağan ve olağanüstü işlem ayrımı temsil açısından da önemlidir.

Sermaye ortaklıklarının yönetiminde ise, olağan- olağanüstü işlem ayrımı yapılmamıştır. Bu ortaklıklardan anonim ortaklıkta yönetim ve temsil yetkisini kullanan organ olan yönetim kurulu, TTK 374 hükmü gereğince, kanun tarafından verilen

²⁷⁴ Yargıtay 11. Hukuk Dairesi'nin konu ile ilgili kararında ortaklık işletme konusu ve amacı çerçevesinde belirleme yaptığı görülmektedir, Yargıtay 11. HD., 08.02.1991, E. 1991/528, K. 1991/716, Kazancı İçtihat Bilgi Bankası (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017).

²⁷⁵ Çamoğlu (Poroy/ Tekinalp), Ortaklıklar I, Nr. 256 s. 209. Çamoğlu, objektif ölçütün, aynı büyüklük ve nitelikteki işletmelerin piyasa telakkilerine ve ticari teamüllere göre, varlıklarını sürdürebilmek için tür ve değer itibarıyla devamlı olarak yapageldikleri işlemlere bakılarak tespit edileceğini belirtmiştir.

²⁷⁶ Çamoğlu (Poroy / Tekinalp), Ortaklıklar I, Nr. 281 s. 219.

devredilemez görev ve yetkiler ile bunun dışında kalmakla birlikte, genel kurulun yetkisi dışında bırakılan görevleri yerine getirir. Limited ortaklıklarda da benzer olarak, yönetim ve temsil ile görevli müdürler, TTK 625 kapsamında, kanunların ve ortaklık sözleşmesinin genel kurula yetki ve görev vermediği bütün konularda görevli ve yetkili kılınmıştır.

Halka açık anonim ortaklıklar açısından anonim ortaklıklara ilişkin yönetim ve temsil hükümleri uygulama alanı bulur. TTK'da anonim ortaklığın yönetim ve temsiline ilişkin olarak olağan- olağanüstü ayrımının öngörülmediği açıktır²⁷⁷. Halka açık anonim ortaklıklar açısından ise, önemli nitelikteki işlem olduğu belirlenen işlemlere ilişkin olarak yine mevzuatta öngörülen karar alma usulü takip edilmek zorundadır. Dolayısıyla, önemli nitelikteki işlem kavramı halka açık anonim ortaklığın yönetim ve temsil işlemlerinin, önemli nitelikte olma ölçütü temelinde ikiye ayrılmasına neden olmaktadır. Önemli nitelikteki işlem kavramı, ilgili ayrım temelinde karar alma sürecini değiştirdiğinden, şahıs ortaklıklarındaki olağan- olağanüstü işlem ayrımına benzerlik göstermektedir.

Şahıs ortaklıklarındaki olağan olma ölçütü, bu ortaklıkların yoğun güven ilişkisine dayanan, ortakların kişisel özelliklerinin önem arz ettiği, ortakların ikinci dereceden müteselsil ve sınırsız sorumlu bulunduğu ortaklıklar olmasından

²⁷⁷ Konuyu genel kurulun devredebileceği ve devredemeyeceği yetkiler kapsamında ETTK döneminde tartışan, *Poroy* anonim ortaklıklarda olağan- olağanüstü işlem ayrımı olmadığını belirtmiştir, *Poroy (Tekinalp/ Çamoğlu)*, Ortaklıklar ve Kooperatif, Nr. 665 s. 406. Aynı yönde bkz. *Çağlar, H./ Çalışkan, E.*: Anonim Şirketlere Ait Taşınmazların Satımında Ehliyet ve Temsil Sorunları, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XIV, S. 1, 2010, s. 77. Aksi yönde, anonim ortaklıklarda olağanüstü işlemlerde genel kurulun yetkili olduğuna ilişkin tespit için bkz. *Arslanlı, H.*: Anonim Şirketler II-III, Anonim Şirketin Organizasyonu ve Tahviller, İstanbul 1960, s. 7; *İmregün, O.*: Anonim Ortaklıklar, 4. B., İstanbul 1989, s. 102. Yazarlar, olağan ve olağanüstü işlem ayrımı yapmaktadırlar. *Arslanlı*, genel kurulun karara bağlaması gereken hususları, şahıs ortaklıklarındaki yönetimin kapsamını aşan işlemlere benzetmektedir (s.2).

kaynaklanmaktadır. Halka açık anonim ortaklıklar açısından önemli nitelikteki işlemlerin belirlenmesi ise, işlemlere olumsuz oy veren pay sahiplerinin, yönetim ve temsil kapsamında yer alan, esaslı değişiklikler meydana getiren işlemlerin etkilerine karşı korunmasını sağlamaktadır. Sonuç olarak, şahıs ortaklıklarındaki olağan olma ile halka açık anonim ortaklıklardaki önemli olma ölçütleri, menfaatler dengesini sağlamak amacıyla getirilmiş olmakla birlikte içerikleri ve uygulama alanları itibariyle farklılık gösterirler.

2. Sermaye Ortaklıklarında Önemli Miktarda Varlığın Toptan Satılması

Anonim ortaklıklarda önemli miktarda varlığın toptan satışı, TTK 408.2.f hükmünde genel kurulun görev ve yetkileri arasında sayılmıştır²⁷⁸. Ayrıca, anonim ortaklıklarda tasfiyeye ilişkin kısımdaki TTK 538.2 hükmünde de, tasfiye aşamasında önemli miktarda aktifin toptan satılması için genel kurul kararı gerektiği belirlenmiştir. TTK 643 hükmünde anonim ortaklığın tasfiyesine ilişkin hükümlere gönderme yapıldığından, limited ortaklıklarda tasfiye aşamasında önemli miktarda aktifin satışı için de genel kurul kararı aranacaktır²⁷⁹.

²⁷⁸ TTK 408 hükmünün mehzazı, OR 698 olmakla birlikte TTK 408.2.f hükmü, AktG § 179a'dan alınmıştır. Somut olay kapsamındaki aktif devrinin hüküm kapsamına girip girmeyeceğine ilişkin değerlendirmede ortaklığın faaliyetinin devamının mümkün olup olmadığına bakılmakta ve öğretide ilgili aktiflerin ortaklığın faaliyetine ilişkin olarak hangi konumda bulundukları yani niteliklerinin esas alınacağı ifade edilmiştir, *Hölter*s, AktG § 179a Rn. 4-5.

²⁷⁹ TTK'da limited ortaklıkların genel kurulunun devredilemez yetkilerini düzenleyen 616.1 hükmünde, anonim ortaklıklardaki TTK 408.2.f belirlemesinin aksine, önemli miktarda varlığın satışı yetkisine yer verilmemiştir. Limited ortaklıklara uygulanacak olan anonim ortaklık hükümlerini belirleyen TTK 644 hükmünde de TTK 408.2.f'ye gönderme yoktur. Dolayısıyla limited ortaklıkların tasfiyesinden önceki

Aktiflerin devrinin özel bir önemi haiz olması, devir sonucunda ortaklığın devamının imkânsız hale gelmesi ihtimalinin bulunmasına ve ortaklığın küçük ortaklarının haberi olmadan yönetim kurulunun bu yönde bir karar vermemesi gerekliliğine bağlanmaktadır²⁸⁰. Önemli miktarda aktifin²⁸¹ satılması yetkisinin anonim ortaklıklarda hangi organa ait olduğu sorunu, organlar arası yetki dağılımına ilişkin bir sorundur.

Önemli miktarda aktifin toptan satılması işlemi, diğer taraftan, halka açık anonim ortaklıklar açısından ÖNİ Tebliği 6.1 hükmündeki önemlilik ölçütlerini de karşılamak koşuluyla, SPKn 23.1.b ve ÖNİ Tebliği 5.1.b hükmü uyarınca, önemli nitelikteki işlemdir. Önemli nitelikteki işlem olan ortaklık varlığının toptan satılması işlemine ilişkin olarak, önemli nitelikteki işlemler hakkındaki karar alma süreci uygulanır ve mevzuatta bu kavrama bağlanan hüküm ve sonuçlar doğar. Dolayısıyla, TTK

dönemde önemli miktarda aktifin satışı yetkisinin hangi organda bulunduğu TTK'da düzenlenmemiştir. Konuya ilişkin olarak, TTK 408.2.f hükmünün kıyasen uygulanabileceği, ETTK yürürlükte iken anonim ortaklık tasfiyesine ilişkin hükmün limited ortaklıklar için de uygulanabileceğinin Yargıtay tarafından kabul edildiği gerekçe gösterilerek savunulmuştur, *Biçer/ Hamamcıoğlu*, s. 49; *Dural*, H. A.: Anonim Şirketin Önemli Miktarda Varlığının Satışına İlişkin Genel Kurul Kararının İçeriği ve Kapsamı, Prof.Dr. Hamdi Yasaman'a Armağan, İstanbul 2017, s. 227 dn. 3.

²⁸⁰ *Özdamar*, M.: Anonim Ortaklığın Sahip Olduğu Malvarlığının Yönetim Kurulu Tarafından Topluca Devredilmesi, Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.2, S.2, 2006, s. 104- 105. Konuya ilişkin olarak, ABD Hukukunda aktiflerin tümünün nakit veya başka bir ortaklığın payları karşılığında satılması işlemi, *de facto merger/ de facto consolidation* olarak adlandırılmaktadır, *Magnet*, s. 129 dn. 126; *Carney*, s. 89; *Siegel*, *Twenty- First Century*, s. 88-89. Ayrılma hakkının aktiflerin satışına ilişkin olarak tanınması birleşme işlemlerinde tanınmasından sonra olmuştur, *Manning*, s. 254. ABD Hukukunda aktif satışlarında ayrılma hakkı tanınmasına ilişkin tarihsel süreç için bkz. *Manning*, s. 254- 255. Aktif satışları açısından ABD Hukukunda ayrılma hakkının tanındığına ilişkin olarak bkz. *Vorenberg*, s. 1189; *Schwenk*, s. 652; *Wertheimer*, *Fair Value*, s. 621.

²⁸¹ Önemli miktarda aktifin içeriğinin ne şekilde belirleneceği TTK 408.2.f hükmü açısından öncelikli sorundur. Öğretide bu değerlendirme bakımından ilgili aktiflerin ortaklığın faaliyetine ilişkin konumlarının yani niteliklerinin esas alınacağı ifade edilmiştir, *Hölters*, AktG § 179a Rn. 4-5. Yargıtay 11. Hukuk Dairesi konuya ilişkin kararında, ortaklığın sahip olduğu markanın devrinin bu kapsamda olduğunu belirlemiştir (Yargıtay 11. HD., 13.02.2006, E. 2005/1362, K. 2005/1253, Kazancı İçtihat Bilgi Bankası, Son Erişim Tarihi: 14.07.2017). Kararda, devredilmek istenen malvarlığı unsurunun ortaklığın tek malvarlığı olması veya ortaklığın malvarlığını sürdürebilmesi için hayati önemi haiz olması halinde kararın genel kurul tarafından verilmesi gerektiğine hükmedilmiştir. Konuya ilişkin olarak ABD Hukuku açısından bkz. *Bainbridge*, s. 626.

kapsamında genel kurul tarafından karara bağlanması gereken ortaklık aktifinin toptan satılması işlemi, halka açık anonim ortaklık açısından aynı zamanda önemli nitelikteki işlem statüsünde olabilecektir²⁸².

Anonim ortaklıklarda aktiflerin toptan satılmasına ilişkin TTK düzenlemesi, organlar arası yetki dağılımına ilişkindir. Halka açık anonim ortaklıklara ilişkin olarak getirilen önemli nitelikteki işlem kavramı ise, bu işlemlerdeki karar alma sürecini ve pay sahiplerinin korunması mekanizmalarını düzenlemektedir. İlgili süreçte, işlem yönetim kurulunca karara bağlandıktan sonra genel kurulun onayına sunulacağından, TTK 408.2.f hükmüne benzer şekilde genel kurul devreye girmektedir.

Sonuç olarak, önemli miktarda aktifin satışı yetkisine dair TTK düzenlemesi ile halka açık anonim ortaklıklarda önemli nitelikteki işlem düzenlemesi, işlemlerin genel kurulda görüşülmesi gerekliliği ortak noktasını beraberinde getirmekle birlikte, farklı amaçlara yönelmişlerdir. TTK kapsamındaki ilgili düzenlemede organlar arası görev dağılımının belirlenmesi amacı, önemli nitelikteki işlem düzenlemesinde ise azınlık ile çoğunluk menfaatlerinin dengelenmesi amacı taşınmaktadır²⁸³.

²⁸² Öğretide TTK kapsamında hangi işlemlerin aktiflerin toptan satılması olarak değerlendirebileceği hususunda ÖNİ Tebliği'nde yer alan aktiflerin devrine ilişkin önemlilik ölçütünün TTK açısından esas alınabileceği görüşü *Tekinalp* tarafından ileri sürülmüştür (Sermaye Ortaklıkları, Nr. 14-103 s. 388).

²⁸³ Aynı yönde bkz. *Biçer/ Hamamcıoğlu*, s. 44 dn. 81. *Kendigelen* de TTK 408.2.f hükmünün karara ilişkin ağırlaştırılmış bir yeter sayı getirilmemesi nedeniyle azınlık konumundaki pay sahiplerini korumaya uygun olmadığı eleştirisini getirmektedir (*Kendigelen*, A.: Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, 3. B., İstanbul 2016, s. 309). Dolayısıyla TTK 408.2.f hükmü mevcut haliyle azınlıktaki pay sahiplerini koruyan bir hüküm olmayıp organlar arası görev dağılımına ilişkindir.

3. Ortaklıklar Topluluğu Düzenlemeleri Kapsamındaki Benzer

Düzenlemeler

a. TTK 202.1.b

TTK'daki ortaklıklar topluluğu hükümlerinde, hâkimiyetin hukuka aykırı kullanılmasının sonuçları yer almıştır. TTK 202.1.a hükmü çerçevesinde, hâkim ortaklığın hâkimiyetini bağlı ortaklığı kayba uğratacak şekilde kullanamayacağı, bu yöndeki işlemlere örnekler vermek suretiyle belirlendikten sonra, kaybın o faaliyet yılı içinde denkleştirilmesi veya bağlı ortaklığa denk bir istem hakkının tanınması suretiyle kayba uğratmanın mümkün olduğu düzenlenmiştir. Denkleştirmenin gerçekleştirilmemesi veya denk bir istem hakkının tanınmaması hallerinde ise, TTK 202.1.b kapsamında, bağlı ortaklık pay sahiplerine, hâkim ortaklık ve onun kayba sebebiyet veren yönetim kurulu üyelerinden bağlı ortaklığın zararını tazmin etmelerini isteme olanağı getirilmiştir. İlgili davada, hâkim talep üzerine veya resen²⁸⁴, somut olayda uygun düşecekse, tazminat yerine davacı pay sahiplerinin paylarının hâkim ortaklık tarafından alınmasına karar verebilecektir. Mahkemenin hâkim ortaklığın bağlı ortaklığın pay sahiplerinin paylarını satın almasına karar vermesi²⁸⁵, pay sahibinin

²⁸⁴ Hâkimin resen bu yönde bir karar vermesi halinde, pay sahibinin çıkarılması sonucu doğmakla birlikte bu yönde bir talebin olması çıkma olanağını gündeme getirmektedir.

²⁸⁵ Olanak, bağlı ortaklığın kaybına yol açan ve hâkimiyetin kullanımı sonucunda gerçekleştirilen işlemin ortaklıklar topluluğuna fayda sağlamasına rağmen grup dışı pay sahiplerine fayda sağlamaması ve dolaylı olarak bu ortaklara zarar vermesine dayandırılmaktadır, *Okutan Nilsson*, Şirketler Topluluğu, s. 383.

ortaklıktan ayrılması sonucunu doğurması nedeniyle önemli nitelikteki işlemler nedeniyle doğan ayrılma hakkına benzerlik göstermektedir²⁸⁶.

Düzenlemeler, TTK 202.1.b hükmünün ortaklıklar topluluğunda, ayrılma hakkının ise halka açık anonim ortaklıkların önemli nitelikteki işlemlerine ilişkin olarak uygulanması nedeniyle farklıdır. Belirtilmelidir ki, TTK 202.1.b hükmü, halka açık anonim ortaklıklar açısından da ortaklıklar topluluğu içerisinde yer alınmasına ve hükümdeki koşulların karşılanmasına bağlı olarak uygulama alanı bulabilir. TTK 202.1.b hükmündeki satın alma olanağı ile ayrılma hakkının farklılaştığı bir diğer husus, TTK 202.1.b hükmü kapsamındaki talebin doğrudan ortaklığa yöneltilememesi ve mahkemeye yöneltilmesi gerekliliği karşısında, önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkında pay sahibinin doğrudan ortaklıktan talepte bulunabilmesi ve mahkemenin sürece dâhil olmamasıdır.

b. TTK 202.2

Ortaklıklar topluluğu hükümleri içerisinde yer alan TTK 202.2 hükmü iki açıdan önemli nitelikteki işlemlere ilişkin düzenlemeye benzerlik göstermektedir. Öncelikle hüküm kapsamında birleşme, bölünme, tür değiştirme, fesih, menkul kıymet çıkarılması ve önemli esas sözleşme değişikliği gibi ortaklık tarafından açıkça anlaşılabilir haklı sebebi bulunmayan işlemler, hâkimiyetin uygulanması ile gerçekleştirilen diğer işlemlerden farklı bir sınıfa konulmuş; önemli nitelikteki işlem düzenlemesinde olduğu

²⁸⁶ TTK 202.1.b kapsamındaki hakkın ayrılma hakkı olarak nitelendirilmesi için bkz. *Aytaç, Z.:* Yönetim Kurulu Üyelerinin Hâkimiyetin Hukuka Aykırı Kullanılmasından Doğan Sorumluluğu, *Batider, C. XXIX*, S.4, Eylül 2013, s. 35.

gibi işlemlerin gruplandırılması yoluna gidilmiştir. Ayrıca, hüküm kapsamında bağlı ortaklık pay sahiplerine zararlarının tazminini veya belirli koşullarla paylarının hâkim ortaklık tarafından satın alınmasını talep etme imkânı²⁸⁷ tanınmıştır²⁸⁸. Önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı veya pay alım teklifi zorunluluğu da, TTK 202.2 hükmü kapsamında payların satın alınmasına benzer bir şekilde pay sahibinin ortaklıktan ayrılması sonucunu doğurmaktadır.

TTK 202.2 hükmü kapsamındaki işlemler incelendiğinde, bu işlemlerin önemli nitelikteki işlemlerin içeriği ile de kesiştiği dikkat çekmektedir. Birleşme, bölünme, tür değiştirme işlemleri, ortaklığın sona erdirilmesi SPKn 23.1 hükmünde önemli nitelikteki işlem olarak düzenlenmiştir. Ayrıca, TTK 202.2 hükmünde, bağlı ortaklık pay sahibinin paylarının satın alınması talebi, genel kurul kararına red oyu vererek tutanağa geçirtmesi veya yönetim kurulunun kararına yazılı olarak itiraz etmesi koşullarına bağlanmıştır. Önemli nitelikteki işlem sonucunda uygulanan ayrılma hakkının kullanımı da benzer şekilde, önemli nitelikteki işlemin genel kurul onayına sunulduğu toplantıda olumsuz oy kullanarak bunun tutanağa geçirilmesine bağlanmıştır. Yine, TTK 202.2 kapsamında işlemlerin sınırlayıcı olmayan bir şekilde belirlenmiş olması, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin SPKn 23.1 hükmünün düzenleme yaklaşımı ile paralellik göstermektedir.

²⁸⁷ TTK 202.2 hükmü kapsamında, TTK 202.1.b hükmünden farklı olarak hâkim bu yönde bir talebin bulunmaması halinde pay sahiplerinin payının alınmasına karar verememektedir. Düzenleme ile pay sahiplerine geniş anlamda ortaklıktan ayrılma hakkı tanınmış olduğuna ilişkin olarak bkz. *Gürel, M.*: Bağlı Şirket Genel Kurulunda Alınan Yapısal Değişiklik Kararları Nedeniyle Hâkim Şirketin Sorumluluğuna İlişkin TTK Madde 202.2'nin Gerekliliği Üzerine, *Batider, C. XXXII, S. 2, Haziran 2016, s. 224.*

²⁸⁸ Hüküm nedeniyle, hâkim teşebbüsün maddede sayılan önemli kararlar bakımından, bağlı ortaklığın yanı sıra bağlı ortaklık pay sahiplerinin de menfaatlerini gözetmek durumunda kalacağı görüşü için bkz. *Okutan Nilsson, Şirketler Topluluğu, s. 390- 391.*

İki düzenlemenin uygulama alanları ise birbirlerinden farklıdır. TTK 202.2 hükmü ortaklıklar topluluğu için öngörülmüş bir düzenleme iken önemli nitelikteki işlem düzenlemesi halka açık anonim ortaklıklar için getirilmiştir. Belirtilmelidir ki, TTK 202.2 hükmünün koşullarının karşılanması halinde halka açık anonim ortaklıklar bakımından da uygulanması olanaklıdır. Diğer taraftan düzenlemelerin uygulanmasına ilişkin ayrıntılar da oldukça farklıdır. TTK 202.2 kapsamında payların, varsa en az borsa değeriyle, böyle bir değer bulunmuyorsa veya borsa değeri hakkaniyete uygun düşmüyorsa, gerçek değerle ya da genel kabul gören bir yönteme göre belirlenecek bir değerle hâkim ortaklık tarafından satın alınması mahkemeden talep edilebilecektir²⁸⁹. Önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğu açısından kullanım fiyatı ise, payların borsada işlem görmesi açısından ayrıma tabi tutularak mevzuat tarafından düzenlenmiştir ve fiyatın belirlenmesi sürecine mahkeme dâhil olmamaktadır. Ayrılma hakkında paylar önemli nitelikteki işlemi onaylayan halka açık anonim ortaklık tarafından alınmakta iken pay alım teklifi zorunluluğunda işlem den faydalananlar payı satın almak zorundadırlar. Ayrıca, TTK 202.2 hükmü kapsamında bağılı ortaklık pay sahipleri paylarının satın alınmasını dava açılması suretiyle talep edebilirken önemli nitelikteki işlem kavramında ayrılma hakkı ile pay alım teklifi zorunluluğu kapsamında payların satın alınması süreci dava açılmasını gerektirmemektedir.

²⁸⁹ Hükümdeki değerlendirme yönteminin, hükmün SPKn 24.1 hükmü açısından genel hüküm olmasından hareketle önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı için de uygulanabilmesi gerektiği görüşü için bkz. *Karacan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 305.

c. TTK 208

Ortaklıklar topluluğu bağlamında hâkim ortaklığın, paylarının veya oy haklarının en az %90'ını elinde tuttuğu ortaklıktan, belirli koşulların varlığı halinde azınlıkta kalan pay sahibi veya pay sahiplerini çıkarma olanağı TTK'da düzenlenmiştir. TTK 208 hükmü kapsamında, hâkim ortaklığın doğrudan veya dolaylı olarak bir sermaye ortaklığının paylarının veya oy haklarının en az yüzde %90'ına sahip olması ve azınlığın ortaklığın çalışmasını engellemesi, dürüstlük kuralına aykırı davranması, fark edilir sıkıntı yaratması veya pervasızca hareket etmesi²⁹⁰ hallerinde, hâkim ortaklık bağlı ortaklıktaki azınlığın paylarını varsa borsa değeri, yoksa TTK 202.2 hükmündeki değer ile satın alabilmektedir. Düzenleme kapsamında çoğunluğun azınlığın kötü niyetli davranışlarına karşı korunması amaçlanmıştır²⁹¹. Maddedeki koşulların varlığı halinde, ortaklığın payların en az % 90'ını elinde bulunduran hâkim ortaklık, diğer pay sahibi veya pay sahiplerinin ortaklıktan çıkarılması talebiyle mahkemeye

²⁹⁰ Pervasızca hareket etmeye örnek olarak, haklı olmadığı halde her genel kuruldan sonra iptal davası açma, özel denetim isteme, olağan genel kurulu erteleme verilmektedir, *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 23- 151 s. 672. Pay sahipliği oranı olarak azlık haklarını karşılamayan pay sahiplerinin ise bireysel pay sahipliği haklarını kullanarak ortaklığın işleyişini zora sokabilecekleri belirtilmiştir, *Akın*, İ.: TTK M. 208 Kapsamında Anonim Şirketlerde Azınlığın Ortaklıktan Çıkarılması, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XVII, S. 1-2, 2013, s. 14.

²⁹¹ Düzenlemenin amaçları, çoğunluk ile azınlık arasındaki çatışmaların engellenmesi, azınlığın engellemelerinin önlenmesi, azınlığın neden olduğu masraf ve zaman kaybından tasarruf edilmesi, belirli bir oranın altına düşmekle ortaklıktaki etkinliği azalan azınlığın adil şekilde ortaklıktan çıkarılarak korunması, yoğunlaşmanın desteklenmesi ve anonim ortaklıkların halka kapalı hale dönüşmesinin kimi hallerde gerekli olması olarak gösterilmiştir, *Akın*, s. 2-5.

başvurabilmektedir²⁹². TTK 208 hükmü, SPKn 27.3 nedeniyle halka açık anonim ortaklıklar bakımından uygulama alanı bulmaz²⁹³.

Önemli nitelikteki işlem kavramı ile TTK 208 hükmü, azınlık ile çoğunluk menfaatlerinin dengelenmesi amacı taşıdıklarından benzerdirler. TTK 208 kapsamında, azınlığın ortaklıktan çıkarılması sonucu doğarken, önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı ile pay alım teklifi zorunluluğu kapsamında, azınlıkta kalan pay sahipleri ortaklıktan ayrılmayı tercih edebilmektedirler. TTK 208 hükmü kapsamında azınlığın paylarını hâkim ortaklık satın alırken, önemli nitelikteki işlem kapsamındaki ayrılma hakkında hakkı kullanan pay sahiplerinin paylarını ilgili halka açık anonim ortaklık, pay alım teklifi zorunluluğunda ise işleminden faydalananlar almaktadırlar. Diğer yandan, TTK 208 hükmünün uygulama alanı ortaklıklar topluluğuna ve bu yapılanmalar içindeki sermaye ortaklıklarına ilişkin olup önemli nitelikteki işlem düzenlemesi ise halka açık anonim ortaklıklar açısından getirilmiştir.

4. Birleşme İşlemlerinde Öngörülen Ayrılma Akçesi

Birleşme işlemleri açısından birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesi öngörme olanağı TTK 141 hükmünde düzenlenmiştir. Seçimlik veya zorunlu olarak öngörülebilir

²⁹² TTK 208 hükmü ile ortaklıklar topluluğunda azınlığın çıkarılması düzenlenmeden önceki dönemde, azınlığın kendilerine kanun veya esas sözleşme ile tanınmış olan haklarını kötüye kullanmaları halinde, çoğunluğun genel hükümler kapsamında TMK'nın 2.2 ve EBK'nın 41.2 hükümleri uyarınca tazminat davası açabilecekleri kabul edilmekteydi, *Moroğlu, E.: Anonim Ortaklıkta Çoğunluk Paysahiplerinin Azınlık ve İmtiyazlı Paysahiplerine Karşı Korunması*, Batider, C. XVII, S.31, Haziran 1994, s. 52-53.

²⁹³ TTK 208 hükmünün uygulanmasının halka açık anonim ortaklıklar açısından doğuracağı sakıncalı sonuçlar için ve bu kapsamda SPKn 27.3 ile halka açık anonim ortaklıklar açısından uygulanmayacağının öngörülmüş olmasının yerinde olduğu yönünde bkz. *Manavgat, Ç.: Türk Ticaret Kanunu Hükümleri Çerçevesinde Sermaye Piyasası Kanunu'nun Uygulanması, Yeni Türk Borçlar Kanunu ve Yeni Türk Ticaret Kanunu Sempozyumu*, TOBB Üniversitesi Hukuk Fakültesi, İstanbul 2013, s. 319- 320.

ayrılma akçesinin alınarak ortaklıktan ayrılınması halinde, birleşme işlemlerinde ortaklık payları ve hakları açısından geçerli olan hakların devamlılığı ilkesi açısından istisnai bir durum gündeme gelmektedir. Kural olarak seçimlik olan ayrılma akçesi, bu nitelikte düzenlendiğinde birleşmeye katılmak istemeyen ortaklıklara ayrılma olanağı verirken²⁹⁴ zorunlu olarak düzenlenmesi halinde ilgili ortakların ortaklıktan çıkarılması sonucunu doğurur²⁹⁵.

Birleşmede öngörülen seçimlik ayrılma akçesi ile önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğu, pay sahibine ortaklıktan ayrılmayı tercih etme olanağı vermesi nedeniyle benzerlik gösterir. Zorunlu ayrılma akçesinin uygulanması sonucunda ise, pay sahibinin ayrılma iradesi bulunmamakla birlikte, önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğu uygulamasında olduğu gibi pay sahibinin ortaklık ile olan bağının sona ermesi sonucu doğmaktadır. Diğer taraftan, ayrılma akçesinin birleşme işlemlerinde öngörülebilmesi ve sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen önemli nitelikteki

²⁹⁴ TBMM, Yasama Dönemi: 23, Yasama Yılı:2, Sıra Sayısı: 96, Madde 141, s. 49. TTK 141.1 hükmü kapsamında taraflarca kararlaştırılabilen seçimlik ayrılma akçesi ile ortaklar, yeni kurulan veya devralan ortaklıkta pay sahipliğini devam ettirmek ile ortaklıktan ayrılma arasında bir seçim yapma hakkına kavuşurlar, *Al Kılıç, Ş.:* Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşmesi, İstanbul 2009, s. 52; *Çoştan, H.:* Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Hükümlerine Göre Anonim Şirketin Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirme Yoluyla Yeniden Yapılanmasında Alacaklının Korunması, Ankara 2009, s. 173; *Develi, B.:* 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Ayrılma Akçesi, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.XVII, S. 1-2, Prof.Dr. Oğuz Kürşat Ünal’a Armağan, 2013, s. 447; *İpekel Kayalı, F.:* Türk Ticaret Kanunu’na Göre Birleşmeler, İstanbul 2014, s. 250; *Özatlan, Y.:* Anonim Şirket Birleşmelerinde Ortaklık Paylarının ve Ortaklık Haklarının İncelenmesi Davası (Denkleştirme Davası), İstanbul 2014, s. 118; *Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu),* Ortaklıklar I, Nr. 146 s. 117. Mevaz FusG 8.1 hükmü açısından bkz. *Meier- Hayoz/ Forstmoser*, § 16 Nr. 324, s. 512; *Glanzmann*, Art. 8 N.1 s. 74.

²⁹⁵ *Çoştan*, Yeniden Yapılanma, s. 179; *Özatlan*, s. 132; *Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu),* Ortaklıklar I, Nr. 146 s. 120; *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 24-08 s. 682; Mevaz FusG 8.2 hükmü açısından bkz. *Böckli*, § 3 N. 198; *Meier- Hayoz/ Forstmoser*, § 25 N. 56; *Glanzmann*, Art. 8 N. 14 s. 80. Zorunlu ayrılma akçesi öngörülen “squeeze out merger”ların, birçok kişinin birleşmeden dışlanmasına olanak sağladığı ve bu suretle devrolunan halka açık anonim ortaklığın halka açıklık niteliğinin devralan ortaklığa taşınmasını engellemeye elverişli olduğu yönünde bkz. *Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu),* Ortaklıklar I, Nr. 146b s. 118. Ortağı çıkarak birleşme işlemlerinin yararları hakkında bkz. *İpekel Kayalı*, s. 101-102.

işlemler içerisinde birleşme işleminin yer alması, kavramların uygulama alanlarının kesiştiğini göstermektedir. Diğer bir deyişle, ayrılma akçesi birleşme işlemlerinde sözleşmede öngörülebilirken, ayrılma hakkı da halka açık anonim ortaklıkların birleşme işlemlerinde SPKn ile öngörülmüş olması nedeniyle doğmaktadır²⁹⁶.

Birleşme işlemlerinde, ayrılma akçesine ilişkin bedel, TTK 141.1 hükmü kapsamında iktisap edilecek ortaklık paylarının gerçek değeri olarak belirlenmiş olup bu bedele TTK 146.1.f uyarınca sözleşmede yer verilir²⁹⁷. Sözleşmede karşılığın uygun belirlenmemiş olması halinde, TTK 191.1 hükmü kapsamında, pay sahibi uygun bir denkleştirme talebiyle dava açabilmektedir. Önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğunun hangi bedel üzerinden kullanılacağı ise, sermaye piyasası mevzuatında ayrıntılı olarak düzenlenmekle birlikte fiyatın düşük bulunması halinde pay sahibinin başvurabileceği bir yöntem belirlenmemiştir. Yine ayrılma akçesinin birleşme işlemine taraf olabilen tüm ticaret ortaklıklarında, ancak devrolunan ortaklığa ilişkin olarak söz konusu olabilmesi karşısında, ayrılma hakkının halka açık anonim ortaklıklar açısından düzenlenmiş olması iki kavramı farklılaştırmaktadır.

Ekleme gerekir ki, sermaye ortaklıkları için getirilmiş olan kolaylaştırılmış şekilde birleşme olanağı da, ayrılma sonucu doğurabilmektedir. TTK 155.2 hükmü kapsamında, devralan sermaye ortaklığının devrolunan sermaye ortaklığının oy hakkı

²⁹⁶ Bu hallerde ayrılma akçesi ile ayrılma hakkının ayrı ayrı uygulanıp uygulanmayacağına ilişkin değerlendirme için bkz. aşağıda İkinci Bölüm, III, A.

²⁹⁷ TTK kapsamında 6335 sayılı Kanun ile gerçekleştirilen değişiklik öncesinde, TTK 148.3.b hükmü kapsamında birleşme işlemi denetleyen işlem denetçisi, ayrılma akçesinin adil olup olmadığını değerlendirmek ve değerlendirmesine raporunda yer vermek zorundaydı. İşlem denetçisinin bir kurum olarak TTK'dan çıkarılması nedeniyle, ayrılma akçesi sözleşmede yer aldığı şekliyle uygulanacaktır.

veren paylarının en az yüzde doksanına sahip olması halinde, belirli koşullarla, birleşmenin TTK 156 hükmünde öngörülen kolay usulde gerçekleştirilebilmesi olanağı getirilmiştir. İlgili koşullardan biri de, azınlıkta kalan pay sahiplerine devralan ortaklıkta pay verilmesinin yanı sıra mevcut paylarının gerçek değerine denk bir nakdi karşılık verilmesinin teklif edilmiş olmasıdır. Azınlıkta kalan pay sahiplerinin paylarının karşılığını alarak ayrılmaları, önemli nitelikteki işlem sonucunda uygulanan ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğu ile ayrılma sonucunun doğması nedeniyle benzerlik göstermektedir²⁹⁸.

5. Şahıs Ortaklıklarında Ayrılmaya İlişkin Hükümler

Şahıs ortaklıklarında, ortaklar kural olarak sınırsız ve kişisel sorumlu olduklarından ve işleyiş gereği ortakların arasında yoğun bir güven ilişkisi bulunması gerektiğinden, ortakların kişisel özellikleri önemlidir. Bağlantılı olarak ortaklar arasında değişiklikler sözleşme değişikliği niteliğinde olup TTK 226.2 kapsamında kural olarak oy birliğiyle gerçekleştirilebilir ve ayrıca sözleşmede çıkma ve çıkarma halleri düzenlenebilir²⁹⁹. Bu hallere ek olarak, kolektif ortaklıklar açısından çıkma ve çıkarılma TTK’da düzenlenmiştir. İlgili düzenlemelere yer verilmesinin sebebi, kolektif

²⁹⁸ Kolaylaştırılmış şekilde birleşmeye ilişkin TTK 155 hükmü ile önemli nitelikteki işleme ilişkin düzenlemelerin birlikte uygulanıp uygulanmayacağına ilişkin değerlendirme için bkz. aşağıda İkinci Bölüm, III, A.

²⁹⁹ Ortaklık sözleşmesinde, sebebe bağlı olmayan çıkma hakkı tanınabileceği gibi belirli koşulların gerçekleşmesi halinde çıkma olanağı da düzenlenebilir, *Çamoğlu (Poroy/ Tekinalp)*, Ortaklıklar I, Nr. 303 s. 228. Çıkarma sebeplerinin sözleşmede düzenlenmesi bakımından ise, ortaklar, kanuni çıkarma sebepleri üzerinde düzenleme yapabilecekleri gibi bunlar haricinde yeni çıkarma sebepleri de öngörebilirler, *Çamoğlu (Poroy/ Tekinalp)*, Ortaklıklar I, Nr. 312 s. 231.

ortaklıklarda kişisel unsurlar nedeniyle ortaklığın feshinin gündeme gelmesidir³⁰⁰.

Nitekim ortaklığın sona ermesi ile ortağın ayrılmasına ilişkin çıkma ve çıkarılma hallerini içeren hükümler kollektif ortaklıklar için TTK 243 ile 266 hükümleri arasında yer alan, aynı bölümde düzenlenmiştir. İlgili hükümler TTK 328 göndermesi nedeniyle bir diğer şahıs ortaklığı türü olan adi komandit ortaklıklar için de uygulanır.

Ortaklıklar açısından ayrılma kavramı, geniş anlamıyla, ortağın ortaklık sıfatının, ortaklığın feshi veya infisahı durumları dışında, sona ermesidir³⁰¹. Fesih ve infisah hallerinde, tasfiye aşamasının tamamlanması ve ortaklık tüzel kişiliğinin terkin edilmesi ile, tüm ortakların ortaklıktaki bu statüleri sona ermekte iken, ayrılma halinde ortaklık statüsü ilgili pay sahibi nezdinde sona ermektedir. Bu tanım kapsamında, şahıs ortaklıklarında ve limited ortaklıklarda gündeme gelebilecek çıkma ve çıkarılma hallerinin yanı sıra, kollektif ortaklıkta bir ortağın yerine başkasının girmesi suretiyle çıkması, limited ortaklıkta esas sermaye payının devri, anonim ortaklıkta pay sahibinin payını bir başkasına devretmesi³⁰² de ayrılma kavramının kapsamına dâhildir. Bu

³⁰⁰ *Grunewald*, B.: *Der Ausschluß aus Gesellschaft und Verein*, Berlin 1987, s. 29; *Grunewald*, Austritt, s. 104; *Meier- Hayoz/ Forstmoser*, § 3 N. 41 s. 103; *Çamoğlu*, Kollektif, s. 4; *Şahin*, A.: *Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi*, İstanbul 2013, s. 395; *Çelik*, A.: *Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma*, Güncellenmiş 4. B., Ankara 2016, s. 69; *Karayalçın*, Y.: *Ticaret Hukuku Dersleri, Şirketler Hukuku, Giriş- Şahıs Şirketleri*, Ankara 1965, s. 195. Kollektif ortaklıklarda çıkarma işlemlerinin çoğunun, ortaklığın sona ermesini önlemek için alınması zorunlu tedbir niteliğinde olduğu yönünde bkz. *Çamoğlu (Poroy/ Tekinalp)*, Ortaklıklar I, Nr. 296 s. 226.

³⁰¹ *Schindler*, s. 5; *Roth*, G.H./*Altmeyden*, H.: *GmbHG Kommentar*, 8. Aufl., 2015, GmbHG § 60 Rn.62; *Çamoğlu*, Kollektif, s. 2; *Çelik*, A., s. 67- 68; *Domanic*, H.: *Adi- Kollektif ve Komandit Şirketler*, İstanbul 1988, s. 368.

³⁰² *Schindler*, s. 5; *Forstmoser/ Meier- Hayoz/ Nobel*, § 44 N. 61 s. 566; *Sanwald*, s.6; *Sönmez*, s. 7; *Adigüzel*, *Ayrılma Hakkı*, s. 3. Pay sahipliği konumunun isteğe bağlı olarak bir başkasına devri “*teknik olmayan ayrılma*” şeklinde adlandırılmaktadır, *Sanwald*, s. 35.

bağlamda pay sahibinin ölmesi de ilgili pay sahibi açısından çıkma ve ayrılma sonucunu doğurmaktadır³⁰³.

Şahıs ortaklıklarında ortakların kişisel özellikleri ön planda olduğundan ayrılma içerisindeki durumlar ortaklar arası değişiklikler başlığı altında incelenirken³⁰⁴, anonim ortaklıklarda pay kavramı ön plana çıkmakta ve payın serbestçe devredilmesi ilkesi kapsamında pay devirleri ile pay sahipleri değişikliğe uğramaktadır. Bu noktada, anonim ortaklıklarda iskat kurumunun da sermaye koyma borcunu yerine getirmeyen ortağın başka bir payının bulunmaması halinde bir çıkarma ve ayrılma hali olduğu öğretide belirtilmektedir³⁰⁵.

Ayrılma kavramı, çıkma ve çıkarılmayı içermektedir³⁰⁶. Ayrılma içerisinde yer alan çıkma ve çıkarılma kavramları birbirlerinden ortağın rızasının varlığı çerçevesinde ayrılır. Çıkma, ortağın kendi rızası ile ortaklıktan ayrılmasını, çıkarma ise bir ortağın rızası olmaksızın ortaklıktan ayrılmasını ifade eder³⁰⁷. Ayrılma, bir kurum olarak, şahıs ortaklıklarında³⁰⁸ ve TTK ile anonim ortaklık türünün özelliklerine yaklaştırılmakla

³⁰³ *Sanwald*, s.6; *Çamoğlu (Poroy/ Tekinalp)*, Ortaklıklar I, Nr. 295 s. 226. Kural olarak çıkma ortağın rızasına bağlı olmakla birlikte, ölüm bakımından istisnai olarak ortağın rızası dışında çıkmanın gerçekleştiği yönünde bkz. *Taşdelen*, N.: Limited Ortaklıklarda Çıkma, Çıkarılma ve Fesih, Ankara 2011, s. 85.

³⁰⁴ *Karayalçın*, Şirketler, s. 190; *Çamoğlu (Poroy/ Tekinalp)*, Ortaklıklar I, Nr. 301, 304 s. 228.

³⁰⁵ *Grunewald*, Verein, s. 50; *Forstmoser/ Meier- Hayoz/ Nobel* § 44 N. 18 s. 560; *Meier- Hayoz/ Forstmoser*, § 3 N. 44 s. 104; *Çamoğlu*, E.: Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi, Prof. Dr. Yavuz Alangoya İçin Armağan, İstanbul 2007, s. 681; *Paslı*, A.: Anonim Ortaklığın Devralınması, İstanbul 2009, s. 313; *Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu)*, Ortaklıklar I, Nr. 848 s. 602; *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 14-98 s. 386. Iskat açısından “çıkarma benzeri hal” tespiti için *Çelik*, A., s. 81- 82.

³⁰⁶ *Sanwald*, s. 35; *Baştuğ*, İ.: Kollektif Şirkette Ortağın Haklı Sebeple Çıkarılması, Ankara Barosu Dergisi, S. 6, 1971, s. 803; *Kendigelen*, Türk Ticaret Kanunu, s. 557 dn. 140.

³⁰⁷ *Altmeppen / Roth*, GmbHG § 60 Rn.65; *Sanwald*, s.4; *Baştuğ*, s. 803; *Çamoğlu*, Kollektif, s. 137; *Sönmez*, s. 2; *Taşdelen*, s. 85; *Adıgüzel*, Ayrılma Hakkı, s. 3; *Çamoğlu (Poroy/ Tekinalp)*, Ortaklıklar I, Nr. 301, 303 s. 228.

³⁰⁸ *Meier- Hayoz/ Forstmoser*, § 3 N. 41 s. 103; *Sönmez*, s.2; *Taşdelen*, s. 75; *Çelik*, A., s. 69.

birlikte³⁰⁹ kişisel unsurları da barındıran limited ortaklıklarda düzenlenmiştir³¹⁰. Anonim ortaklıklarda ise, payın temel kavram olması sonucunda pay devri ile çıkma ve ayrılma sonucu pay sahibi tarafından doğurulabilmekte veya ıskat halinde ıskat edilen ortağın çıkarılması sonucu doğmaktadır³¹¹.

Kollektif ortaklıkta çıkma olanağı TTK'da kabul edilmiş olmakla birlikte çıkmaya ilişkin sebepler düzenlenmemiştir. Bu bağlamda, ortaklar ortaklık sözleşmesinde TTK 217 hükmünde vurgulanan sözleşme serbestisi kapsamında çıkma sebeplerini düzenlemiş olabilirler veya bu ortaklıklarda sözleşme değişikliği gerçekleştirilerek -kural olarak- oy birliği ile ortağın çıkmasına rıza gösterilebilir. Çıkarma sebepleri ise, TTK 253, 254 ve 255 hükümlerinde düzenlenmiş bulunmaktadır. Bu düzenlemelerden TTK 255 hükmünde, bir ortağın kendisinden kaynaklanan sebeplerden dolayı ortaklığın feshinin istenebileceği hallerde ilgili ortağın çıkarılması olanağı hükme bağlanmıştır. Kollektif ortaklıklarda çıkma ve çıkarılma hallerinin gündeme gelmesi halinde, ayrılmaya TTK'nın bağladığı sonuçlar uygulanır. TTK 260 hükmü kapsamında, ayrılan ortağın payı, ortaklık sözleşmesinde aksine hüküm yoksa çıkmanın istendiği veya ortağın çıkarıldığı, uyuşmazlık halinde ise karar tarihine en yakın tarihteki ortaklık varlığı esas alınarak hesaplanır.

³⁰⁹ TBMM, Yasama Dönemi: 23, Yasama Yılı:2, Sıra Sayısı: 96, Nr. 144, s. 48.

³¹⁰ *Altmeppen / Roth*, GmbHG § 60 Rn.61; *Taşdelen*, s. 72; *Çelik*, A., Haklı Sebep, s. 130; *Gürpınar*, B.: Limited Şirkette Çıkma ve Çıkmaya Katılma, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XX, S. 2, 2016, s.74; *Pulaşlı*, H.: Şirketler Hukuku Şerhi, C.II, 2. B., Ankara 2015, § 61 Nr. 13 s. 2210.

³¹¹ Şahıs ortaklıkları ve limited ortaklıklar açısından kurumsal olarak düzenlenen ayrılma ile anonim ortaklıklardaki pay devrini ve ıskatı içeren geniş anlamıyla ayrılmanın farklılık arz ettiği husus, pay sahipliği konumunun devamına ilişkindir. Kurumsal olarak düzenlenen ayrılmada, pay sahipliği konumu da ilgili ortağın ayrılması ile birlikte sona ermektedir ve ilgili ortağa ayrılma payı ödenmektedir. Bkz. TTK 260 ve TTK 642. Teknik olan ayrılma ve teknik olmayan ayrılma kavramları için bkz. *Sanwald*, s. 35.

TTK kapsamında şahıs ortaklıkları açısından düzenlenen ayrılma halleri içerisinde yer alan çıkma olanağı, ortağın kendi isteğiyle ortaklıktan ayrılmasını beraberinde getirdiğinden, önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğuna benzerlik gösterir. Diğer taraftan ilgili düzenlemelerin amaçları, uygulama alanları ve koşulları birbirinden farklıdır. Şahıs ortaklıklarında düzenlenen ayrılma halleri, ortaklığın devam ettirilmesi amacına yönelmekle birlikte; halka açık anonim ortaklıklar için öngörülen önemli nitelikteki işlem sonucundaki ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğu, azınlık ile çoğunluk menfaatlerinin dengelenmesi amacına hizmet etmektedir.

Şahıs ortaklıkları bakımından ayrılmayı beraberinde getiren nedenler ile SPKn 24 ve 25 hükümleri kapsamındaki ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğunun doğmasının nedenleri farklılık göstermekte; ayrıca, her iki düzenlemedeki ayrılma karşılığının belirlenmesi yöntemleri ayrılmaktadır.

6. Sermaye Ortaklıklarında Ayrılmaya İlişkin Hükümler

a. Halka Kapalı Anonim Ortaklıklar

aa. Ayrılmanın Kurum Olarak Düzenlenmemiş Olması

Halka kapalı anonim ortaklıklarda kurum olarak düzenlenmemiş bulunan ayrılma³¹², TTK kapsamındaki birtakım hükümlerin uygulanması sonucunda gündeme

³¹² Sevi, Payın Devri, s. 110; Çamoğlu, E.: Anonim Ortaklığın Haklı Sebep Feshinde Hâkimin Takdir Yetkisi, Batider, C. XXXI, S. 1, Mart 2015, s. 11 dn. 12; Gürpınar, s. 76; Çelik, A., s. 52, 81. Karayalçın,

gelebilmektedir³¹³. Anonim ortaklıklar bakımından çıkma ve çıkarılmayı içeren ayrılmanın düzenlenmemiş olması, bu ortaklıklarda payın serbestçe devredilmesi olanağına dayanmaktadır³¹⁴. Diğer taraftan TTK’da getirilen TTK 141, 202.1.b, 202.2, 208, 493 ve 531 hükümlerinin uygulamaları çerçevesinde pay sahibinin ayrılması sonucu doğabilmektedir³¹⁵.

“Ayrılma hakkı” teknik bir kavram olarak ise, önemli nitelikteki işlemler sonucunda doğan ve azınlıkta kalan pay sahiplerine belirli koşulları yerine getirmek suretiyle paylarını adil fiyat üzerinden ortaklığa satma hakkı veren, SPKn 24.1 hükmünde düzenlenen kavramı karşılar. Ayrılma hakkı, çalışmamızda, SPKn mevzuatında halka açık anonim ortaklıkların önemli nitelikteki işlemleri açısından

Azınlık, s. 390; *Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu)*, Ortaklıklar I, Nr. 848 s. 602; Anonim ortaklıkta çıkmanın sermayenin belirliliği ilkesi nedeniyle olmadığı yönünde bkz. *Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu)*, Ortaklıklar I, Nr. 848 s. 602. Anonim ortaklıkta çıkma ve çıkarılmanın malvarlığının korunması ilkesi nedeniyle kurumsal olarak kabul edilmediğine ilişkin olarak bkz. *Forstmoser/ Meier- Hayoz/ Nobel*, § 44 N. 65 s. 566. Anonim ortaklıkta çıkmayı isteyen pay sahibinin bu talebi reddedilmiştir, Yargıtay 11. HD., 14.03.2006, E. 2005/2750, K. 2006/2644, Kazancı İçtihat Bilgi Bankası (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017). Ayrıca anonim ortaklıklarda çıkarmanın olmadığına ilişkin olarak bkz. *Tekinalp (Poroy / Çamoğlu)*, Ortaklıklar I, Nr. 848a s. 602.

³¹³ TTK kapsamında çıkma ve çıkarma haklarının birleşme işlemleri ve ortaklıklar topluluğu bağlamında sınırlı olarak tanındığı yönünde bkz. *Sönmez*, s. 186; *Şahin*, A., Haklı Sebep, s. 392; *Manavgat*, Halka Açık, s. 318. Benzer bir sonuca ulaşan *Karacan* ise ilgili hükümler kapsamında TTK’da önemli nitelikteki işlemlerin düzenlenmiş olduğunu savunmaktadır (Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 232). Bu görüşe ilişkin yorumumuz için bkz. yukarıda İkinci Bölüm, I, A, dn. 239. Çıkarmanın TTK ile birleşme işlemleri bakımından düzenlendiğine ilişkin olarak bkz. *Tekinalp*, Ayrılma Akçesi, s. 22; *Karasu*, s. 188; *Çelik*, A., s. 217; *Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu)*, Ortaklıklar I, Nr. 146b s. 118; *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 14-03 s. 328. TTK 208 hükmü kapsamında çıkarmanın kabul edildiğine ilişkin olarak bkz. *Kaya*, M. İ., Çıkarma Hakkı, s. 326; *İpekel Kayalı*, s. 261. Ayrılma hakkının Türk Hukukunda TTK 202 kapsamında tanındığına ilişkin olarak bkz. *Adıgüzel*, Ayrılma Hakkı, s. 4. Çıkarmanın TTK ile anonim ortaklıklar açısından düzenlenmiş olduğuna ilişkin olarak bkz. *Tekinalp*, Ayrılma Akçesi, s. 22; *Develi*, s. 447; *İpekel Kayalı*, s. 251; *Çelik*, A., s. 50. TTK’da anonim ortaklıklarda haklı nedenle fesih imkânı kapsamında ve TTK 208 kapsamında ortaklıklar topluluğu bağlamında çıkarmanın yer aldığı yönünde bkz. *Paslı*, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 315- 316. Konuya ilişkin olarak *Karababa*, TTK 141, 202.1.b, 202.2, 208, 531 hükümlerinin öğretide çıkma ve çıkarılma halleri olarak nitelendirilmekle birlikte, bu hükümlerin çıkma ve çıkarılmaya benzer olanaklar sunduğu görüşündedir (s. 38).

³¹⁴ Bkz. yukarıda İkinci Bölüm, II, A, 5.

³¹⁵ Anılan hükümlerden TTK 141, 202.1.b, 202.2, 208 hükümleri daha önce incelenmiş olup TTK 493 ve 531 hükümleri ise aşağıda incelenecektir.

getirilmiş bulunan ve önemli nitelikteki işlemlere ilişkin kararın alınması açısından azınlıkta kalan pay sahiplerinin işleminden etkilenmeden paylarını ortaklığa satarak ayrılmasını mümkün kılan hakkı ifade etmek için kullanılmaktadır. Bu kullanım ayrılma hakkı teriminin sermaye piyasası mevzuatındaki teknik karşılığını vermektedir.

**bb. Anonim Ortaklıklarda Borsaya Kote Edilmemiş Nama Yazılı
Payların Devrinin Ortaklık Tarafından Satın Alma Önerisinde
Bulunularak Onaylanmaması**

Anonim ortaklıklarda borsada kote edilmemiş nama yazılı paylara ilişkin olarak, ortaklığın esas sözleşmede yer alan sınırlamalara dayanarak payı edinen kişinin pay defterine kaydını reddedebilmesinin koşulları³¹⁶ TTK 493 hükmünde düzenlenmiştir³¹⁷. Hüküm kapsamında esas sözleşmede öngörülen önemli sebepler ileri sürülerek veya devredene, paylarını başvurma anındaki gerçek değeriyle, kendi veya diğer pay sahipleri

³¹⁶ Anonim ortaklıklarda nama yazılı payların devrinin sınırlandırılmasına ilişkin bağlam esasları TTK ile pay devrinin reddedilmesi olanaklarının sınırlandırıldığı bir sisteme bağlanmıştır, TBMM, Yasama Dönemi: 23, Yasama Yılı:2, Sıra Sayısı: 96, Nr. 137, s. 47. TTK'daki bağlam sisteminin temel özellikleri için bkz. *Tekinalp*, Bağlam, Nr. 2-01 -2-03, s. 15-17; *Uzel*, s. 96 vd.; *Bozkurt*, s. 61-62. Bağlam düzenlemeleri kapsamında kanundan doğan pay devri sınırlamalarına yer verildiği gibi, esas sözleşmede sınırlamaların öngörülmesine ilişkin hükümler de bulunmaktadır. Ayrıca, anonim ortaklığın paylarının borsaya kote edilmiş olması veya olmaması hallerine göre farklı hükümler getirilmiştir. Borsaya kote edilmemiş nama yazılı paylara ilişkin esas sözleşmede öngörülen pay devir sınırlamaları, belirli nitelikleri haiz olmayan kişilerin pay sahibi olmasını önlemeye dolayısıyla pay sahiplerinin belirli kişilerle sınırlandırılmasına yönelik olabileceği gibi (*Tekinalp*, Bağlam, Nr. 1-28, s. 13), payların tek bir pay sahibinin elinde toplanmasını önlemeye yönelik olarak mevcut pay sahiplerine devrin engellenmesine yönelik de olabilecektir (*Uzel*, s. 94). Ayrıca, anonim ortaklığın bağımsızlığını temin etmeye yönelik olarak da esas sözleşmede bağlam hükümleri öngörülebilir (*Tekinalp*, Bağlam, Nr. 6-05, s. 42).

³¹⁷ Hükümün mehabı OR 685b hükmüdür. İlgili hüküm, 1991 tarihli reform kapsamında metne eklenmiştir. Düzenleme, İsviçre Hukuku açısından ayrılma hakkının bir türü olarak nitelendirilmiştir, *Forstmoser/Meier- Hayoz/ Nobel*, § 44 N. 161 s. 578- 579.

ya da üçüncü kişiler hesabına almayı önererek³¹⁸ onay istemi reddedilebilir³¹⁹. Bu iki olasılıktan ikincisinde, ortaklık borsaya kote edilmemiş nama yazılı payların devrinin sınırlandırılması amacıyla satın alma önerisinde bulunmakta ve pay sahibi nezdinde payını satma olanağının doğması önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğuna benzerlik göstermektedir. Ayrıca TTK 493.4 hükmü uyarınca, payların, miras, mirasın paylaşımı, eşler arasındaki mal rejimi hükümleri veya cebri icra gereğince iktisap edilmeleri halinde, ortaklık, payları edinen kişiye onay vermeyi ancak paylarını gerçek değeri ile devralmayı önerdiği takdirde reddedebilir. Bu halde de önemli nitelikteki işlemde pay sahiplerinin korunması amacıyla doğan mekanizmalara benzer bir olanak payı iktisap eden kişi lehine doğmaktadır.

TTK 493.1 ve 493.4 hükümleri kapsamında ortaklığa satın alma önerisinde bulunmak suretiyle payın devrini onaylamama olanağı tanınmakta; önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı ve pay alım teklifi uygulaması bakımından ise payların alınması ortaklık açısından zorunluluk olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca TTK 493 hükmü kapsamında satın alma teklifinde bulunulması halinde pay gerçek değer üzerinden alınacak ve gerçek değer mahkeme aracılığıyla belirlenecektir. Önemli

³¹⁸ Düzenleme, kanundan doğan bir önalım hakkını içermektedir, *Stoffel (Von Büren/ Weber)*, N. 329 s. 82; *Tekinalp*, Bağlam, Nr. 6-15 s. 48; *Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu)*, Ortaklıklar I, Nr. 852 s. 605. Olanak öğretide, “*Ausnahmeklausel*” olarak adlandırılmakta [*Stoffel (Von Büren/ Weber)*, N. 327 s.82], Türk öğretisinde ise farklı şekillerde kullanılmaktadır. Kavrama ilişkin olarak *Tekinalp* “kurtulma kaydı” ifadesini (Bağlam, Nr. 6-15 s. 48), *Uzel* “kaçış klozu” ifadesini kullanmakta (s. 204); *Bozkurt* ise kavramı “kaçınma klozu” şeklinde ifade etmektedir (s. 135).

³¹⁹ TTK 491.1 ve 493.4 hükümlerinin uygulanabilmesi için, esas sözleşme ile nama yazılı payların devrinin geçerli olarak sınırlandırılmış olması gerekmektedir. Bkz. *Tekinalp*, Bağlam, Nr. 6-15 s. 48; *Yüksel*, S. H.: Borsaya Kote Edilmemiş Bağlı Nama Yazılı Payların Devrinde Şirketin Alım Önerisinde Bulunarak Onay İstemini Reddetme Hakkı, Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Saygı Sempozyumu, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2013/2, s. 167.

nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğunun kullanım fiyatı ise mevzuattaki yönteme göre belirlenmektedir ve sürece mahkeme dâhil olmamaktadır.

cc. Anonim Ortaklıklarda Haklı Sebep ile Fesih

Anonim ortaklıkların haklı sebep ile feshi olanağı TTK ile getirilmiştir. TTK 531 hükmü kapsamında, haklı sebeplerin varlığı halinde, sermayenin en az onda birini ve halka açık anonim ortaklıklarda yirmide birini temsil eden payların sahipleri³²⁰, ortaklığın feshini talep edebilirler. Mahkeme fesih yerine, davacı pay sahiplerine, paylarının karar tarihine en yakın tarihteki gerçek değerinin ödenmesine ve ortaklıktan çıkarılmalarına³²¹ veya duruma uygun düşen ve kabul edilebilir başka bir çözüme karar verebilir³²². Hükmün ifadesinde anonim ortaklığın feshedilmesi yerine karara bağlanabilecek konulardan biri “ortaklıktan çıkarma” olarak ifade edilmiş olsa da, haklı nedenle fesih talebinde bulunan azlığın paylarının satın alınması bu ortakların mahkeme kararıyla ortaklıktan çıkması ve ayrılması sonucunu doğurmaktadır³²³. Azlık pay

³²⁰ Anonim ortaklığın haklı sebep ile feshi, bir azlık hakkı olarak pay sahipliği hakları sınıflandırmasındaki yerini almıştır. TBMM, Yasama Dönemi: 23, Yasama Yılı:2, Sıra Sayısı: 96, Nr. 133, s. 44; Madde 531 s. 194. Ayrıca bkz. *Aytaç, Z.:* Yeni Türk Ticaret Kanunu’nda Düzenlenen Pay Sahipliği Haklarının Değerlendirilmesi, Yeni Türk Borçlar ve Yeni Türk Ticaret Kanunu Sempozyumu, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Hukuk Fakültesi, İstanbul 2013, s. 341.

³²¹ Mevzuat hüküm OR 736.4 hükmünde, TTK’den farklı olarak davacı pay sahiplerinin çıkarılabilmesine ilişkin çözüm, madde metninde yer almamaktadır.

³²² Fesih dışındaki diğer çözümlere karar verilebilmesi için, ortaklığın feshini haklı kılan sebeplerin varlığına rağmen, ortaklığın devam ettirilmesinin ekonomik ve rasyonel açıdan daha doğru olduğuna mahkeme tarafından kanaat getirilmesi gerekmektedir, TBMM, Yasama Dönemi: 23, Yasama Yılı:2, Sıra Sayısı: 96, Madde 531, s. 194-195.

³²³ *Çamoğlu, Hâkimin Takdir Yetkisi*, s. 11; *Şahin, A.*, Haklı Sebep, s. 390. Mevzuat düzenlemesi, OR 736.4 hükmüne ilişkin olarak bkz. *Kunz*, § 4 N. 110 s. 316; *Sanwald*, s. 234. Mahkemenin davacı pay sahiplerinin paylarının karar tarihine en yakın tarihteki gerçek değerlerinin ödenip bunların ortaklıktan çıkarılmasının diğer ortaklık türlerindeki “çıkarma”dan farklı olduğu ve “haklı sebeplerin varlığı halinde

sahiplerinin TTK 531.1 kapsamında payların karar tarihine en yakın tarihteki gerçek değeri üzerinden satın alınmasını talep etmeleri mümkün olmayıp³²⁴; bu olanak ancak anonim ortaklığın haklı sebeple feshi talebi ile açılan davada hâkim tarafından karara bağlanarak uygulanabilir.

Önemli nitelikteki işlemler sonucunda doğan ayrılma hakkı, kural olarak önemli nitelikteki işleme ilişkin olarak olumsuz oy kullanan pay sahiplerinin paylarının, talepleri halinde ortaklık tarafından satın alınması sonucunu doğurur. Haklı nedenle feshi talep eden azınlık paylarının satın alınmasına mahkemenin karar vermesi de benzer bir sonucun doğmasına neden olur³²⁵. Ancak önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı bireysel bir pay sahipliği hakkıdır, çoğunluk karşısındaki azınlığın korunmasına yönelmekle birlikte belirli oranda pay sahibi olunmasını gerektirmez³²⁶. Öte yandan, TTK’da düzenlenen haklı sebeple fesih kurumu, azlık hakkı kategorisinde yer alır. Ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğu önemli nitelikteki işlem sonucunda kanuni düzenleme nedeniyle doğmakta iken, azlığın TTK 531 hükmü kapsamında anonim ortaklığın feshini talep etmesi halinde, fesih yerine azlık paylarının

mahkemece ortaklıktan çıkmaya izin verilmesi” şeklinde ifade edilmesinin daha doğru olduğu yönünde bkz. *Erdem*, N.: Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi, İstanbul 2012, s. 262. *Şahin*, A., TTK 531 hükmündeki “davacı pay sahiplerinin çıkarılmalarına” ifadesinin “davacı pay sahiplerinin ayrılmasına” şeklinde değiştirilmesini önermektedir (Haklı Sebep, s. 395).

³²⁴ *Oruç*, M.: 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Ortaklıktan Haklı Sebeple Fesih İstemine Bağlı Çıkarılma, *Batider*, C. XXVII, S. 1, Mart 2011, s. 211; *Şahin*, A., Haklı Sebep, s. 396. Fakat öğretide, azlık pay sahiplerinin çıkmasına ilişkin kararın mahkeme tarafından, bu pay sahiplerinin talepleri veya en azından rızaları olması halinde alınabileceği görüşü de ileri sürülmüştür, bkz. *Çamoğlu*, Hâkimin Takdir Yetkisi, s. 11.

³²⁵ Haklı nedenle fesih kurumu ile ayrılma hakkının azınlık ile çoğunluk menfaatlerinin dengelenmesi ortak amacına yöneldiğine ilişkin olarak bkz. *Özdoğan*, s. 693; *Turan*, s. 79-80. Haklı sebeple fesih kurumunun anonim ortaklıklarda çoğunluk ilkesinin uygulaması sonucunda gündeme gelen azınlığın korunması ihtiyacı çerçevesinde doğduğuna ilişkin olarak bkz. *Beeler*, L./ *Von der Crone*, H. C.: *Auflösungsklage nach Art. 736 Abs. 4 OR, SZW*, 329, 2010, s. 330.

³²⁶ Ayrılma hakkının niteliği için bkz. aşağıda Dördüncü Bölüm, II, A, 1, a.

satın alınmasına mahkeme tarafından karar verilmesi ise sadece bir olanaktır ve bu konudaki takdir yetkisi mahkemeye aittir. Ayrıca, haklı sebeple fesih talebinde bulunan pay sahiplerinin ayrılması sonucunu doğuran bir karar verilmesi halinde, ilgili pay sahiplerinin paylarının gerçek değer üzerinden alınacağı belirtilmekle birlikte, belirlemeye ilişkin yöntemin içeriği hükme bağlanmamıştır. Önemli nitelikteki işlem sonucunda uygulanacak olan ayrılma hakkına ve pay alım teklifi zorunluluğuna ilişkin kullanım fiyatının belirlenme yöntemi ise mevzuatta ayrıntılı şekilde düzenlenmiştir.

Sonuç olarak, TTK 531 ile anonim ortaklıklar için getirilen azlığın haklı sebeple feshi talep etmesi halinde, mahkemenin fesih yerine davacıların paylarının satın alınması çözümüne karar vermesi, önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkına benzerlik göstermekle birlikte, TTK 531 hükmü belirli bir pay sahipliği oranına ulaşılmasını gerektirirken önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı bunu gerektirmez. İki düzenleme de azınlık ile çoğunluk menfaatlerinin dengelenmesine yönelmekle birlikte³²⁷, TTK 531 hükmü belirli bir pay sahipliği oranını elinde tutan azlığı, önemli nitelikteki işlem düzenlemesi ise karar alan çoğunluk karşısındaki azınlığı korumaktadır. Ayrıca TTK 531 hükmü anonim ortaklıkların tümüne ilişkin olup önemli nitelikteki işlem düzenlemesi halka açık anonim ortaklıklara yönelmiştir.

³²⁷ Haklı nedenle fesih kurumu kapsamında ortaklığın sona ermesinin feshi talep edenler dışındaki ortaklar bakımından da kurulan birlikteliği sona erdirmesinin pay sahiplerinin korunması amacı çerçevesinde yerinde olmadığı, bu nedenle haklı nedenle feshin yerini ayrılma hakkının aldığına ilişkin olarak bkz. *Grunewald*, Austritt, s. 104-105. Azınlık ile çoğunluk menfaatlerinin dengelenmesi açısından getirilen haklı nedenle fesih kurumunun, ortaklığın sona ermesine sebep olması halinde ortaklığın devamında menfaati bulunan üçüncü kişilerin de menfaatinin zedeleneceği, bu yüzden ortaklık tüzel kişiliğinin ayakta tutularak menfaat dengelenmesi amacının ayrılma hakları ile sağlandığı tespiti için bkz. *Sanwald*, s.4; *Özdoğan*, s. 693; *Şahin*, A., Haklı Sebep, s. 392.

b. Limited Ortaklıklar

Sermaye ortaklığı niteliğindeki limited ortaklıklarda, çıkma ve çıkarma kurum olarak düzenlenmiştir ve bu ortaklıklarda kişisel özellikler bulunduğu için³²⁸ çıkma ve çıkarma kurumları, ortakların bağlılık yükümlülüğünü ihlal etmesi üzerine şekillendirilmiştir³²⁹. Ayrıca limited ortaklıklarda, ortaklık sözleşmesinde öngörülmesi şartıyla bağlayıcı olan hükümler arasında TTK 577.1 hükmü kapsamında, “*çıkma hakkının tanınması ile bunun kullanılmasının şartları, bu hallerde ödenecek olan ayrılma akçesinin türü ve tutarı*” ve “*ortağın şirketten çıkarılmasına ilişkin özel sebepleri gösteren hükümler*” de yer almaktadır. Dolayısıyla, ortaklık sözleşmesi kapsamında çıkmanın ve çıkarılmanın düzenlenmesi olanaklıdır. Bu olanaklar, TTK 638.1 ve 640.1 hükümlerinde de yer almıştır.

Ortaklık sözleşmesinde sebep belirlenerek veya belirlenmeyerek ortaklara tanınmış olan tanınan çıkma hakkı ile yine sözleşmede öngörülmüş olan sebeplerin gerçekleşmesi ile genel kurul kararı alınması suretiyle çıkarma dışında, limited ortaklıklarda çıkma ve çıkarılma haklı sebep temelinde şekillendirilmiştir³³⁰. Çıkma ve çıkarılma hallerinde, ilgili ortağa veya ortaklara esas sermaye payının gerçek değerine uyan ayrılma akçesinin ödeneceği TTK 641 hükmünde belirtilmiştir. Ortaklık sözleşmesinde ayrılmanın düzenlendiği hallerde TTK 641.2 hükmü kapsamında, ayrılma

³²⁸ Sanwald, s. 24; Meier- Hayoz/ Forstmoser, § 3 N. 47 s. 105; Gürpınar, s. 74.

³²⁹ Taşdelen, s. 77; Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 18-01 s. 521.

³³⁰ Bkz. TTK 638.2, 640.3, 636.3. Haklı sebep kavramının içeriğine ilişkin olarak kolektif ortaklıklardaki haklı sebebe ilişkin hükmün uygulanabileceği yönünde bkz. Çamoğlu, Kollektif, s. 9; Şahin, A.: Limited Şirkette Ortağın Ortaklıktan Çıkması ve Çıkarılması, “6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu’nu Beklerken”, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi Özel Sayı, C.18, S.2, 2012, s. 852; Poroy/ Tekinalp / Çamoğlu, Ortaklıklar ve Kooperatif, Nr. 1678b s. 929.

akçesinin de belirlenmesi mümkündür³³¹. Ayrıca, limited ortaklıklarda çıkmaya katılma kurumu TTK 639 hükmünde düzenlenmiş bulunmaktadır³³².

TTK 596.2 hükmü uyarınca, limited ortaklıklar bakımından esas sermaye payının miras, eşler arasındaki mal rejimi ve icra yoluyla geçmesi hallerinde, iktisabın öğrenilmesinden itibaren üç ay içerisinde ortaklığın, payı gerçek değer üzerinden satın almayı önermek suretiyle payın geçtiği kişiyi onaylamayı reddetmesi olanağı da ortağın ayrılması sonucunu doğurabilmektedir³³³. TTK 596.2 kapsamında esas sermaye payının alınmasının önerilmesi halinde, payı edinen kişi bu öneriyi kabul ederse, payın ortaklığın kendisi veya ortağı ya da kendisi tarafından gösterilen üçüncü kişi hesabına alınması yöntemlerinden biri uygulanacaktır.

Limited ortaklıklardaki çıkma ve çıkarma hallerinde, ayrılan kişinin esas sermaye payı, ortaklık tarafından alınabileceği gibi payı devralacak bir kişinin, ortak veya üçüncü kişinin, gösterilmesi suretiyle de satın alınabilmektedir³³⁴. Önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı bakımından pay ortaklık tarafından satın alınmakta, pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğu hallerde ise mevzuatta gösterilen kişiler payları devralmaktadır.

³³¹ Sözleşmede yer alan akçeye ilişkin belirlemenin haklı sebeple çıkarma açısından da esas alınabileceği yönünde bkz. *Altmeppen/ Roth*, GmbHG § 60 Rn.76.

³³² Çıkmaya katılma kurumu için bkz. *Taşdelen*, s. 174; *Gürpınar*, s. 91- 92. Çıkmaya katılma kurumu temelini TMK 2 hükmünden almaktadır, *Tekinalp*, Ü.: Çıkmaya Katılma, Arslanlı Bilim Arşivi, 2011, s.2 (<http://arslanlibilimarsivi.com/sites/default/files/makale/UnalTekinalp-CikmayaKatilma.pdf>) (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017).

³³³ Limited ortaklığa sermaye payının geçtiği kişiyi onaylamayı reddetme olanağının verilmesinin, ortaklıktaki ahengin ve işbirliğinin korunması amacıyla uyumsuz ve uygun olmayan kişilerin ortak olmasının engellenmesi amacına dayandığı yönünde bkz. *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 21-24 s. 554.

³³⁴ *Taşdelen*, s.200; *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 21- 57 s. 569.

Sonuç olarak, limited ortaklıklarda düzenlenmiş olan çıkma ve çıkarılma halleri ile TTK 596.2 kapsamındaki olanak kapsamında gerçek değer üzerinden payın alınmasının önerilmesi, önemli nitelikteki işlem nedeniyle doğan ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğunun uygulanması ile ortağın ayrılması sonucunun doğması nedeniyle benzerlik göstermektedirler. Düzenlemelerin uygulama alanları, sonuçları ve koruduğu menfaatler ise farklıdır.

B. SPKn Kapsamındaki Benzer Düzenlemelerden Farkları

1. Çıkarma ve Satma Hakkı

Sermaye piyasası mevzuatında, halka açık anonim ortaklıklarda hâkimiyetin yüksek düzeye ulaşması halinde halka kapanma ihtiyacı duyulabileceği göz önüne alınarak, azınlığın çıkarılmasına olanak veren çıkarma hakkı ve bu hakkın karşısında azınlığın korunması amacıyla satma hakkı düzenlenmektedir. SPKn 27 kapsamında öngörülmüş olan hakların kullanılmasına ilişkin ayrıntılar, II- 27.2 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği³³⁵,’nde belirlenmiştir.

Tebliğ 4.1 hükmü kapsamında, pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dâhil olmak üzere herhangi bir şekilde sahip olunan paylara ilişkin oy haklarının, ortaklığın oy haklarının % 98’ine ulaşması halinde hâkim ortağın, diğer pay

³³⁵ 12.10.2014 tarihli 29173 sayılı RG. Tebliğ, daha önce konuya ilişkin olarak yayımlanmış bulunan II-27.1 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği’ni (2.1.2014 tarihli 28870 sayılı RG) yürürlükten kaldırılmıştır.

sahiplerini ortaklıktan çıkarma hakkı olduğu belirlenmiştir³³⁶. Bu halde, hâkim ortak dışındaki pay sahipleri için de satma hakkı doğmaktadır. Tebliğ kapsamında, satma hakkına öncelik veren bir süreç benimsenmiş, satma ve çıkarma haklarının kullanım usulleri ve kullanım bedelleri ayrıntılı olarak hükme bağlanmıştır.

Halka açık anonim ortaklıklarda satma hakkı, önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkına paralel olarak azınlıkta kalan pay sahibinin ortaklıktan kendi iradesi ile ayrılması sonucunu doğurur. İki hak da, azınlıkta kalan pay sahiplerinin kullanabileceği bireysel hak niteliğindedir³³⁷. Çıkarma ve satma hakkı, hâkim ortağın pay sahipliğinin ve oy hakkının yüksek bir miktara ulaştığı haller açısından, hem hâkim ortağın ortaklığa ilişkin halka kapanma isteğinin karşılanması hem de azınlıkta kalan pay sahibinin korunması amacıyla getirilmiştir. Önemli nitelikteki işlemler ise, işleme karar veren çoğunluk ile karşısında yer alan azınlığın menfaatlerinin dengelenmesi amacıyla hizmet etmektedir ve azınlık pay sahipleri, ayrılma hakkı kapsamında, işlemin sonuçlarından etkilenmeden paylarını devretme olanağı tanınması suretiyle korunurken, çoğunluk da azınlığın engellemesi olmaksızın karar alabilme olanağına kavuşmaktadır. Dolayısıyla, çıkarma ve satma hakkı ile önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı ve pay alım teklifinin zorunluluğunun ortak amaçları, azınlık ile çoğunluk menfaatlerinin dengelenmesidir³³⁸. Ayrıca her iki düzenleme de, halka açık anonim

³³⁶ Azınlığın çıkarılması olanağının getirilmesine ilişkin gerekçeler hakkında bkz. *Aslan, A.*: Hâkim Ortağın Azınlık Paylarını Satın Alma Hakkı (Squeeze-Out Right), *Yeterlik Etüdü*, 2005, s. 9; *Manavgat, Ç.*: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakkı: Sermaye Piyasası Hukukunda Yeni Yaklaşımlar, *Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Ticaret ve Fikri Mülkiyet Dergisi*, S. 2, 2015, s. 94; *Yeşiltepe*, s. 19-20; *Çelik, A.*, s. 184; *Karababa*, s. 68-69.

³³⁷ *Yeşiltepe*, s. 135; *Karababa*, s. 147.

³³⁸ *Paslı*, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 333; *Yeşiltepe*, s. 128; *Karababa*, s. 135.

ortaklıklar açısından uygulama alanı bulmaktadır ve her iki düzenlemenin uygulaması da sözleşme özgürlüğünün sınırlandırılması niteliğindedir³³⁹.

Diğer taraftan, satma ve çıkarma hakkı ile önemli nitelikteki işlem nedeniyle doğan ayrılma hakkı ve pay alım zorunluluğuna kaynaklık eden olgular farklıdır. Satma ve çıkarma hakkında, hâkim ortağın belirli oranda oy hakkına sahip olması dikkate alınırken, ayrılma hakkı ile pay alım teklifi zorunluluğu, önemli nitelikteki işlemin karara bağlanması sonucunda doğmaktadır. Satma hakkı ortağın kendi iradesi ile payını devretmesi sonucunu doğurması nedeniyle önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkına ve pay alım teklifi zorunluluğuna benzerlik göstermekle birlikte, çıkarma hakkı azınlıkta kalan pay sahiplerinin çıkarılmasına neden olmaktadır. Ayrıca, önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkında azınlığın paylarını ortaklık satın alırken, çıkarma ve satma haklarında azınlığın paylarını hâkim ortak almaktadır. Önemli nitelikteki işlem nedeniyle pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğu hallerde ise, işlemde faydalananlar veya hâkim ortağın diğer pay sahiplerinin paylarını alması gerekmektedir.

2. Pay Alım Teklifi Zorunluluğu

SPKn 26 ve PAT Tebliği, halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kontrolünün elde edilmesi nedeniyle, kontrolü ele geçirenlerin diğer pay sahiplerinin paylarını satın

³³⁹ Çıkarma ve satın alma hakkının sözleşme özgürlüğüne istisna getirdiğine ilişkin olarak bkz. *Sönmez*, s. 50; *Yeşiltepe*, s. 57; *Karababa*, s. 89. Ayrılma hakkının sözleşme özgürlüğünün istisnası olduğuna ilişkin olarak bkz. *Sevi*, Payın Devri, s. 109; *Sönmez*, s. 47; *Bektaş*, s. 765; *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 303. Ayrılma hakkının sözleşme özgürlüğünün istisnası olduğuna ilişkin inceleme için bkz. aşağıda Dördüncü Bölüm, II, A, 1, b.

almak üzere teklifte bulunması zorunluluğunu düzenlemektedir. Yönetim kontrolü kavramı ise SPKn 26.2 hükmünde belirlenmiştir³⁴⁰.

Pay alım teklifi zorunluluğu, yönetim kontrolünün ele geçirilmesi halinde halka açık anonim ortaklığın yönetimini ele geçiren tarafından yönlendirileceğini³⁴¹ dikkate alarak, diğer pay sahiplerine ortaklık paylarını satın alırken öngöremedikleri kapsamlı bir değişim karşısında yatırımlarını gözden geçirme ve hâkim ortak ile eşit koşullar altında paylarını satarak ortaklıktan ayrılma olanağı getirmektedir³⁴². Böylece hâkim ortak dışındaki pay sahiplerine, ortaklıkta azınlık olarak kalıp kalmama konusunda seçim olanağı tanınmaktadır. Pay alım teklifi zorunluluğu kapsamında hâkim ortak tarafından yapılan teklife olumlu cevap veren pay sahipleri mevzuatta öngörülen fiyat üzerinden paylarını kontrolü ele geçiren veya geçirenlere satarak ortaklıktan ayrılmaktadırlar.

Önemli nitelikteki işlem kavramı sonucunda ayrılma hakkının doğduğu hallerde, işleme ilişkin olumsuz oy kullanan ve muhalefetini işlemin onaya sunulduğu genel kurul

³⁴⁰ Ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesidir. Ancak, imtiyazlı payların varlığı halinde yönetim kontrolünün elde edilemediği hallerde pay alım teklifi zorunluluğu uygulanmaz.

³⁴¹ *Kendigelen*, A.: Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlâlinde Aktif Husumet Ehliyeti, Makalelerim, C. II, İstanbul 2006, s. 279; *Paslı*, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 409; *Sevi*, Payın Devri, s. 110; *Altan*, s. 129; *Türkyılmaz*, İ.: Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, İstanbul 2015, s. 28-29. Yönetim kontrolünün değişmesi, yeni hâkim ortağın, ortaklığın faaliyetleri, stratejisi, işletme politikası, iş planı, mali yapısı, hedefleri ve hatta profesyonel yöneticilerinde değişikliğe gitmesi olasılığını beraberinde getirmektedir.

³⁴² *Manavgat*, Ç.: Aleni Pay Alım Teklifi, Ankara 1997, s. 125; *Kendigelen*, Zorunlu Çağrı, s. 1164; *Kolcuoğlu*, U.: Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı, İstanbul 2009, s. 12; *Paslı*, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 408. Olanağın anonim ortaklıklar bakımından yeni ve istisnai bir kurum olduğuna ilişkin olarak bkz. *Kendigelen*, Aktif Husumet Ehliyeti, s. 279- 280. *Kendigelen*, çıkma olanağının limited ortaklıklardaki çıkmadan farklılaştığını ve fiilen bir ayrılma olanağı sunduğunu ifade etmektedir (Aktif Husumet Ehliyeti, s. 282 dn. 10).

toplantısında tutanağa geçirten pay sahipleri, ortaklıktan ayrılma olanağına sahiptir. Dolayısıyla pay alım teklifi zorunluluğu ile önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkına ilişkin düzenlemeler, ayrılma olanağı getirmeleri yönünden benzerlik gösterir. Ayrıca, SPKn 24 ve SPKn 26 hükümlerinin uygulamalarının her ikisi de sözleşme özgürlüğünün sınırlandırılması olarak değerlendirilmektedir³⁴³.

Düzenlemelerin hukukumuzdaki işleyiş süreçleri ise birbirinden farklıdır. Pay alım teklifi zorunluluğu fiyatı ile ayrılma hakkının kullanım fiyatı farklı yöntemlerle belirlenir. Pay alım teklifi zorunluluğunda hâkim ortak payı satın alırken, ayrılma hakkında ilgili halka açık anonim ortaklık payı satın almakla yükümlüdür. İki düzenlemenin temelini aldığı olgular da oldukça farklıdır. Pay alım teklifi zorunluğunda yönetim kontrolünün elde edilmesi kaynaklı iken, ayrılma hakkı önemli nitelikteki işlemin genel kurulda onaylanmasına ve çoğunluk tarafından kabul edilmesine dayanır³⁴⁴. Pay alım teklifi zorunluluğu düzenlemesi, eşit işlem ilkesine dayanmakta iken³⁴⁵, önemli nitelikteki işlem sonucunda gündeme gelen pay sahibinin korunması mekanizmaları çoğunluk ilkesinin uzantısı olarak karşımıza çıkmaktadır.

SPKn 25.1 hükmü kapsamında önemli nitelikteki işlem sonucunda pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğu haller de bulunmaktadır. Pay alım teklifi kural olarak yönetim kontrolünün ele geçirilmesine bağlı olarak doğmakla birlikte, önemli nitelikteki işlem

³⁴³ Ayrılma hakkının sözleşme özgürlüğünün istisnası olduğuna ilişkin olarak bkz. *Sönmez*, s. 47; *Sevi*, Payın Devri, s. 109; *Bektaş*, s. 765; *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 303. Ayrılma hakkının sözleşme özgürlüğünün istisnası olduğuna ilişkin inceleme için bkz. aşağıda Dördüncü Bölüm, II, A, 1, b. Pay alım teklifi zorunluluğu açısından bkz. *Kendigelen*, Zorunlu Çağrı, s. 1201; *Kolcuoğlu*, s. 17; *Paslı*, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 422; *Sönmez*, s. 47; *Sevi*, Payın Devri, s. 109.

³⁴⁴ Ayrılma hakkının kontrol değişikliklerinden, belirli pay eşiklerine ulaşılmasından ve aleni pay alım teklifinden bağımsız olarak pay sahibine, ortaklığa ilişkin genel kurul kararlarına muhalif kalarak ortaklık ilişkisini sona erdirmeye olanağı tanıdığı yönünde bkz. *Paslı*, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 334.

³⁴⁵ *Kolcuoğlu*, s. 10; *Paslı*, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 411.

nedeniyle pay alım teklifinin doğduğu hallerde, yönetim kontrolünün elde edilmiş olması koşulu aranmamaktadır³⁴⁶. ÖNİ Tebliği 11 hükmünde önemli nitelikteki işlemler nedeniyle pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğu haller³⁴⁷ düzenlenmiş, bu haller arasında yer alan borsa kotundan çıkmaya ilişkin olarak ayrıntılı hükümler getiren ÖNİ Tebliği 8 hükmünde de ilgili düzenlemeler yer almıştır.

SPKn 26 ve ilgili ikincil mevzuatta düzenlenmiş olan pay alım teklifi zorunluluğu, önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkına ve pay alım teklifi zorunluluğuna benzer olarak, birtakım pay sahiplerinin ortaklıktan ayrılması sonucunu doğurabilir. İlgili düzenleme ile önemli nitelikteki işlem düzenlemelerinin hareket noktaları ise farklıdır. Diğer taraftan, önemli nitelikteki işlem sonucunda pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğu hallerde de ortaklıktan ayrılma sonucu doğmakta ise de, pay alım teklifi zorunluluğunun önemli nitelikteki işlemin sonucu olarak düzenlenmesi, diğer önemli nitelikteki işlemlere kıyasen farklı menfaatlerin dengelenmesi gerekliliğine dayanmaktadır.

³⁴⁶ Türkyılmaz, s. 73; Bektaş, s. 774.

³⁴⁷ ÖNİ Tebliği 11 hükmü kapsamında, aynı Tebliğin 5. maddesinde sayılan önemli nitelikteki işlemlerden (ç) ve (d) bentlerinde yer alanlar için *işlemden faydalanacak olanlar*, (a) bendinde belirtilenler için ise, devrolunan ve payları borsada işlem gören ortaklığın, payları borsada işlem görmeyen ve birleşmeye esas olan finansal tabloları itibarıyla aktif toplamı daha büyük olan bir ortaklık ile birleşmesinde, *devralan ortaklıkta birleşme işlemi öncesi hâkim ortak konumunda olanlar ile bunlarla birlikte hareket edenler* tarafından pay alım teklifinde bulunulması zorunludur.

III. Önemli Nitelikteki İşlem Türleri

A. Yapısal Değişiklik İşlemleri ve Sona Erme Kararı Alınması

SPKn 23.1.a ve ÖNİ Tebliği 5.1.a hükümlerinde, halka açık anonim ortaklıkların birleşme, bölünme işlemlerine taraf olması, tür değiştirme veya sona erme kararı almasının önemli nitelikteki işlem olduğu belirlenmiştir.

Birleşme işleminin önemli nitelikteki işlem kavramı kapsamında düzenlenmesi, tarihsel gelişim içerisinde sıklıkla karşılaşılan bir olgudur³⁴⁸. Önemli nitelikteki işlem kavramının ABD’deki gelişimi de birleşme işleminin gelişimine paralel olarak şekillenmiştir³⁴⁹. Ayrıca Kıta Avrupası hukuk sisteminde yer alan Almanya ve İsviçre’de de birleşme işlemlerinde ayrılma hakkı doğmaktadır³⁵⁰. Birleşme işlemlerinin malvarlığı ve pay sahipliği yapısı üzerindeki etkileri ve pay sahibi olunan ortaklığın sona ermesi sonucunu doğurabilmesi nedenleriyle, işleme ilişkin karar alınması sürecine katılmayan pay sahiplerinin korunması gerekliliği gündeme gelmektedir³⁵¹.

Halka açık anonim ortaklıkların taraf oldukları birleşme işlemlerinde, halka açık anonim ortaklığın devralan veya devrolunan taraf konumunda bulunmasına ilişkin bir fark gündeme gelmeksizin³⁵², SPKn 24.1 ve ÖNİ Tebliği 5.1.a hükümleri uyarınca bu

³⁴⁸ Özdoğan, s. 724; Weiner, s. 547; Levy, s. 422, 443; Manning, s. 226; Vorenberg, s. 1189; Grant, s. 1 dn.1; Fischel, s. 875; Schwenk, s. 649; Siegel, Twenty-First Century, s. 80; Thompson, R. B., Exit, s.3; Letsou, s. 1121; Wertheimer, Fair Value, s. 613.

³⁴⁹ Bkz. Birinci Bölüm, III, A, dn. 182.

³⁵⁰ Alman Hukuku bakımından UmwG §29, İsviçre Hukuku bakımından FusG 8. Bkz. Birinci Bölüm, I, B, 2-3.

³⁵¹ Rock/ Davies/ Kanda/ Kraakman, s. 197.

³⁵² Bektaş, s. 776; Manavgat, Halka Açık, s. 296.

ortaklıkların pay sahipleri açısından ilgili koşulları yerine getirmeleri halinde ayrılma hakkı doğmaktadır³⁵³.

Halka açık anonim ortaklığın birleşme işlemine taraf olması halinde, öncelikle SPKn hükümleri ve ilgili ikincil mevzuat uygulama alanı bulacaktır³⁵⁴. Bu hükümlerde konuya ilişkin bir düzenleme bulunmaması halinde SPKn 2.2 hükmüne uygun olarak, genel hükümler içeren TTK'ya başvurulacaktır³⁵⁵. Halka açık anonim ortaklığın birleşme işlemine taraf olmak istemesi halinde işlemin genel kurulda onaylanması açısından SPKn 29.6 hükmünde yer verilen yeter sayılar uygulama alanı bulur. TTK 421.5.b hükmündeki yeter sayı düzenlemesi uygulanmaz.

Halka açık anonim ortaklığın taraf olduğu birleşme işlemine ilişkin sözleşme kapsamında zorunlu veya seçimlik ayrılma akçesine yer verilmesi halinde, ayrılma akçesi ile önemli nitelikteki işlem olmaktan doğan ayrılma hakkının birlikte uygulanıp uygulanmayacağı tartışılmalıdır. Mevcut düzen incelendiğinde, sermaye piyasası mevzuatında getirilen ayrılma hakkı uygulamasına TTK 141 hükmü çerçevesinde bir istisna öngörülmediğinden, ayrılma akçesinin yanı sıra sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan ayrılma hakkının birlikte uygulanması gerekir. Olması gereken bakımından

³⁵³ Birleşme işlemi içerisinde yer almakla birlikte, ÖNİ Tebliği 11.1 hükmünde koşulları belirlenen birleşme işlemi açısından ise pay alım teklifi zorunluluğu gündeme gelmektedir.

³⁵⁴ Sermaye piyasası mevzuatında getirilen hükümler, TTK hükümlerine kıyasen sonraki tarihli özel hüküm olmaları nedeniyle uygulanır. Bu bağlamda, BB Tebliği hükümleri ile birleşmenin önemli nitelikteki işlem olması dolayısıyla ÖNİ Tebliği hükümleri uygulama alanı bulur. Nitekim TTK 330 hükmünde de özel kanunlara tabi anonim ortaklıklar bakımından özel hükümler saklı tutulmaktadır. Bu noktada, TTK 134.2 hükmünün TTK'nın 134-194 hükümlerine aykırı olmayan özel mevzuat hükümlerini saklı tutmak suretiyle TTK 330 hükmüne istisna getirdiği belirtilmelidir, *Manavgat*, Sermaye Piyasası Kanunu'nun Uygulanması, s. 313. Fakat ilgili istisna, SPKn TTK'ya kıyasen sonraki tarihli özel düzenleme olduğundan uygulanmayacaktır.

³⁵⁵ Sermaye piyasası mevzuatında hüküm bulunmaması halinde, halka açık anonim ortaklıkların birleşme işlemlerine ilişkin olarak, SPKn 2.2 hükmü kapsamında, genel hüküm niteliğindeki TTK'nın yeniden yapılanmaya ilişkin 134- 194 hükümleri uygulama alanı bulacaktır.

ise ayrılma sonucunu doğuran iki ayrı kuruma ilişkin düzenlemelerin bağdaştırılması ve mevzuat kapsamında uygulamaya ilişkin istisnaların getirilmesi düşünülebilir. Böylece iki kurumun da uygulanmasının maliyetlerinden kaçınılması ekonomik olarak yerinde olacaktır³⁵⁶.

Diğer taraftan, ayrılma akçesi ve ayrılma hakkına ilişkin uygulama süreci çeşitli farklılıkları içermektedir. Ayrılma akçesi bedeli, iktisap olunacak payların gerçek değeri³⁵⁷ olup sözleşmede belirlenen miktarın uygun olmaması halinde pay sahibi TTK 191.1 hükmü kapsamında uygun bir denkleştirme ödenmesini talep edebilir. Sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen ayrılma hakkının kullanım fiyatı ise, payları borsada işlem gören ortaklıklar açısından borsa fiyatına bağlı olarak ve payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar açısından ise değerlendirme raporu ile belirlenir. Ayrılma hakkı pay sahibinin belirli koşulları yerine getirmesini gerektirirken, ayrılma akçesi açısından pay sahiplerinin yerine getireceği koşullar TTK’da düzenlenmemiştir³⁵⁸. TTK bağlamındaki

³⁵⁶ TTK 141 hükmü uyarınca tanınan seçimlik ayrılma akçesinin ayrılma hakkının koşullarını sağlaması halinde münhasıran ayrılma akçesinin uygulanabileceğine ilişkin olarak bkz. *Bektaş*, s. 782- 783. Ayrılma akçesine ilişkin uygulamanın ayrılma hakkının koşullarını sağlaması halinde, ortaklıkların SPK’r’den uygun görüş almak suretiyle sadece ayrılma akçesini uygulamasını mümkün kılan bir hükmün -olması gereken bakımından- öngörülmesi önerisi için bkz. *Tarhan*, D. G.: Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşme İşlemleri Açısından Ayrılma Hakkı ve Ayrılma Akçesi, *Batider*, C. XXXIII, S.1, Mart 2017, s. 250- 251.

³⁵⁷ “Gerçek değer”in tanımlanmayıp uygulamaya bırakıldığı ve belirlemede, yaşayan bir ortaklığın esas alınacağı yönünde bkz. TBMM, Yasama Dönemi: 23, Yasama Yılı:2, Sıra Sayısı: 96, Madde 141, s. 50. Gerçek değer, dönemsel değişimlerden etkilenmeyen nesnel bir karşılığı ifade etmektedir, *Manavgat*, Halka Açık, s. 298.

³⁵⁸ Ayrılma akçesinin kullanım koşullarının, kullanım şekli, süresi gibi hususların sözleşmede belirlenmesi gerektiği öğretide ifade edilmiştir, *İpek Kayalı*, s. 260; *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 24-48 s. 701. Ayrıca öğretide, seçimlik ayrılma akçesinin sözleşmede öngörülmüş olması halinde, karar açısından olumsuz oy kullanmış olan pay sahibinin akçeyi almayı tercih edebileceği, kendi davranışı ile çelişmeme gerekliliği temelinde savunulmaktadır, *Al Kılıç*, s. 53. Aksi yönde, işlem hakkında olumlu oy kullanan pay sahiplerinin de birleşmede ayrılma akçesi alabilecekleri yönünde bkz. *Göktürk*, K.: Türk Ticaret Kanununa Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşme Süreci ve Bazı Sorunlar, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.XVII, S. 1-2, Prof. Dr. Oğuz Kürşat Ünal’a Armağan, 2013, s. 645; *Bektaş*, s. 757.

ayrılma akçesinin nakit olması zorunluluğu söz konusu değilken³⁵⁹, ayrılma hakkı ÖNİ Tebliği 10.7 hükmü uyarınca nakden ödenmelidir. Ayrıca, ayrılma akçesi sadece devrolunan ortaklığın ortakları bakımından uygulanabilirken³⁶⁰, ayrılma hakkı SPKn 24.2 ve ÖNİ Tebliği 5.1 hükmü uyarınca birleşmeye katılan halka açık anonim ortaklığın pay sahipleri açısından doğmaktadır. Ayrıca payların satın alınması açısından kullanılacak kaynaklar ile payı satın alabilecek veya alması gereken kişiler, iki kurumda farklılık göstermektedir³⁶¹.

Pay sahibi, ortaklığın devamında yer almaya ilişkin kararını, ayrılma karşılığında alacağı bedeli dikkate alarak verecektir. Sonuç olarak, halka açık anonim ortaklık tarafından seçimlik ayrılma akçesinin birleşme sözleşmesinde öngörülmesi halinde, genel kurulun önemli nitelikteki işlem olan birleşmeyi onaylaması durumunda, mevcut

³⁵⁹ TBMM, Yasama Dönemi: 23, Yasama Yılı:2, Sıra Sayısı: 96, Madde 141, s. 50. Gerekçede, karşılık olarak başka bir şirketin payı/pay senedi veya bir diğer menkul değer verilebileceği belirlenmiştir. BB Tebliği 12.3 kapsamında da, ayrılma akçesi nakit, menkul kıymet veya ikisinin birarada verilmesi suretiyle ödenebilmektedir. Ancak talep halinde ortaklığın ayrılma akçesini nakden ödemesi gerekir.

³⁶⁰ *Tekinalp*, Ayrılma Akçesi, s. 22- 23; *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 24-42 s. 699. Aksi yönde, ayrılma akçesinin hem devrolunan hem de devralan ortaklıklar bakımından uygulanabileceği görüşü için bkz. *Ağaoğlu, C.: Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Şirket Birleşme ve Devralmalarında Teminat ve Denkletmeler*, “6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu’nu Beklerken”, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi Özel Sayı, C.18, S.2, s. 226.

³⁶¹ Ayrılma akçesi uygulaması sonucunda satın alınması gereken payları, devrolunan ortaklık alabileceği gibi devrolunan ortaklığın pay sahipleri veya istisnai hallerde devralan ortaklığın veya bu ortaklığın ortaklarının da alabilmesi mümkündür, *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 24-51 s. 703. *Al Kılıç* ise, ayrılma akçesini ödeyecek olan ortaklığın devralan ya da yeni kurulan ortaklık olduğunu, ancak akçenin devrolunan için pasif olarak kaydedilmesinin de mümkün olduğunu, bu halde de külli halefiyet ilkesi uygulanacağından bir farklılığın gündeme gelmeyeceğini belirtmektedir (s. 46-47). Devrolunan ortaklığın payları alması halinde, alım kendi payını edinme sonucunu doğuracağından, TTK 379.1 ve 3 hükümlerindeki %10'luk sınır ile kendi payını edinme açısından kullanılacak kaynağa ilişkin sınırlama uygulama alanı bulacaktır. Önemli nitelikteki işlem açısından ise, halka açık anonim ortaklık devrolunan veya devralan konumlarından hangisinde bulunursa bulunsun ayrılma hakkını kullanan kendi pay sahiplerinin paylarını satın alacaktır. Ancak bu halde, ÖNİ Tebliği 10.8 hükmü uyarınca kendi paylarını edinmeye ilişkin SPK düzenlemelerine tabi olunmakla birlikte oransal sınır uygulanmaz. GAP Tebliği 16.1.f kapsamında ise, Tebliğ'in 5,6 ve 9 hükmündeki sınırlamaların ayrılma hakkına ilişkin olarak uygulanmayacağı belirlenmiştir. Bu kapsamda oransal sınırlamanın yanı sıra genel kurulun yönetim kurulu yetkilendirmesi gerekliliği ile pay edinimlerinin Tebliğ'in 9.3 hükmünde gösterilen kaynaklardan karşılanması gerekliliği ayrılma hakkı açısından uygulanmaz.

hükümler kapsamında, pay sahipleri ayrılma akçesini veya ayrılma hakkını kullanabileceklerdir³⁶². Birleşme sözleşmesinde zorunlu ayrılma akçesinin öngörülmesi halinde ise, pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanma seçenekleri olmayacaktır. Nitekim bu halde ilgili pay sahiplerinin çıkarılması sonucu doğmuş olacağından, pay sahipliği konumu sona ermiş olmaktadır.

Benzer bir tartışma, TTK 155.2 hükmü kapsamında, devralan sermaye şirketinin, devrolunan sermaye şirketinin oy hakkı veren paylarının en az yüzde doksanına sahip olması hali için getirilen kolaylaştırılmış birleşme olanağı açısından da yapılmalıdır. İşlemin genel kurul onayına sunulmasının gerekmemesini de içeren çeşitli kolaylıkları beraberinde getiren olanağın uygulanabilmesinin koşullarından biri, azınlıkta kalan pay sahiplerine devralan ortaklıktaki payların yanı sıra gerçek değerinin ödenmesinin teklif edilmesidir. Halka açık anonim ortaklıklarda, bu olanak ile ayrılma hakkının birlikte uygulanmasının gerekip gerekmediği tartışması açısından, ÖNİ Tebliği 12.1.e hükmünde kolaylaştırılmış birleşmelerde ayrılma hakkının doğmayacağını düzenleyen hüküm yol göstericidir. Bu bağlamda, TTK 155.2 hükmündeki koşulların varlığı nedeniyle kolaylaştırılmış birleşmeye gidilebilmesi açısından, sadece TTK 155.2.a hükmündeki olanağın³⁶³ azınlık ortaklarına sunulması yeterlidir, ayrılma hakkı uygulanmaz³⁶⁴.

³⁶² Aksi yönde, seçimlik ayrılma akçesinin tanınması halinde, ayrılmak isteyen pay sahiplerinin ayrılma iradelerini ayrılma akçesi olarak kullanmaları gerektiği görüşü için bkz. *Bektaş*, s. 780.

³⁶³ İlgili maddede getirilen “*azınlıkta kalan pay sahiplerine devralan ortaklıkta pay verilmesinin yanı sıra mevcut paylarının gerçek değerine denk bir nakdi karşılık verilmesinin teklif edilmiş olması*” koşulunun, ayrılma hakkının uygulamasına paralel olarak, ortaklığa payların satın alınmasına yönelik öneride bulunma zorunluluğu getirdiği yönünde bkz. *Bektaş*, s. 765-766 dn. 42.

³⁶⁴ TTK 155.1 hükmündeki kolaylaştırılmış birleşme işlemi açısından, devrolunan ortaklığın paylarının tamamını devralan ortaklık elinde tuttuğundan ve dolayısıyla azınlıkta kalan pay sahibi bulunmadığından ayrılma hakkı gündeme gelmez.

Bölünme işlemleri de malvarlığı üzerinde doğurdukları etkiler nedeniyle sermaye piyasası mevzuatında önemli nitelikteki işlem olarak düzenlenmiştir³⁶⁵. Özellikle asimetrik bölünme işlemleri açısından azınlıkta kalan ortakların korunması amacıyla ayrılma hakkı tanınması AB mevzuatında dikkate alınmış bir husustur³⁶⁶. Halka açık anonim ortaklığın bölünme işlemine taraf olması halinde, pay sahiplerine ilgili koşulları yerine getirmelerine bağlı olarak ayrılma hakkı tanınacaktır. ÖNİ Tebliği 12.1.e hükmü kapsamında bölünen ortaklığın ortaklık yapısının korunduğu yeni ortaklık kurulması suretiyle bölünme işlemleri ve kolaylaştırılmış usulde bölünme işlemlerinde ayrılma hakkının doğmayacağı öngörülerek kurala istisna getirilmiştir. Kolaylaştırılmış bölünme işlemi, BB Tebliği 17.1 hükmü kapsamında tanımlanmıştır. Halka açık anonim ortaklığın iştirak suretiyle kısmi bölünme işlemi kapsamında bölünmesi ve işlem sonucunda devralan tarafın oy hakkı veren paylarının en az %95'ine sahip olması halinde kolaylaştırılmış bölünme uygulanabilecektir.

Tür değiştirme işlemlerinin önemli nitelikteki işlem olduğunu belirleyen SPKn 23.1 ve ÖNİ Tebliği 5.1 hükmündeki ifadelerin uygulama alanı ise oldukça sınırlıdır³⁶⁷. Halka açık anonim ortaklığın tür değiştirme işlemi gerçekleştirmesi, halka açıklık statüsünün sona ermesine yol açacağından pay sahipleri bu bağlamda çeşitli olanakların

³⁶⁵ Bölünme işlemlerinde azınlıkta kalan pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınması olgusunun birleşme işlemleri kadar yaygın olmadığı ve hukuk sistemlerinin bu açıdan oldukça farklı anlayışları benimsediği yönünde bkz. *Rock/ Davies/ Kanda/ Kraakman*, s. 211.

³⁶⁶ Bkz. yukarıda Birinci Bölüm, I, C.

³⁶⁷ *Bektaş*, halka açık anonim ortaklıklarda tür değiştirme işleminin, limited ortaklıklarda kamu borçlarından sorumlu olunması dışında ortaklıkların sorumluluğuna ilişkin bir değişiklik gündeme getirmediğinden önemli nitelikteki işlemler içerisinde yer alması gerekmediğini belirtmektedir. Ancak, halka açık anonim ortaklıkların tür değiştirmek suretiyle limited ortaklık veya kooperatif ortaklığa dönüşmesi halinde temel sorun halka açık olma statüsünün ve payların borsada işlem görmesi halinde bu statünün sona erdirilecek olmasıdır. Bu bağlamda işlemin karara bağlanması bakımından azınlıkta kalan pay sahiplerinin ayrılma hakkı tanınması suretiyle kendi yatırım kararlarını verebilme olanağına kavuşmaları gerekmektedir.

tanınması suretiyle korunmaktadır. Payları borsada işlem gören ortaklıkların tür değiştirme işlemleri açısından öncelikle borsa kotundan çıkma kararı alınması gerekecektir ve bu karar da, SPKn 23.1 hükmü ve ÖNİ Tebliği 5.1 hükmü kapsamında önemli nitelikteki işlem olup ayrıca ÖNİ Tebliği 8 hükmünde borsa kotundan çıkılması işlemine ilişkin koşulların karşılanmasını gerektirir. Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği 10.6 hükmü uyarınca, kendi istekleri ile borsa kotundan çıkan ortaklıklar, pay alım teklifi işlemlerinin tamamlanmasını takiben talepleri üzerine veya SPKı tarafından resen SPKn kapsamından çıkarılır. Bu hükmün uygulanması ile halka açıklık statüsü sona ereceğinden tür değiştirme önemli nitelikteki işlem olmayacaktır.

Payları borsada işlem gören ortaklığın borsa kotundan çıkarılması kararının borsa tarafından verilmesi halinde, Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği 10.5 hükmü kapsamında kararı takiben bir yıl içinde borsa tarafından payların yeniden işlem görmesine karar verilmemesi durumunda ortaklık SPKı tarafından resen SPKn kapsamından çıkarılır. Bu süre içerisinde ortaklığın tür değiştirme kararı alması halinde ise, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin hükümler uygulanacaktır³⁶⁸. Diğer taraftan, SPKn 16.2 hükmü kapsamında halka açık anonim ortaklıkların ve pay sahibi sayısı nedeniyle halka açık sayılan ortaklıkların, iki yıllık süre içerisinde paylarının borsada işlem görmesi gerekliliği dikkate alındığında, payları borsada işlem görmeyen halka açık

³⁶⁸ *Manavgat* bu süre içerisinde genel kurulda karar alınarak tür değiştirmenin maliyetlerine katlanılmasının beklenmeyeceği görüşündedir, Halka Açık, s. 300.

anonim ortaklığın bir ara statü olarak değerlendirildiği anlaşılmaktadır³⁶⁹. Nitekim ilgili gerekliliğe uyulmazsa, SPK’r payların borsada işlem görmesi veya ortaklığın halka açık ortaklık statüsünden çıkarılması için ortaklığın talebini aramaksızın gerekli işlemleri yapabilmektedir. Diğer taraftan, ortaklığın payların borsada işlem görmesine ilişkin başvuruda bulunmaması ve SPK’r’nin de ortaklığın halka açık statüsünün sona erdirilmesi için gerekli işlemleri yapmaması halinde, payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklık faaliyetini sürdürecektir³⁷⁰. Dolayısıyla bu ortaklıkların tür değiştirme kararı alması halinde, işlem, önemli nitelikteki işlem olacaktır.

Halka açık anonim ortaklığın genel kurulunda sona erme kararının alınması halinde³⁷¹ de önemli nitelikteki işleme ilişkin hükümler uygulanacaktır³⁷². Anonim ortaklığın sona ermesine ilişkin hallerden biri olan genel kurulda sona erme kararı alınması, TTK 529.1.d hükmü kapsamında, TTK 421.3 ve 4 hükümlerinde yeter sayılar çerçevesinde sermayenin en az % 75’ini oluşturan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin olumlu oylarıyla gerçekleştirilmekte iken, halka açık anonim ortaklıklar açısından, ilgili karar önemli nitelikteki işlem olduğundan SPK’n 29.6 hükmünde yer alan, ortaklık genel kuruluna katılan oy hakkını haiz payların üçte ikisinin olumlu oyları veya toplantıda sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların en az yarısının hazır

³⁶⁹ *Turan*, s. 83 dn. 19; *Karasu*, s. 102. Borsada işlem görme unsurunun halka açık anonim ortaklıkların nitelendirmelerinde “temel unsur” olarak belirlendiği yönünde bkz. *Aytaç*, Z.: Halka Açık Anonim Ortaklıklara İlişkin Yenilikler, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 6-7 Haziran 2013, Ankara 2016, s.23.

³⁷⁰ Payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıkların sayısı güncel olarak 81’dir. Bkz. <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Everi> (Son Erişim Tarihi: 14.10.2017).

³⁷¹ TTK 529.1 kapsamındaki sona erme hallerinden sadece d bendinde yer alan genel kurul kararıyla sona erme hali sermaye piyasası mevzuatı açısından önemli nitelikteki işlemidir. Bkz. *Adıgüzel*, Ayrılma Hakkı, s. 15. Aksi yöndeki görüş için bkz. *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 248.

³⁷² ABD Hukukunda sona erme halinde ayrılma hakkı tanınmamaktadır, *Manning*, s. 250.

bulunması hâlinde, toplantıya katılan oy hakkını haiz payların çoğunluğu karar yeter sayısı olarak uygulanır.

Sona erme kararının alınması ile tasfiye sürecine girileceğinden ve tasfiye sürecinin sonucunda ortaklığın tüzel kişiliği sona ereceğinden, bu işlemde gündeme gelen ayrılma hakkı diğer önemli nitelikteki işlemler gibi ortaklığın devamında yer alınıp alınmayacağına ilişkin bir karar alınması olanağı vermemektedir. Bu işleme ilişkin olarak, sona erme kararı ile elde edilecek tasfiye payı ile ayrılma hakkı kullanım bedeli arasındaki farklılık kararın alınması açısından azınlıkta kalan pay sahibinin tercihini belirler³⁷³. Dolayısıyla pay sahibi, ayrılma hakkını kullanma ile tasfiye payını alma arasında tercihte bulunarak yatırımının kendisine en yüksek bedelle geri dönmesini sağlamaya çalışır.

B. Malvarlığının Tümü veya Önemli Bölümünün Devri, Kiraya Verilmesi veya Bunlar Üzerinde Ayni Hak Tesisi

SPKn 23.1.b ve ÖNİ Tebliği 5.1.b hükümleri kapsamında halka açık anonim ortaklıkların malvarlıklarının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmeleri, kiraya vermeleri veya bunlar üzerinde ayni hak tesis etmelerine³⁷⁴ ilişkin işlemleri, önemli

³⁷³ Sona erme kararının onaya sunulacağı genel kurul öncesinde ortaklığın tasfiye değerini gösteren bir değerlendirme raporunun hazırlanması ve ayrılma hakkı fiyatı ile karşılaştırma yapılabilmesi açısından pay sahiplerinin bilgisine sunulması gerektiği yönünde bkz. *Manavgat*, Halka Açık, s. 300.

³⁷⁴ Payları borsada işlem gören ortaklıkların ayni hak tesisi işlemlerine ilişkin olarak KY Tebliği 12 hükmü de dikkate alınmalıdır. Hüküm kapsamında halka açık anonim ortaklıkların teminat, rehin, ipotek ve kefalet işlemlerine ilişkin sınırlamalar getirilmiş ve bu işlemlere ilişkin karar alma süreci düzenlenmiştir.

nitelikteki işlem niteliğindedir³⁷⁵. ÖNİ Tebliği 6.1 hükmünde bu işlemlerin önemli nitelikteki işlem olabilmesi için niceliksel ölçütler de getirilmiştir.

Önemlilik ölçütleri kapsamında, ilgili malvarlığı unsurunun anonim ortaklığın faaliyetindeki katkısı; varlığın toplam aktife oranı³⁷⁶, işlem tutarının ortaklığın paylarının borsadaki fiyatlarının işlemin açıklanmasından önceki altı aylık ortalamasına oranı, varlığın toplam gelire oranı gibi hususlar incelenerek belirlenmektedir. ÖNİ Tebliği 13 hükmü uyarınca, oranları değiştirme yetkisi SPKr'ye ait olup sınırların altında kalınması amacıyla işlemlerin birkaç seferde yapılması veya muhasebe politikalarının değiştirilmesi gibi yöntemler izlenemez.

Önemlilik ölçütlerinin karşılanıp karşılanmadığına ilişkin yönetim kurulu belirlemesinin yer aldığı karar ile oran hesaplamaları, ÖNİ Tebliği 6.5 hükmü kapsamında, SPKr'nin özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri uyarınca yapılacak açıklamada yer alır.

Ayrıca ÖNİ Tebliği 6.3 hükmü kapsamında, önemlilik ölçütleri karşılanmasa dahi her durumda yönetim kurulunun malvarlığının ortaklığın faaliyetleri açısından taşıdığı önemi dikkate alarak değerlendirme yapması gerektiği hükme bağlanmıştır. Devir, aynı hak tesisi ve kira işlemlerinin zaman açısından bağlantılı olarak gerçekleştirilmesi halinde bu işlemlerin bir bütün olarak ele alınması ve ölçütleri karşılayıp

³⁷⁵ ABD Hukuku açısından malvarlığının tümü veya önemli bir bölümünün satışını önemli nitelikteki işlem olarak düzenlemiş bulunan eyaletlerin listesi için bkz. *Seligman*, s. 832 dn. 12.

³⁷⁶ İlgili önemlilik ölçütü bağlamında sadece aktiflerin dikkate alındığı, aktif üzerindeki yüklerin veya aktiflerin elde edilmesini sağlayan pasif kalemlerin dikkate alınmadığı eleştirisi için bkz. *Adıgüzel*, *Ayrılma Hakkı*, s. 18.

karşılamadığının araştırılması gerekir³⁷⁷. Ayrıca, ortaklık malvarlığının el değiştirmesi sonucu doğuran ve hükümde kapsama alınmayan bazı diğer işlemlerin de hüküm kapsamında yer alması gerektiği öğretide ifade edilmektedir³⁷⁸.

Belirli bir oranın üzerindeki ortaklık aktifinin satılması, kiralanması veya bunlar üzerinde aynı hak tesis edilmesinin önemli nitelikteki işlem olarak belirlenmesinin sebebi, aktiflerin yönetim kontrolünü elinde bulunduranlar tarafından kendi menfaatleri çerçevesinde kullanabilmesi ihtimali karşısında diğer ortakların korunması gerekliliğidir³⁷⁹. Ayrıca ortaklığın aktiflerinin paraya çevrilmesi suretiyle faaliyetinin sona erdirilmesi ve dolaylı olarak birleşme işleminin gerçekleştirilmesi de mümkündür³⁸⁰. Ortaklığın aktiflerinin gerçek değerinden daha düşük değerlendirilmiş olması ve bu bağlamda ortaklık payının fiyatının gerçek değerden düşük olması halinde, ortaklığın yönetiminin ele geçirilmesi suretiyle aktiflerin satılması ve oluşan değer ortaklık dışına çıkarılması da cazip hale gelmektedir³⁸¹. Ortaklığın aktiflerinin elden çıkarılması suretiyle holdinge dönüştürülmesi veya tasfiye sürecine girmesi de söz konusu olabilmektedir³⁸². Tüm bu ihtimallerin dikkate alınması sonucunda, malvarlığının tümü veya önemli kısmının devri, kiraya verilmesi³⁸³ ya da bunlar

³⁷⁷ *Manavgat*, Halka Açık, s. 301. Dolayısıyla devir, kira ve aynı hak tesisi işlemleri açısından ölçütlerin karşılanmasına ilişkin incelemede her bir işlem ayrı ayrı değerlendirilmez. Bütünlük içerisindeki işlemler birlikte dikkate alınır.

³⁷⁸ *Biçer/ Hamamcıoğlu*, s. 44. Yazarlar bu bağlamda, kefalet, garanti, bağış, takas, mal değişimi ve ödünç sözleşmelerini işaret etmektedirler. Bu işlemlerin ortaklık malvarlığında doğrudan azalma meydana getirmemesi nedeniyle kapsamda olmamasının yerinde olduğu yönünde, karşı görüş için bkz. *Adıgüzel*, *Ayrılma Hakkı*, s. 21.

³⁷⁹ *Carney*, s. 89.

³⁸⁰ *Carney*, s. 89.

³⁸¹ *Doğru*, s. 64.

³⁸² *Adıgüzel*, *Ayrılma Hakkı*, s. 17.

³⁸³ Kira işlemi açısından kısa süreli kiralamaların kapsamda yer almaması gerektiğine ilişkin olarak bkz. *Biçer/ Hamamcıoğlu*, s. 44- 45. Aksi görüş için bkz. *Adıgüzel*, *Ayrılma Hakkı*, s. 21; *Bektaş*, s. 786.

üzerinde aynı hak tesis edilmesi işlemleri, önemlilik ölçütlerini de karşılamak koşuluyla önemli nitelikteki işlem olarak belirlenmiştir. Önemli nitelikteki işlem olma sonucunda, mevzuatta kavrama bağlanan karar alma süreci ve pay sahiplerinin korunması mekanizmaları uygulanmalıdır.

Benzer düzenleme TTK 408.2.f hükmünde, anonim ortaklıklarda önemli miktarda ortaklık varlığının toptan satışı ile TTK 538.2 hükmünde tasfiye sürecinde önemli miktarda aktifin toptan satışı yetkisinin genel kurul kararını gerektirmesi kapsamında yer almaktadır. Ancak bu düzenleme önemli nitelikteki işleme kıyasen daha dar bir alanda, sadece satış işlemleri için getirilmiştir. Diğer taraftan iki düzenleme de ilgili kararların genel kurul tarafından alınması gerekliliğini gündeme getirmekle birlikte, ilgili işlemlerin önemli nitelikteki işlem olması halinde karar alma sürecindeki değişikliğin yanı sıra pay sahiplerinin korunmasına ilişkin mekanizmalar devreye girmektedir³⁸⁴.

Malvarlığının tümü veya önemli bölümünün kiraya verilmesi veya bunlar üzerinde aynı hak tesis edilmesine ilişkin olarak ayrılma hakkının doğmayacağı haller ÖNİ Tebliği'nde düzenlenmiştir. Örneğin, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kiraya verme ve aynı hak tesisi işlemleri açısından ayrılma hakkının doğmayacağı 12.1.g ve 12.1.ğ hükümlerinde belirlenmiştir.

³⁸⁴ Düzenlemelerin karşılaştırılması için bkz. yukarıda İkinci Bölüm, II, A, 2.

C. Faaliyet Konusunun Değiştirilmesi

SPKn 23.1.c ve ÖNİ Tebliği 5.1.c hükümlerinde, halka açık anonim ortaklıkların faaliyet konularını tümüyle veya önemli ölçüde değiştirmelerinin önemli nitelikteki işlem olduğu belirlenmiřtir³⁸⁵. Konuya ilişkin önemlilik ölçütleri ise, ÖNİ Tebliği 6.4 hükmünde düzenlenmiştir. Önemlilik ölçütlerinin karşılanıp karşılanmadığına ilişkin yönetim kurulu belirlemesinin yer aldığı karar, ÖNİ Tebliği 6.5 hükmü kapsamında, SPKr'nin özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri uyarınca yapılacak açıklamada yer alır.

ÖNİ Tebliği 6.4 hükmünde, ortaklığın esas sözleşmesinde yer alan fiili ana faaliyet konusunun yan faaliyet haline gelmesine sebebiyet verecek esas sözleşme değişikliği ile ortaklığın fiili ana faaliyet konusunu oluşturan mal ve hizmet üretiminin işleyiş sürecini değiştirecek nitelikteki, örneğin üretim faaliyetinin tümüyle terk edilerek üretim konusu malın dışarıdan tedarik edilmesi gibi karar ve işlemlerin önemli nitelikteki işlem olduğu belirlenmiştir. Önemlilik ölçütünün örnek verilmesi suretiyle belirlenmesi amaca uygun olmayıp belirsizliğe neden olmaktadır³⁸⁶. Ölçütler belirlenirken fiili faaliyet konusunun³⁸⁷ esas alındığı ve örnek olarak gösterilen iki değişikliğin esas sözleşme değişikliği olma temelinde farklılaştığı görölmektedir.

³⁸⁵ ABD Hukuku açısından bkz. *Levy*, s. 428 dn.34; *Letsou*, s. 1121. Türk Hukukunda ayrılma hakkının düzenlenmediği dönemde, *İmregün*, ortaklığın konusunun değiştirilmesi halinde pay sahibine ayrılma hakkı tanınmasının yerinde olacağı görüşünü savunmuştur, Umumi Heyet, s. 166.

³⁸⁶ *Manavgat*, Halka Açık, s. 303.

³⁸⁷ Faaliyet konusunun “işletme konusu” olarak anlaşılması gerektiği yönünde bkz. *Altan*, s. 136; *Manavgat*, Halka Açık, s. 302. İşletme konusunun kavramsal olarak tanımı ve kapsamı için bkz. *Uzunalli*, S.: Anonim Şirkette İşletme Konusu, Ankara 2013, s. 5-6.

Ortaklığın esas sözleşmesinde yer alan fiili faaliyet konusunun yan faaliyet haline gelmesine sebep verecek esas sözleşme değişikliğine karar verilmesi, TTK 408.2.a hükmü uyarınca genel kurulun yetkisindedir. Dolayısıyla ilgili işlem önemli nitelikteki işlem olarak düzenlenmiş bulunmasaydı da yönetim kurulu tarafından karara bağlanamayacak ve genel kurul tarafından karara bağlanabilecekti. ÖNİ Tebliği 6.4 hükmünde ilgili esas sözleşme değişikliğine yer verilmesi sonucunda, SPKn 29.6 hükmünde yer alan önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar yeter sayısı uygulama alanı bulur³⁸⁸ ve işlemin onaylanması sonucunda ayrılma hakkı doğar.

Fiili ana faaliyet konusunu oluşturan mal ve hizmet üretiminin işleyiş sürecini değiştirecek nitelikteki, örneğin üretim faaliyetinin tümüyle terk edilerek üretim konusu malın dışarıdan tedarik edilmesi gibi karar ve işlemler, TTK sistemi içerisinde genel kurulun devredilemez görev ve yetkileri arasında yer almadığından, TTK 374 kapsamında yönetim kurulu tarafından karara bağlanırlar. Bu kararlar anonim ortaklığın yönetim işlemleri arasında yer almakla birlikte, halka açık anonim ortaklıklar açısından önemli nitelikteki işlem olmaları nedeniyle genel kurulun onayına sunulurlar ve işlem sonucunda önemli nitelikteki işleme bağlanan sonuçlar gündeme gelir.

³⁸⁸ Belirtilmelidir ki işletme konusunun tamamen değiştirilmesine ilişkin kararlar, TTK 421.3.a hükmü kapsamında, sermayenin en az yüzde yetmiş beşini oluşturan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin olumlu oylarıyla alınırlar. Ancak halka açık anonim ortaklıklar açısından bu işlem önemli nitelikteki işlem olduğundan SPKn 29.6 hükmü uygulanacaktır. İşletme konusunun tamamen değiştirilmesinin anlamına ilişkin olarak bkz. *Uzunalli*, s. 166.

D. İmtiyaz Öngörülmesi veya Mevcut İmtiyazlarda Değişiklik

Gerçekleştirilmesi

SPKn 23.1.ç ve ÖNİ Tebliği 5.1.ç hükümlerinde halka açık anonim ortaklıkların imtiyaz öngörmeleri³⁸⁹ veya mevcut imtiyazların kapsam veya konularında değişiklik meydana getirmeleri önemli nitelikteki işlem olarak belirlenmiştir. Ayrıca bu işlemlerde, ÖNİ Tebliği 11.1 hükmü uyarınca işlemde yararlanacak olanların pay alım teklifinde bulunması gerektiği düzenlenmiştir. Ortaklıkların mevcut paylarına tanınmış imtiyazların tüm ortaklar için bedelsiz olarak tamamen kaldırılması, konu veya kapsam bakımından daraltılması işlemleri açısından ise *ayrılma hakkının doğmayacağı*³⁹⁰ ÖNİ Tebliği 12.1.c hükmünde belirlenmiştir.

TTK 478.1 hükmü kapsamında imtiyazlar ilk esas sözleşme veya esas sözleşme değişikliği ile tanınabilmektedir³⁹¹. Dolayısıyla imtiyazlar esas sözleşmede öngörülebildiğinden, imtiyazlara ilişkin değişiklikler de esas sözleşme değişikliği niteliğinde olup halka açık anonim ortaklıkların bu değişikliği gerçekleştirmeleri için Anonim ve Limited Şirketlerin Sermayelerini Yeni Asgari Tutara Yükseltmelerine ve

³⁸⁹ Konuya ilişkin olarak SPK'nın yaklaşımı, ortaklıkların halka açılmalarından sonra imtiyazlı pay çıkarmamaları yönünde idi. Bkz. 49/721 sayılı 01.07.1998 tarihli SPK İlke Kararı (1998/27 sayılı SPK Haftalık Bülteni). Ancak SPKn 23.1.ç hükmünde imtiyaz öngörülmesinin önemli nitelikteki işlem olduğuna yer verilmesi, öğretide, SPK'nın payların halka arzından sonra imtiyaz yaratılamamasına ilişkin tutumundan vazgeçtiği şeklinde yorumlanmaktadır. Bkz. *Uysal*, E.: Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar, İstanbul 2016, s. 105; *Çetin/ Töremiş/ Cantimur*, s. 73; *Manavgat*, Halka Açık, s. 304. SPKn 23.1.ç hükmü ifadesinde imtiyazlara ilişkin değişikliklerin yanı sıra imtiyaz öngörülmesine de yer verilmesi sebebiyle, öğretideki bu görüşe katılıyoruz.

³⁹⁰ Tebliğ hükmü ayrılma hakkının doğmadığını düzenlemekle birlikte, imtiyaz öngörme veya mevcut imtiyazların kapsam ve konularında değişiklik yapılması halinde ÖNİ Tebliği 11.1 hükmü uyarınca pay alım teklifi zorunluluğu doğmaktadır. İlgili ifade, önemli nitelikteki işlemlerde pay sahibinin korunmasının kural olarak ayrılma hakkı ile gerçekleştirilmesi ve istisnai hallerde pay alım teklifi zorunluluğunun gündeme gelmesi nedeniyle, pay alım teklifi zorunluluğunun doğmadığı yönünde anlaşılmalıdır.

³⁹¹ İmtiyaz tanınmasına ilişkin olarak TTK'da benimsenen sisteme ilişkin olarak bkz. *Oruç*, M.: Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Anonim Ortaklıkta İmtiyazların Korunması, *Batider*, C. XXVI, S.1, Mart 2010, s. 175; *Uysal*, s. 31- 34; *Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu)*, Ortaklıklar I, Nr. 781 s. 562- 563.

Kuruluşu ve Esas Sözleşme Değişikliği İzne Tabi Anonim Şirketlerin Belirlenmesine İlişkin Tebliğ³⁹², in 5.1 hükmü uyarınca Bakanlık izni ve SPKn 33.2 hükmü uyarınca SPKr'den uygun görüş almaları gerekmektedir. Ayrıca imtiyaza ilişkin esas sözleşme değişikliği, mevcut imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal edecek nitelikte ise TTK 454.1 hükmü kapsamında imtiyazlı pay sahipleri özel kurulu tarafından onaylanmadıkça uygulanamaz.

İmtiyazlara ilişkin değişiklikler TTK 408.2.a hükmü uyarınca genel kurulun yetkisindedir. Ancak imtiyazlara ilişkin değişikliklerin önemli nitelikteki işlem olarak belirlenmesi sonucunda, bu işlemler açısından önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alma süreci ve dolayısıyla SPKn 29.6 hükmündeki yeter sayılar uygulanır³⁹³. Ayrıca işlem sonucunda imtiyazlara ilişkin değişiklikten yararlananlar³⁹⁴, diğer ortaklar lehine pay alım teklifinde bulunmak zorundadırlar.

E. Borsa Kotundan Çıkılması

SPKn 23.1.d ve ÖNİ Tebliği 5.1.d hükümleri kapsamında, halka açık anonim ortaklıkların borsa kotundan çıkmaya ilişkin kararları önemli nitelikteki işlem olarak belirlenmiş olup işleme ilişkin ayrıntılar ÖNİ Tebliği 8 hükmünde ayrıca düzenlenmiştir.

³⁹² 28468 sayılı 15.11.2012 tarihli RG.

³⁹³ TTK sisteminde imtiyazlı pay oluşturulması TTK 421.3.b uyarınca sermayenin en az yüzde yetmiş beşini oluşturan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin olumlu oylarıyla alınacak karar ile mümkündür.

³⁹⁴ İşlemden yararlananların, yeni imtiyaz yaratılması veya mevcut imtiyazların kapsam ve konusunun değiştirilmesinde tek başına veya diğerleriyle birlikte karar alma gücüne veya alınan karar konusunda belirleyici etkiye sahip olan, yeni imtiyaz yaratılmasından veya mevcut imtiyazlardaki değişiklikten göreceli olarak daha fazla yarar sağlayan pay sahipleri olarak anlaşılması gerektiği yönünde bkz. *Manavgat*, Halka Açık, s. 305.

Borsa kotundan çıkılması işlemi sonucunda, ÖNİ Tebliği 11.1 hükmü uyarınca pay alım teklifi zorunluluğu doğmaktadır.

Payları borsada işlem gören bir ortaklığın borsa kotundan çıkması, payların alım satımının gerçekleştirildiği ikincil piyasanın söz konusu olmaması ve bu piyasadaki devir olanaklarının yitirilmesi anlamına gelmektedir. Konunun pay sahipleri açısından önem arz eden yönü ise, paylara ilişkin pay devri olanaklarının dolayısıyla payın likit olma özelliğinin sınırlandırılması³⁹⁵. Ayrıca, ikincil piyasaların ortaklığın değerlemesini sağlama işlevleri bulunmaktadır. Borsa kotundan çıkılması sürekli değerlemeye ilişkin olanağın da yitirilmesine neden olur. Borsa kotundan çıkılması, kamuyu aydınlatma zorunluluklarına da etki etmekte ve borsanın paylar üzerindeki denetimin sona ermesine neden olmaktadır³⁹⁶.

ÖNİ Tebliği 8.1 hükmünde borsa kotundan çıkılmasının ön koşulu, pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dâhil olmak üzere ortaklığın doğrudan veya dolaylı olarak oy haklarının % 95'inin veya daha fazlasının tek başına veya hareket ettiği kişilerle birlikte sahip olunması olarak belirlenmiştir. Borsa kotundan çıkılması halinde de, işlemten faydalananacak olanlar ÖNİ Tebliği 11.1 hükmü kapsamında azınlıkta kalan ortaklar lehine pay alım teklifinde bulunmak zorundadır.

³⁹⁵ Choi/ Pritchard, s. 13; Bektaş, s. 795; Karacan, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 259.

³⁹⁶ Choi/ Pritchard, s. 13; Sönmez, s. 108.

Borsa kotundan çıkılması işlemi, işlemin önemli nitelikteki işlem olarak belirlenmesinden önceki dönemde, SPKr Kararı³⁹⁷ ile ilkelere bağlanmıştı. Kararda borsa kotundan çıkılmasına ilişkin ön koşul, cıagırılı yoluyla ya da herhangi bir basıka yöntemle halka acık anonim ortaklıının sermayesinin ve/veya oy haklarının dogrudan veya dolaylı olarak %95 veya daha fazlasına tek basına ya da birlikte hareket ettigıi kisıilerle birlikte sahip olunması şeklinde belirlenmişti. ÖNİ Tebliğı 8.1 hükmünde, ilgili ön koşulun yalnız oy hakkı üzerinden belirlenmiş olduğı dikkat çekmektedir.

Belirtilmelidir ki, borsa kotundan çıkma kararı alınması, önemli nitelikteki işlem olarak düzenlenmesinden ayrı olarak düşünıldüğünde, TTK 408.2 hükmü kapsamında genel kurulun devredilemez yetkileri arasında bulunmamaktadır. Ancak borsa kotundan çıkma kararının alınması önemli nitelikteki işlem olarak düzenlenmiş bulunduğundan, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alma süreci takip edilmeli ve azınlık ortaklarının korunması bağlamında pay alım teklifi zorunluluğı uygulanmalıdır³⁹⁸. Pay alım teklifi sürecinin devamı açısından da ÖNİ Tebliğı 8.4 hükmünde bir koruma mekanizması öngörülmektedir. Bu koruma kapsamında pay alım teklifine olumlu cevap vermeyen ortakların başvuru hakları üç yıl süresince saklı kalacak şekilde, bu payların bedelinin Takasbank nezdinde saklanmasına ilişkin bir sistem getirilmiştir³⁹⁹.

³⁹⁷ 30.07.2010 tarihli 22/675 sayılı toplantıda verilen karar (2010/31 sayılı Haftalık Bülten). Metin için bkz. <http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2010&sayi=31> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017).

³⁹⁸ Borsa kotundan çıkılması nedeniyle azınlık pay sahiplerinin korunması gerekliliğine ilişkin olarak Alman Hukukundaki yargısal gelişim için bkz. Birinci Bölüm, I, B, 2.

³⁹⁹ Ayrıntılı bilgi için bkz. aşağıda Dördüncü Bölüm, II, B, 1.

Borsa kotundan çıkılmasına ilişkin genel kurul kararının alınması halinde, ÖNİ Tebliği 8.3 hükmü gereğince, karardan itibaren beş iş günü içerisinde ortaklık tarafından borsaya başvurulması ve ayrıca hâkim ortak tarafından da pay alım teklifi zorunluluğunun yerine getirilmesi amacıyla SPKr'ye başvurulması gerekmektedir. Pay alım teklifi işlemlerinin tamamlanmasının ardından, payların borsada işlem görmesine son verilmesi kararının alınması halinde bu karar KAP'ta duyurulur ve duyurulduktan beş iş günü sonra yürürlüğe girer.

F. İlişkili Taraflardan Önemli Ölçüde Malvarlığı Edinilmesi veya Kiralanması

ÖNİ Tebliği 5.1.e hükmünde halka açık anonim ortaklıkların ilişkili taraflarından⁴⁰⁰ önemli ölçüde malvarlığı edinmesi veya kiralaması işlemleri önemli nitelikteki işlem olarak belirlenmiştir. Bu işlem SPKn 23.1 hükmünde yer almayıp bu hükümde önemli nitelikteki işlemlerin sınırlayıcı olmayan yöntemle belirlenmesi ve diğer önemli nitelikteki işlemleri belirleme yetkisinin SPKr'ye verilmesinin sonucu olarak ÖNİ Tebliği'nde yer almıştır. İşleme ilişkin önemlilik ölçütleri ise, ÖNİ Tebliği 6.2 hükmünde belirlenmiştir.

Önemlilik ölçütlerinin karşılanıp karşılanmadığına ilişkin yönetim kurulu belirlemesinin yer aldığı karar ile oran hesaplamaları, ÖNİ Tebliği 6.5 hükmü

⁴⁰⁰ İlişkili tarafın SPKr'nin ilgili düzenlemeleri kapsamında belirleneceği hükümde yer almıştır. Bu bağlamda, KY Tebliği 3.1.g kapsamında ilişkili tarafın, Türkiye Muhasebe Standartları'nda tamınlanan ilişkili taraf olduğu belirlenmiştir. İlişkili taraf ise, İlişkili Taraf Açıklamalarına İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı (TMS 24) Hakkında Tebliğ'de belirlenmiştir.

kapsamında, SPKr'nin özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri uyarınca yapılacak açıklamada yer alır.

İlişkili taraf işlemleri II-17.1 sayılı KY Tebliği⁴⁰¹ kapsamında düzenlenmiştir ve bu işlemlerde karar alma süreci özellik göstermektedir. KY Tebliği 1.4 hükmü kapsamında, ilişkili taraf işlemlerine ilişkin hükümler payları borsada işlem görmeyen ortaklıklara uygulanmaz. İlişkili taraf işlemleri arasında olmakla birlikte, işlemin aynı zamanda önemli nitelikteki işlem olma ölçütlerinin karşılanması halinde ise azınlık ortaklarının korunması amacıyla önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alma süreci ve koruma mekanizmaları uygulanmalıdır.

İlişkili taraflardan malvarlığı edinilmesi veya kiralanması halinde, işlem tutarının kamuya açıklanan son finansal tablolara göre varlık (aktif) toplamına veya yönetim kurulu karar tarihinden önceki altı aylık günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması baz alınarak hesaplanan ortaklık değerine oranının %50'den fazla olması halinde işlem önemli nitelikteki işlemdir. Kiralama işlemi açısından, varlığın kullanım ömrü dikkate alınarak kira tutarlarının indirgenmiş nakit akışı yöntemine göre hesaplanan net bugünkü değeri dikkate alınmalıdır. Görüleceği üzere, düzenleme kapsamında, işlemlerin ortaklıktaki aktif toplamına oranı ile altı aylık borsa fiyatlarının ortalaması açısından oranı dikkate alınarak ortaklığın malvarlığının korunması amaçlanmaktadır.

İlişkili taraf işlemleri içerisinde yer alan önemli nitelikteki işlemler, ABD'de de sıklıkla yargı kararlarına konu olmuş, önceleri ortaklıkla ilgili değişikliklerin oy birliği

⁴⁰¹ 03.01.2014 tarihli 28871 sayılı RG.

ile gerçekleştirilmesi gerektiğine dayanan işlemlerin yasaklanması yönündeki anlayış kabul görmüş olmakla birlikte, zamanla ekonomik gereklilikler kapsamında işlemin adil olduğuna ilişkin ispat yükü kontrolü elinde bulunduranlara yüklenmek suretiyle işlemlerin geçerli olduğu kuralı benimsenmiştir⁴⁰².

Türk Hukukunda payları borsada işlem gören ortaklıklar açısından uygulama alanı bulan ilişkili taraf işlemlerindeki gereklilikler, işlem tutarı ile ortaklığa ilişkin varlık toplamı, hasılat tutarı gibi değerlerin karşılaştırılması sonucunda %5 sonucuna ulaşılması ve %10 sonucuna ulaşılması halleri açısından farklı olmak üzere şekillendirilmiştir. İlişkili taraf işlemlerine ilişkin oranın %10 olması halinde, işleme ilişkin yönetim kurulu üyelerinin kararında bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun onayı aranmakta, bunun sağlanamaması halinde işlemin genel kurul onayına sunulması gerekmektedir. İlgili genel kurulda uygulanacak oydan yoksunluk halleri de önem kazanmaktadır.

KY Tebliği 9.2 hükmündeki ilişkili taraf işlemleri, işlem türü olarak, ÖNİ Tebliği 5.1.e hükmünde yer alan ilişkili taraftan malvarlığı edinilmesi veya kiralanması işlemlerine göre daha geniş içeriktedir. Oransal belirlemeler açısından KY Tebliği ve ÖNİ Tebliği'nin dikkate aldığı değerler kesişmekle birlikte, yine KY Tebliği'nin dikkate aldığı değerlerin içeriği daha geniştir.

İlişkili taraflardan malvarlığı edinilmesi veya kiralanması işlemi açısından, işlem tutarının ortaklığın toplam aktifine veya son altı aylık borsa fiyatının ortalamasına oranının %50'nin üzerinde olması halinde, önemli nitelikteki işleme ilişkin hükümler

⁴⁰² Carney, s. 71-72.

uygulama alanı bulur⁴⁰³. İlgili oranın %50'den az ve %10'dan fazla olması halinde ise ilişkili taraf işlemlerine ilişkin hükümler dikkate alınmalıdır.

G. Sermaye Artırımından Elde Edilecek Fonun Mevcut Sermayeyi Aşması ve İlişkili Taraflara Olan ve Nakit Dışındaki Varlık Devirlerinden Kaynaklanan Borcun Ödenmesinde Kullanılması

Halka açık anonim ortaklığın sermaye artırımını gerçekleştirerek elde ettiği, mevcut sermaye tutarından yüksek tutardaki fonu, ilişkili taraflara olan⁴⁰⁴ ve nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan borcun ödenmesinde kullanması, ÖNİ Tebliği 5.1.g hükmünde önemli nitelikteki işlem olarak belirlenmiştir. Bu işlem, SPKn 23.1 hükmünde yer almamaktadır. ÖNİ Tebliği ile önemli nitelikteki işlemlerin arasındaki yerini almış ve Pay Tebliği 12.6 hükmünde de işlemin bu özelliği tekrarlanmıştır. İşlem, daha ÖNİ Tebliği ile önemli nitelikteki işlem olarak belirlenmeden önceki süreçte, payları borsada işlem gören ortaklıklar açısından bir SPKr kararı ile önemli nitelikteki işlem olarak belirlenmişti⁴⁰⁵.

ÖNİ Tebliği 5.1.g ve Pay Tebliği 12.6 hükümlerinde yer alan önemli nitelikteki işlem düzenlemesi, Pay Tebliği'nde 27.02.2015 tarihinde gerçekleştirilen değişiklik ile benimsenen anlayış ile birlikte incelenmelidir. Değişiklik öncesinde, Pay Tebliği 12.4

⁴⁰³ Bu bağlamda, karar alma süreci ÖNİ Tebliği kapsamında yürütülecek ve KY Tebliği 9.3 hükmündeki süreç uygulanmayacaktır.

⁴⁰⁴ İlişkili taraflar, SPKr'nin ilgili düzenlemeleri kapsamında belirlenecektir. Bu bağlamda, KY Tebliği 3.1.g kapsamında ilişkili taraf, Türkiye Muhasebe Standartları'nda tamınlanan ilişkili taraf olarak gösterildiğinden, İlişkili Taraf Açıklamalarına İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı (TMS 24) Hakkında Tebliğ uygulama alanı bulacaktır.

⁴⁰⁵ Bkz. yukarıda İkinci Bölüm, I, B.

hükümünde, halka açık ortaklıkların yapacakları bedelli sermaye artırımlarında ortaya çıkan sermaye koyma borcunun nakit olarak yerine getirilmesinin esas olduğu; ancak gerçek ya da tüzel kişilerce ortaklığa sadece nakden konulan ve nakden konulduğu mali müşavir raporu ile tespit edilen fonlar sebebiyle oluşan borçların, muaccel olması kaydıyla, sermaye koyma borcuna mahsup edilebileceği düzenlenmiş ve ayrıca halka açık ortaklıkların yapacakları sermaye artırımlarında ortaya çıkan nakit sermaye koyma borcunun, ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlara mahsubu suretiyle yerine getirilmemesinin esas olduğuna yer verilmişti. Bu hükümdeki işlemin önemli nitelikteki işlem olduğu ise Pay Tebliği'nin 12.5 hükmü ile ÖNİ Tebliği 5.1.f hükmünde belirlenmişti.

Pay Tebliği'nde 27.02.2015 tarihinde gerçekleştirilen değişiklikle, halka açık ortaklıkların yapacakları bedelli sermaye artırımlarında ortaya çıkan sermaye koyma borcunun nakit olarak yerine getirilmesinin esas alınarak ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlarına takas edilmesi suretiyle yerine getirilmesinin istisnaen ve önemli nitelikteki işlem olarak kabul edilmesine ilişkin önceki yaklaşımdan vazgeçilmiş ve sermaye koyma borcunun varlık devrinden doğan alacaklarla takas edilmemesi gerektiği öngörülmüştür. Böylece pay sahibinin sermaye koyma borcunu ortaklığa nakit dışı varlık devrinden doğan alacağı ile takas etmesi yasaklanmış bulunmaktadır. Yasağa paralel şekilde, Pay Tebliği 12.5 ve ÖNİ Tebliği 5.1.f hükümleri metinlerden çıkarılmış⁴⁰⁶ ve daha önce bu hükümlerde önemli nitelikteki işlem olduğu belirlenen “ortaklıkların yapmayı planladıkları bedelli sermaye artırımlarında

⁴⁰⁶ Bkz. yukarıda dn. 267.

ortaya çıkan nakit sermaye koyma borcunun, ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlara mahsup edilmek suretiyle yerine getirilmesi” işlemi bu niteliğini kaybetmiştir.

Yasağa konu edilen işlemin, önce sermaye koyma borcunun pay sahibi tarafından nakden yerine getirilmesi ve ardından bu nakdin ilişkili taraflardan elde edilecek nakit dışı varlıklara ilişkin borcun ödenmesinde kullanılması ile gerçekleştirilmesinin, bir başka deyişle yukarıda anılan yasağın aşılmasının önlenmesi bakımından ise ÖNİ Tebliği 5.1.g ve Pay Tebliği 12.6 hükmünde yer alan önemli nitelikteki işlem devreye girecektir. Halka açık anonim ortaklığın sermaye artırımını gerçekleştirerek elde ettiği, mevcut sermaye tutarından yüksek tutardaki fonu, ilişkili taraflara olan ve nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan borcun ödenmesinde kullanması önemli nitelikteki işlem olması sebebiyle mevzuattaki koşulların yerine getirilmesi suretiyle karara bağlanabilecektir.

ÖNİ Tebliği 5.1.e hükmünde olduğu gibi bu önemli nitelikteki işlem tespitinde de ilişkili taraflar dikkate alınmıştır. Ancak ÖNİ Tebliği 5.1.e hükmünden farklı olarak, sermaye artırımını ile elde edilen fonun, ilişkili taraflarla gerçekleştirilmiş olan nakit dışı varlık devrinden kaynaklanan işlemde ortaklığın borcunun yerine getirilmesi için kullanılacak olması önemli nitelikteki işlemin temelini oluşturmaktadır. Esasen ÖNİ Tebliği 5.1.e hükmünde olduğu gibi burada da ortaklıktan ilişkili taraflara aktarılan bir fon söz konusu olmakta ancak aktarılan bu fon sermaye artırımını ile elde edilmekte ve ilişkili tarafların nakit dışı varlık devirlerine ilişkin borcun yerine getirilmesinde kullanılmaktadır.

Hükümdeki önemli nitelikteki işlemin gündeme gelebilmesi için, öncelikle ilişkili taraf ile ortaklık arasında gerçekleştirilen ve ilişkili tarafın ortaklığa nakit dışı bir varlık devretmeyi taahhüt ettiği sözleşme söz konusu olmalıdır⁴⁰⁷. Sözleşme kapsamında doğan, ortaklığın ilişkili tarafa olan nakit borcu ise, sermaye artırımını ile elde edilen fon ile ödenecek olmalıdır. Fon ile borcun ödenmesi arasındaki bağlantının kurulması açısından, somut olay bazında inceleme gerçekleştirilmesi gerekmektedir⁴⁰⁸.

Sermaye artırımından elde edilen bedelin kullanımına ilişkin takdir yetkisi yönetim kurulunda bulunmakla birlikte, fonun ilişkili tarafların ortaklığa devrettikleri nakit dışı varlıkların bedelinin ödenmesinde kullanılması isteniyorsa, ÖNİ Tebliği 5.1.g hükmündeki koşulların karşılanması, işlemin önemli nitelikteki işleme ilişkin usul takip edilerek karara bağlanması ve ayrılma hakkının kullandırılması⁴⁰⁹ gerekmektedir.

H. Diğer Önemli Nitelikteki İşlemler

Halka açık anonim ortaklıkların, ÖNİ Tebliği 23.1 hükümleri ve ÖNİ Tebliği 5.1 hükümlerinde belirlenen önemli nitelikteki işlemler dışındaki işlemlerinin ÖNİ Tebliği 5.2 hükmü kapsamında SPKı tarafından önemli nitelikteki işlem olarak

⁴⁰⁷ İlişkili tarafla gerçekleştirilen nakit dışındaki unsurun devralınmasına ilişkin işlem açısından KY Tebliği'nin ilişkili taraf işlemlerine ilişkin hükümleri de dikkate alınmalıdır. Bu bağlamda işlemin esaslarını belirleyen yönetim kurulu kararının alınması ve değerlendirilmesi gündeme gelecek ve KY Tebliği 9.1 ve 9.2 hükümlerindeki oransal belirleme sonucunda, yönetim kurulu kararında bağımsız üyelerin çoğunluğunun aranması ve bunun sağlanmaması halinde işlemin genel kurulun onayına sunulması gereklilikleri aranabilecektir.

⁴⁰⁸ *Manavgat* sermaye artırımını sonucunda elde edilen nakdin ilişkili tarafa ödenmesi halinde duraksama oluşmayacağını, fakat ilgili nakdin bir süre nemalandırılması ve sonra ödemenin gerçekleştirilmesinin tartışmaya açık olduğunu belirtmektedir, s. 186. Yazar ayrıca TTK 356 hükmündeki gibi bir süre sınırının getirilmemiş olmasını eleştirmektedir (Halka Açık, s. 309-310).

⁴⁰⁹ İlgili önemli nitelikteki işlem açısından alacaklı ilişkili tarafa çağrıda bulunma yükümlülüğünün daha doğru olacağı yönünde bkz. *Manavgat*, Halka Açık, s. 309.

değerlendirilmesi mümkündür. Yetkiye ilişkin ölçüt ise, ortaklıkların halka açılma öncesindeki vaat, taahhüt veya esaslı durumlarından önemli oranda farklılaşma veya somut bir konuda daha önceden bir vaat veya taahhütte bulunulmamış olsa dahi bütüncül olarak ele alındığında ortaklığın faaliyetleri ve/veya ticari hayatında önemli ölçüde değişiklik oluşmasıdır⁴¹⁰.

İlgili ölçütlerin herhangi bir işlemi hedef tutmayarak belirsiz içerikteki⁴¹¹ değişimleri işaret etmesinin yanı sıra somut bir işlemin önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirme yetkisinin SPKr'ye verilmiş olması eleştiriye açıktır. Nitekim SPKr'nin yetkisini kullanırken nasıl bir yöntem izleyeceği, örneğin işlemin tamamlanmasından önce mi yoksa sonra mı yetkisini kullanabileceği de belirsizdir⁴¹². SPKr'nin halka açık anonim ortaklıkların işlemlerinin tümünü izleyerek ilgili işlemleri önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirip değerlendirmeyeceğine karar vermesi maliyetli bir süreci beraberinde getirir. Kaldı ki bu yönde bir denetimin gerçekleştirilmesi hayatın olağan akışı içerisinde mümkün gözükmemektedir. İşlemlerin özel durum niteliğinde olmaları ve bu bağlamda kamuya açıklanmaları SPKr'nin yetkisini kullanması açısından elverişli olabilecekse de aksi hallerde yetkinin kullanımı daha da zorlaşacaktır⁴¹³.

Ortaklık açısından bakıldığında bir işlemin önemli nitelikteki işlem olup olmadığını değerlendirme yetkisi ve görevi ile donatılmış olan yönetim kurulu da, yetkinin içeriğine ilişkin belirsizlik nedeniyle zorlukla karşılaşılabilecektir. Bu bağlamda

⁴¹⁰ Yetkinin ülkemize özgü olup pratikte SPKr'nin karşılaştığı sorunlardan kaynaklandığı yönünde bkz. *Altan*, s. 139.

⁴¹¹ *Manavgat*, Halka Açık, s. 311.

⁴¹² *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 264.

⁴¹³ *Manavgat*, Halka Açık, s. 311.

işleme ilişkin olarak SPKr'ye başvurulması ve görüş alınması gündeme gelebilecekse de, işlemin önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilmediği haller veya ilgili sürecin işletilmesinden kaçınmak amacıyla bilerek önemli nitelikteki işlem olmadığı yönünde değerlendirme yapıldığı hallerle karşılaşılabilecektir⁴¹⁴.

Yetkinin tanınması sermaye piyasasının hızla değişen dinamiklerine uyum sağlanması gerekliliğine dayanmaktadır⁴¹⁵. Diğer taraftan yetkinin içeriğinin belirsiz olması, gerek ortaklıklar gerek ise SPKr nezdinde maliyet doğurmaktadır. Halka açık anonim ortaklığın işleminin önemli nitelikteki işlem olması sonucunda gerek karar alma sürecinin takip edilmesi gerek ise pay sahiplerinin korunması mekanizmalarının işletilmesi yüksek maliyetleri beraberinde getireceğinden, ilgili işlemlerin kapsamı belirli olmalıdır⁴¹⁶. Aksi halde, ortaklığın işleminin içeriği belirsiz bulunan önemli nitelikteki işlem olmasından uzaklaşılması yönünde tedbirler alması ve diğer taraftan düzenleyici otoritenin içeriği belirsiz yetkisini ortaklıkları cezalandırıcı mahiyette kullanması ihtimalleri gündeme gelmektedir. Bu sonuç, önemli nitelikteki işlemler çerçevesinde azınlık ile çoğunluk menfaatlerinin dengelenmesi amacına uygun olmadığı gibi önemli nitelikteki işlem belirlemede temel alınan bir grup işlemin diğerlerinden ayrılması yönündeki hareket noktasına da aykırılık teşkil etmektedir. Halka açık anonim ortaklıkların işlemlerinin bir önem ölçütü temelinde gruplandırılması anlayışına dayanan kavram açısından, ÖNİ Tebliği 5.2 hükmündeki SPKr yetkisinin gri bir bölge oluşturduğu belirtilmelidir.

⁴¹⁴ *Manavgat*, Halka Açık, s. 311.

⁴¹⁵ TBMM, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı:3, Sıra Sayısı: 337, s. 13.

⁴¹⁶ *Bektaş*, kanun koyucunun SPKr'ye tanıdığı yetkinin SPKr tarafından sınırlı takdir yetkisine dönüştürüldüğü ve belirli şartlara bağlandığını belirtmektedir (s. 770). Fakat, ÖNİ Tebliği 5.2 hükmünde getirilen ölçütlerin içeriğinin belirli olduğunu tespit etmek güç gözükmektedir.

Hükümde dikkate alınan ilk ölçüt, ortaklıkların halka açılma öncesindeki vaat, taahhüt veya esaslı durumlarından önemli oranda farklılaşmadır. Vaat ve taahhütlerin halka açılma sırasında mevcut ve kamuya açıklanmış olması gerektiği, esaslı durumun ise ortaklığın finansal ve hukuki özelliklerini işaret ettiği öğretide tespit edilmiştir⁴¹⁷. Bu bağlamda, halka arz açısından düzenlenmesi gereken izahname ortaklığın vaat ve taahhütlerinin yansıtılması açısından yol gösterici olabilecektir. Nitekim, izahname, SPKn 3.1.j hükmünde yer alan tanım kapsamında, ihraççının geleceğe yönelik beklentileri ve faaliyetleri hakkında bilgiye yer vermektedir.

İkinci ölçüt, somut konuda daha önceden bir vaat veya taahhütte bulunulmamış olsa dahi bütüncül olarak ele alındığında ortaklığın faaliyetleri ve/veya ticari hayatında önemli ölçüde değişiklik meydana gelmesidir. Bu ölçüt kapsamında işletme konusu çerçevesinde olup esas sözleşme değişikliği niteliğinde olmayan değişikliklerin dikkate alınması gerektiği belirtilmektedir⁴¹⁸.

ÖNİ Tebliği 5.2 hükmündeki yetki, yetkinin kullanıldığı somut olaylarda ne gibi ölçütlerin dikkate alındığı ve hangi yöntemin izlendiğinin tespit edilmesi ile ilerleyen süreçte içeriğe ilişkin belirlilik kazanabilecektir. Yetkinin kullanıldığı hallerde kavramın amacına uygun hareket edilmelidir.

Sermaye piyasası mevzuatında önemli nitelikteki işlem olduğu belirlenen işlemler ile SPKr'nin ÖNİ Tebliği 5.2 hükmündeki yetkisini kullanarak bu niteliği verdiği işlemler dışında, halka açık anonim ortaklık tarafından bir işlemin esas

⁴¹⁷ *Manavgat*, Halka Açık, s. 311.

⁴¹⁸ *Manavgat*, Halka Açık, s. 311- 312.

sözleşmede önemli nitelikteki işlem olarak düzenlenmesinin mümkün olup olmadığı da tartışılmalıdır. Halka açık anonim ortaklıkların esas sözleşme ile bir işlemi önemli nitelikteki işlem olarak düzenleyip düzenleyemeyecekleri açısından SPKn’de veya ÖNİ Tebliği’nde bir belirlemede bulunulmamıştır. Ayrılma hakkının tanındığı çeşitli hukuk sistemlerinde, hakkın doğmasına neden olan durumların genişletilmesi yetkisi pozitif hukuk kuralı ile ortaklıklara tanınmaktadır⁴¹⁹. Türk Hukuku açısından sermaye piyasası mevzuatında önemli nitelikteki işlemlerin halka açık anonim ortaklıklar tarafından esas sözleşmelerinde düzenlenmesine olanak veren bir hüküm veya bunu yasaklayan bir hüküm bulunmamaktadır.

Konu, sözleşme serbestinin sınırları ile önemli nitelikteki işleme ilişkin düzenleme yaklaşımı çerçevesinde çözümlidir ve ayrıca önemli nitelikteki işlem olmaya bağlanan sonuçlar da bu incelemede dikkate alınmalıdır. Önemli nitelikteki işleme ilişkin hükümler, işlemin genel kurul onayına sunulması gerekliliğinden çoğunluk karşısındaki azınlığın korunması amacıyla ayrılma hakkı veya pay alım teklifi zorunluluğu uygulamalarının gündeme gelmesine kadar geniş bir alanda sonuç doğurmaktadır. Bu kapsamda, önemli nitelikteki işlemlerin karara bağlanması ortaklıklar açısından maliyet doğurmakta; diğer taraftan, karar alan çoğunluk içerisinde yer almayan, azınlıkta kalan pay sahipleri ise ayrılma hakkı veya pay alım teklifi zorunluluğu mekanizmaları ile korunmaktadır. Önemli nitelikteki işlem olduğu sermaye piyasası mevzuatında düzenlenmeyen veya SPKr’ye tanınan yetkiler kapsamında

⁴¹⁹ Ayrılma hakkı tanınan hallerin esas sözleşmeyle genişletilmesi olanağının açık bir hükümle verildiği sistemlere ilişkin olarak bkz. *Sönmez*, s. 113. Eyalet düzeyinde belirlenmiş olan ayrılma hakkı doğuran işlemlerin yanı sıra farklı işlemlere esas sözleşme ile ayrılma hakkı sonucunun bağlanmasının mümkün olduğu eyaletlere ilişkin olarak ABD açısından bkz. *Seligman*, s. 833 dn. 15. Örnek olarak MBCA kapsamında § 13.2.a.5 kapsamında bu yetki ortaklıklara tanınmaktadır.

belirlenmemiş bir işlemin, ortaklığın esas sözleşmesinde önemli nitelikteki işlem olarak düzenlenmesi hem ortaklık hem de pay sahiplerinin hukuki statülerini etkileyecektir.

Öğretide ortaklıkların esas sözleşmelerinde bu nitelikte olmayan bir işlemi önemli nitelikteki işlem olarak belirleyebilecekleri görüşü savunulduğu gibi⁴²⁰, önemli nitelikteki işlem listesinin içeriğinin ortaklık tarafından genişletilemeyeceğini ifade eden karşıt görüş de bulunmaktadır⁴²¹.

Önemli nitelikteki işlem kavramının amaçsal temeli, kavrama ilişkin pozitif hukuk düzenlemeleri ve öğretideki görüşler dikkate alındığında, halka açık anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde mevzuatta bu nitelikte olduğu belirlenmemiş işlemleri de önemli nitelikteki işlem olarak düzenleyebilecekleri sonucuna varılmalıdır. Görüşe ilişkin ilk gerekçe, özel hukuk alanında sözleşme serbestisinin hâkim olmasıdır. Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin pozitif hukuk hükümlerinde açık bir yasak getirilmediği için, halka açık anonim ortaklıklar esas sözleşmelerinde başka işlemleri önemli nitelikteki

⁴²⁰ Karacan, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 243. *Manavgat* ise esas sözleşmede TTK 375 hükmü kapsamında olmamak kaydıyla mevzuatta yer alanlar dışında önemli nitelikteki işlem türlerinin belirlenebileceği görüşündedir (Halka Açık, s. 295).

⁴²¹ Adıgüzel, Ayrılma Hakkı, s. 45; Adıgüzel, B.: Sermaye Piyasası Hukuku, Ankara 2017, s. 83; Bektaş, s. 770. Yazarlar, önemli nitelikteki işlem kavramının sonuçları ve işlemlerin içeriğinin kanun koyucu tarafından bizzat veya Kanun'da tanınan yetki kapsamında düzenleyici otorite tarafından belirlendiğinden hareket etmektedirler. Ayrıca ayrılma hakkının istisnai bir düzenleme olduğu ve içeriğinin genişletilmemesi gerektiği de savunulmuştur, Adıgüzel, Ayrılma Hakkı, s. 8. Yazar, ayrılma hakkının mevzuatla sınırlanması ve her türlü karar için tanınmamasını, aksi yaklaşımın anonim ortaklığın ortak amaç ve ortak çaba unsurlarına aykırılık teşkil edeceğine dayandırmaktadır (s. 9). Sönmez, esas sözleşme ile ayrılma hakkının tanındığı hallerin genişletilmesine izin veren açık bir düzenlemenin yokluğu halinde, ayrılma hakkı tanınan hallerin kapsamının genişletilemeyeceğini, bu hususta olumsuz bir kanun boşluğu olduğunu aksi halde hakkın emredici olma özelliğinin zedeleneyeceğini ifade etmektedir (s. 114). Fakat, yazarın bu görüşünü oluştururken ayrılma hakkı doğuran hallerin sınırlayıcı olarak düzenlenmesi gerektiği görüşü ve kabulünden hareket ettiği görülmektedir (s. 112-113). Konuya ilişkin olarak Özdoğan da ayrılma hakkının tanındığı hallerin sınırlı olduğunu ifade ederek Türk Hukukunda hakkın sınırlı hallerle ilişkin olarak düzenlenmesini önermektedir (s. 749). Ancak Türk Hukukunda önemli nitelikteki işlemler sınırlayıcı olmayan sayım yöntemiyle belirlenmiş ve SPKr'ye işlemleri belirleme konusunda yetki tanınmıştır.

işlem olarak kabul edebilirler. Dikkat edilmesi gerekir ki, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin hükümler emredici olduğundan, mevzuatta bu nitelikte olduğu belirlenen işlemlerin önemli nitelikteki işlem olmadığına ilişkin hükme esas sözleşmede yer verilemez. İkinci olarak, önemli nitelikteki işlemlerin içeriğine ilişkin düzenleme yaklaşımı incelendiğinde, işlemlerin sınırlarının kapalı uçlu şekilde belirlenmediği dikkat çekmektedir. Nitekim SPKn 23.1 hükmünde önemli nitelikteki işlemlerin içeriği sınırlayıcı olmayan sayım yöntemiyle belirlendiği gibi, ÖNİ Tebliği 5.2 hükmünde SPKr’ye ortaklıkların halka açılma öncesindeki vaat, taahhüt veya esaslı durumlarından önemli oranda farklılaşan veya somut bir konuda daha önceden bir vaat veya taahhütte bulunulmamış olsa dahi bütüncül olarak ele alındığında ortaklığın faaliyetleri ve/veya ticari hayatında önemli ölçüde değişiklik meydana getirebilecek iş ve işlemleri önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirme yetkisi tanınmıştır. Yine, ÖNİ Tebliği 6.3 hükmünde önemlilik kriterlerinin altında kalsa dahi yönetim kurulunun malvarlığının ortaklığın faaliyeti açısından taşıdığı önemi dikkate alarak değerlendirme yapması gerektiğine yer verilerek önemlilik kriteri getirilen hallerde dahi işlemin faaliyet içerisindeki konumuna değer atfedilmiştir.

Önemli nitelikteki işlem kavramının beraberinde getirdiği sonuçlara bakıldığında da, halka açık anonim ortaklıkların mevzuatta bu nitelikte olduğu düzenlenmeyen işlemleri esas sözleşmelerinde önemli nitelikteki işlem olarak düzenleyebilecekleri sonucuna varılmalıdır. İlk olarak, konu karar almaya yetkili organ açısından incelenmelidir. Anonim ortaklıklar, TTK 375 hükmündeki yönetim kurulunun devredilemez görev ve yetkileri dışında bir hususun genel kurul tarafından karara

bağlanması gerektiğine esas sözleşmelerinde yer verebilmektedirler. Sermaye piyasası mevzuatı kapsamında önemli nitelikteki işlemlerin genel kurul tarafından karara bağlanması gerektiği düzenlenmiştir ve TTK'nın görev ve yetki dağılımına ilişkin yaklaşımı kapsamında da TTK 375 hükmündeki yetkiler dışında bir hususun genel kurulca karara bağlanmasının esas sözleşmede kararlaştırılması mümkündür.

Dolayısıyla, halka açık anonim ortaklıkların bu nitelikte olmayan işlemleri önemli nitelikteki işlem olarak esas sözleşmede düzenleyebilmeleri, TTK 375 hükmündekiler dışında bir işlemin genel kurul tarafından karara bağlanacağını esas sözleşmede öngörülebilmesi nedeniyle mümkün olmalıdır. İkinci olarak, önemli nitelikteki işlemler sonucunda, karar alan çoğunluk içerisinde yer almayan pay sahiplerinin, ayrılma hakkı veya pay alım teklifi zorunluluğu ile korunması gerekmektedir. Pay sahiplerine sağlanan korumanın, halka açık anonim ortaklıkların esas sözleşmede belirledikleri önemli nitelikteki işlemler nedeniyle de doğması yatırımcının korunması açısından olumlu bir adım olacaktır. Yatırımcının daha geniş bir çerçevede korunması sonucu doğacağından, halka açık anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde bu nitelikte olmayan işlemleri önemli nitelikteki işlem olarak düzenleyebilmeleri sermaye piyasasının amacına ve işleyişine uygundur.

Konu, anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde düzenleyebilecekleri hususların sınırı açısından da incelenmelidir. Anonim ortaklıklar esas sözleşmelerine TTK 339 hükmündeki zorunlu asgari içeriğe uymak ve TTK 340 hükmündeki sınırlamaya bağlı kalmak koşuluyla isteğe bağlı kayıtlar koyabilirler⁴²². TTK 340 hükmünde yer bulan,

⁴²² *Manavgat (Kırca/ Şehirali Çelik)*, C. 1, s. 299, *Pulaşlı*, Şerh I, § 27 Nr. 61 s. 659.

TTK'nın anonim ortaklıklara ilişkin hükümlerinden ancak Kanunda açıkça izin verilmesi halinde sapılabileceği kuralını getiren anonim ortaklıklarda emredici hükümler ilkesi, esas sözleşmede tamamlayıcı hükümlerin öngörülmesi olanağını ortadan kaldırmamaktadır⁴²³. Tamamlayıcı hükümlerin bir kısmına ilişkin olarak Kanun ilgili hükümlerin esas sözleşmede öngörülebilmesine ilişkin açık bir yetki vermekte, Kanunda açıkça düzenleme yetkisi tanınmamış konularda esas sözleşmeye konulacak tamamlayıcı hükümlerin ise emredici hükümlere uygun olması ve ilgili hükümde konunun sınırlayıcı olarak düzenlenmemiş olması gerekmektedir⁴²⁴. Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin düzenleme yaklaşımında sınırlayıcı olmayan sayım yönteminin tercih edilmesi ve SPKr'ye geniş yetkilerin tanınması karşısında, ilgili hükümlerin halka açık anonim ortaklıkların iradeleri sonucunda bir işlemi önemli nitelikteki işlem olarak belirlemelerini engelleyecek sınırlayıcı bir anlayışı içermediği belirtilmelidir. Dolayısıyla halka açık anonim ortaklıklar emredici hükümlere uygun olması koşuluyla esas sözleşmelerinde önemli nitelikteki işlem belirlemelerinde bulunabilirler.

Son olarak, önemli nitelikteki işlemlerin içeriğine ilişkin hükümler dışındaki ilgili mevzuat hükümlerinin aksinin esas sözleşmede kararlaştırılmasının mümkün olup olmadığı ayrıca belirlenmelidir⁴²⁵. Örneğin, halka açık anonim ortaklığın önemli nitelikteki işlemlere ilişkin olarak ÖNİ Tebliği'nde getirilen önemlilik ölçütlerini değiştirmesi, bu yetki ÖNİ Tebliği 13.1 hükmünde SPKr'ye tanındığından olanaklı değildir. Yine, ayrılma hakkı kullanım fiyatının belirlenmesine ilişkin yöntemin sermaye

⁴²³ Karasu, 61; Şehirali Çelik (Kırca/ Manavgat), C. 1, s. 165.

⁴²⁴ Şehirali Çelik (Kırca/ Manavgat), C. 1, s. 166-167. Sınırlayıcı hüküm kavramına ilişkin olarak bkz. Karasu, s. 60.

⁴²⁵ Farklı ülke uygulamalarında esas sözleşme ile düzenlenebilecek hususlara ilişkin inceleme için bkz. Sönmez, s. 137- 138.

piyasası mevzuatında belirlenmiş olduğu dikkate alındığında başka bir değerkeme yönteminin tercih edileceğine ilişkin hükme esas sözleşmede yer verilmesi de olanaklı gözükmemektedir. Ancak SPKn 29.6 hükmündeki yeter sayılar, aynı hükümde ifade edildiğı üzere ağırlaştırılabilecektir.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMLERDE KARAR ALINMASI

I. Uyulması Zorunlu Usul ve Esaslar

A. Genel Olarak

Halka açık anonim ortaklıklarda önemli nitelikteki işlemler, konuya ilişkin usul ve esaslara uyulması suretiyle gerçekleştirilir. Önemli nitelikteki işlemler, sermaye piyasası mevzuatında halka açık anonim ortaklığın diğer işlemlerinden farklı bir sınıfa konulmuş; bu işlemlerin karara bağlanması için takip edilmesi gereken bir usul belirlenmiş, işlemlere pay sahiplerinin korunması amacı çerçevesinde çoğunluk ile azınlık menfaatlerini dengeleyen mekanizmaların uygulanması sonucu bağlanmış ve usule uyulmaması farklı yaptırımlarla karşılanmıştır.

Önemli nitelikteki işlemler açısından, karar alma aşaması önem arz etmektedir. Türk sermaye piyasası mevzuatı kapsamında karar alma sürecini düzenleyen hükümler, SPKn 23, 24 ve 29.6 hükümleri ile SPKn 23 hükmünde önemli nitelikteki işlemlerde bulunulabilmesi veya kararların alınabilmesi için uyulması zorunlu usul ve esasların belirlenmesi için SPKr'ye tanınan yetki sonucunda çıkarılan, ÖNİ Tebliği'nde yer almaktadır. Yönetim kurulunun belirli özellikleri haiz bir karar alması, işlemin genel kurul onayına sunulması ve çeşitli noktalarda kamunun aydınlatılması basamakları izlenerek önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alma süreci tamamlanmaktadır. Karar

alma sürecinde yönetim kurulu ile genel kurulun işlevleri, yatırımcının menfaatinin korunması amacı çerçevesinde dengelenmiştir⁴²⁶.

İlgili usuli hükümlere uyulmaması halinde, SPKr, işlemin ortadan kaldırılmasını ortaklıktan talep edebilmekte, idari para cezası verebilmekte ve ilgili işlemin iptalini TTK'nın genel kurul kararlarının iptaline ilişkin hükümleri çerçevesinde dava edebilmektedir.

B. Yönetim Kurulu Kararı

1. Gerekçeli Yönetim Kurulu Kararı

Önemli nitelikteki işleme ilişkin alınması gereken yönetim kurulu kararının nitelikleri SPKn'de yer almamış, SPKn'de SPKr'ye tanınan, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alınabilmesi için uyulması zorunlu usul ve esasları belirleme yetkisi kapsamında ÖNİ Tebliği'nde belirlenmiştir. ÖNİ Tebliği'nin 5.3 hükmünde, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin gerekçeli yönetim kurulu kararının, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oyu da belirtilerek, SPKr'nin özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde ayrılma hakkı kullanım fiyatı ile birlikte kamuya açıklanacağı hükme bağlanmıştır. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda bu aşamada ayrılma fiyatının açıklanması zorunlu değildir.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararı, ÖNİ Tebliği 5.3 hükmü gereğince, gerekçeli olmalıdır. Kararın gerekçeli olması, öncelikle ilgili işlemin önemli

⁴²⁶ Bkz. aşağıda Üçüncü Bölüm, II, A ve B.

nitelikteki işlem olarak nitelendirilmesinin nedenlerinin mevzuattaki dayanakları da belirlenmiş şekilde ortaya konulmasını gerektirir⁴²⁷. İkinci olarak, işlemin gerçekleştirilmek istenmesindeki nedenler, ortaklığın içinde bulunduğu koşullara uygunluk ve piyasanın dinamikleri açısından gerekçelendirilmelidir.

Yönetim kurulu üyelerinin işleme ilişkin kararlarının gerekçeli olması, önemli nitelikteki işlemin sonuçları arasında yer alan ayrılma hakkı veya zorunlu pay alım teklifi sürecinin uygulanması suretiyle pay sahibinin korunması açısından önem arz eder.

⁴²⁷ İşlemin SPKn 23 ve ÖNİ Tebliği 5 hükümlerinde yer alan işlemler arasında olup olmadığı, ayrıca bazı işlemler açısından ÖNİ Tebliği 6 hükmünde belirlenen önemlilik ölçütlerini karşılayıp karşılamadığına ilişkin belirleme yönetim kurulu tarafından yapılmalıdır (ÖNİ Tebliği 14). Bu belirleme ve oransal değerlendirmeler ÖNİ Tebliği 6.5 hükmü gereğince, madde kapsamında değerlendirilebilecek işlemlere ilişkin olarak SPKr'nin özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri uyarınca ortaklık tarafından yapılacak açıklamada yer almalıdır. Dolayısıyla, yönetim kurulu kararının kamuya duyurulmasından önceki süreçte özel durumların kamuya açıklanması gereklilikleri çerçevesinde ortaklık bir açıklamada bulunmuşsa, işlemin önemli nitelikteki işlem olup olmadığına ilişkin değerlendirmeye açıklamada yer vermiş olmalıdır. Ancak en geç işleme ilişkin gerekçeli yönetim kurulu kararı ile önemli nitelikteki işlem değerlendirmesi kamuya duyurulmalıdır. Kamuya açıklanma tarihi, payları borsada işlem gören ortaklıklar açısından önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı ile pay alım teklifi zorunluluğu uygulamasında fiyatın belirlenmesinde önem arz eder. Öte yandan, ÖNİ Tebliği 5.2 hükmü gereğince, ortaklıkların halka açılma öncesindeki vaat, taahhüt veya esaslı durumlarından önemli oranda farklılaşan veya somut bir konuda daha önceden bir vaat veya taahhütte bulunulmamış olsa dahi bütüncül olarak ele alındığında ortaklığın faaliyetleri ve/veya ticari hayatında önemli ölçüde değişiklik meydana getirebilecek iş ve işlemler, SPKr tarafından önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilebilecektir. Bu noktada, ilgili hüküm nedeniyle SPKr'nin önemli nitelikteki işlem olarak nitelendirmesinin işleme ilişkin sürecin hangi aşamasında olması gerektiği incelenmelidir. Diğer bir deyişle, önemli nitelikteki işleme ilişkin getirilmiş bulunan kategorilere girmemekle birlikte ÖNİ Tebliği 5.2 hükmü çerçevesinde önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilebilecek bir işlemin varlığı halinde yönetim kurulunun nasıl davranması gerektiği tartışılabilir. Bu yönde bir işlem gerçekleştirilmek istendiğinde, yönetim kurulunun SPKr'den görüş alması ve karar alma sürecinin görüşe göre yönlendirilmesi en uygun çözüm gibi gözükmemekte ise de, SPKr'nin ÖNİ Tebliği 5.2 hükmündeki yetkisi bu kapsamda nitelendirilebilecek işlemlere ilişkin karar alınmış olması halinde de müdahale edilebilmesini mümkün kılmaktadır. Dolayısıyla, yönetim kurulunun tedbirli davranmak suretiyle SPKr'den görüş aldığı hallerin yanında, halka açık anonim ortaklıkça karara bağlanan işlemlerin ÖNİ Tebliği 5.2 hükmü çerçevesinde SPKr tarafından resen önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilebileceği haller de söz konusu olabilecektir. Bu tespitin ise, ilgili işlemin kamuya açıklanması halinde yapılabileceği belirtilmelidir. Ancak SPKr'nin ÖNİ Tebliği 5.2 hükmü çerçevesinde önemli nitelikteki işlem olduğunu tespit etmesi, halka açık anonim ortaklıkların tüm işlemlerinin bu çerçevede incelenmesi gerekliliğini doğuracaktır ki bu görev hayatın olağan akışının gereklilikleri karşısında olanaksız hale gelebilecektir. Kaldı ki, bir işlemin, halka açılma öncesindeki vaat, taahhüt veya esaslı durumlardan farklılık göstermesi, ekonomik gereklilikler karşısında savunulabilir nitelikte olabilecektir. Ayrıca, somut bir konuda önceden vaat veya taahhütte bulunulmamış olsa dahi bütüncül olarak ele alındığında ortaklığın faaliyetleri ve/veya ticari hayatında önemli ölçüde değişiklik meydana getirmesi ölçütü de oldukça belirsizdir. SPKr'ye tanınan yetkisinin eleştirisi için bkz. Birinci Bölüm, II, C.

Ayrılma hakkı ve zorunlu pay alım teklifi uygulamaları ile pay sahibi, önemli nitelikteki işlemin ortaklık faaliyetleri ve dolayısıyla payın fiyatı veya değeri üzerindeki etkilerinden uzak bir şekilde payını devredebilmek ile ortaklıkta ortak olmaya devam etmek arasında seçim yapma olanağına kavuşmaktadır. Pay sahibinin seçimini yapmasında, yönetim kurulu üyelerinin gerekçeli kararı bilgilendirme işlevini yerine getirmektedir⁴²⁸.

Yönetim kurulu kararlarının gerekçelendirilmesi ve bu gerekçelerin pay sahiplerine bildirilmesi veya kamuya açıklanmasına ilişkin genel bir kural TTK'nın yönetim kuruluna ilişkin hükümleri arasında yer almamaktadır. TTK'nın genel kurula ilişkin hükümleri içerisinde ise, bir pay sahipliği hakkı olarak bilgi alma hakkı düzenlenmiştir. TTK 437 hükmüne göre, pay sahiplerinin bilgi alma hakkı kapsamında finansal tabloların, yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporunun, denetleme raporunun ve yönetim kurulunun kâr dağıtım önerisinin genel kuruldan önce incelemeye açık tutulması gerekmektedir ve genel kurulda pay sahiplerinin yönetim kurulundan bilgi alma hakları bulunmaktadır. Yönetim kurulu kararlarının gerekçeleri, genel kurulun işleyişi sırasında pay sahipleri tarafından bilgi alma hakkı kapsamında öğrenilebilmektedir. Ancak bu hak, yönetim kuruluna kararlarının gerekçelerini sürekli olarak açıklama zorunluluğu getirmemektedir. Diğer taraftan içerik açısından bakıldığında, pay sahiplerinin incelemesine hazır bulundurulması gereken, yönetim kurulunun düzenleyeceği yıllık faaliyet raporunda yönetim kurulu faaliyetlerini gerekçelendirme ihtiyacı duyacaktır. Bu raporun içeriği genel hatlarıyla TTK 516

⁴²⁸ *Manavgat, Ç.*: Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin İşlevleri ve Sahip Olmaları Gereken Nitelikler, *Batider, C.XXX, S. 1, Mart 2014, s.72.*

hükümünde düzenlenmiş ve içeriğin ayrıntıları ise Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından yayımlanan Şirketlerin Yıllık Faaliyet Raporunun Asgari İçeriğinin Belirlenmesi Hakkında Yönetmelik ile hükme bağlanmıştır⁴²⁹. İçerik kapsamı incelendiğinde, ortaklığın faaliyetlerinin akışının ve finansal durumunun yıllık raporda yansıtılmasının esas alındığı görülmektedir. Ayrıca Yönetmelik'te 5.1 hükmünde geleceğe ilişkin bilgi ve tahminlerde bulunulan hallerde bunların dayandığı gerekçelerin açıklanması gerektiğine yer verilmiştir. Dolayısıyla yönetim kurulunun ilgili faaliyet dönemindeki faaliyetlerini açıkladığı yıllık raporda işlemlerin gerekçelerine yer vermesi gerekli olabilmekle birlikte, bu gerekçe açıklaması geçmişte alınmış kararlara ilişkin olacaktır. Ancak raporda gelecekte hakkında karar alınması planlanan önemli nitelikteki işleme ilişkin olarak açıklama da yapılmış olabilir. Faaliyetlerin gerekçelendirilmesi, genel kurulda yönetim kurulu üyelerinin ibrasına ilişkin görüşmeler sırasında ve yine üyelerin özen ve bağlılık yükümleri ile sorumlulukları açısından da belirleyicidir. Sonuç olarak, TTK kapsamında yönetim kurulunun faaliyetlerinin gerekçelerini açıklamasına ilişkin genel bir hükme yönetim kuruluna ilişkin hükümler arasında yer verilmemiş olmakla birlikte; sorumlu organ niteliğindeki yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporunda faaliyetlerini gerekçelendirmesi, yıllık faaliyet raporunun içermesi gereken kapsam ve TTK'nın benimsediği organlar arası görev dağılımı anlayışı kapsamında gereklidir.

Sermaye piyasası mevzuatında ise kamunun aydınlatılması ilkesi çerçevesinde, yatırımcıların, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım

⁴²⁹ 28.08.2012 tarihli 28395 sayılı RG.

kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerden zamanında, tam ve doğru olarak bilgilendirilmesi amaçlanır⁴³⁰. Bu amaç dâhilinde yönetim kurulu kararlarının dayandığı gerekçelerin kamuya açıklanması gündeme gelebilir. Ayrıca gerekçe açıklamalarının yapılması gereken bazı haller mevzuatta düzenlenmiştir. Örneğin, KY Tebliği 8.1 hükmü gereğince ortaklıkların yıllık faaliyet raporlarında kurumsal yönetim ilkelerinden uygulanmayanlara ilişkin olarak uygulamama nedenlerini ortaya koyması gerekliliği; aynı Tebliğ'in 10.2 hükmü kapsamında ortaklıklar ve bağlı ortaklıkları ile ilişkili tarafları arasındaki yaygın ve süreklilik arz eden işlemlerin bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğu tarafından onaylanmaması halinde muhalefet gerekçelerinin açıklanması gerekliliği hükme bağlanmıştır. Ayrıca KY Tebliği'nin ekinde yer alan KY İlkeleri'nin 1.3.1.b hükmünde, ortaklığın ve bağlı ortaklıklarının geçmiş hesap döneminde gerçekleşen veya gelecek hesap dönemlerinde planladığı ortaklık faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyecek yönetim ve faaliyetlerindeki değişiklikler ve bu değişikliklerin gerekçeleri hakkında pay sahiplerine bilgi alma ve inceleme hakkı kapsamında bilgi verilmesi gerektiğine yer verilmiştir. Dolayısıyla faaliyetlerin gerekçelerinin açıklanması, sermaye piyasasının işleyişinde gerek kamunun aydınlatılması ilkesine bağlı olarak gerek de kurumsal yönetim ilkeleri bağlamında gerekli olabilmektedir. Önemli nitelikteki işleme ilişkin gerekçeli yönetim kurulu kararının kamuya açıklanmasına ilişkin hüküm de gerekçe açıklanmasına ilişkin mevzuatta getirilen gerekliliklerden biri olup düzenlemenin amacı yatırımcının korunmasıdır.

⁴³⁰ TBMM, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı:3, Sıra Sayısı: 337, s. 14. Kamunun aydınlatılması ilkesine ilişkin bilgi için bkz. yukarıda Birinci Bölüm, II, B, dn. 152.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararının gerekçesinin hangi kapsamda belirlenmesi gerektiğine dair ÖNİ Tebliği'nde açık bir hüküm bulunmamaktadır. Gerekçenin kapsamı, TTK 369 hükmünde yer alan yönetim kurulu üyelerinin özen borcuna, yani görevlerini tedbirli bir yöneticinin özeniyle yerine getirme ve şirketin menfaatlerini dürüstlük kurallarına uyarak gözetme yükümlülüğüne uygun olarak belirlenmelidir. TTK kapsamında yönetim kurulu ve yöneticiler için öngörülen özen borcu objektif bir özen ölçütünü beraberinde getirmekle birlikte, ölçütün uygulanması ortaklığın büyüklüğü, işletme konuları, ortaklığın faaliyet gösterdiği alan ve bu alandaki yasal düzenlemeler, ortaklığı etkileyen ekonomik unsurlar gibi somut olayın özelliklerinin dikkate alınmasını gerektirmektedir⁴³¹. Dolayısıyla önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alma sürecini takip eden yönetim kurulu, kararını özen borcuna uygun bir içerik sunarak gerekçelendirmek durumundadır. Ayrıca gerekçenin içeriği açısından, sermaye piyasasında geçerli olan yatırımcının korunması ilkesine uygunluk gözetilmelidir.

2. Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin Rolü

Önemli nitelikteki işleme dair kamuya açıklanan yönetim kurulu kararında, ÖNİ Tebliği 5.3 hükmü gereğince, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oyu açıkça yer

⁴³¹ Akdağ Güney, N.: Anonim Şirket Yönetim Kurulu, İstanbul 2016, 2. B., s. 194; Ayan, Ö.: Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Sadakat Yükümlülüğü ve Bu Yükümlülüğün İhlalinin Sonuçları, Ankara 2013, s. 65; Hacımahmutoğlu, S.: Anonim Ortaklığın Yönetim Kurulu Üyelerinin Özen Yükümlülüğü: Fonksiyonel Bir Yaklaşım, Batider, C. XXXI, S. 3, Eylül 2015, s. 29-30; Kırcı (Şehirali Çelik / Manavgat), C. 1, s. 657; Çamoğlu (Poroy/ Tekinalp), Ortaklıklar I, Nr. 582 s. 379. Halka açık anonim ortaklıklarda özen borcunun halka kapalı ortaklıklara göre farklılaştığı yönünde bkz. Pulaşlı, Şerh I, § 27 Nr. 698 s. 1156.

almalıdır. Bağımsız yönetim kurulu üyesi kavramının tarihsel gelişimi incelendiğinde⁴³², kavramın mülkiyet ve kontrol ayrışması fikri kapsamında şekillenen vekâlet problemine dayandığı ve pay sahipliği yapısına göre farklı amaçlara hizmet ettiği görülmektedir⁴³³.

Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oylarının önemli nitelikteki işlemin karara bağlanması sürecindeki işlevi, Türk Hukukunda ilişkili taraf işlemlerinde düzenlenmiş olduğu gibi karar alma sürecinin farklı bir yönde ilerlemesi gerekliliği⁴³⁴ yönünde

⁴³² Bağımsız yönetim kurulu üyeliğinin tarihsel gelişimi için bkz. *Gordon, J. N.*: The Rise of Independent Directors in the United States, 1950- 2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices, Stanford L. Rev., V. 59, I. 6, 2006- 2007, s. 1510 vd.; *Özkorkut, K.*: Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri, Ankara 2007, s. 5- 22; *Öndeş, O. M.*: Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeliği Kavramı ve Bağımsızlık Kriterlerine Bakış, Doç. Dr. Melike Batur Yamaner'in Anısına Armağan, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2014/2, s. 1076- 1080. Bağımsız yönetim kurulu üyelerine atfedilen işlevler için bkz. *Greenough, W. C./ Clapman, P.C.*: The Role of Independent Directors in Corporate Governance, The Notre Dame Lawyer, V. 56, I. 5, 1980- 1981, s. 920. Türk Hukuku açısından bkz. *Manavgat, Bağımsız Yönetim Kurulu*, s. 58 vd. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunlukta olduğu ortaklıkların bu özelliğe sahip olmayan ortaklıklarla karşılaştırıldığında daha iyi bir performans sergiledikleri yönünde yeterli kanıt bulunmadığı yönünde bkz. *Bhagat, S./ Black, B. S.*: The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance, The Business Lawyer, V. 54, I. 3, 1998- 1999, s. 922. Bağımsızlığa ilişkin olarak sağlanması gereken asgari ölçütler açısından bkz. Report of The High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, s. 62- 63. Bağımsızlık ölçütlerinin değişkenliğine ilişkin olarak bkz. *Brudney, V.*: The Independent Director- Heavenly City or Potemkin Village, Harvard L. Rev., V. 96, I. 3, 1981- 1982, s. 601. Türk sermaye piyasası mevzuatı kapsamında bağımsız yönetim kurulu üyeliği kavramına ilişkin düzenleme yapma yetkisi, SPKn 17.1 hükmü uyarınca SPKr'ye aittir. SPKr de üyelerin sahip olması gereken nitelikleri, seçilme sürecini ve işleyişteki işlevlerini KY Tebliği ve Tebliğ'in ekindeki KY İlkeleri'nde hükme bağlamıştır. Bkz. KY Tebliği 9.3, 10.2, 12.3; KY İlkeleri 4.3.3, 4.3.6, 4.3.7, 4.5.3, 4.6.3; SPKn 17.3.

⁴³³ Ortaklıktaki pay sahipliği yapısının dağılık olduğu hallerde, ortakların yöneticiler karşısında korunması işlevini yerine getiren bağımsız yönetim kurulu üyeleri (*Johanson, D./ Ostergen, K.*: The Movement Toward Independent Directors on Boards: A Comparative Analysis of Sweden and the UK, Corporate Governance: An International Rev., V. 18, I. 6, 2010, s. 529), hâkim ortak konumunun söz konusu olduğu pay sahipliği yapısında ise, tarafsız bir yaklaşım sergilemek suretiyle bu pay sahibine karşı ortaklığın malvarlığının ve azınlığın korunması işlevini (*Anderson, R.C./ Reeb, D. M.*: Board Composition: Influence in S&P 500 Firms, Administrative Science Quarterly, V. 49, I. 2, 2004, s. 214; *Demott, D. A.*: Guest at the Table?: Independent Directors in Family- Influenced Public Companies, The J. of Corporation L., V. 33, I. 4 , 2007-2008, s. 824; *Manavgat, Bağımsız Yönetim Kurulu*, s. 68) üstlenirler.

⁴³⁴ İlişkili taraf işlemlerine ilişkin olarak bağımsız yönetim kurulu üyelerinin karar alma sürecini değiştirici etkisi KY Tebliği'nde yer almaktadır. KY Tebliği 9 hükmü kapsamında, ortaklıklar ve bağlı ortaklıklar ile ilişkili tarafları arasındaki işlemler açısından işlem tutarının 9.2 hükmünde belirlenen ölçütlerle belirlenecek olan ortaklık değerine oranının % 10'u aşması halinde, işleme ilişkin değerlendirme yaptırılması zorunluluğunun yanı sıra, yönetim kurulunun kararında bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun onayı aranmaktadır. Bu onayın alınamaması halinde, KAP'ta açıklama yapılır ve işlem genel kurulun onayına sunulur. Benzer bir karar alma usulü, Seri: IV, No:57 sayılı Tebliğ ile değiştirilen

olmayıp yatırımcıların bilgilendirilmesine ilişkindir⁴³⁵. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oylarını hangi yönde kullandıklarının yanı sıra oylarına ilişkin kararlarını gerekçelendirmeleri de önemlidir⁴³⁶. Dolayısıyla bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oylarını neden olumlu veya olumsuz kullanmış oldukları yatırımcıların bilgilendirilmesine hizmet eder.

Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin karar alma sürecindeki bilgilendirme işlevlerinin yanı sıra, işlemin kabul edilebilmesi bakımından bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun veya belirli bir yüzdesinin olumlu oyunun alınması gerekliliği ayrıca öngörülmemiştir. Bu bağlamda bağımsız yönetim kurulu üyeleri de diğer yönetim kurulu üyeleri gibi oylarını kullanacaklar ve kararın alınması bakımından sağlanması gereken yeter sayı kapsamında bu üyelerin oyları da sayısal olarak dikkate alınacaktır⁴³⁷. Yönetim kurulu TTK 390.1 kapsamında aksine ağırlaştırıcı bir hüküm esas sözleşmede yer almadığı sürece, üye tam sayısının çoğunluğu ile toplanır ve kararlarını toplantıda hazır bulunan üyelerin çoğunluğu ile alır. Dolayısıyla önemli nitelikteki işlemin

Seri: IV, No:56 Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ'in 1.3.10 numaralı hükmünde önemli nitelikteki işleme ilişkin olarak, mülga SPKn döneminde yer almıştı. Bkz. İkinci Bölüm, I, B.

⁴³⁵ *Manavgat*, Bağımsız Yönetim Kurulu, s. 72. İlgili düzenlemelerin SPKr'nin yatırımcıyı korumaya yönelik özel bir düzenlemesi olduğu yönünde bkz. *Odman Boztosun*, N. A.: Hukuksal Açıdan Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeliği, Ankara 2013, s. 160. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin bilgi alma ve inceleme hakkını kullanarak işleme ilişkin etraflıca bilgi alması gerektiği, bu amaçla bilgi alma hakkını kullanmayan ve eksik bilgi ile oy kullanan bağımsız yönetim kurulu üyesinin ortaklığın uğrayacağı zarardan sorumlu olduğu yönünde bkz. *Odman Boztosun*, s. 160. Ayrıca bkz. *Öndeş*, s. 1075

⁴³⁶ Bağımsız üyeler tarafından olumsuz oy kullanılması halinde gerekçenin kamuya açıklanmasının yatırımcılar açısından özellikle önem taşıdığı yönünde bkz. *Manavgat*, Bağımsız Yönetim Kurulu, s. 73. Aynı yönde bkz. *Odman Boztosun*, s. 160.

⁴³⁷ Bu bağlamda, bağımsız yönetim kurulu üyelerini sayılarına ilişkin mevzuatımızda öngörülmuş bulunan asgari sayıların da incelenmesi gerekebilir. KY İlkeleri 4.3.4 hükmü uyarınca bağımsız üye sayısı toplam üye sayısının üçte birinden az ve her ihtimalde ikiden az olamaz. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin sayılarına ilişkin bu belirleme KY Tebliği 5.1 hükmü kapsamında uyulması zorunlu esaslar arasındadır. Ancak, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasına ilişkin istisnalar kapsamında bağımsız yönetim kurulu üyelerinin sayılarına ilişkin farklılıklar gündeme gelebilecektir. Bkz. KY Tebliği 6.1 ve bankalar açısından KYT 6.3.

mevzuatta nitelikleri belirlenen yönetim kurulu kararına bağlanabilmesi için daha ağır bir yeter sayı esas sözleşme ile belirlenmemişse toplantıda hazır bulunan üyelerin çoğunluğunun işlemi onaylaması gerekecektir. Ayrıca önemli nitelikteki işlemlerin karara bağlandığı yönetim kurulu toplantıları bakımından TTK 393 kapsamındaki müzakereye katılma yasağı da uygulama alanı bulur.

Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin tarafsız hareket etmelerine ilişkin gereklilik, ortaklıkla ve özellikle ortaklığın hâkim ortağı ile bağlantılı olmamayı gerektirmektedir. Türk sermaye piyasasında halka açık anonim ortaklıklarda hâkim pay sahibinin varlığının yaygın, dolayısıyla dağınık pay sahipliği yapısının istisnai olduğu dikkate alındığında ve ayrıca önemli nitelikteki işlemler açısından dengelenmesi gereken menfaatlerin işlemi karara bağlayan çoğunluk ile bunun karşısında yer alan azınlık olması karşısında; bağımsız yönetim kurulu üyelerinin süreçteki rolünün önemli hale geldiği vurgulanmalıdır⁴³⁸. Bu üyelerin bağımsız olma gerekliliğine uygun davranmaları ve işleme ilişkin oylarını bu gereklilik çerçevesinde açıklamaları, yatırımcının korunmasına doğrudan hizmet etmektedir. Ayrıca üyelerin alanlarında yetkin olma özellikleri de işlemlerin etkilerini değerlendirebilmeleri bakımından önem taşımaktadır⁴³⁹. Üyelerin oyları ve özellikle oylarının gerekçeleri, önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alma sürecinin tamamlanması ve ayrılma hakkının doğması veya

⁴³⁸ Mevzuatımızda bağımsız yönetim kurulu üyelerinin seçimi, Aday Gösterme Komitesi'nin ilgili ölçütleri karşılayan adaylardan oluşan bir liste hazırlaması, bu listenin yönetim kurulu tarafından kesinleştirilmesi, listenin SPK tarafından incelenerek uygun olmayan adayların listeden çıkarılması ve genel kurulun listedeki adaylar arasındaki seçim yapması yöntemiyle ilerlemektedir. Hâkim ortak yapısının sıklıkla karşılaşılan bir olgu olduğu ve genel kuruldaki belirleyici gücün hâkim ortakta olduğu dikkate alındığında, hâkim ortağın bağımsız yönetim kurulu üyelerinin seçiminde de etkili olacağı unutulmamalıdır. Bkz. *Manavgat*, Bağımsız Yönetim Kurulu, s. 54.

⁴³⁹ *Manavgat*, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alma sürecindeki konumları bakımından bağımsız yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlık özelliklerinden çok alanlarında yetkin olma özelliklerinin ön plana çıktığını belirlemektedir, Bağımsız Yönetim Kurulu, s. 73.

zorunlu pay alım teklifinin uygulanması halinde, pay sahibinin payını elden çıkarmak ya da ortaklıkta devam etmek arasında karar vermesinde belirleyici olabilecektir.

Son olarak belirtilmelidir ki, önemli nitelikteki işlemin karara bağlanması süreci açısından bağımsız yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu bakımından, diğer yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarından farklılaşan bir düzenlenme bulunmamakla birlikte, bu üyelerin sorumluluklarının belirlenmesi bakımından yatırımcının bilgilendirilmesi işlevini yerine getirdikleri dikkate alınmalıdır⁴⁴⁰. Dolayısıyla bağımsız yönetim kurulu üyeleri açısından da TTK kapsamındaki sorumluluk hükümleri uygulama alanı bulmakla birlikte sermaye piyasası mevzuatında bu üyelere atfedilen yatırımcıların önemli nitelikteki işlem hakkında bilgilendirilmesi işlevi sorumluluğun belirlenmesinde belirleyici olmalıdır.

⁴⁴⁰ Türk Hukukunda bağımsız yönetim kurulu üyelerine özel işlevler yüklenirken bunların yönetim kurulu üyeliği görev ve sorumluluğundan ayrı tutulmadığı, bu üyelerin yönetim kurulu üyesi sıfatıyla yüklendiği sorumluluğun yanı sıra bağımsız yönetim kurulu üyesi sıfatıyla yüklendikleri görevlerden kaynaklanan sorumluluklarının özgün bir sorumluluk yapısı oluşturduğu yönünde bkz. *Manavgat*, Bağımsız Yönetim Kurulu, s. 37. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri açısından diğer yönetim kurulu üyelerine uygulanan sorumluluk kurallarının geçerli olduğu, ancak bilgi ve tecrübeye göre özen yükümlülükleri ve yönetim kurulu içinde yerine getirdikleri fonksiyonlar kapsamında bu üyelerin ortaya çıkan zarardan farklı olarak sorumlu tutulmalarının mümkün olması gerektiği yönünde bkz. *Özkorkut*, Bağımsız Yönetim Kurulu, s. 162. Yazar, TTK ile getirilen farklılaştırılmış teselsül sisteminin bu yönde olumlu bir adım olduğunu belirtmektedir. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin nitelikleri ve bağımsızlığa ilişkin olarak uymaları gereken kriterler, bu üyelerin özen borcunun tespitinde de dikkate alınabilir. Sadakat yükümlüğü bakımından bağımsız yönetim kurulu üyeleri ile diğer yönetim kurulu üyeleri arasında fark bulunmamakla birlikte, bağımsız yönetim kurulu üyelerine işlev yüklenen işlemlere ilişkin olarak, bu işlevlerin hiç veya gereği gibi yerine getirilmemesi zarar doğurucu iş veya işlemin yapılmasında etkili ise icrada görevli yönetim kurulu üyelerinin sorumluluk çitasının daha düşük tutulacağı yönünde bkz. *Odman Boztosun*, s. 159- 160. Anonim ortaklıklarda yönetim konusunda kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında ve bağımsız, uzman yönetim kurulu üyeleri tarafından yönetilme şeklinde eğilim bulunduğu, sorumluluk hükümlerinin de bu eğilim kapsamında düzenlenmesinin gerekli olduğu yönünde bkz. *Çamoğlu*, E.: Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluğu, 3. B., İstanbul 2010, s. 6.

3. Kamuyu Aydınlatma

Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oylarının belirtildiği, önemli nitelikteki işlem hakkındaki gerekçeli yönetim kurulu kararı, ÖNİ Tebliği 5.3 hükmü gereğince, SPKr'nin özel durumlara ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklanır. Özel durumların kamuya açıklanması ile ilgili SPKr düzenlemeleri, II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği⁴⁴¹ ile II-15.2 sayılı Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği⁴⁴²'dir. Halka açık anonim ortaklıklara ilişkin olarak kamunun aydınlatılması⁴⁴³, KAP⁴⁴⁴ üzerinden yapılmaktadır.

Önemli nitelikteki işlemlerin halka açık anonim ortaklıkla ilgili olarak değişiklik gündeme getirmeleri söz konusu olduğundan, bu işlemlerle ilgili bilginin ihraççı tarafından yatırımcıya sunulması gereklidir. Özel durum, SPKn 15 hükmüne göre, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerdir. Özel durumlar, henüz kamuya açıklanmadıkları dönem açısından içsel bilgi oluşturmakta ve önemli nitelikteki işlemlere ilişkin bilgiler de açıklanmadıkları dönemde içsel bilgi niteliğinde olduklarından SPKn 106 kapsamındaki bilgi suiistimali hallerinden birinin doğması ihtimali gündeme gelmektedir.

Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin önemlilik ölçütlerinin karşılanıp karşılanmadığı, ÖNİ Tebliği 6.5 hükmü uyarınca yönetim kurulu tarafından belirlenecektir. SPKr'nin özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin hükümleri

⁴⁴¹ 23.01.2014 tarihli 28891 sayılı RG.

⁴⁴² 23.01.2014 tarihli 28891 sayılı RG.

⁴⁴³ Kamunun aydınlatılması ilkesine ilişkin açıklama için bkz. yukarıda Birinci Bölüm, II, B, dn. 152.

⁴⁴⁴ KAP'ın tanımı için bkz. SPKn 3.1.k.

çerçevesinde yapılacak açıklamada, önemlilik ölçütlerinin sağlanıp sağlanmadığı ve işlemin önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirip değerlendirilmediğine ilişkin yönetim kurulu kararıyla oran hesaplamalarına yer verilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, ÖNİ Tebliği 6.1, 6.2 ve 6.4 hükümlerinde önemli nitelikteki işlemlerin bir kısmı için getirilmiş bulunan önemlilik ölçütlerinin karşılanıp karşılanmadığı, önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararında veya bu kararın öncesinde özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin hükümler çerçevesinde bir açıklama yapılmışsa bu açıklamada yer almalıdır.

İşlemin önemli nitelikteki işlem olduğunun belirlenmesinin ardından, kamunun aydınlatılması ilkesi, önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararının açıklanmasında devreye girer. Nitelikleri mevzuatta belirlenen yönetim kurulu kararının özel durumlara ilişkin düzenlemeler çerçevesinde kamuya açıklanması gerektiği ÖNİ Tebliği 5.3 hükmünde belirlenmiştir. Diğer taraftan önemli nitelikteki işlemlerin çoğunluğu, bu işlemler hakkındaki düşüncelerin ortaya çıktığı ilk anda dahi sermaye piyasası aracının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek bilgi niteliğinde olmaları nedeniyle kamuya açıklama yapılmasını gerektirebilir.

Örneğin, iki ortaklığın yönetim kademesinde yer alanların birleşmeye ilişkin görüşmelere başlaması, kamunun aydınlatılması gereklilikleri çerçevesinde özel durum olarak kamuya açıklanabilmektedir⁴⁴⁵. Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin fikirlerin şekillendirilmeye başlandığı andan itibaren, kamunun aydınlatılması bakımından

⁴⁴⁵ Bu bağlamda birleşme görüşmelerine ilişkin gönüllü bir kamu açıklaması gerçekleştirilmiş olabileceği gibi, Özel Durumlar Tebliği 5.2 veya 5.3 kapsamında kamuya açıklaması yapılması da gündeme gelebilmektedir.

sorumluluğu bulunan kişiler gerekli açıklamaların gerçekleştirilmesini sağlamalıdır. Konuya ilişkin olarak içsel bilgilerin açıklanmasına ilişkin mevzuat hükümleri uygulama alanı bulacaktır. Dolayısıyla, önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alma süreci kapsamında işleme ilişkin yönetim kurulu kararının kamuya açıklanması gerekmele birlikte, somut olayda bu aşamadan önceki süreçte de halka açık anonim ortaklık tarafından özel durum açıklaması gerçekleştirilmiş olabilir.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararının kamuya açıklanması veya yönetim kurulu kararının açıklanmasından önce işleme ilişkin olarak kamuya açıklamada bulunulması nedeniyle halka açık anonim ortaklığın pay fiyatında değişimler yaşanabilecektir. Özellikle bu değişim, payları borsada işlem gören ortaklıklar açısından bilginin yayılma hızı nedeniyle büyük boyutlarda olabilecektir. Azınlıkta kalan yatırımcının korunmasını amaçlayan ayrılma hakkı ve zorunlu pay alım teklifindeki fiyatın belirlenmesi açısından, mevzuatımızda, önemli nitelikteki işleme ilişkin bilginin piyasaya sunulması nedeniyle oluşabilecek fiyat hareketinden etkilenilmemesinin amaçlandığı bir sistem benimsenmiştir. Öncelikle payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklar açısından ayrılma hakkının ve zorunlu pay alım teklifinin üzerinden gerçekleşeceği fiyat, ÖNİ Tebliği 10.1 hükmü kapsamında, işlemin ilk kez kamuya açıklandığı tarihten önceki, açıklanan tarih açık olmak üzere, otuz gün içinde borsada oluşan düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalamasıdır. Bu bakımdan ilk kez kamunun aydınlatıldığı tarih, payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklar açısından özellikle önem arz eder. Bu sistem çerçevesinde, önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararı, payları borsada

işlem gören ortaklıklar açısından mevzuattaki fiyat belirleme hükümlerine göre belirlenen fiyatı da içermelidir.

Payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklar açısından ise, fiyatın belirleneceği değerlendirme raporu düzenlenirken işlemin ilk defa kamuya açıklandığı tarihte payın fiyatına ilişkin olarak payları borsada işlem gören ortaklıklardaki gibi objektif bir gösterge söz konusu olmayacaksa da, ortaklığın kamuya açıklama yapıldığı tarihten önceki değeri ile açıklamadan sonraki değer arasındaki fark dikkate alınarak belirleme yapılması gerekir. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar açısından, yönetim kurulu kararının kamuya duyurulması aşamasında fiyatın açıklanması zorunlu değildir. Bu ortaklıklar açısından fiyat açıklaması, işlemin onaya sunulacağı genel kurulun gündeminin ilanı aşamasına ertelenmiştir.

İşlemler hakkında yönetim kurulu tarafından alınan gerekçeli ve bağımsız üyelerin oylarını içeren kararın kamuya açıklanması suretiyle, yatırımcının bilgilenebilmesi ve işlemi kendi yatırım planı açısından değerlendirmesi sağlanır. Yönetim kurulu kararı sonrasındaki süreçte işlemin genel kurula taşınacağı dikkate alındığında, işlemin kamuya açıklanmasının, pay sahiplerinin genel kurula katılma ve oy kullanmaya ilişkin kararlarını da etkileyeceği, ayrılma hakkının kullanımında veya zorunlu pay alım teklifi sonucunda payın satılmasının tercih edilmesinde belirleyici olacağı vurgulanmalıdır.

Payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklar açısından, ayrılma hakkının kullanım bedelinin yönetim kurulu kararıyla ve payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda düzenlenecek değerlendirme raporunun genel kurul gündemi ile

birlikte açıklanması gerekliliklerine uygun davranılmaması veya açıklamanın zamanında yapılmaması ya da payları borsada işlem gören ortaklıklarda açıklamanın KAP aracılığıyla yapılmaması ve payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda SPKı ve ortaklık internet sitesinde açıklamanın yapılmamış olması hallerinde, yönetim kurulu kararının özel durumlara ilişkin SPKı düzenlemeleri uyarınca kamuya açıklanması gereken tarihin, işlemin ilk defa kamuya açıklandığı tarih olarak kabul göreceği ÖNİ Tebliğı 10.3 hükmünde belirlenmiştir. İlgili düzenlemeyle ortaklıkların kamuya açıklamayı geciktirmesi veya yerine getirmemeleri hallerinde yatırımcının zarar görmesini engellemek amaçlanmıştır.

Önemli nitelikteki işlem olduğu belirlenen işleme ilişkin kamuya yapılacak açıklama açısından, metnin SPKı tarafından onaylanması gerekliliğı sermaye piyasası mevzuatı hükümlerinde ayrıca getirilmiş olabilir. Bu bağlamda, BB Tebliğı 5.1 hükmü uyarınca, işlemlerin yönetim organlarınca karara bağlanmasının ardından kamuya yapılacak açıklama açısından, içeriğı SPKı tarafından belirlenen duyuru metni hazırlanmalı ve metin SPKı tarafından onaylanmalıdır.

Önemli nitelikteki işlemlerin işleyişı bakımından kamunun aydınlatılması gerekliliklerinin yerine getirilmesinin yanı sıra, ortaklıklar tarafından bağımsız denetim raporu düzenlettirilmesi de gündeme gelebilir. SPKn 14.4 hükmü kapsamında, SPKı'nın, önemli nitelikteki işlemlerde işlem tarafı ortaklıklardan ilgili madde hükmüne göre hazırlanacak olan bağımsız denetim raporunu talep edebilme yetkisi hükmüne bağlanmıştır. İlgili maddede finansal tablo ve raporların bağımsız denetim kuruluşlarına denetlettilererek bilgilerin gerçeğe uygunluğu ve doğruluğı konusunda rapor alınması

gerekliliği düzenlenmiştir. Dolayısıyla SPKr, SPKn 14.4 hükmü kapsamında, önemli nitelikteki işlemler nedeniyle ortaklıklardan finansal tablo ve raporlarının bağımsız denetim raporuna konu edilmesini isteyebilecek ve bu hallerde rapor kamunun aydınlatılması ilkesi çerçevesinde açıklanacaktır. Konuya ilişkin olarak Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ (Seri: X, No:22)⁴⁴⁶ incelendiğinde, Tebliğ'in 6 hükmünde özel bağımsız denetim kavramının düzenlendiği görülür. Bu kapsamda, sermaye piyasası araçlarının halka arzı için SPKr'ye başvurulması veya birleşme, bölünme, devir ve tasfiye durumunda bulunan işletmelerce, bu amaçlarla herhangi bir tarih itibarıyla düzenlenmiş finansal tablolar bağımsız denetim tanımının gerektirdiği esasa uygun olarak bağımsız denetime tabi tutulabilecekler ve bu denetimin gerekli olduğu haller de SPKr'nin ilgili düzenlemelerine göre belirlenecektir. Dolayısıyla, SPKn 14.4 hükmü kapsamında SPKr'nin önemli nitelikteki işlemlere ilişkin olarak talep edebileceği bağımsız denetim, özel bağımsız denetim olacaktır.

Önemli nitelikteki işlemler kapsamında pay sahiplerinin korunması mekanizmalarının işleyişi, Türk Hukukunda kamunun aydınlatılması gereklilikleri ile SPKr tarafından gerekli görülmesi halinde bağımsız denetim ile desteklenmektedir. ABD Hukuku açısından ise, önemli nitelikteki işlemler ve ayrılma hakkına ilişkin olarak kamunun aydınlatılması gerekliliklerinin yanı sıra, hakkın kullanımı sürecine ilişkin düzenleme nedeniyle, ilgili işlemin onaylanacağı genel kurul öncesinde pay sahiplerine bildirimde bulunulması gündeme gelebilmektedir⁴⁴⁷. Bu hallerde ayrılma hakkının

⁴⁴⁶ 12.06.2006 tarihli 26196 sayılı RG (Mükerrer).

⁴⁴⁷ Bkz. Delaware General Corporation Act, Title 8, Chapter 1, Subchapter IX- Mergers, Consolidation and Conversion, § 262.d.1.

kullanımına ilişkin süreç, genel kurul öncesinde pay sahiplerinin hakkı kullanacağına ilişkin olarak ortaklığı bilgilendirmesi üzerine kurulmuş olduğundan, pay sahipleri ortaklık tarafından ayrıca önceden bilgilendirilmektedir.

Sonuç olarak, önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararının SPKr'nin özel durumlara ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklanması, karar alma sürecinin başlatıldığına ilişkin olarak yatırımcının bilgilendirilmesini hedeflemektedir ve payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkının fiyatının kamuya duyurulması amacına da hizmet etmektedir. Karar alma sürecindeki basamakların yerine getirilmesi sırasında, halka açık anonim ortaklıklar tarafından kamuyu aydınlatma gereklilikleri de paralel olarak yerine getirilmelidir.

C. Genel Kurul Kararı

1. Genel Kurulun Toplantıya Çağırılması

Önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı genel kurul toplantısı, TTK 409 hükmü çerçevesinde, olağan veya olağanüstü genel kurul toplantısı olabilir. Nitekim önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararının kamuya duyurulmasından sonraki süreçte, ortaklığın her faaliyet dönemi sonundan itibaren üç ay içerisinde gerçekleştirmesi gereken olağan toplantı yapılması planlanmışsa, bu toplantıda önemli nitelikteki işlemin oylamaya sunulması mümkündür. Bu halde, olağan toplantıya ilişkin gündemde önemli nitelikteki işlemin görüşülmesi maddesine yer verilmesi gerekir. Genel kurul toplantısının ortaklığa yükleyeceği maliyet dikkate alındığında, yönetim

kurulunun önemli nitelikteki işlemin onaya sunulmasını olağan genel kurulda gerçekleştirmesi işlem maliyetlerinin düşürülmesi açısından yerinde olacaktır. Diğer taraftan, önemli nitelikteki işlem, genel kurulun karara bağlaması gereken başka bir hususun ortaya çıkması nedeniyle olağanüstü toplantı gereksinimi duyulması halinde bu olağanüstü toplantıda veya bizatihi önemli nitelikteki işlemin karara bağlanması için olağanüstü genel kurul toplantısı yapılması suretiyle de onaya sunulabilir.

Önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı genel kurula davet sürecine ilişkin olarak, SPKn veya ÖNİ Tebliği'nde özel hükümler getirilmemiştir. Davetin usulüne uygun yapılmaması haline ise SPKn 24.2 hükmünde sonuç bağlanmış; yine bu sonuç ÖNİ Tebliği 9.2 hükmünde tekrar edilmiştir. Usule ilişkin özel hükümler getirilmediğinden, genel kurul çağrı süreci TTK ve SPKn'deki genel kurul çağrısına ilişkin hükümler uyarınca gerçekleştirilmelidir.

Genel kurulu toplantıya çağırma görevi, genel kurul öncesindeki süreçte önemli nitelikteki işleme ilişkin karar vermiş bulunan ve kararın öncesinde de işlemin niteliğini değerlendirmiş, hazırlık işlemlerini yerine getirmiş olan yönetim kurulundadır⁴⁴⁸. Zira yönetim kurulunun önemli nitelikteki işlemin karara bağlanması sürecinde önemli görevleri bulunmaktadır. Halka açık anonim ortaklığın faaliyetinde yer verilmek istenen işlemin, önemli nitelikteki işlem olup olmadığını belirlemekle görevli organ olan

⁴⁴⁸ Genel kurulu toplantıya çağırma asli yetkilinin yönetim kurulu olduğu yönünde bkz. *Forstmoser/Meier- Hayoz/ Nobel*, § 23 N. 19 s. 204; *Saka, Z.*: Anonim Ortaklıklarda Genel Kurul, İstanbul 2004, s. 66; *Yiğit, İ.*: Anonim Ortaklık Genel Kurulunun İşleyişi ve Ortaya Çıkan Sorunlar, İstanbul 2005, s. 84; *Moroğlu, E.*: Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, Güncellenmiş ve Genişletilmiş 8. B., İstanbul 2017, s. 86; *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 13-19 s. 304. Önemli nitelikteki işlemin karara bağlanması sürecindeki temel yetkili ve sorumlunun yönetim kurulu olmasından hareketle, işlemin genel kurul onayına sunulması basamağının da öncelikle yönetim kurulu tarafından yerine getirilmesi gerektiği sonucuna ulaşılmalıdır.

yönetim kurulu, işleme ilişkin yönetim kurulu kararının verilmesinin ardından genel kurulu toplantıya çağırmalıdır. Ayrıca ÖNİ Tebliği 14.1 hükmü kapsamında, yönetim kurulu üyeleri önemli nitelikteki işlemlerde bulunulabilmesi veya kararların alınabilmesi ile ayrılma hakkının kullanımı ve ayrılma hakkının doğmadığı hallere ilişkin ÖNİ Tebliği'nde yer verilen usul ve esaslara uyulması konusunda sorumludurlar. Dolayısıyla, önemli nitelikteki işlemin onaylanması konusunun görüşüleceği genel kurulun toplantıya çağırılması görevi esas olarak yönetim kuruluna aittir.

Yönetim kurulunun önemli nitelikteki işleme ilişkin gerekçeli ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oylarını içeren kararını kamuya açıklaması ile birlikte aynı karar içerisinde işlemin onaylanması konusunun görüşüleceği genel kurula ilişkin toplantının çağrısını gerçekleştirmesi için herhangi bir engel bulunmamaktadır. Hatta pay sahiplerinin genel kurulun toplantıya çağırılmasını beklemesi gibi bir ihtimalin gündeme gelmemesi bağlamında, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin yönetim kurulu kararının verilmesi sonrasında kararın kamuya açıklanması ile birlikte genel kurulun da yönetim kurulu tarafından toplantıya çağırılması gerektiği mevzuat tarafından öngörülebilirdi. Mevcut düzenleme kapsamında ise, yönetim kurulunun genel kurulu toplantıya çağırması aşaması düzenlenmemiş bulunduğundan, hem yönetim kurulunun önemli nitelikteki işleme ilişkin kararını açıklamasının ardından başka bir karar almak suretiyle genel kurulu toplantıya çağırması söz konusu olabilecek ve bu bağlamda yönetim kurulunun ikinci kararı alması hususunda gecikmesi veya bu konuda ihmalkâr davranması ihtimalleri ile karşılaşılabilecek hem de bu olasılıkla bağlantılı olarak TTK kapsamında yönetim kurulu dışında genel kurulu toplantıya çağırabilecek diğer kişi ve

grupların, genel kurulu önemli nitelikteki işleme ilişkin olarak toplantıya çağırıp çağıramayacağı tartışılabilir hale gelecektir.

Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin düzenlemelerde, önemli nitelikteki işlemin genel kurul onayına sunulması açısından bir süre sınırı getirilmemiştir. Bir diğer deyişle, işleme ilişkin yönetim kurulu kararının verilerek kamuya duyurulması ile işlemin genel kurulun onayına sunulması arasındaki süre açısından bir alt sınır veya üst sınır öngörülmemiştir. İlgili sürenin yönetim kurulu tarafından uzun tutulması ve bu sürenin geçirilmesinin ardından işlemin genel kurulun onayına sunulması, henüz işlemin onaylanıp onaylanmayacağını bilmediği dolayısıyla pay sahibinin korunmasına ilişkin mekanizmaların devreye girmediği dönemde, pay sahibinin belirsizlik nedeniyle zarar görmesine neden olabilecektir. Diğer taraftan, yönetim kurulu kararının duyurulması ile genel kurulun toplanması arasında kısa bir süre olması da yatırımcının piyasanın koşullarını ve payının konumunu değerlendirerek kendi yatırım kararını verebilmesi için yeterli olmayabilecektir. Ancak bu noktada, genel kurulun toplantıya çağırılması ile toplanması arasında geçirilmesi gereken asgari kanuni süreler devreye gireceğinden, belirli bir sürenin geçirilmesi gerekli olacaktır. Genel kurula çağrı, TTK kapsamında ilan ve toplantı günleri hariç olmak üzere en az iki hafta önce, SPKn kapsamında ise en az üç hafta önce gerçekleştirilmelidir. Önemli nitelikteki işlemlerde SPKn 29.1 gereğince genel kurul çağrıda en az üç hafta sonra yapılacaktır. Sonuç olarak, önemli nitelikteki işlemin genel kurul onayına sunulması basamağının, karar alma sürecindeki bir önceki basamak olan yönetim kurulunun verdiği kararın kamuya duyurulmasından ne kadar süre sonra gerçekleştirilmesi gerektiği mevzuatta

düzenlenmemiştir. Ancak iki basamak arasında pay sahiplerine zarar verebilecek kadar uzun veya yatırımcı konumundaki pay sahiplerinin kararlarını vermelerini zorlaştırabilecek kadar kısa bir süre olmamalıdır. Genel kurulun çağrılması hususunda görevli organ olan yönetim kurulu, aradaki sürenin uzunluğuna ilişkin karar vermelidir. Uygun bir sürenin belirlenmemiş olması nedeniyle pay sahiplerinin zarara uğraması halinde, ilgili pay sahipleri yönetim kurulunun sorumluluğuna gidebilecektir.

Yönetim kurulu önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı genel kurulun toplanmasını sağlamak için çağrıda bulunmakla görevlidir. Bu noktada, yönetim kurulu dışında TTK 410 ve 411 hükümleri kapsamında genel kurulu toplantıya çağırmaya yetkili olanların önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kurul için çağrıda bulunup bulunamayacağı sorunu da tartışılmalıdır. Nitekim yetkili olmayan kişilerin daveti üzerine toplanan genel kurulda alınan kararların yok hükmünde olduğu kabul edilmektedir⁴⁴⁹.

TTK’da genel kurulu toplantıya çağırma yetkisi tanınan yönetim kurulu dışında kalanların, koşulların mevcudiyeti halinde, önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kurulu toplantıya çağırması açısından hukuki bir engel bulunmamaktadır. Tasfiye halindeki bir halka açık anonim ortaklığın önemli nitelikteki işleme taraf olması halinde⁴⁵⁰ tasfiye memurları, yönetim kurulunun devamlı olarak toplanamaması, toplantı

⁴⁴⁹ *Moroğlu, E.:* Anonim Ortaklıkta Genel Kurulun Daveti Merasimine Aykırılığın Yaptırımı ve Yargıtay 11. Hukuk Dairesi Uygulaması, Batider, C. XXII, S.3, Haziran 2004, s. 35; *Kırca, İ. (Şehirli Çelik, F.H./ Manavgat, Ç.):* Anonim Şirketler Hukuku- Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, C. 2/2, Ankara 2016, s. 7; *Çamoğlu (Poroy/ Tekinalp),* Ortaklıklar I, Nr. 722a s. 527.

⁴⁵⁰ Önemli nitelikteki işlemler arasından sıklıkla gündeme gelebilecek birleşme işlemleri bakımından, TTK 138.1 kapsamında, malvarlığının dağıtılmaya başlanmamış olması ve devrolunan ortaklık olması

nisabının oluşturulamaması veya yönetim kurulunun mevcut olmaması hallerinde mahkeme izniyle tek bir pay sahibi ve yönetim kurulundan talep etmek suretiyle azlık genel kurulun toplanmasını talep edebilir. Ancak bu halde, yönetim kurulu mutlaka mevzuatta öngörülmüş bulunan nitelikleri haiz ve önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararını daha önce almış bulunmalıdır. Dolayısıyla, yönetim kurulu dışında genel kurulun toplantıya çağrılmasını talep edebilecek olanlar, yönetim kurulunun önemli nitelikteki işleme ilişkin kararını kamuya açıkladığı fakat işlemin onaylanmasının görüşüleceği genel kurulu toplantıya çağırmadığı hallerde genel kurulun toplantıya çağrılması için harekete geçebilirler⁴⁵¹. Bu kapsamda, azlık yönetim kurulundan önemli nitelikteki işlemin görüşülmesi amacıyla genel kurul toplantısı yapılmasını TTK 411.1 kapsamında talep edebilir.

Halka açık anonim ortaklıklarda genel kurul, SPKn 29.1 hükmü gereğince, esas sözleşmede gösterilen şekilde, ortaklığın internet sitesi ve KAP ile SPKı tarafından belirlenecek diğer yerlerde yayımlanan ilanla toplantıya çağrılır. Anonim Şirketlerin Genel Kurul Toplantılarının Usul ve Esasları ile Bu Toplantılarda Bulunacak Gümrük ve Ticaret Bakanlığı Temsilcileri Hakkında Yönetmelik⁴⁵², in 11.1.c hükmünde genel kurul çağrısının ilanında genel kurul gündeminin yer alacağı belirlendiğinden, önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı genel kurulun gündemine çağrıya ilişkin ilanda yer

koşuluyla tasfiye halindeki ortaklıklar birleşmeye taraf olabileceklerdir. Halka açık anonim ortaklıklar bakımından aynı içerikteki hüküm, BB Tebliği 12.1 hükmünde bulunmaktadır.

⁴⁵¹ Konunun azlık bakımından incelenmesi sonucunda *Karacan*, azlığın genel kurulu toplantıya çağırması halinde sahip olmadığı bir yetkiyi kullanmış olacağı gerekçesiyle azlığın toplantı çağrısını gerçekleştiremeyeceği görüşünü ileri sürmektedir (Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 280). Kanımızca, yönetim kurulunun önemli nitelikteki işleme ilişkin karar almakla birlikte genel kurulu toplantıya çağırması olduğu hallerde azlığın genel kurulun toplantıya çağrılmasını talep etmesi kendisinin sahip olmadığı bir yetkinin kullanılması anlamına gelmeyeceğinden olanaklıdır.

⁴⁵² 28.11.2012 tarihli 28482 sayılı RG.

verilmelidir. Gündem ile birlikte genel kurul toplantısına çağrıya ilişkin ilan, özel durum niteliğinde olduklarından Özel Durumlar Tebliği 18.1.a hükmü ve Payları Borsada İşlem Görmeyen Halka Açık Anonim Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği'nin 5.1.1 hükmü gereğince kamuya açıklanırlar. Dolayısıyla önceki süreçte, bir yönetim kurulu kararına bağlanmış olan önemli nitelikteki işleme ilişkin olarak genel kurul onayına sunulma basamağında da bir kamunun aydınlatılması aşaması uygulanır. İşlem dolayısıyla, yönetim kurulu kararının kamuya duyurulmasından önce yetkililer tarafından bir özel durum açıklaması yapılmış olabileceğine yukarıda işaret edilmişti. Bu açıklama haricinde, önemli nitelikteki işlemin karara bağlanması sürecindeki kamunun aydınlatılması basamaklarından yönetim kurulu kararının duyurulmasından sonraki basamak da genel kurul gündeminin ilanıdır. Gündemin ilanı da genel kurula çağrı ile birlikte yerine getirilir.

2. Genel Kurul Gündeminin Belirlenmesi ve Kamuya Açıklanması

TTK 413 hükmü gereğince, gündem genel kurul toplantıya çağırان tarafından belirlenmektedir. Dolayısıyla, önemli nitelikteki işlemlerin genel kurul onayına sunulacağı toplantının çağrısını gerçekleştiren, gündemi mevzuata uygun bir içerikte belirlemelidir. Çağrının yerine getirilmesi görevi esasen yönetim kuruluna ait olup TTK 411 ve 412 kapsamında diğer yetkililerin de koşulların oluştuğu hallerde gerekli yöntemleri takip ederek çağrıda bulunmasına bir engel bulunmadığından, genel kurul toplantıya çağırان gündemi belirleyecektir. Bu noktada, azlığın genel kurul toplanması veya toplanacak olan genel kurula ilişkin gündeme madde eklenmesi talebinin

reddedilmesi kapsamında, TTK 412 hükmü uyarınca mahkeme genel kurulun toplanmasına karar verirse gündemi de mahkeme belirleyecektir⁴⁵³ .

Gündem ile birlikte genel kurul toplantısına çağrıya ilişkin ilan, özel durum niteliğinde olduklarından kamuya açıklanırlar. Gündem içerisinde onaya sunulacak önemli nitelikteki işlem yer alır ve onaya sunulacak önemli nitelikteki işlemler birden fazla ise bunlara ÖNİ Tebliği 10.6 kapsamında ayrı başlıklar halinde yer verilir.

Önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kurula ilişkin gündemde bazı hususlara yer verilmesi özellik arz eder. Bu kapsamda, ÖNİ Tebliği 9.4 gereğince, genel kurulda işleme muhalif kalan pay sahiplerinin ortaklıktan ayrılma hakkının bulunduğu hususu ile bu hakkın kullanılması durumunda payların ortaklık tarafından satın alınacağı birim pay bedeli ve ayrılma hakkı kullanılmasına ilişkin işleyiş süreci yer almalıdır. İlgili genel kurul gündeminde birden fazla önemli nitelikteki işlem yer almaktaysa, her bir işlem için doğan ayrılma hakkı fiyatı ÖNİ Tebliği 10.6 kapsamında ayrıca gösterilmelidir. Ayrılma hakkının kullanım fiyatı payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklarda bir değerlendirme raporu ile belirleneceğinden bu rapor da gündemle birlikte ÖNİ Tebliği 10.2 kapsamında ilan edilmelidir.

Önemli nitelikteki işlem nedeniyle pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğu haller ÖNİ Tebliği 11.1 hükmünde belirlenmiştir. İlgili hallerde işlemin niteliğine, ayrılma hakkı yerine pay alım teklifinde bulunulacağı hususuna, pay alım teklifi fiyatına ve pay alım teklifi sürecine gündemde yer verilmelidir.

⁴⁵³ Çağrı yapmaya yetkili olanların gündemi hazırlama yetkisine mahkeme dışında müdahale edilemeyeceği yönünde bkz. *Çamoğlu (Poroy/ Tekinalp)*, Ortaklıklar I, Nr. 692 s. 501.

ÖNİ Tebliği'nde getirilen önemli nitelikteki işlemten vazgeçme olanağı⁴⁵⁴ kapsamında vazgeçme koşullarının genel kurulun onayına sunulmasına yönetim kurulu tarafından karar verilmişse, ÖNİ Tebliği 9.5 uyarınca, önemli nitelikteki işlemin onayına ilişkin gündem maddesi ile birlikte işlemten vazgeçmeye ilişkin önceden belirlenen şartların genel kurul gündeminde yer alması gerekmektedir. Dolayısıyla, önemli nitelikteki işlemin yanı sıra ayrı bir gündem maddesi olarak genel kurulun onayına sunulacak olan vazgeçme koşulları, gündemin ilanı sırasında ayrıca açıklanır.

Önemli nitelikteki işlem sonucunda pay alım teklifi doğan hallere ilişkin olarak, pay alım teklifinin gerçekleşmesinin ÖNİ Tebliği 11.4 kapsamında belirli şartlara bağlanmak⁴⁵⁵ istenmesi halinde ise pay alım teklifinin gerçekleştirilmesi aşaması işlemin genel kurul onayına sunulmasının öncesine alınacağından, bu halde ilgili vazgeçme koşulları, işlemin niteliği, ayrılma hakkı yerine pay alım teklifinde bulunulacağı hususu, pay alım teklifi fiyatına, pay alım teklifi sürecine, pay alım teklifi sonrasında önemli nitelikteki işlemin genel kurul toplantısında onaylanması halinde ayrıca ayrılma hakkı veya pay alım teklifi zorunluluğu doğmayacağı hususuna, pay alım teklifi ile alınan payların genel kurul toplantısında ilgili işlem onaylanmasa dahi geri verilmeyeceği hususuna pay alım teklifi bilgi formunda yer verilecektir.

Sonuç olarak, önemli nitelikteki işlemin genel kurulda görüşülmesi ve onaya sunulması öncesindeki süreçte ilan edilecek olan gündem, önemli nitelikteki işlemin karara bağlanması sürecinin gösterdiği özelliklere paralel olarak birtakım farklılıklar

⁴⁵⁴ Bkz. aşağıda Dördüncü Bölüm, II, A, 5, b.

⁴⁵⁵ Bkz. aşağıda Dördüncü Bölüm, II, B, 2, c.

içermektedir. Gündemin usulüne uygun ilan edilmemesi halinde ise, SPKn 24.2 ve ÖNİ Tebliği 9.2 hükümleri gereğince, ayrılma hakkının kullanımı açısından genel kurul kararlarına muhalif kalma ve muhalefet şerhini tutanağa işletme koşulları aranmaz.

3. Genel Kurulda Önemli Nitelikteki İşlemlerin Görüşülmesi

a. Toplantı ve Karar Yeter Sayıları

Önemli nitelikteki işlemlerin onaya sunulacağı genel kurul açısından toplantı ve karar yeter sayıları SPKn 29.6 hükmünde düzenlenmiş ve ÖNİ Tebliği 7.1 hükmünde bu düzenleme tekrarlanmıştır.

Önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kurulun toplanması açısından bir toplantı yeter sayısı aranmayacağı belirlenmiştir. Ortaklıkların esas sözleşmelerinde açıkça oran belirlemek suretiyle daha ağır yeter sayılar öngörülmesinin mümkün olduğu SPKn 29.6 hükmünde yer aldığından, esas sözleşmede, önemli nitelikteki işlemlerin görüşüleceği genel kurullar açısından toplantı yeter sayısı düzenlenmesi halinde bu oran uygulanır.

Önemli nitelikteki işlemin onaylanması yönünde genel kurul kararı alınabilmesi için ise, sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların yarısından azının toplantıya katılması halinde katılanların toplam pay oranının üçte ikisi oranında olumlu oy kullanılması; katılımın sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların en az yarısı kadar olması halinde ise bu payların çoğunluğu oranında olumlu oy kullanılması

gerekmektedir. Ortaklıklar esas sözleşmelerinde açıkça oran belirlemek suretiyle daha ağır bir karar yeter sayısı düzenlemiş olabilirler.

Sermaye piyasası mevzuatında önemli nitelikteki işlemlerin onaya sunulacağı genel kurullar açısından bir toplantı yeter sayısı getirilmemiş olmakla birlikte, karar yeter sayısının katılıma göre belirlendiği ikili bir sistemin tercih edildiği, belirli bir orandaki katılıma karar yeter sayısının değişmesi sonucunun bağlandığı görülmektedir. Ayrıca, açıkça bir oran belirtmek suretiyle toplantı yeter sayısının ve daha ağır bir karar yeter sayısının öngörülmesi mümkündür. Yeter sayıları hafifleten esas sözleşme değişiklikleri ise, SPKn 29.6 hükmü uyarınca, geçersizdir. Bu kapsamda karar yeter sayısına ilişkin olarak mevzuatta öngörülmüş bulunan ikili sistemdeki yeter sayıları hafifleten, örneğin her ihtimalde toplantıya katılan sermaye oranının çoğunluğunun olumlu oyu ile önemli nitelikte işlemin karara bağlanabileceği yönünde bir hüküm esas sözleşmede öngörülemez.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin olarak SPKn 29.6 hükmünde getirilen sistemin, SPKn 29.3 hükmünde halka açık anonim ortaklıklar bakımından getirilen yeter sayılar ile karşılaştırılması sonucunda, önemli nitelikteki işlemler için daha ağır veya daha hafif bir yeter sayı belirlenmiş olduğu sonucuna varılamaz⁴⁵⁶. Öncelikle konuya toplantı yeter

⁴⁵⁶ İlgili tespit, önemli nitelikteki işlemlerin genel kurulda onaylanması açısından aranan karar yeter sayılarının halka açık anonim ortaklıklar açısından genel yeter sayı düzenlemesi niteliğinde olan SPKn 29.3 ile karşılaştırıldığında oransal olarak büyük olmasına rağmen; önemli nitelikteki işlemlerin, toplantı yeter sayısının aranmaması sonucunda sermayenin çok az oranda temsil edildiği bir genel kurulda katılanların sermaye paylarının üçte ikisi veya çoğunluğuna denk düşen bir olumlu oy ile onaylanabilmesine dayanmaktadır. Aynı yönde, kanun koyucunun iradesinin ağırlaştırılmış bir nisap mı belirlemek yoksa karar alınmasını kolaylaştırmak mı olduğunun anlaşılamadığı tespiti için bkz. *Turan*, s. 87. İlgili yeter sayı düzeninin, SPKn'nin TTK'da benimsenen ağırlaştırılmış yeter sayıları yumuşatan genel yaklaşımına istisna getirdiği ve genel düzene göre ağırlaştırılmış olduğu yönünde bkz. *Adıgüzel*, *Ayrılma Hakkı*, s. 46. SPKn 29.6 hükmündeki yeter sayı sisteminin SPKn 29.3 hükmündeki yeter sayılara

sayıları açısından yaklaşıldığında, SPKn 29.3 hükmünde TTK 418 hükmündeki esas sözleşme değişikliği niteliğinde olmayan kararlar için getirilen toplantı yeter sayısının benimsendiği; SPKn 29.6 hükmünde ise önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı genel kurula ilişkin olarak bir toplantı yeter sayısının öngörülmediği tespit edilir. Dolayısıyla, SPKn 29.3 hükmündeki düzenleme sonucunda genel kurulun toplanması için birinci toplantıda sermayenin en az dörtte birini karşılayan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin katılımı aranır ve bunun sağlanamadığı hallerde ikinci toplantının yapılabilmesi için bir yeter sayı aranmaz. Önemli nitelikteki işlemlerin onaya sunulması açısından ise SPKn 29.6 hükmü çerçevesinde toplantı yeter sayısı aranmayacağından, SPKn 29.3 hükmü çerçevesindeki genel kurullarda ancak birinci toplantıda toplantı yeter sayısının karşılanamaması durumunda ikinci toplantıda toplantı yeter sayısı aranmaması halinde iki düzenlemenin koşulları eşit olacaktır.

Önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı genel kurul açısından mevzuatta bir toplantı yeter sayısının getirilmemiş olması, sermayedeki pay sahipliği oldukça az oranda olan tek bir pay sahibinin veya onun temsilcisinin katılımı ile önemli nitelikteki işlemin görüşülmeye geçilebilmesi sonucunu doğurmaktadır. İlgili düzenlemenin önemli nitelikteki işlemin görüşülmeye başlanmasını kolaylaştırıcı bir düzenleme olduğu açıktır⁴⁵⁷. Toplantı yeter sayısı getirilmemiş olması, önemli nitelikteki işlem düzenlemelerinin bu işlemi gerçekleştiren halka açık anonim ortaklıklarda azınlığı

kıyasen ağırlaştırılmış olduğu yönünde bkz. *Yanlı*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 464; *Yanlı*, V.: Halka Açık Anonim Şirketler ve Bağlı Şirketlerinin Teminat İşlemleri, Prof.Dr. Seza Reisoglu Armağanı, Ankara 2016, s. 370.

⁴⁵⁷ Toplantı yeter sayısı öngörülmemesinin genel kurulda kilitlenmenin önüne geçilmesi amacına dayandığı yönünde bkz. *Turan*, s. 88. Toplantı yeter sayısı öngörülmemesinin temel sebebinin, karar alınmasını kolaylaştırmak olduğu yönünde bkz. *Sevi*, Payın Devri, s. 129.

koruyucu işlevinin yanında çoğunluğun karar almasını kolaylaştırıcı işlevinin bulunmasına uygundur. Öte yandan, sermayedeki pay sahipliği oranı oldukça düşük olan tek bir pay sahibinin katılımının veya sermayedeki toplam pay sahipliği çok az olan bir grup kişinin katılımları ile önemli nitelikteki işleme ilişkin oylamaya geçilebilmesi, karar yeter sayısının da sağlanması halinde, pay sahiplerinin iradesinin karara yansıtılması açısından geçerli olan çoğunluk ilkesi açısından tartışılabilir konumdadır⁴⁵⁸.

Özellikle halka açık anonim ortaklarda genel kurullara katılma oranlarının az olduğu dikkate alındığında, uygulamada sorunların ortaya çıkabileceği açıktır. Ayrıca ülkemizde anonim ortaklıklarda pay sahipliği yapısının yoğunlaşmış olduğu dikkate alındığında, ilgili düzenlemenin hâkim pay sahibinin önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alma hususunda fazlasıyla güçlendirilmiş olması tehlikesini beraberinde getirdiği belirtilmelidir. Bu bağlamda, azınlığın korunması noktasında devreye giren ayrılma hakkı uygulamasının hukuka uygun bir şekilde takip edilmesi ise sorunun çözülmesini sağlayacaktır. Ayrılma hakkının doğduğu hallerde, bu hakkın kullanımının genel kurula katılmaya ve olumsuz oy kullanmaya bağlanmış olması, önemli nitelikteki işlemlerin oylanacağı genel kurula katılımı azınlık açısından da önemli bir hale getirmektedir.

Önemli nitelikteki işlemin kabul edilmesi halinde ortaklığın devamında pay sahibi

⁴⁵⁸ Genel kurulda çok düşük oranda payın temsil edilmesi halinde dahi karar verilebilmesi sonucunda ilgili pay sahipleri topluluğunun bir genel kurul sayılıp sayılamayacağını tartışılabilir olduğu, benzer bir durumun söz konusu olduğu ilişkili taraf işlemlerine ilişkin olarak *Manavgat* tarafından ifade edilmiştir (Bağımsız Yönetim Kurulu, s. 68- 69). İlgili belirleme sonucunda, yazar tarafından, az sayıda payın temsil edilmesi olasılığına rağmen genel kurulun mevcut olduğu sonucuna varılmıştır. Önemli nitelikteki işlemlerin onaya sunulduğu genel kurul açısından da, sermayeye oranla az sayıda payın temsili ile dahi alınsa onay kararının genel kurul tarafından alındığı sonucuna ulaşılmalıdır. Düşük yeter sayılar ile genel kurulun yapılabilmesinin ortaksal demokrasinin gerçekleştirilmesi bakımından eleştirilebilir olduğu yönünde bkz. *Teoman*, Ö.: Yeni Türk Ticaret Kanunu ile Yürürlük Kanununun Anonim ve Limited Ortaklık Genel Kurullarında Toplantı Nisabı Aranmayacağını Öngören Hükümleri, REGESTA, C. 2, S.2, 2012, s. 5.

olmak istemeyen pay sahipleri, haklarını korumak açısından genel kurula katılmalıdırlar. Bu durum, halka açık anonim ortaklıklarda pay sahiplerinin genel kurula katılma konusunda isteksiz olmalarına rağmen, genel kurula katılma oranının az olmamasını sağlayabilir.

Konuya karar yeter sayıları açısından yaklaşıldığında ise; SPKn 29.6 hükmü çerçevesinde önemli nitelikteki işlemlerin onaylanmasına ilişkin karar alınabilmesi açısından SPKn 29.3 hükmü çerçevesindeki karar yeter sayısından farklı bir belirleme yapıldığı tespit edilir. SPKn 29.3 hükmünün atıfta bulunduğu TTK 418 hükmünde karar yeter sayısı, hazır bulunan oyların çoğunluğudur. SPKn 29.6 hükmünde ise ikili bir karar yeter sayısı sistemi benimsenmiş; katılan payların sermayedeki oranı yüzde ellinin altında ise, katılanların paylarının üçte ikisi kadar; katılan payların sermayedeki oranı en az yüzde elli ise, katılanların paylarının çoğunluğu kadar olumlu oy kullanılması olumlu karar alınabilmesi için gerekli kılınmıştır. Önemli nitelikteki işlemlerde sermayenin en az yarısının sahiplerinin veya bunların temsilcilerinin katıldığı genel kurullarda katılan payların çoğunluğu ile karar alınacağından, bu hallerde SPKn 29.3 ile SPKn 29.6 hükümlerindeki karar yeter sayılarına ilişkin oranlar eşit olacaktır.

SPKn 29.6 hükmünde benimsenen karar yeter sayılarından birincisi olan ve sermayenin yüzde ellisinden azının temsil edilmesi halinde uygulanan üçte iki oranı, ikinci karar yeter sayısı olan ve sermayenin en az yüzde ellisinin temsil edilmesi halinde uygulanan “çoğunluk”tan oransal anlamda daha ağır bir yeter sayıdır. Ancak getirilen ikili yaklaşım kapsamında karar yeter sayısı toplantıda temsil edilen pay oranına göre belirleneceğinden, üçte iki oranının uygulandığı hallerde çoğunluğun uygulandığı hallere

göre daha yüksek bir pay sahipliği oranının oyları ile karar alındığı sonucuna varılamaz. Ayrıca, karar yeter sayısına ilişkin ikili yaklaşım, yüzde ellilik değişim sınırına iki yönde yakın olan farklı katılımlarda aynı karar yeter sayısının uygulanması sonucunu doğuracaktır. Örneğin genel kurula katılımın sermayenin % 39 olması hali ile % 52 olması hallerinde karar yeter sayıları eşittir. Dolayısıyla, farklı orandaki katılımlarda aynı karar yeter sayısı uygulanması sonucu doğacağından, katılım oranına göre daima artan bir karar yeter sayısının benimsendiğinden bahsedilemez.

Sonuç olarak, önemli nitelikteki işlemlerin onaya sunulacağı genel kurullar bakımından getirilen yeter sayı sistemiyle çoğunluk ilkesinin uygulanması ve karar alınması kolaylaştırılmakla birlikte, azınlık da önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alma sürecindeki gereklilikler ve ayrılma hakkı/ pay alım teklifi zorunluluğu gibi mekanizmalarla korunmuştur. Ayrılma hakkının kullanımı açısından azınlığın genel kurula katılmasının öneminin artması karşısında genel kurula katılımın uygulamada artması bekleneceğinden ve katılımın arttığı hallerde de çoğunluğun oluşturulması için daha fazla oranda olumlu oy gerektiğinden, sonuç itibariyle, çoğunluğun karar almasının tek yönlü olarak kolaylaştırıldığı tespiti de yapılamaz. Dolayısıyla, önemli nitelikteki işlemlerin genel kurulda onaylanması gerekliliği, kavram çerçevesinde çoğunluk ile azınlık menfaatlerinin dengelenmesi açısından önemli bir işleve sahiptir. Olması gereken bakımından ise, çok az oranda sermayenin temsili ile karar alınmasını engellemek açısından, amaca uygun oranda ve fakat yüzdesel olarak düşük bir toplantı yeter sayısının aranmasına ilişkin düzenleme getirilmesi amaca uygun olabilecektir.

b. Oydan Yoksunluk Halleri

Önemli nitelikteki işlemlerin oylanacağı genel kurullarda, TTK'nın 436.1 hükmüne göre taraf olan pay sahiplerinin önemli nitelikteki işleme ilişkin oylamada oy kullanamayacağı SPKn 29.6 hükmünde belirlenmiştir. Ayrıca, oydan yoksunluğun uygulanacağı hallerin kapsamı, ÖNİ Tebliği 7.2 hükmünde genişletilmiştir⁴⁵⁹ ve Tebliğ'in 7.3 hükmünde bazı işlemler oydan yoksunluğun istisnası olarak belirlenmiştir.

Tebliğ ile oydan yoksunluğun söz konusu olduğu hallerin kapsamının genişletilmesi yöntemi, ikincil düzenleme hükmünün Kanun'a uygun olmaması ve Kanun'da bu konuya ilişkin olarak SPKr'ye yetki verilmemiş olması nedenleriyle hukuka aykırıdır⁴⁶⁰. Çünkü SPKn 29.6 kapsamında TTK 436.1 hükmündeki oydan yoksunluğun uygulanacağı belirlenmiş olmakla birlikte ikincil düzenleme olan ÖNİ Tebliği'nde oydan yoksunluğun kapsamı genişletilmiştir. Oydan yoksunluk hallerinin genişletilmesinin sebebi ise, halka açık anonim ortaklıklara ilişkin olarak ortaklıklar topluluğu ilişkilerinin dikkate alınmasının, daha geniş bir pay sahibi çevresinin ve kamunun menfaatinin devreye girmesi nedeniyle gerekli olmasıdır.

TTK 436.1 kapsamında genel kurulda oydan yoksunluk, pay sahibinin; kendisi, eşi, alt ve üstsoyu veya bunların ortağı oldukları şahıs ortaklıkları ya da bunların hâkimiyetleri altındaki sermaye ortaklıkları ile ortaklık arasındaki kişisel nitelikte bir işe

⁴⁵⁹ SPKn 29.6 hükmündeki oydan yoksunluk ile ÖNİ Tebliği 7.2 hükmündeki oydan yoksunluk hallerinin birbirinden farklı olduğu yönünde bkz. *Yanlı*, Teminat İşlemleri, s. 371.

⁴⁶⁰ *Manavgat* oydan yoksunluğun kapsamının genişletilmesi hususunda SPKn'de SPKr'ye yetki verilmediğini, bu nedenle Tebliğ hükmünün Kanun'a aykırı olduğunu belirtmektedir (Halka Açık, s. 314). ÖNİ Tebliği 7.3 hükmünde sayılan işlemlerin kişisel nitelikte sonuç doğurmadığının kabulünün Kanun'a aykırı olduğu yönünde bkz. *Gürel*, M.: Şirket Birleşmelerinde Finansal Destek Verme Yasağına İlişkin TTK 380.1 Uygulanabilir mi?, *Batider*, C. XXIX, S.4, Aralık 2013, s. 207.

veya işleme veya herhangi bir yargı kurumu ya da hakemdeki davaya ilişkin olan müzakerelerde oy kullanamamasıdır. Düzenlemenin temel gerekçesi, pay sahibinin belirlenen kararlarda tarafsız davranmasının zor olması ve pay sahibinin; kendisinin, sayılan yakınlarının veya onların ortağı oldukları ortaklıkların menfaatlerini ön plana alma olasılığının bulunmasıdır⁴⁶¹. Kişisel nitelikte olma, pay sahipliği sıfatı ile ilgili bulunmama ölçütünün kullanılması ile belirlenebilir⁴⁶². TTK kapsamındaki oydan yoksunluğa ilişkin bu düzenleme, önemli nitelikteki işlemlerin genel kurulun onayına sunulması sırasında uygulanır. Dikkat edilirse, ilgili oydan yoksunluk açısından hakkında genel kurul görüşmelerinin yapılacağı işlemin bir tarafında pay sahibinin ortağı bulunduğu ortaklık; diğer tarafta ise, pay sahibinin kendisi, eşi, altsoyu, üstsoyu veya bunların ortağı oldukları şahıs ortaklıkları ya da hâkimiyetleri altındaki sermaye ortaklıkları yer almakta ve görüşülen konu kişisel nitelik taşımaktadır.

ÖNİ Tebliği 7.2 hükmünde yer alan ifade ise şu şekildedir: “*Önemli nitelikteki işlemlere, TTK’nın 436 ncı maddesinin birinci fıkrasına göre taraf olan nihai kontrol eden ortak statüsündeki gerçek kişiler veya bunların yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıklar, bu işlemlerin gerçek kişilerin kendileri için doğrudan kişisel nitelikte sonuç doğurması halinde söz konusu önemli nitelikteki işlemlerin onaylanacağı genel kurul toplantılarında oy kullanamazlar.*” İfade lafzen incelendiğinde, TTK 436.1 hükmüne

⁴⁶¹ Teoman, Ö.: Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu, Ankara 1983, s. 87; Nomer, N.F.: Anonim Ortaklıkta Oydan Yoksun Paylar, İstanbul 1994, s. 4; Saka, s. 160; İmregün, Anonim Ortaklıklar, s. 137. İlgili kişilerin oy hakkından yoksun bırakılması suretiyle ortaklık ve diğer pay sahiplerinin korunduğu yönünde bkz. Kaya, M. İ.: Pay Sahiplerinin Anonim Şirket Genel Kurulunda Temsil Edilmesi, Batider, C. XXX, S.4, Aralık 2014, s. 60. Düzenlemenin pay sahiplerini ve azınlığı koruduğu yönünde bkz. İmregün, Anonim Ortaklıklar, s. 138. Oydan yoksunluk düzenlemesinin kurumsal yönetim ilkesi ile ilişkisi açısından bkz. Eminoğlu, s. 85.

⁴⁶² Teoman, Oy Hakkından Yoksunluk, s. 104.

göre taraf olmanın oydan yoksun bulunma açısından öncelikli koşul olarak aranacağı ve bunun üzerine çeşitli koşulların sağlanması halinde oydan yoksunluğun uygulama alanı bulacağı gibi belirsiz bir sonuç doğmaktadır⁴⁶³. Ancak Tebliğ hükmü ifadesinde yer aldığı gibi TTK 436.1 hükmündeki koşulların yanı sıra ek koşulların oydan yoksunluğun söz konusu olması bakımından aranması gerekmemektedir. TTK 436.1 hükmünde yer alan koşulların varlığı halinde, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul oylaması açısından oydan yoksunluk sonucunun ayrıca başka koşul aranmaksızın doğacağı açıktır.

İkinci olarak, Tebliğ ifadesinde nihai kontrol eden ortak statüsündeki gerçek kişiler veya bunların yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıkların oydan yoksun olacağına işaret edilmiştir. Bir başka deyişle, oydan yoksun olan kişilerin kapsamının nihai kontrol ve yönetim kontrolüne sahip olunan tüzel kişilik dikkate alınarak genişletildiği sonucuna ulaşılmasına olanak tanıyan bir ifade kullanılmıştır. Bu halde, nihai kontrol eden ortak statüsündeki gerçek kişilerin veya bunların yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıkların, işlemlerin gerçek kişilerin kendileri için doğrudan kişisel nitelikte sonuç doğurması halinde, kişisel sonuç doğurmadığı ÖNİ Tebliği 7.3 hükmünde kabul edilen haller hariç olmak üzere, işlemlerin onaylanacağı genel kurul toplantılarında oy kullanamayacakları sonucuna varılmalıdır⁴⁶⁴.

Sonuç olarak, ortaklıklar topluluğu içerisindeki yapılanmalar Tebliğ hükmü ile dikkate alınmış; TTK kapsamında pay sahipliği ve pay sahipliğine yakınlık üzerine

⁴⁶³ Nitekim ilgili düzenleme kapsamında, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin oydan yoksunluğun uygulama alanının daraltıldığı yorumu da yapılmıştır, *Yanlı, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 466.

⁴⁶⁴ İlgili ifadenin oydan yoksun kişilerin kapsamına ilişkin olmadığı, nihai olarak kontrol eden ortağın yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıkların da menfaat çatışmalarının tayininde dikkate alınacağı yönünde bkz. *Manavgat, Halka Açık*, s. 314.

sınırları belirlenmiş olan oydan yoksunluk, nihai kontrol eden ortak statüsündeki gerçek kişiler veya bunların yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıkların dâhil edilmesi suretiyle genişletilmiştir.

Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin oydan yoksunluğun uygulama alanı, öncelikle SPKn 29.6 hükmü dolayısıyla uygulanan TTK 436 kapsamındaki düzenleme açısından incelenmelidir. Önemli nitelikteki işlemlerden bir kısmı, iki taraflı hukuki işlemlerdir. Birleşme, malvarlığı devri gibi sözleşmeler açısından işlemin karşı tarafında bir gerçek veya tüzel kişi bulunacağından, karşı taraf ile pay sahibi arasında, TTK 436.1 hükmünde sayılan yakınlığın olup olmadığı ve ayrıca işlem açısından kişisellik unsurunun bulunup bulunmadığı somut olayda incelenmelidir.

Önemli nitelikteki işlemlerden diğer bir kısmı ise, hukuki işlem sınıflandırmasında karar olarak yer almaktadırlar. Faaliyet konusunun değiştirilmesi, imtiyaz öngörülmesi veya imtiyazların kapsam ve konusunun değiştirilmesi gibi kararlarda⁴⁶⁵, hukuki bir sonucu gerçekleştirmek üzere iç ilişkide karar alındığından, TTK 436.1 kapsamındaki ilişkilerin değerlendirilmesi daha ayrıntılı bir incelemeyi gerektirecektir. Örneğin, pay sahibinin, eşinin sahip olduğu payların imtiyazlarının genişletilmesi hususunda tarafsız oy kullanması beklenemez. Bu noktada, pay sahibinin

⁴⁶⁵ Kararlar, bir şahıs topluluğunda hukuki bir sonucu gerçekleştirmek üzere yeter sayıda kişinin iradelerini aynı yönde açıklamalarıdır; karar alınmasına olanak veren bir iç ilişki gereklidir ve kararın topluluk dışına etki etmesi bu karar uyarınca yapılacak fiil veya işlemlerle olur. Bkz. *Deryal*, Y.: Anonim Ortaklık Genel Kurul Kararlarının Hukuki Niteliği, Prof.Dr. Fahiman TEKİL'in Anısına Armağan, İstanbul 2003, s. 386; *Ansay*, s. 187; *Oğuzman*, K./ *Barlas*, N.: Medeni Hukuk- Giriş, Kaynaklar, Temel Kavramlar, 21. B., İstanbul 2015, Nr. 615- 616 s. 176-177; *Kocayusufpaşaoğlu*, N./ *Hatemi*, H./ *Serozan*, R./ *Arpacı*, A.: Borçlar Hukuku- Genel Bölüm, 1. C., 6. B., İstanbul 2014, s. 113-114; *Serozan*, R.: Medeni Hukuk: Genel Bölüm/ Kişiler Hukuku, İstanbul 2015, N. 6 s. 328. Tüzel kişinin iradesinin, önerilerin kurul üyeleri tarafından oylanması yoluyla belirlendiği, bu şekilde oluşan iradeye “karar” adı verildiğine ilişkin olarak bkz. *Nomer*, H. N.: Genel Kurul Kararlarının Geçersizliğine İlişkin Temel Esaslar, İstanbul 2008, s. 10.

kişisel menfaati ile ortaklık menfaatinin çatışıp çatışmadığına bakılması yararlı olabilecektir. Ancak bu menfaatlerin çatıştığı her işin, örneğin kâr dağıtımının karara bağlanmasının oydan yoksunluğa neden olması da kabul edilemez. Bu bakımdan ise, menfaat çatışmasının pay sahipliği sıfatından kaynaklanıp kaynaklanmadığı incelenmelidir⁴⁶⁶.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin oydan yoksunluk açısından ÖNİ Tebliği'nde getirilen eklemede ise, TTK'nın 436.1 hükmüne göre taraf olan nihai kontrol eden ortak statüsündeki gerçek kişiler veya bunların yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıkların, bu işlemlerin gerçek kişiler için kişisel nitelikte sonuç doğurması halinde genel kurulda oy kullanamayacağı hükme bağlanmıştır. Düzenlemenin ortaklıklar topluluğu çerçevesinde nihai kontrol ve yönetim kontrolü kavramlarının dikkate alınması odaklı yaklaşımı, halka açık anonim ortaklıklar açısından pay sahibi sayısının fazla olması nedeniyle menfaat çevresinin genişlemesine ve yatırımcının korunması bağlamında malvarlığının korunması ilkesinin ön plana çıkmasına dayanmaktadır. TTK 436 hükmünde oydan yoksunluk bakımından pay sahibi ve onun belirli yakınları ve bunların pay sahipliği sıfatları esas alınmakta iken, ÖNİ Tebliği kapsamındaki oydan yoksunlukta, pay sahibinin yönetim kontrolünü sağladığı bir tüzel kişi pay sahibinin oyu kapsamında kendi menfaatini ön plana çıkarması da oydan yoksunluğun kapsamına dâhil olmaktadır. Dolayısıyla, pay sahibi ve onun ilgili yakınlıktaki çevresini dikkate alan yaklaşım, pay sahibinden yukarıya doğru taşınan bir oydan yoksunluk ile genişletilmiştir. Kontrol kavramının dâhil edilmesi ile ortaklıklar topluluğu

⁴⁶⁶ Ayrım açısından kullanılacak ölçütlere ilişkin olarak bkz. *Teoman*, Oy Hakkından Yoksunluk, s. 102-104; *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 14-60 s. 368.

kapsamındaki ilişkiler dikkate alınmış ve pay sahibinden yukarıya doğru giden ilişki ağları da oydan yoksunluk hallerine eklenmiştir.

Yönetim kontrolü kavramı, SPKn 26.2 hükmünde, ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması şeklinde belirlenmiştir. Aynı kontrol tanımı, PAT Tebliği'nin 12.1 hükmünde de yer almıştır.

Kontrol kavramı, sermaye piyasası mevzuatında, Özel Durumlar Tebliği'nde kamuya açıklanması gereken durumlar kapsamında da yer almıştır. Tebliğ'de 4.1.k hükmünde kontrol edilen işletme tanımı yapılarak pasif bir anlatımla “kontrol eden” veya “kontrol etme” olguları da gösterilmiş olmaktadır. Bu bakımdan, ilgili düzenleme kapsamında kontrol kavramı, oy haklarının çoğunluğunu elinde bulundurma, tek başına veya birlikte hareket ederek karar nisabı oluşturabilecek şekilde yönetim kurulu üyelerinin salt çoğunluğunun seçiminde veya azletmek konusunda belirleyici güce sahip olunması, diğer pay sahipleri ile yapılan sözleşmeler ile oy haklarının çoğunluğunu elinde bulundurma ya da salt kontrol yetkisine sahip olunması hallerini kapsamaktadır.

Nihai kontrol eden kavramı ise, ilişkili taraf işlemleri ile bağlantılı olarak TMS 24'te yer almış bir kavramdır. Standart, işletmelerin finansal tablolarında ilişkili tarafları ile olan işlemlerini ve ilişkilerini açıklaması amacına hizmet etmektedir. Standart'ın 9. maddesinde kontrol kavramı, bir işletmenin faaliyetlerinden fayda sağlamak amacıyla,

söz konusu işletmenin finansal ve faaliyet politikalarını yönetme gücü olarak belirlenmiş; 13. maddesinde ise, işletmenin ana ortaklığının ve eğer farklıysa nihai kontrol gücüne sahip tarafın adını açıklayacağına yer verilmiştir. Dolayısıyla nihai kontrol kavramı, ortaklıklar topluluğu içindeki bir yapılanmayı gösterir.

ÖNİ Tebliği 7.2 ile önemli nitelikteki işlemlerin genel kurulda oylanması sırasında uygulanacak olan oydan yoksunluk kapsamına alınan, nihai kontrol eden ortak statüsündeki gerçek kişiler ile bunların yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıklar, bir ortaklıklar topluluğu ilişkisini yansıtmaktadır.

ÖNİ Tebliği 7.3 hükmünde ise, oydan yoksunluk hallerinin, birleşme, bölünme işlemlerine taraf olma, tür değiştirme veya sona erme, faaliyet konusunun tümüyle veya önemli ölçüde değiştirilmesi, borsa kotundan çıkma kararlarında uygulanmayacağı belirlenmiştir. Önemli nitelikteki işlemlerde oydan yoksunluğa istisna olarak getirilen bu hallerin ortak özelliği, ortaklıklar topluluğu kapsamında sıklıkla gerçekleştirilebilen ve topluluğun yeniden yapılandırılmasını sağlayan işlemler olmasıdır. Ortaklıklar topluluğu ilişkilerinin dikkate alınması suretiyle Tebliğ kapsamında genişletilen oydan yoksunluk, kişisel nitelikte sonuç doğurmayacağı kabul edilen işlemler açısından doğmayacaktır ve böylece ilgili işlemler kapsamında ÖNİ Tebliği 7.2 hükmü kapsamındaki oydan yoksunluk uygulanmayacaktır.

Oydan yoksunluğun uygulanmayacağı bir diğer durum ise, ÖNİ Tebliği 9.5 hükmü kapsamında düzenlenen önemli nitelikteki işlem den vazgeçmeye ilişkin olarak gündemde yer verilen maddenin genel kurulda oylanmasıdır. Bu oylamada, Tebliğ'in 7.2

hükmü ile bağılı olmaksızın toplantıya katılan tüm ortakların ve vekillerin oy kullanabileceği belirtilmiştir. İfadede Tebliğ'in 7.2 hükmüne yapılan atfı, amaca uygun olarak, gerek TTK 436 nedeniyle ortaya çıkan oydan yoksunluk gerek de Tebliğ 7.2 hükmündeki kapsama ilişkin ekleme olarak anlamak gerekir.

Oydan yoksunluk halinin mevcudiyeti halinde, ilgili pay sahibi önemli nitelikteki işlemin onaya sunulduğu genel kurulda, bu gündem maddesine ilişkin olarak oy kullanamayacağı gibi temsilci aracılığıyla da oyunu kullanamaz⁴⁶⁷. Oydan yoksun pay sahibi oy hakkı dışındaki diğer yönetime katılma haklarını kullanabilir, bu bağlamda görüşmelere katılabilir⁴⁶⁸. Önemli nitelikteki işlemin genel kurulda onaylanması halinde, ayrılma hakkının doğduğu hallerde oydan yoksun pay sahibi mevzuattaki koşulları yerine getirmek suretiyle halka açık anonim ortaklıktan ayrılabilir⁴⁶⁹.

Oydan yoksun olan pay sahiplerinin elinde bulundurdukları payların, genel kurula ilişkin yeter sayılar açısından dikkate alınıp alınmayacağı da öğretide tartışılmıştır. Konuya ilişkin olarak TTK, oyların donması halinde toplantı ve karar yeter sayılarında ilgili oyların dikkate alınmayacağını açıkça belirlemiş⁴⁷⁰, fakat oydan yoksunluğa ilişkin benzer bir belirlemede bulunmamıştır. Oydan yoksun kişilerin

⁴⁶⁷ *Teoman*, Oy Hakkından Yoksunluk, s. 167- 168; *Çeker*, M.: Anonim Ortaklıkta Oy Hakkı ve Kullanılması, Ankara 2000, s. 226; *Yiğit*, s. 218. İlgili pay sahibi temsilci aracılığıyla oy kullanamaz, ancak diğer pay sahiplerini temsilen oy kullanabilecektir, *Teoman*, Oy Hakkından Yoksunluk, s. 171- 172; *Yiğit*, s. 219. Oydan yoksun pay sahibinin diğer pay sahibini temsilen oy kullanamayacağı yönünde bkz. *İmregün*, Umumi Heyet, s. 36- 37; *İmregün*, Anonim Ortaklıklar, s. 137.

⁴⁶⁸ *Teoman*, Oy Hakkından Yoksunluk, s. 175; *Çeker*, Oy Hakkı, s. 199; *Arsılanlı*, s. 25; *İmregün*, Anonim Ortaklıklar, s. 137; *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 14-60 s. 368. Oydan yoksun pay sahibinin ilgili gündem maddesine ilişkin olarak muhalefeti tutanağa işletmesi de mümkündür, *Moroğlu*, Hükümsüzlük, s. 279; *İmregün*, Anonim Ortaklıklar, s. 137. Oy hakkından yoksun pay sahibinin bilgi alma hakkını kullanabileceği yönünde bkz. *Çeker*, Oy Hakkı, s. 199; *Kaya*, A., s. 133.

⁴⁶⁹ Konuya ilişkin inceleme için bkz. Dördüncü Bölüm, II, A, 2.

⁴⁷⁰ Bkz.TTK 201.1, 389.1.

paylarının, toplantı sayısı bakımından dikkate alınması ve fakat karar yeter sayısı bakımından dikkate alınmaması öğretideki hâkim görüştür⁴⁷¹. Önemli nitelikteki işlemlerin genel kurulda onaya sunulması bakımından bir toplantı yeter sayısı aranmadığından oydan yoksun olanların toplantıda bulunmasının sorun yaratmayacağı düşünülebilirse de, karar yeter sayılarının katılıma göre belirlendiği dikkate alındığında konuya dair bir belirleme yapılmasının gerekli olduğu anlaşılır. Oydan yoksun kişilerin genel kurul toplantısına katılmaları yasak olmayıp kendilerinin oydan yasaklı olduğu konularda oy kullanmaları menfaatler dengesine uygun düşmemektedir. Önemli nitelikteki işlemler açısından ise, karar almaya ilişkin yeter sayı toplantıya katılıma göre belirlenmekte ve SPKn 29.6 kapsamında farklı yeter sayılar gündeme gelmektedir. Dolayısıyla oydan yoksun kişilerin genel kurula katılımlarının, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar yeter sayısının hesaplanması bakımından dikkate alınmaması dolayısıyla oydan yoksun olmayan mevcut paylara göre karar yeter sayısının belirlenmesi gerekecektir⁴⁷². Aksi halde, oydan yoksunluk nedeninin mevcudiyetine rağmen ilgili kişilerin katılımı dikkate alınırsa, bu kişiler olumsuz oy kullanmış gibi bir sonuç doğacaktır⁴⁷³.

⁴⁷¹ *Teoman*, Oy Hakkından Yoksunluk, s. 180- 181; *Çeker*, Oy Hakkı, s. 199; *İmregün*, O.: Anonim Ortaklıklarda Toplantı ve Karar Yetersayılarının Esas Sözleşme İle Düzenlenmesi, Bilgi Toplumunda Hukuk: Ünal Tekinalp'e Armağan, C.1, İstanbul 2003, s. 450; *Saka*, s. 180- 181; *Yiğit*, s. 220- 221; *Moroğlu*, Hükümsüzlük, s. 128. *Çamoğlu* da, oylamada kullanılmayan yasaklı oylar ile donmuş oyların karar yeter sayısının hesabında dikkate alınmayacağını, karar yeter sayısının kullanılabilen oyların çoğunluğu olduğunu vurgulayarak belirtmektedir, *Çamoğlu (Poroy/ Tekinalp)*, Ortaklıklar I, Nr. 697 s. 506.

⁴⁷² *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s.291. Aksi yönde bkz. *Turan*, s. 86.

⁴⁷³ *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 287.

D. Kamuyu Aydınlatma

Önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alma sürecindeki kamunun aydınlatılmasına⁴⁷⁴ ilişkin basamaklar yönetim kurulu kararının kamuya duyurulması ve işlemin onaya sunulacağı genel kurul çağrısı ile birlikte genel kurul gündeminin ilanıdır. Önemli nitelikteki işlemin halka açık anonim ortaklık nezdinde meydana getireceği değişikliklere ilişkin bilginin kamu ile paylaşılması, hem karar alma sürecinin hukuka uygun ilerlemesi hem de önemli nitelikteki işleme ilişkin pay sahiplerinin korunması mekanizmalarının devreye girmesi noktalarında önem taşımaktadır⁴⁷⁵. Kamunun aydınlatılmasına ilişkin yönetim kurulu kararı ile genel kurul gündeminin ilanı haricinde de ortaklık tarafından kamuya açıklamaların yapılması mümkündür.

Önemli nitelikteki işlem kavramının düzenlenmesindeki temel amaç, bu işlemlerin çoğunluk tarafından karara bağlanması sürecini düzenlemek ve çoğunluk karşısında azınlıkta kalan yatırımcının çeşitli mekanizmalarla korunmasını sağlamaktır. Azınlıkta kalan yatırımcı, önemli nitelikteki işlem nedeniyle doğan ayrılma hakkı veya pay alım teklifi zorunluluğu uygulaması ile korunur. İlgili mekanizmaların uygulanması ile, önemli nitelikteki işlem sonrasında halka açık anonim ortaklıkta pay sahipliği sıfatını devam ettirmek istemeyenler, payını ilgili işlemin fiyat üzerinde yarattığı değişimden etkilenmeden devretmek olanağını elde ederler. Dolayısıyla, yönetim kurulu kararının kamuya duyurulması ile bilgi edinen pay sahibi, işleme ilişkin görüşü kapsamında genel

⁴⁷⁴ Kamunun aydınlatılması ilkesine ilişkin genel açıklama için bkz. Birinci Bölüm, II, B, dn. 152.

⁴⁷⁵ ABD Hukukunda kamunun aydınlatılması ilkesinin ayrılma hakkının uygulanması sürecine yansımaları açısından bkz. *Lattin*, Remedies, s. 247; *Lattin*, Reappraisal, s. 1184; *Fischel*, s. 886; *Seligman*, s. 867; *Thompson*, R. B., Squeeze-Out, s. 822; *Schwenk*, s. 687- 688; *Siegel*, Twenty- First Century, s. 105- 105 dn. 118; *Wertheimer*, Fair Value, s. 709 dn. 512; *Geis*, s. 1659.

kurulda iradesini yansıtmaya olanağı bulacağı gibi pay sahiplerinin korunması mekanizmalarından da koşullarını yerine getirmek suretiyle yararlanabilecektir. Ayrılma hakkı ve zorunlu pay alım teklifi korumalarının getirilmemiş olması halinde, ortaklığın devamında yer almak istemeyen pay sahibinin tek olanağı payını ikincil piyasada alıcı bulmak suretiyle devretmek olup payın devri olanağı ise talebin bulunması ihtimaline, ekonomik koşullara ve payların borsada işlem görmesine göre değişiklik gösterir. Ayrıca işleme ilişkin bilginin kamuya duyurulması ile payın fiyatı veya değeri üzerinde değişiklik olabileceğinden, pay sahibi bu değişimden etkilenmek durumunda kalır. Dolayısıyla pay sahibinin korunmasında temel hareket noktası, ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğu uygulamaları kapsamında önemli nitelikteki işlemin ortaklık ve pay üzerindeki etkilerinden bağımsız olarak payın devredilebilmesidir.

Kamuyu aydınlatma, önemli nitelikteki işlemin bir sonucu olarak ortağa tanınan ayrılma hakkının kullanım bedeli ile ilgili olarak da süreçte yerini almıştır. Ayrılma hakkı, payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklar için önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatının aritmetik ortalaması üzerinden kullanılır. Payları borsada işlem gören ortaklıklarda, ayrılma bedeli işleme ilişkin yönetim kurulu kararında yer almalı ve kamuya açıklanmalıdır. Ayrılma hakkının kullanım fiyatı açısından, işlemin kamuya açıklanmasından sonraki süreçte ortaya çıkan fiyat hareketlerine ilişkin etkilerden uzak bir şekilde belirleme yapılması, azınlığın önemli nitelikteki işlem kapsamında korunması amacına dayanmaktadır.

Önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı genel kurulun gündemi de kamuya açıklanır. Gündemde önemli nitelikteki işlemler hakkında olumsuz oy kullanacak pay sahiplerinin ortaklıktan ayrılma hakkının bulunduğu hususu, hakkın kullanılması halinde payın hangi bedel üzerinden satın alınacağı ve ayrılma hakkının kullanımına ilişkin süreç yer alır. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda ayrılma hakkının kullanım fiyatını belirleyen değerlendirme raporu, genel kurul gündemi ile birlikte ilan edilir. Payları borsada işlem gören ortaklıklar açısından ise, ayrılma hakkı fiyatı, önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararında daha önce kamuya açıklanmış olmalıdır. Ancak yine de genel kurul gündemi ilanı ile birlikte fiyat tekrar kamuya açıklanır. Önemli nitelikteki işlem nedeniyle zorunlu pay alım teklifinin söz konusu olduğu hallerde ise, pay alım teklifinde bulunulacağı, teklif fiyatı ve işleyiş süreci genel kurul gündeminde yer almalıdır. Ayrılma hakkının mevzuat gereğince doğmadığı hallerde ayrılma hakkının doğmadığına ve önemli nitelikteki işlemten vazgeçme olanağının kullanılması için genel kurulda oylama yapılmasının planlanması halinde bu durumun gündemde yer alması gereklidir.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alma sürecine yansımaları, pay sahibinin bilgilendirilmesi ve koruyucu mekanizmaların işletilmesi gerekliliklerine dayanır. Diğer taraftan pay sahibinin korunmasını gerekli kılan, bilginin fiyata yansımaları olgusu da kamunun aydınlatılması kaynaklıdır. Dolayısıyla bilginin yatırımcıya sunulması gerekliliğini gündeme getiren kamunun aydınlatılması basamakları ve pay sahibinin korunması mekanizmaları, önemli

nitelikteki işlemler açısından, yatırımcının korunması ilkesi kapsamında birbirine bağlanmıştır.

II. Yetkili Organ

A. Yönetim Kurulu

Önemli nitelikteki işlem, öncelikle gerekçeli ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oyunu içeren yönetim kurulu kararına konu edileceğinden karar alınmasına ilişkin olarak yönetim kurulu yetkilidir. Diğer taraftan ilgili yönetim kurulu kararının genel kurulun onayına sunulması, mevzuatta düzenlenmiş bulunan bir gereklilik olduğundan, önemli nitelikteki işlemler hakkında karar alınması bakımından genel kurul da yetkilidir.

Anonim ortaklığın yönetim ve temsil organı olan yönetim kurulu, TTK 374 hükmü gereğince, kanun ve esas sözleşme uyarınca genel kurulun yetkisine bırakılmış bulunanlar dışında, şirketin işletme konusunun gerçekleştirilmesi için gerekli olan her çeşit iş ve işlem hakkında karar alabilmektedir. Yönetim kurulu ile genel kurul arasındaki ilişki açısından, TTK, işlevler ayrılığına dayalı eşitlikçi modeli benimsemiştir⁴⁷⁶. Her iki organın da devredilemez yetkileri TTK’da belirlenmiş (TTK

⁴⁷⁶ Doğan, B. F.: Anonim Şirket Yönetim Kurulunun Organizasyonu ve Yönetim Yetkisinin Devri, 2. B., İstanbul 2011, s. 21; Saka, s. 48; Akdağ Güney, Yönetim Kurulu, s. 6; Akdağ Güney, N.: Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, 2. B., İstanbul 2010, s. 16; Kırca (Şehirli Çelik/Manavgat), C.1, s. 395; Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 11-08 s. 215; Pulaşlı, Şerh I, § 29 Nr. 2 s.710. Genel kurulun üst organ olması görüşünün terk edildiği ve genel kurulun “anonim ortaklığın kurumsal yapısına özgü” yetkileri bulunduğu tespitleri için bkz. Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 13-09 s. 298. TTK’nın 375. maddesinin gerekçesinde de, organlar arasında işlev bağlamında güç yönünden denkleğin kabul edildiği belirtilmiştir, bkz. TBMM, Yasama Dönemi: 23, Yasama Yılı:2, Sıra Sayısı: 96, Madde

375 ile 408 hükümleri); kanun veya esas sözleşmede genel kurulun⁴⁷⁷ yetkisinde olduğu belirtilen alanlar dışında yönetim kurulunun yetkili olduğu TTK 374 kapsamında hükme bağlanmıştır⁴⁷⁸.

Yönetim kurulu anonim ortaklığın yönetim ve temsil organı olduğundan, ortaklığın faaliyetini yönlendirmekte⁴⁷⁹ ve ayrıca genel kurulun görev ve yetki

375, s. 113. Genel kurulun üst organ niteliğine ilişkin görüş için ise bkz. *İmregün*, Umumi Heyet, s. 6; *Deryal*, s. 379; *Arslanlı*, s. 3; *Ansay*, s. 92; *İmregün*, Anonim Ortaklıklar, s. 99. Genel kurulun üst organ niteliği İsviçre Hukuku açısından OR 698.1 hükmünde açıkça ifade edilmiştir. Anonim ortaklıkta genel kurul ile yönetim kurulu arasındaki ilişkiyi açıklayan temel üç görüş hakkında bilgi için bkz. *Forstmoser/Meier- Hayoz/ Nobel*, § 20, N. 9- 14 s. 178- 179; *Tanner*, B.: Zürcher Kommentar Band Nr. V/5b (Die Generalversammlung, Art. 698- 706b OR, Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Obligationenrecht, 5. Teil: Die Aktiengesellschaft), 2. Aufl., 2003, Art. 698 Nr. 12-20 s. 13-15; *Meier-Hayoz/ Forstmoser*, § 16 N. 354-355, s. 520; *Dubs*, D./ *Truffer*, R.: Basler Kommentar - Obligationenrecht II, 4. Aufl., Basel 2012, Art. 698 Nr. 8; *Özkorkut*, K.: Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Kararlarının İptali, Ankara 1996, s. 9- 10; *Akdağ Güney*, Sorumluluk, s. 15-16.

⁴⁷⁷ Genel kurul kararları iç ilişkide sonuç doğurur ve dış dünyaya yansıtılmaları, uygulanmaları yönetim kurulu aracılığıyla olur. Genel kurulun iç organ niteliği hakkında bkz. *Forstmoser/ Meier- Hayoz/ Nobel*, § 22 N. 3 s. 191; *Dubs/ Truffer*, Art. 698 Nr. 2; *Saka*, s. 242; *Arslanlı*, s. 2. Genel kurulun istisnai olarak dışa dönük kararlar aldığına ilişkin olarak bkz. *Moroğlu*, Hükümsüzlük, s. 10. Dış ilişkide sonuç doğuran kararlara kâr dağıtımı, yöneticilerin seçilmesi, yönetim kurulu üyelerinin ve denetçilerin azil ve ibra edilmeleri, tasfiye halinde aktiflerin toptan satılması kararları *Moroğlu* tarafından örnek gösterilmektedir, Hükümsüzlük, s. 10 dn. 9. *Paslı*, TTK 408.2.f hükmünü de genel kurulun istisnai olarak dış ilişkide sonuç doğuran kararları arasında saymaktadır, bkz. *Paslı*, A.: Anonim Ortaklık Genel Kurulunda Kullanılan “Oy”un Hukuki Niteliği, İÜHFM, C. LXVII, S.1-2, 2009, s. 168 dn. 3. İstisnai olarak dış ilişkiye yönelmiş kararların üçüncü kişiler nezdinde sonuç doğurması ve uygulanması açısından da genel kurulun tüm diğer işlemlerinde olduğu gibi yönetim ve temsille yetkili yönetim kurulu devreye girecektir.

⁴⁷⁸ ETTK döneminde yönetim kurulu ile genel kurulun yetkilerinin kesin sınırlarının belirlenmediği bunun yerine organların bazı yetkilerinin sayılması yoluna gidildiği yönünde bkz. *Biçer/ Hamamcıoğlu*, s. 36. Ayrıca, TTK’nın yönetim kuruluna ilişkin iyileştirmelerinden birinin, kurulun devredilemez yetkilerinin TTK’da açıkça gösterilmesi suretiyle genel kurulun yönetim kurulunun yetkilerine müdahale etmesi tehlikesinin önüne geçilmesi olduğu yönünde bkz. *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 12-05 s. 224.

⁴⁷⁹ Modern anonim ortaklıklarda ortaklığın yönetiminin çok önemli kararlar alınmasını ve ortaklığın yönlendirilmesini gerektirdiği, genel kurulun karar, yönetim kurulunun ise yürütme ve temsil organı olduğu şeklindeki geleneksel ayrımın önemini yitirdiği, hatta büyük sermayeli halka açık anonim ortaklıklarda genel kurulun yönetim kurulunun aldığı kararları onaylayan veya reddeden bir organ haline dönüştüğüne ilişkin olarak bkz. *Hacımahmutoğlu*, S.: AT ve Türk Hukukunda Anonim Ortaklığın Karar Alma Sürecinde Yönetim Kurulunun Yapısı ve Çalışanların Katılımı, Ankara 2008, s.160. Ayrıca, gerek uygulamada gerek teoride yönetim kurulunun daha ağır bastığı ve ortaklıklarda bağımsız bir organa dönüştüğü ifade edilmektedir, *Aytaç*, Z.: Kayıtlı Sermayeli Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Kararlarının İptali Sorunu, Prof. Dr. Ernst E. Hirsch’in Hatırasına Armağan, Ankara 1986, s. 263. *Ansay* da halka açık anonim ortaklıklarda pay sahiplerinin yönetime olan ilgilerinin azalması nedeniyle yönetim kurulunun üstünlük kazandığını ifade etmektedir (s. 92). Aynı yönde modern görüş kapsamında, yönetim kurulunun daha önemli olduğu ve aslında ortaklığa hâkim olduğunun ifade edildiğine ilişkin olarak bkz. *Poroy/ Tekinalp (Çamoğlu)*, Ortaklıklar I, Nr. 517 s. 327. Yönetim kurulunun güçlenen konumuna ilişkin olarak İsviçre Hukuku açısından bkz. *Böckli*, § 13 N. 279. Yönetim kurulunun anonim ortaklığın

alanındaki hususlarda da ilgili kararlara ilişkin hazırlık aşamasında görev almaktadır.

Genel kurulun toplantıya çağırılması⁴⁸⁰, gündemin belirlenmesi ve toplantının gerçekleştirilmesi⁴⁸¹ bakımından da yönetim kurulunun işlevleri bulunmaktadır.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alma sürecinde, yönetim kurulunun işleyişe katkısı yine önemli boyuttadır. İşlemlere ilişkin irade, yönetim kurulunda oluşacağından ve bir işlemin önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilmesi yetkisi ve görevi yönetim kurulunda bulunduğu⁴⁸² sürecin başlatılması bu organ tarafından yerine getirilir. İşlemin önemli nitelikteki işlem olup olmadığını, ayrıca mevzuatta düzenlenen önemlilik ölçütlerinin karşılanıp karşılanmadığını incelemek yönetim kurulunun görevidir⁴⁸³. Dolayısıyla, ortaklık faaliyeti açısından önemli nitelikteki işlemin ekonomik anlamda konumlandırılmasının yanı sıra bir işlemin önemli nitelikteki işlem kapsamında olup olmadığını incelemek de yönetim kurulunun işidir. İşleme ilişkin

faaliyetinde ön plana çıkmakla birlikte, bazı işlemler bakımından yetkili olmaması ve bu işlemlerin genel kurul tarafından karara bağlanması gerekliliği, bu işlemlerin ortaklık üzerindeki etkileri ve menfaatler dengesinin kurulması bakımından tercih edilmektedir. Önemli nitelikteki işlemlerin de kavramsal olarak bu yönde bir tercihi yansıtmakta olduğu görülmektedir. Nitekim, konuya ilişkin olarak, önemli nitelikteki işlemler kapsamında yönetim kurulunun menfaat dengelerini değiştiren bu işlemleri gerçekleştirme yetkisinin olmadığı ve ilgili işlemlerin pay sahiplerince oluşturulan genel kurulca karara bağlanması gerekliliğine işaret eden yazarlar bulunmaktadır, *Rock/ Davies/ Kanda/ Kraakman*, s. 184. Önemli nitelikteki işlemlerin belirlenmesi açısından benzer bir yaklaşım için bkz. *Adıgüzel*, *Ayrılma Hakkı*, s. 7.

⁴⁸⁰ Bkz. TTK 410, TTK 411.

⁴⁸¹ Bu bağlamda hazır bulunanlar listesinin hazırlanması görevi yönetim kurulunda olduğu gibi (TTK 415- halka açık anonim ortaklıklar bakımından MKK'dan alınan pay sahipleri çizelgesine göre düzenlenecektir, TTK 417), TTK ile getirilen temsil hükümlerinin işleyişi bakımından da (TTK 428- organın temsilcisi, bağımsız temsilci, kurumsal temsilci) yönetim kurulunun işlevleri bulunmaktadır.

⁴⁸² *Karacan*, *Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 283. Ayrıca bkz. ÖNİ Tebliği 14.1.

⁴⁸³ ÖNİ Tebliği 5.1 hükmünde önemli nitelikteki işlem olarak düzenlenen işlemlerden bir kısmı için Tebliğ'in 6.1 ve 6.2 hükümlerinde ayrıca önemlilik ölçütleri getirilmiştir. Niceliksel veya niteliksel belirlemeleri gerektiren bu önemlilik ölçütlerinin karşılanıp karşılanmadığını araştırmak yönetim kurulunun görevidir. Nitekim, Tebliğ'in 6.3 hükmünde de, önemlilik ölçütlerini karşılamasa dahi, her durumda yönetim kurulunun malvarlığının ortaklığın faaliyetleri açısından taşıdığı önemi dikkate alarak değerlendirme yapması gerektiği hükme bağlanarak yönetim kurulunun önemli nitelikteki işlemlere ilişkin değerlendirmede bulunma görevi vurgulanmıştır.

fikirlerin oluşmasının ardından, işleme ilişkin hazırlık aşaması da yönetim kurulu tarafından yerine getirilir⁴⁸⁴.

Önemli nitelikteki işlemin gerekçeli ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oylarını içeren yönetim kurulu kararına bağlanması gerekliliği, yönetim kurulunun önemli nitelikteki işlemlere ilişkin süreçte yerine getirdiği görevlerden sadece bir tanesi olmakla birlikte, karar yatırımcının bilgilendirilmesi noktasında önemli bir işlevi haizdir. Ayrıca önemli nitelikteki işlemin içeriğine göre, birtakım mevzuat hükümlerine uygun davranılması gerekebilmektedir ve bu hükümlerin uygulanması açısından da yönetim kurulu görevlidir. Örneğin, birleşme ve bölünme işlemleri açısından BB Tebliği'nin 5.1 hükmünde yer alan duyuru metninin hazırlanarak SPK'r'nin onayına sunulması, BB Tebliği 7 hükmünde yer alan uzman kuruluş raporunun temin edilmesi veya esas sözleşme değişikliği niteliğindeki önemli nitelikteki işlemler açısından KY İlkeleri 1.3.1.d kapsamında esas sözleşmenin eski ve yeni şeklinin genel kurul toplantı ilanı ile birlikte kamuya açıklanması gibi gereklilikler yönetim kurulu tarafından yerine getirilecektir. Genel kurulun önemli nitelikteki işlemi ilgili yeter sayılar çerçevesinde onaylaması halinde, işlemin yerine getirilmesini ve mevzuatta öngörülen pay sahiplerinin korunması mekanizmalarının uygulanmasını sağlayacak olan organ da yine yönetim kuruludur.

⁴⁸⁴ Önemli nitelikteki işlemle ilgili sürecin dört basamaktan oluştuğu yönünde bkz. *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 273-274. Bu basamaklar; önemli nitelikteki işlemin yapılmasına hazırlık aşaması, pay sahipleri genel kurulunda işlemin yapılıp yapılmayacağının kararlaştırılması aşaması, genel kurulun olumlu kararının yönetim kurulu ve diğer ortaklık görevlileri tarafından yerine getirilmesi aşaması ve son olarak ayrılma hakkının kullanılması veya zorunlu pay alım teklifinin uygulanması aşamasıdır. *Karacan*, önemli nitelikteki işleme hazırlık aşamasında yönetim kurulunun önemli nitelikteki işlemi tanımlayacağını, işleme ilişkin hazırlıkları yapacağını, gerekli bürokratik izinleri alacağını, genel kurulu toplantıya davet edeceğini ve düzenlemelerin öngördüğü kamuya açıklama işlemlerini yapacağını belirtmektedir (Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 273).

Önemli nitelikteki işlemlerin özellikli bir karar alma sürecini beraberinde getirdiği açıktır⁴⁸⁵. Halka açık anonim ortaklığın işleminin önemli nitelikteki işlem olduğu tespit edildiğinde; sermaye piyasası mevzuatındaki karar alma sürecinin takip edilmesi, belirli nitelikleri haiz yönetim kurulu kararının alınması ile işlemin genel kurul onayına sunulması gerekir⁴⁸⁶. Sermaye piyasası mevzuatı ile getirilen düzenin incelenmesi açısından, önemli nitelikteki işlem olarak belirlenen münferit işlemlerden yola çıkılırsa, bu işlemlerin çoğunluğu TTK'daki organlar arası görev dağılımı kapsamında genel kurulun yetkisi kapsamına girmekle birlikte, işlemlerin tümü TTK'nın organlar arası göreve ilişkin ayrımı bakımından genel kurulun yetkisinde değildir⁴⁸⁷. Sermaye piyasası mevzuatındaki karar alma süreci ile TTK'nın organlar arası görev dağılımı yaklaşımı birlikte yorumlanırsa, önemli nitelikteki işlemler arasında yer alıp TTK hükümlerindeki görev ve yetki dağılımı açısından bakıldığında genel kurul tarafından karara bağlanması gereken işlemlerde, yönetim kurulu kararının alınması basamağına ilişkin özellikli bir durum sermaye piyasası mevzuatı tarafından sürece eklenmekte⁴⁸⁸; diğer taraftan, TTK sistemi açısından yönetim kurulunca karara

⁴⁸⁵ *Manavgat*, Halka Açık, s. 291.

⁴⁸⁶ Dolayısıyla ilgili önemli nitelikteki işlemin gerçekleştirilmek istenmesi halinde, işlemin TTK'daki organlar arası yetki dağılımı kapsamındaki konumunun incelenmesi gerekmeksizin, sermaye piyasası mevzuatındaki süreç izlenmelidir.

⁴⁸⁷ Örneğin, malvarlığının önemli bir bölümü üzerinde ayni hak tesis edilmesi işlemi, SPKn 23.1 hükmünde halka açık anonim ortaklıklar bakımından önemli nitelikteki işlem olarak düzenlenmemiş olsaydı, TTK 408.2.f hükmündeki önemli miktarda ortaklık varlığının toptan satışı kapsamında da olmadığından yönetim kurulu tarafından karara bağlanabilecekti.

⁴⁸⁸ Bu işlemlerde, sermaye piyasası mevzuatındaki önemli nitelikteki işlemin onaylanması basamağı ile TTK kapsamında genel kurulun karar vermesi gerekliliği bir araya gelmiş ve genel kurulun SPKn 29.6 hükmündeki yeter sayılar çerçevesinde işlemi onaylaması halinde karşılanmış olmaktadır. Nitekim belirtilmelidir ki, genel kurulun yetkisindeki bir işlemin genel kurulda görüşülmeden önce yönetim kurulunda genel kurula sunulmak üzere karara bağlanması ve gündemin belirlenmesi faaliyeti çerçevesinde gündemin belirlendiği yönetim kurulu kararında dolaylı olarak yer alması da mümkündür. Ancak ilgili işlem önemli nitelikteki işlem ise ilgili karar gerekçeli olmalı, bağımsız yönetim kurulu üyelerin oylarını içermeli ve kamuya açıklanmalıdır.

bağlanması gereken işlemlerden sermaye piyasası mevzuatı kapsamında önemli nitelikteki işlem olanlar açısından ise, temel olarak, işlemin genel kurulun onayına sunulması gerekliliği gündeme gelmiş olmaktadır.

Yönetim kurulu, önemli nitelikteki işlemin karara bağlanması sürecinde birçok işlem gerçekleştirerek süreci yönlendirmekte ve genel kurul ise işlemin onaylanması aşamasında devreye girmektedir. Bu noktada, yönetim kurulunun önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alma sürecinde kendisine düşen görevler bakımından yönetim⁴⁸⁹ veya temsil⁴⁹⁰ yetkilerini devredip devredemeyeceği de incelenmelidir.

Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alma sürecinde yönetim kuruluna düşen görevlerden, TTK 375.1 hükmündeki devredilemez yetkiler kapsamında bulunanlar açısından yetki devri yapılamaz ve yönetim kurulu bu görevleri bizzat yerine getirmelidir. Önemli nitelikteki işlemin yönetim kurulu tarafından gerekçeli ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oylarını içerir şekilde karara bağlanması, TTK 375.1 hükmündeki yetkiler kapsamında değildir. Nitekim ilgili gereklilik, sermaye piyasası mevzuatında öngörülmektedir. Fakat her ne kadar TTK kapsamında yönetim kurulunun devredilemez yetkileri kapsamında bulunmasa da, yönetim kurulunun önemli nitelikteki işlemi karara bağlaması ve kararın belirli nitelikleri haiz olması ÖNİ Tebliği 5.3 hükmü ile düzenlenmiş olduğundan yönetim kurulu içerisinde bu konuda bir görev bölümü

⁴⁸⁹ Yönetim yetkisi, TTK 367 hükmü çerçevesinde devredilebilir. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Akdağ Güney*, Yönetim Kurulu, s. 83; *Kırca (Şehirali Çelik/ Manavgat)*, C. 1, s. 592 vd. *Çamoğlu (Poroy/ Tekinalp)*, Ortaklıklar I, Nr. 540 s. 349; *Kırca (Şehirali Çelik/ Manavgat)*, C. 1, s. 592 vd..

⁴⁹⁰ Temsil yetkisi TTK 370.2 hükmü çerçevesinde devredilebilir. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Doğan*, s. 113-115; *Kırca (Şehirali Çelik/ Manavgat)*, C. 1, s. 627 vd.; *Çamoğlu (Poroy / Tekinalp)*, Ortaklıklar I, Nr. 536 s. 346.

gerçekleştirilemez⁴⁹¹. Önemli nitelikteki işlemlerin karara bağlanması sürecinde yönetim kurulunun devredilemez yetkileri içerisinde bulunmayan işlemler bakımından, işleme ilişkin görüşmelerin yapılması ve hazırlıkların tamamlanması aşamalarında yetki devri söz konusu olabilecekse de önemli nitelikteki işleme ilişkin karar yönetim kurulu tarafından bizatihi almalıdır. Kararın alınması aşaması haricinde, sürecin yönlendirilmesi bakımından TTK 366.2 kapsamında kurulabilecek komitelerden ve yönetimden destek alınabilecektir⁴⁹². Kararın yönetim kurulu tarafından alınmaması halinde, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alma usul ve esaslarına aykırılık gündeme geldiğinden, SPKr, SPKn 23.2 kapsamında tedbir alabilecek veya yaptırım uygulayabilecektir.

B. Genel Kurul

Önemli nitelikteki işlemin karara bağlanması sürecinde, ÖNİ Tebliği 7 hükmü gereğince, genel kurulun işlemleri onaylaması gerekmektedir⁴⁹³. Önemli nitelikteki işleme ilişkin verilmiş bulunan yönetim kurulu kararının genel kurul tarafından onaylanması

⁴⁹¹ Özel karar alma sürecinin getirildiği hallerle ilişkin olarak yönetim kurulunun karar almasının gerekli olduğu yönünde bkz. *Manavgat*, Bağımsız Yönetim Kurulu, s. 74.

⁴⁹² *Kırca (Şehirali Çelik/ Manavgat)*, C. 1, s. 540; *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 13-13 s. 301.

⁴⁹³ Konuya TTK açısından yaklaşıldığında kimi işlemlerin önemli nitelikteki işlemlere benzer şekilde yönetim kurulu kararına ek olarak genel kurul kararı alınmasını gerektirdiği görülmektedir. *Ansay*, tasfiye halinde aktiflerin toptan satılması ile ortaklığın tescilinden itibaren iki yıl içerisinde ayın devralınmasının iki organın da kararını gerektirdiğini vurgulamaktadır (s. 96). Ayrıca önemli nitelikteki işlemlerdeki karar alma sürecindeki genel kurul kararı alınması gerekliliği ile TTK kapsamında, geçerli olabilmesi için genel kurul kararını gerektiren işlemler arasında bağlantı kurmak mümkündür. Bu işlemlere *Kırca*, TTK 356, 408.2, 538.2, 145, 166 hükümlerinde yer alan işlemleri örnek göstermekte ve işlemleri “üçüncü kişilerle yapılan ve hükümlerini doğurması için kanun gereği zorunlu olarak genel kurul kararının arandığı hukuki işlemler” olarak nitelendirmektedir, *Kırca (Şehirali Çelik Manavgat)*, C. 2/2, s. 257.

halinde işlem gerçekleştirilebilir⁴⁹⁴. SPKn 24 hükmünde ayrılma hakkı düzenlenirken “önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısı” ifadesi yer almıştır. Önemli nitelikteki işleme ilişkin genel kurul tarafından verilmesi gereken kararın “onay” niteliğinde olduğu, ÖNİ Tebliği’nde belirlenmiştir⁴⁹⁵. Dolayısıyla Tebliğ düzenlemesinde, SPKn’den farklı olarak, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin belirli nitelikleri haiz bir yönetim kurulu kararı alınması basamağı karar alma sürecine eklenmiş ve bu kararın genel kurulda görüşülmesi kısmına ise onay işlevi yüklenmiştir. Genel kurulun “onay” niteliğindeki kararları ve genel kurulca onaylanması gereken işlemler İsviçre⁴⁹⁶ ve Almanya⁴⁹⁷’da da incelenmiştir.

⁴⁹⁴ Genel kurulun karar vereceği konunun, belirli süreçler geçirilerek ve gündeme konularak yönetim kurulunca önemli nitelikteki iş ve işlem olarak nitelendirilmiş işlemin yapılması ya da yapılmaması olduğu, ayrıca genel kurulun bir işlemi önemli nitelikteki işlem olarak niteleme görev ve yetkisinin olmadığı yönünde bkz. *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 283.

⁴⁹⁵ Kararın onay niteliğinde olması esasen genel kurulun işlemi uygun bulması anlamına gelmektedir. Genel kurulun “onay” kararı, Türk Hukukunda yönetim kurulunun kimi kararlarının genel kurulun onayına tabi kılınıp kılınamayacağı sorunu bağlamında tartışılmıştır. TTK 374 hükmünün madde gerekçesinde, yönetimin kararlarının genel kurulun onayına bağlanıp bağlanamayacağı sorununun öğretiyeye bırakıldığı ifade edilmiştir. Bkz. TBMM, Yasama Dönemi: 23, Yasama Yılı:2, Sıra Sayısı: 96, Madde 374, s.113. Bu tercihin hukuk güvenliği ilkesine aykırı olduğu yönünde bkz. *Kendigelen*, Türk Ticaret Kanunu, s. 266. Konuya ilişkin olarak esas sözleşme veya genel kurul kararıyla yönetim kurulu kararlarının genel kurul onayına bağlı kılınamayacağı, fakat bazı konular hakkında bağlayıcı olmamak üzere genel kurulun onayına sunulmasına engel bulunmadığı ifade edilmiştir, *Kırca (Şehirali Çelik / Manavgat)*, C. 1, s. 536. Konuya ilişkin olarak, limited ortaklıklar açısından ise, TTK 625.2 hükmü kapsamında şirket sözleşmesinde müdürün veya müdürlerin aldıkları belirli kararları ve münferit sorunları genel kurulun onayına sunmaları gereği öngörülebilmektedir. Genel kurulun onayının müdürlerin sorumluluğunu ortadan kaldırmamakla birlikte TBK 51 ve 52 hükümlerinin saklı olduğu hükümde belirlenmiştir.

⁴⁹⁶ İsviçre Hukuku bakımından genel kurulun onayının üç halde gündeme gelebileceği tespiti yapılmıştır, *Böckli*, § 12 N. 41-44 s. 1350- 1351. Bunlardan birincisi, yönetim kurulunun işlemi danışmak amacıyla genel kurulun onayına sunması; ikincisi, yeniden yapılanma işlemleri gibi temel değişiklikler meydana getiren ve yönetimin kapsamını aştığı belli olan işlemlerde genel kurulun işlemi onaylaması; üçüncüsü ise yönetim kurulunun bazı üyeleri ile ortaklığın menfaatlerinin çatıştığı veya karşı tarafı hâkim ortak olan işlemlerde genel kurulun işlemi onaylaması. İlgili tespit kapsamındaki ikinci onay mekanizması, Türk Hukukundaki önemli nitelikteki işlemlerdeki genel kurul onayını karşılamaktadır. Ayrıca bkz. *Müller, R./ Lipp, L./ Plüss, A.*: Der Verwaltungsrat, Ein Handbuch für Theorie und Praxis, 4. Aufl., Zürich 2014, s. 463; *Forstmoser/ Meier- Hayoz/ Nobel*, § 30 N. 72 s. 346. Yönetim kurulunun genel kurula danışması olanağına ilişkin olarak bkz. *Tanner*, Art. 698 Nr. 42 s. 25; *Dubs/ Truffer*, Art. 698 Nr. 8a. İsviçre Hukuku bakımından, yönetim kurulunun belirli kararlarının genel kurul onayına sunulmasına ilişkin hükümlerin esas sözleşmede yer almasına olanak veren hükümlerin Kanunda yer alması tartışılmıştır ve bu olanak

İşlemin genel kurulda onaylanması sırasında içeriğinin değiştirilip değiştirilmeyeceği sorunu bu noktada tartışmaya değerdir. “Onay” kararı, sermaye piyasası mevzuatı bakımından, genel kurulun, içeriğini ve önemli nitelikteki işlem olduğunu yönetim kurulunun belirlediği işlemi kabul etmesi, uygun bulmasıdır. Genel kurulun işlem üzerinde değişiklik yapabilmesine ilişkin sorun⁴⁹⁸, önemli nitelikteki işlem olan somut işlemdeki karar alma yetkisinin TTK sisteminde yönetim kuruluna mı genel kurula mı ait olduğunu belirlemek ve bu noktada bir ayırım yapmak suretiyle çözülebilir. Eğer işlem, TTK 408 hükmündeki işlemlerden biri ise yani genel kurulun

limited ortaklıklar bakımından OR 811 hükmünde düzenlenmekle birlikte anonim ortaklıklar bakımından kabul görmemiştir, bkz. *Böckli*, § 13 N. 295- 295a- 295b. İlgili düzenleme, TTK 625.2 hükmüne de alınmıştır.

⁴⁹⁷ Alman Hukuku bakımından konuya yaklaşıldığında ise, öncelikle AktG § 119.2 hükmü ele alınmalıdır. AktG § 119 kapsamında genel kurulun yetkilerine yer verildikten sonra, AktG § 119.2 hükmü kapsamında, genel kurulun yönetime ilişkin konularda yönetim kurulunun kendisine başvurması halinde karar verebileceği belirlenmiştir. Yine Alman Hukukunda genel kurulun yetkilerinin uzun süren tartışmalara konu edildiği belirtilmelidir. Bu kapsamda, 1982 yılında verilen *Holzmüller Kararı*’nda esas sözleşme değişikliği niteliğinde olmasa ve genel kurulun devredilemez yetkileri arasına girmese dahi, pay sahipliği haklarını ve pay sahiplerinin ortaklıktaki yatırımlarını büyük ölçüde etkileyen değişikliklerin genel kurul tarafından karara bağlanması gerektiği Alman Federal Mahkemesi tarafından belirlenmiştir. Karara konu olan olayda, hâkim ortaklık liman işletmelerine ilişkin varlıklarını bölünmek suretiyle %100’ü kendisine ait olan bağlı ortaklığına devretmek istemiştir. Kararın yoğun tartışmalara neden olduğuna ve hangi yetkilerin genel kurula ait olduğu konusunda belirsizlik yarattığına ilişkin olarak bkz. *Liebshcer*, s. 3; *Spindler/ Stilz*, AktG § 119 Rn. 22-23; *Hüffer/ Koch*, AktG § 119 Rn. 17. Konuya ilişkin olarak onay alınması gereken işlemlerin listesi zaman içerisinde öğreti tarafından genişletilmiş bulunmaktadır, *Liebshcer*, s. 7. Daha sonra 2002 yılında verilen *Macrotron Kararı*’nda ise borsadan çıkılması işlemi temelinde yapılan sınırlı inceleme sonucunda bu işlemin genel kurul onayını gerektirdiği GG § 14 hükmünde yer bulan mülkiyet hakkı temel alınarak belirlenmiştir. Bu karar açısından bkz. yukarıda Birinci Bölüm, I, B, 2, dn. 95. *Holzmüller Kararı*’nda benimsenen genel kurul onayının gerekliliğinin hangi işlemleri kapsadığına dair belirsizlik ise *Gelatine Kararları* ile giderilmiştir, *Liebshcer*, s. 12. Alman Federal Mahkemesi 2004 yılında verdiği *Gelatine Kararları* ile hangi işlemlerin genel kurul onayına sunulacağına ilişkin belirsizliği gidermeye çalışmıştır. Kararda yönetim kapsamındaki işlemlerin hızlıca gerçekleştirilmesi gerekliliği karşısında sadece olağanüstü derecede önemli değişikliklerin örneğin ortaklığın malvarlığının en az % 80’ini konu edinen işlemlerin genel kurulun onayına sunulması gerektiği belirlenmiştir. Ayrıca kararlar kapsamında onaya ilişkin karar yeter sayısı 3/4 olarak belirlenmiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Liebshcer*, s. 12- 14; *Spindler/ Stilz*, AktG § 119 Rn. 26- 27; *Emmerich/ Habersack*, Vor § 311AktG Rn. 33; *Hüffer/ Koch*, AktG § 119 Rn. 18.

⁴⁹⁸ Konu bakımından genel kurulun yönetim kurulunun kâr dağıtımına ilişkin önerisi ile bağlı olup olmadığına ilişkin tartışma incelenebilir. Genel kurulun yönetim kurulunun kâr dağıtım önerisi ile bağlı olmadığı, Kanun ve esas sözleşme hükümlerine aykırı olmamak koşuluyla öneriyi değiştirebileceği yönünde bkz. *Aytaç, Z.*: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Kâr Dağıtım, Sermaye Piyasası Kurulu 15. Yıl Sempozyumu, Ankara 1998, s. 44; *Ansay*, s. 95; *İmregün*, Anonim Ortaklıklar, s. 103 dn. 11.

devredilemez yetkileri arasında yer alıyorsa genel kurul işlemin boyutunda ve içeriğinde değişiklik yapabilir. Öte yandan işlemin TTK 408 hükmündeki işlemlerden biri olmaması halinde, işlemin karara bağlanması yetkisi TTK 374 hükmü kapsamında yönetim kurulunda olduğundan, genel kurulun işlemin içeriğinde değişikliğe gidememesi gerekir.

Karar alma sürecinin ÖNİ Tebliği ile detaylandırılması, SPKn 23.1 hükmünde SPKr'ye verilmiş olan yetki çerçevesinde gerçekleştirilmiştir. Konuya ilişkin olarak SPKn 24 hükmünde salt genel kurul toplantısının yer alması ve karar alma sürecinin Tebliğ hükmünde detaylandırılması, normlar hiyerarşisine uygunluk bakımından eleştiriye açık olmakla birlikte, SPKn 23.1 hükmünde SPKr'ye verilen geniş yetkilerin bir sonucudur. Önemli nitelikteki işlemin belirli nitelikleri haiz yönetim kurulu kararına konu edilmesi ile yatırımcı işleme ilişkin bilgi sahibi olacaktır. Önemli nitelikteki işlemin pay sahipleri tarafından oluşturulan genel kurul tarafından onaylanması gerekliliği ise işlemlerin ortaklığın faaliyeti üzerindeki etkileri kapsamında pay sahiplerinden oluşan organda, olabildiğince geniş katılımı değerlendirilmesinin mümkün olmasını beraberinde getirir.

Önemli nitelikteki işlemlerin karara bağlanması sürecinde genel kurulun onayının alınması işleme ilişkin iradenin çoğunluk ilkesi⁴⁹⁹ çerçevesinde oluşturulması anlamına gelmektedir. Ayrıca, onaya sunulma pay sahiplerinin önemli nitelikteki işlemi kendi yatırımları açısından değerlendirebilmeleri ve işlem sonucunda ayrılma hakkı veya pay alım teklifi zorunluluğu doğması hallerinde pay sahibinin payını elinden çıkarma

⁴⁹⁹ Bkz. yukarıda Birinci Bölüm, II, B, dn.135.

kararı verebilmesi açılarından önem arz etmektedir. Dolayısıyla, genel kurul onayı, pay sahiplerinin korunması bağlamında önem taşımaktadır.

Sermaye piyasası mevzuatında genel kurulun onayının alınması gerekliliğinin yanı sıra, genel kurulun toplanması ve işleyişine ilişkin teknik konular da düzenlenmiştir. Bu hususlar, genel kurul gündeminde yer alması gereken hususlar ve gündemin kamuya duyurulması, toplantı ve karar yeter sayılarına ilişkindir. Önemli nitelikteki işleme ilişkin mevzuat hükümlerinde, genel kurulun toplantıya çağırılmasına ilişkin olarak ayrıca bir hüküm getirilmemiş olmakla birlikte, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin hükümlerdeki sorumluluk düzenlemesi yol gösterici olmakta ve çağrıya ilişkin olarak, TTK'nın ve SPKn'nin çağrıya ilişkin genel hükümleri uygulama alanı bulmaktadır.

Mevzuatta düzenlenen hükümlere aykırı davranılması, yokluk, butlan ve iptal edilebilirlik yaptırımlarının uygulanabilmesinin yanı sıra ÖNİ Tebliği 14.1 hükmü kapsamında yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunun doğmasına neden olmakta ve aykırılık hallerinde SPKn 23.2 hükmü kapsamında SPKr'nin idari yaptırım ve tebdir uygulaması söz konusu olabilmektedir. Yine, önemli nitelikteki işlemin genel kurul onayına sunulması basamağındaki usuli gerekliliklerden genel kurulun toplantıya çağırılması ve gündemin ilanına ilişkin hükümlere aykırı davranılması, önemli nitelikteki işlemin onaylanması sonucunda ayrılma hakkının doğduğu hallerde, ÖNİ Tebliği 9.2 kapsamında, pay sahibinin ayrılma hakkını kullanabilmesi için işleme ilişkin olumsuz oy

kullanması ve muhalefetin tutanağa işlettirmesine ilişkin gerekliliklerin aranmamasına neden olmaktadır⁵⁰⁰.

Önemli nitelikteki işlemin genel kurulun onayına sunulması gerekliliğine ilişkin bir istisna, ÖNİ 12.2 hükmünde getirilmiştir. ÖNİ 12.1 kapsamında ayrılma hakkının doğmayacağına belirlendiği hallerde, diğer ilgili düzenlemeler uyarınca genel kurul yapılma zorunluluğu bulunmuyorsa, yönetim kurulu kararı alınması yeterlidir. Bu düzenlemeden hareketle, ÖNİ Tebliği'nde, önemli nitelikteki işlemin genel kurulun onayına sunulması gerekliliği ile ayrılma hakkının doğumu arasında bir bağ kurulmuş olduğu belirtilmelidir. Ayrılma hakkı, pay sahibine, önemli nitelikteki işlem sonrasında pay sahibi olmaya devam etmek ile işlemten etkilenmeksizin payını devrederek ortaklıktan ayrılmak arasında seçim yapma olanağı tanır. Ayrılma hakkının pay sahibi tarafından kullanılabilmesi, kural olarak, pay sahibinin genel kurula katılıp önemli nitelikteki işlem hakkında olumsuz oy kullanmasına ve muhalefetini tutanağa işletmesine bağlıdır. Dolayısıyla önemli nitelikteki işlemin genel kurul onayına sunulmasının, işleme ilişkin çoğunluk iradesinin oluşturulması işlevinin yanı sıra, ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahibinin hakkın koşullarını yerine getirmesi açısından da işlevi bulunmaktadır. Ayrılma hakkının doğmadığının belirlendiği, ÖNİ Tebliği 12 hükmündeki hallerde, genel kurul yapılma zorunluluğunun başka düzenlemeler nedeniyle bulunduğu haller dışında, yönetim kurulu kararı alınması yeterli olup genel kurulun onayı aranmaz. Örneğin, ÖNİ Tebliği 4.1.a hükmünde tanımlanmış

⁵⁰⁰ Alman Hukukunda birleşme işlemlerine ilişkin olarak tanınan ayrılma hakkı açısından aynı yönde düzenleme UmwG § 29.2 hükmünde bulunmaktadır. Tür değiştirme işlemine ilişkin olarak da UmwG § 207.2 hükmünde UmwG § 29.2 hükmüne atıf yapılmıştır.

olan birleşme amaçlı ortaklıkların⁵⁰¹ taraf olduğu birleşme işlemlerinde ayrılma hakkı doğmamakla birlikte, birleşme işlemlerinin genel kurul tarafından onaylanması gerektiğinden genel kurul kararı alınmalıdır.

III. Usule Aykırılığın Sonuçları

A. Yokluk, Butlan ve İptal Edilebilirlik

Önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alınması sürecinde sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen usul ve esaslara aykırı davranılması halinde, aykırılık içeren yönetim kurulu veya genel kurul kararı açısından yokluk, butlan ve iptal edilebilirlik yaptırımları söz konusu olabilecektir. Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin sermaye piyasası mevzuatı hükümlerinden SPKn 23.2 kapsamında, usul ve esaslara aykırılık halinde SPKr'ye işlemin iptali talebinde bulunma yetkisi verilmiştir. Bu yetkinin SPKr'ye tanınmış olması, süreçteki işlemlere ilişkin olarak diğer hukuki yaptırımların uygulanmasına engel değildir.

Yönetim kurulu kararlarının butlanı açısından TTK 391, genel kurul kararlarının butlanı bakımından TTK 447, genel kurul kararlarının iptali açısından TTK 445- 446, genel kurul kararlarının butlanı ve iptalinin her ikisi bakımından TTK 448-451 hükümleri uygulama alanı bulacak olan TTK hükümleridir. Ayrıca halka açık anonim ortaklığın kayıtlı sermaye sistemini tercih etmiş olması halinde, yönetim kurulu

⁵⁰¹ Birleşme amaçlı ortaklıklar, ÖNİ Tebliği 4.1.a hükmünde tanımlanmıştır. Aynı tanım, BB Tebliği'nde 4.1.b hükmünde de yer almaktadır. Birleşme amaçlı ortaklıklar hakkında bilgi için bkz. *Okutan Nilsson, G.: Sermaye Piyasası Hukukunda Birleşme Amaçlı Ortaklık*, İstanbul 2016, s. 3; *Manavgat, Halka Açık*, s. 580-581.

kararının usul ve esaslara aykırılığı, SPKn 18.6 hükmü uyarınca yönetim kurulu kararının iptali talebine dayanak oluşturabilecektir.

B. Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluğu

Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin usul ve esaslara uygun davranma konusunda, ÖNİ Tebliği 14.1 hükmü kapsamında ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri sorumlu tutulmuştur. Hükme göre, yönetim kurulu üyeleri önemlilik ölçüsü de dâhil olmak üzere önemli nitelikteki işlemlerde bulunulabilmesi veya kararların alınabilmesi ile ayrılma hakkının kullanımı ve ayrılma hakkının doğmadığı hallere ilişkin olarak ÖNİ Tebliği'nde yer verilen usul ve esaslara uyum konusunda sorumludurlar. İlgili sorumluluğa ilişkin düzenleme, SPKn 23.1 hükmünde SPKr'nin önemli nitelikteki işlemlere ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisine dayanmaktadır.

SPKn'nin önemli nitelikteki işlemlere ilişkin hükümlerinde ve ÖNİ Tebliği'nde yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarına ilişkin özel hükümler getirilmediğinden, sorumluluğun kapsamı ve sonuçlarına ilişkin olarak, TTK 330 hükmü nedeniyle, TTK hükümleri uygulama alanı bulacaktır. TTK 553 hükmünde öngörülen genel sorumluluk hükmü kapsamında, yönetim kurulu üyeleri kanundan veya esas sözleşmeden doğan yükümlülüklerini kusurlarıyla ihlal etmeleri halinde, ortaklığa, pay sahiplerine ve alacaklılara karşı sorumludurlar. Yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu kusur sorumluluğudur. ÖNİ Tebliği 14.1 hükmü kapsamında yönetim kurulu için usul ve esaslara uyulması hususunda getirilen yükümlülük, yönetim kurulunun kanundan doğan

yükümlülükleri arasındadır⁵⁰². Önemli nitelikteki işleme ilişkin usul ve esaslara uygun davranılmaması halinde, TTK 555 ve 556 hükümleri kapsamında yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna ilişkin dava açabilecek kişiler, ortaklığın uğradığı zararı talep edebileceklerdir. Bu kapsamda, ortaklık, her bir pay sahibi ve zarara uğrayan ortaklığın iflası durumunda iflas idaresinin dava açmaması halinde ortaklık alacaklıları sorumluluk davası açabileceklerdir. Pay sahipleri ile alacaklılar tazminatın ortaklığa ödenmesini talep edebilirler.

Yönetim kurulunun önemli nitelikteki işlemlere ilişkin usul ve esaslara uyum konusunda, yönetim ve temsil yetkilerinin devrine yönelip yönelemeyeceği daha önce tartışılmış ve bu bağlamda önemli nitelikteki işlemlere ilişkin yönetim kurulu kararının alınması gerekliliği dışında yetki devrinin gerçekleştirilebileceği belirlenmişti⁵⁰³. Önemli nitelikteki işleme ilişkin olarak alınması gereken yönetim kurulu kararı, ÖNİ Tebliği 5.3 hükmü kapsamında, gerekçeli olmalı, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oyunu içermeli ve kamuya açıklanmalıdır. Önemli nitelikteki işlemin yönetim kurulunda karara bağlanması açısından, bu kararın alınması mevzuattaki bir zorunluluk olduğundan yönetim kurulunun tüm üyeleri TTK 553.1 kapsamında sorumludurlar. Yönetim kurulu kararı dışındaki işlem ve hazırlıklar açısından ise yetki devrinin gerçekleştirilmesi halinde, TTK 553.1 kapsamında, yetki devredilen kişiler sorumlu olacaktır. TTK 553.2 uyarınca yetki devrinde bulunanlar, yetkiyi devralan kişilerin seçiminde makul derecede

⁵⁰² Yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarının sermaye piyasalarında halka ait bir malvarlığının yönetilmesi nedeniyle daha da ön plana çıktığı yönünde bkz. *Çamoğlu*, Sorumluluk, s. 5.

⁵⁰³ Bkz. yukarıda Üçüncü Bölüm, II, A.

özen göstermediklerinin ispat edilmesi haricinde bu kişilerin fiil ve kararlarından sorumlu olmazlar.

TTK'nın yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna ilişkin olarak getirdiği önemli yeniliklerden biri olan farklılaştırılmış teselsül, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin usul ve esaslara aykırılık halinde yönetim kurulunun sorumluluğuna gidilmesi halinde de uygulanır. TTK 557 hükmü çerçevesinde, her bir yönetim kurulu üyesi, kusuruna ve durumun gereklerine göre zarar şahsen kendisine yükletilebildiği ölçüde bu zarardan diğerleriyle birlikte müteselsilen yani farklılaştırılmış teselsül ilkesine⁵⁰⁴ göre sorumlu olur. Ayrıca yönetim kurulunun üyeleri, TTK 553.3 hükmü kapsamında, kontrol dışında kalan kanuna aykırılıklar nedeniyle sorumlu tutulamayacağından, önemli nitelikteki işleme ilişkin olarak ortaya çıkan usul ve esasa aykırılık yönetim kurulu üyelerinin kontrolü dışındaki bir nedenden kaynaklanıyorsa sorumluluk doğmaz. Yönetim kurulu üyeleri hakkında önemli nitelikteki işlemin gerçekleştirildiği faaliyet yılına ilişkin olarak ibra kararı verilmiş ve bu kararın içeriği önemli nitelikteki işlemi kapsıyorsa, ortaklığın, ibraya olumlu oy veren pay sahipleri ile ibra kararını bilerek pay iktisap etmiş olan pay sahiplerinin tazminat davası açma hakları TTK 559 hükmü kapsamında sona erer.

⁵⁰⁴ Farklılaştırılmış teselsül, iç ilişkide kural olarak ileri sürülebilecek olan kusurun derecesine ilişkin değerlendirmenin dış ilişkide ileri sürülebilmesi imkânı olarak tanımlanmıştır, *Helvacı, M.: Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğunda Farklılaştırılmış Teselsül*, Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Saygı Sempozyumu, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2013/2, s. 84. Yazara göre, farklılaştırılmış teselsülü tam teselsülden ayıran en temel özellik, her bir borçlunun kusuru, eylemin sonuca etkisi ve durumun gerekleri gibi, sorumluluğun şahsen daha düşük miktarda takdir edilmesini gerektiren sebepleri alacaklıya karşı savunma olanağı vermesidir (s. 88). Aynı yönde bkz. *Akdağ Güney, Sorumluluk*, s. 228.

Tazminat talebi, TTK 560 hükmü çerçevesinde, davacının zararı ve sorumluyu öğrendiği tarihten itibaren iki ve her halde zararı doğuran fiilin meydana geldiği tarihten itibaren beş yıl geçmekle zamanaşımına uğrar. Ayrıca, yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunu gerektiren fiil aynı zamanda suç oluşturuyor ve suça ilişkin ceza zamanaşımı TTK 560 hükmündeki zamanaşımından uzun ise, tazminat davası hakkında da uzun olan ceza zamanaşımı süresi uygulama alanı bulur.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin olarak bağımsız yönetim kurulu üyelerine, yönetim kurulunun karar alma aşamasına ilişkin olarak yatırımcının bilgilendirilmesi amacıyla farklı bir işlev yüklenmiştir. Fakat bağımsız yönetim kurulu üyeleri, yönetim kurulu üyeliğine ilişkin sorumluluk sisteminden ayrı tutulmadığından⁵⁰⁵ kendilerinin de sorumluluğu gündeme gelebilecek ve hatta bu üyelerin kararlarını gerekçelendirmeleri özellikle gerekli olduğundan sorumluluklarının tespitinde bu gereklilik de dikkate alınacaktır⁵⁰⁶.

C. SPKr'nin Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Yetkileri

1. İşlemin Kaldırılmasına Yönelik Karar Alınması ve İdari Yaptırım Uygulanması

SPKr'nin, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin usul ve esaslara uygun davranılmaması halinde kullanabileceği ilk yetki, işlemin ortadan kaldırılması istemini

⁵⁰⁵ *Özkorkut*, Bağımsız Yönetim Kurulu, s. 162; *Odman Boztosun*, s. 159- 160; *Manavgat*, Bağımsız Yönetim Kurulu, s. 37.

⁵⁰⁶ Konuya ilişkin olarak bkz. yukarıda Üçüncü Bölüm, I, B, 2.

içeren bir karar almaktır. Bu kararın alınması, idari para cezası uygulanmasının bir ön koşulu olup kararın tebliğinden itibaren otuz gün içerisinde işlem öncesi durumun ortaklık tarafından aynen sağlanmaması halinde SPKr idari para cezası verebilmektedir.

SPKr'nin işlemin ortadan kaldırılmasına ilişkin karar alması, işlemin ortadan kalkması sonucunu doğurmamakta; ortaklık tarafından işlemin kaldırılmasını ve işlem öncesi duruma dönülmesi yönünde tedbirler alınmasını gerektirmektedir. SPKr'nin işlemin ortadan kaldırılmasını talep eden kararı, bu bakımdan idarenin tek yanlı olarak hukuksal durumda değişiklik yaratan kararlarından yani idari kararlarından biri değildir. İlgili kararın hukuki niteliği, idarenin karar niteliğinde olmayan işlemlerinden “görüş” veya kararın gereğinin yerine getirilmemesi bir yaptırıma bağlandığından yaptırım bakımından “hazırlık işlemi”⁵⁰⁷ olarak belirlenebilir. Kararın idari karar niteliğinde olup olmaması, idarenin yürütülmesi gereken kararlarına karşı iptal davası açılabilmesi nedeniyle önem arz eder. İdarenin karar niteliğinde olmayan işlemlerinden olan görüş ve önerileri ile hazırlık işlemlerine karşı kural olarak iptal davası açılamamaktadır; ancak, idari para cezası verilmesi bakımından bir hazırlık işlemi olarak nitelendirilebilen SPKr'nin kararı, ayrılabilir işlem kuramı uyarınca⁵⁰⁸ ya da idarenin ilgililere belirli bir

⁵⁰⁷ “...Denetim sonucu düzenlenen raporlar idari işlem kuramı uyarınca hazırlık işlemi niteliğinde olup bu raporların hazırlanması, denetlenen kişinin hukukunda değişiklik yaratmamaktadır. Asıl icrai işlem, denetim sonucunda yetkili makamlarca alınan cezai ve idari kararlar ile başvuru ile diğer hukuki tedbirlerdir...” Anayasa Mahkemesi, 27.12.2012, E. 2012/102, K. 2012/207, 02.04.2013 tarihli 28606 sayılı RG (Mükerrer).

⁵⁰⁸ Konuya ilişkin olarak bkz. Gözübüyük, A.Ş./ Tan, T.: İdare Hukuku Cilt I, 11.B, Ankara 2016, s. 377-380; Gözübüyük, A.Ş./ Tan, T.: İdare Hukuku Cilt II, 8. B., Ankara 2016, s. 297- 306. Danıştay İdari Dava Daireleri Genel Kurulu 12.11.2009 tarihli (E. 2008/1357, K. 2009/2191) kararında “ ... ‘Ayrılabilir işlemler’ kuramının ana amacı, bir idari süreç içinde yer alan işlemlerin hukuki sonuçlar yaratmaları halinde bu süreçten bağımsız olarak dava edilebilmelerinin sağlanmasıdır.” tespitinde bulunmaktadır, Kazancı İçtihat Bilgi Bankası (Son Erişim Tarihi: 13.10.2017).

süre tanıyan ve uyulmaması yaptırımına desteklenen uyarısını içeren işlemlerine karşı⁵⁰⁹ iptal davası açılabilmesi kabul edildiğinden⁵¹⁰, idari yargı denetimine tabidir.

Dolayısıyla ortaklık, SPKı tarafından ortadan kaldırma kararı verilen işlemin usule uygun olduğunu, altmış günlük süre içerisinde dava açmak suretiyle ileri sürebilecektir. Diğer taraftan, işlemi ortadan kaldırma kararının gereğinin yerine getirilmesine ilişkin süre otuz gün gibi kısa bir süre olduğundan ve bu karara karşı iptal davası açılması idari para cezası verilmesine engel olmadığından, sadece işlemin ortadan kaldırılmasına ilişkin SPKı kararının iptalinin talep edilmesi uygulamada istenilen sonuca ulaşılmasını sağlamayacaktır. Ortaklık kararın gereğini yerine getirmediğinde, bu işlem yargıya taşınmış olsa dahi, ortaklığa SPKı tarafından idari para cezası verilebilecektir.

Mevzuattaki usul ve esaslara uygun olmayan işlemin ortadan kaldırılması kararının SPKı tarafından ortaklığa tebliğ edilmesinden itibaren otuz gün içerisinde, ortaklık tarafından kararın geri alınmasına yönelik işlemler tamamlanmalıdır. Usule uygun olmayan davranışın önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alma sürecinin hangi aşamasında gerçekleştirildiği, kararın ortadan kaldırılması için yapılması gerekenleri de belirleyecektir. Aykırılığın yönetim kurulu veya genel kurul kararlarına ilişkin olması halinde, ilgili organların kararın geri alınmasına ilişkin yeni bir karar alması gerekir. Genel kurul aşamasında aykırılık bulunması ihtimalinde, genel kurulun en kısa zamanda

⁵⁰⁹ Örneğin Danıştay, “...dava konusu işlem ile dernek tüzüğünde değişiklik yapılmasının istenildiği ve bu yapılmadığı takdirde 2908 sayılı Yasanın ilgili maddesine göre adli yargı yerinde davacı derneğin kapatılmasına ilişkin prosedürün başlatılacağı açık” olduğundan, dernek tüzüğünde gerekli düzeltmenin yapılmasının istenmesine ilişkin valilik işleminin, idari yargı yerinde dava konusu edilebilecek kesin ve yürütülmesi zorunlu bir işlem olduğuna karar vermiştir, Danıştay 10. D., 19.04.2005, E. 2003/3334, K. 2005/1967, Kazancı İçtihat Bilgi Bankası (Son Erişim Tarihi: 13.10.2017).

⁵¹⁰ Konuya ilişkin olarak bkz. *Gözübüyük/ Tan*, C.I, s. 374- 377; *Gözübüyük/ Tan*, C.II, s. 293- 296. Aynı yönde Danıştay 10 D., 30.09.1998, E. 1996/3286, K. 1998/4670, danistay.gov.tr (Son Erişim Tarihi: 13.10.2017).

toplantıya çağırılması gerekecektir. Toplantının, SPKn 29.1 kapsamında ilan ve toplantı günleri hariç olmak üzere çağrıdan en az üç hafta sonra yapılması gerekliliği karşısında genel kurulun mümkün olan en kısa zamanda yönetim kurulu tarafından toplantıya çağırılması gerektiği açıktır. Yönetim kurulunda veya genel kurulda kaldırmaya ilişkin karar, ilgili kararların alınmasına ilişkin yeter sayılar çerçevesinde alınmalıdır. İlgili kararların yeter sayılar oluşturulamaması nedeniyle veya otuz günlük süre içerisinde alınamaması hallerinde SPKr, SPKn 23.2 hükmü kapsamında idari para cezası uygulayabilir.

SPKn 23 hükmü ifadesine göre, ortaklık, işlemin ortadan kaldırılmasına ilişkin karar almanın yanı sıra, işlem öncesi durumu aynen sağlamalıdır. İşlem öncesi durumun aynen sağlanmasının olanaklı olup olmadığı ise tartışmaya açıktır. İşlem öncesi durumun aynen sağlanmasının, bir kez gerçekleştirilmiş bir işlemin kaldırılması ile işlem öncesindeki duruma kendiliğinden geri dönmeyeceği ve işlem öncesindeki durumun aynen tesis edilmesinin ise her halde ortaklık bakımından mümkün olmayabileceği nedenleriyle hayatın akışına uygun bir ifade olmadığı ve belirsiz olduğu ileri sürülebilir⁵¹¹. Özellikle payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıkların paylarının fiyatları işlem nedeniyle değişikliğe uğramış olabileceğinden, işlemin etkilerinin ortadan kaldırılması mümkün olmayabilir. Dolayısıyla işlem öncesi durumun aynen sağlanması, oldukça belirsiz bir kavram olduğu gibi, belirli ölçütler çerçevesinde-örneğin payların borsada işlem gördüğü fiyat- işlem öncesindeki durumun tekrar oluşturulması amaçlanarak hareket edilse dahi bu sonuca ulaşamayabilir.

⁵¹¹ Karacan, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 322.

SPKn 23.2 kapsamındaki tedbir ve yaptırım sistemi, önemli nitelikteki işlem açısından getirilmiş bulunan usul hükümlerine uygunluğu ve bu kapsamda özellikle pay sahiplerinin korunmasına yönelik hükümlerin uygulanmasını sağlamak amaçlarıyla öngörülmüştür. Dolayısıyla, SPKn 23.2 kapsamındaki işlem öncesi durumun aynen sağlanması gerekliliği, usule aykırı işlemin ortadan kaldırılması ve sürecin usule uygun hale getirilmesi yönünde tedbirler alınması şeklinde anlaşılmalıdır. Örneğin, önemli nitelikteki işleme ilişkin olarak kamuya duyurulan yönetim kurulu kararında, ortaklık payları borsada işlem görmesine rağmen ayrılma hakkının kullanım fiyatı yer almamışsa, aykırılığın bildirilmesi sonrasında otuz günlük süre içerisinde usule aykırı nitelikteki kararın kaldırılmasına ilişkin bir karar alınarak kamuya duyurulmalıdır. Ayrıca işleme devam edilmesi için de, usule uygun bir kararın alınarak tekrar kamuya duyurulması gerekir.

İşlem öncesi durumun aynen sağlanması gerekliliğinin, usule aykırı işlemin ortadan kaldırılmasının ortaklığa bildirilmesinin ardından, ortaklığa tanınan süre içerisinde bu işlem ortadan kaldırılmaksızın aynı işlemin usule uygun şekilde yerine getirilmesi halinde karşılanıp karşılanmadığı tartışılabilir. Nitekim SPKn 23.2 hükmü lafzen işlem öncesi durumun sağlanmasını aramaktadır. Öte yandan, işlemin usule uygun olarak tekrarlanması halinde, önemli nitelikteki işleme ilişkin usul ve esaslara uygun bir karar mevcut hale gelmektedir. Yukarıda örnek verilen payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklık açısından yönetim kurulu kararında ayrılma hakkının kullanım bedelinin yer almaması gibi bir aykırılıkta hem önceki usule aykırı yönetim

kurulu kararının ortadan kaldırılması hem de usule uygun yeni bir kararın verilmesi gerekir.

Usule aykırı olan işlemin daha sonra usule uyularak yerine getirilmesi halinde, önceki usule aykırı işlemin veya kararın ortadan kaldırıldığı söylenemez. Dolayısıyla işleme ilişkin ortadan kaldırmanın yanı sıra, önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alma sürecine devam edilmek isteniyorsa usule uygun bir işlem gerçekleştirilmesi veya karar alınması gerekir.

SPKr'nin önemli nitelikteki işlemlere ilişkin usul ve esaslara uygun davranılmaması halinde işlemin kaldırılmasına yönelik kararının ortaklığa tebliğini sağlaması üzerine, kararın gereklerinin otuz gün içerisinde ortaklık tarafından yerine getirilmemesi halinde, SPKr ortaklığa idari para cezası verebilecektir. Bu idari yaptırım, SPKn 23.2 hükmünde yer almaktadır. İdari para cezasının yanı sıra, SPKr işlemin iptali için TTK hükümleri çerçevesinde dava açabilecektir⁵¹².

SPKr'nin idari para cezası verme yetkisi, genel olarak, SPKn 103.1 hükmünde düzenlenmiştir. Hükümde SPKn'ye dayanılarak yapılan düzenlemelere, belirlenen standart ve formlara ve SPKr tarafından alınan genel ve özel nitelikteki kararlara aykırı hareket eden kişilere SPKr tarafından yirmi bin Türk lirasından iki yüz elli bir Türk lirasına kadar idari para cezası verileceği yer almaktadır. SPKr'nin önemli nitelikteki işlemin gerçekleştirilmesine ilişkin olarak uyulması zorunlu usul ve esaslara aykırı

⁵¹² İşlemin iptalinin dava edilmesinin, öncelikle işlemin ortadan kaldırılmasına ilişkin kararın tebliğini gerektirip gerektirmediği, diğer bir deyişle bağımsız bir yetki olup olmadığına ilişkin inceleme için bkz. aşağıda Üçüncü Bölüm, III, C, 2, a.

davranıldığını tespit eden ve işlemin ortadan kaldırılmasını talep eden kararına uygun davranılmaması halinde, SPKn 103 kapsamındaki para cezasına hükmedilebilecektir⁵¹³.

İdari para cezasının muhatabı, ÖNİ Tebliği 14 hükmü kapsamında usule uygunluğu sağlamakla görevli olan ve anonim ortaklıklarda sorumlu organ üyeleri konumundaki yönetim kurulu üyeleridir. Yükümlülükler aykırı hareket eden yönetim kurulu, halka açık anonim ortaklığın organı niteliğinde olduğundan SPKn 103.2 hükmü kapsamında ayrıca ortaklık tüzel kişiliği hakkında da idari para cezasına hükmedilebilir. Ancak, aykırılık ortaklık zararına bir sonuç doğurmuşsa, ortaklık tüzel kişiliği hakkında para cezasına hükmedilmez.

Halka açık anonim ortaklıkların önemli nitelikteki işlemlerine ilişkin usul hükümleri, karar alma sürecinin yanı sıra ayrılma hakkının kullanılması veya pay alım teklifi zorunluluğunun uygulanması süreçlerini de içine alan geniş kapsamlı hükümlerdir. Bu süreçteki herhangi bir zorunluluğa aykırı davranılması halinde, SPKr, SPKn 23 kapsamındaki işlemin ortadan kaldırılması kararını vermek suretiyle ortaklıktan gereğinin yapılmasını isteyebilecektir ve kararın gereklerinin yerine getirilmemesi halinde de idari para cezası uygulayabilecektir.

⁵¹³ Önemli nitelikteki işlemlerde aykırılığın tespiti halinde SPKr'nin öncelikle işlemin ortadan kaldırılmasını talep etmesi gerektiği, ilgili karar tebliğ edilmeksizin doğrudan idari para cezasının uygulanamayacağı yönünde bkz. *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 325.

2. Önemli Nitelikteki İşlemin İptali Talebi

a. İptal Yetkisinin Bağımsızlığı Sorunu

SPKn 23.2 hükmü kapsamında SPKr'ye tanınan yetkilerin bağımsız olup olmadığı belirlenmemiştir. Hükmün lafzında, işlemlerin ortadan kaldırılmasına yönelik SPKr kararının tebliği tarihinden itibaren otuz gün içerisinde işlem öncesi durumun aynen sağlanmaması halinde idari para cezası verilebileceği ve bu işlemlerin iptali için TTK'nın genel kurul kararlarının iptaline ilişkin hükümleri çerçevesinde dava açılabilmesi yer almaktadır. Bu noktada, işlemlerin ortadan kaldırılması kararının tebliğ edilmesi ön koşulunun, idari para cezası uygulanması ve iptal talebinde bulunma yetkilerinin her ikisine ilişkin olarak getirilip getirilmediği hükümden anlaşılamamaktadır. İfade, işlemin ortadan kaldırılması kararının tebliğ edilmesinin hem idari para cezası yaptırımını hem de iptal talebinde bulunulması açısından zorunlu olduğu yönünde yorumlanabileceği gibi, ilgili tebliğin sadece idari para cezasının ön koşulu olduğu ve dolayısıyla iptal talebinin diğer yetkilerden bağımsız bir yetki olduğu şeklinde de anlaşılmaya uygundur.

İlgili belirsizlik, yetkilerin nitelikleri dikkate alınarak çözümlenebilir. İdari para cezası, esas olarak, SPKn'nin "İdari Para Cezası Gerektiren Fiiller ve Sermaye Piyasası Suçları" başlıklı altıncı kısmında hükme bağlanmıştır. SPKr'nin işlemin iptalini talep etmeye ilişkin yetkileri ise "Sermaye Piyasalarında Denetim ve Tedbirler" kısmında tedbirler kapsamında düzenlenmektedir. Dolayısıyla, idari para cezasına hükmedilmesi idari yaptırım niteliğinde iken iptal talep yetkisi tedbirdir. İşlemin ortadan kaldırılması kararı ise, bağımsız idari otorite konumundaki SPKr'nin özel nitelikli bir karardır. Bu

kararın tebliğ edilerek otuz gün içerisinde işlemin ortadan kaldırılmasının talep edilmesi, idari para cezalarının uygulanması öncesinde ilgilinin savunmasının alınmasına ilişkin SPKn 105.1 hükmüne paraleldir. Diğer taraftan, iptal yetkilerine ilişkin hükümlerde, SPKr'nin ilgililerden aykırılıkların giderilmesi için tedbir alınmasını ve öngörülen işlemleri yapmasını isteme yetkisi bulunmakla birlikte, aykırılığa ilişkin karar alarak tebliğ etme ön koşul olarak düzenlenmemiştir. Ayrıca iptalin bozucu yenilik doğuran etkisi ve işlemi ortadan kaldırmaya yöneldiği, diğer taraftan idari yaptırım uygulamasının ise işlemi gerçekleştiren faili cezalandırmaya yönelik olduğu dikkate alındığında işlemin iptalini talep yetkisinin işlemin ortadan kaldırılmasına ilişkin kararın tebliğ edilmesi koşuluna bağlı olması zorunluluğunun bulunmadığı sonucuna varılır. İşlemin ortadan kaldırılmasının talep edilmesi yöntemine iptal talebinden önce başvurulabilirse de, SPK 23.2 kapsamındaki işlemin ortadan kaldırılmasına ilişkin kararın tebliğini iptal talebinin ön koşulu şeklinde yorumlamamak gerekir⁵¹⁴.

⁵¹⁴ Aynı yönde, iptal davası açılması için SPKr'nin usule aykırı işlemin ortadan kaldırılmasını talep etmesinin gerekmediği yönünde bkz. *Manavgat*, Halka Açık, s. 316- 317. Yazar, görüşünü, iptal davası açısından uygulanacak olan TTK 445.1 hükmünde düzenlenen dava açma süresinin genel kurul kararı tarihinden itibaren işlemeye başlayacağı tespiti ile desteklemektedir. *Kırca*, SPKn 23.2 hükmünün, iptal davası açılmasının bu tür işlemlerin ortadan kaldırılmasına yönelik SPKr kararının tebliği tarihinden itibaren otuz gün içinde işlem öncesi durumun aynen sağlanmaması şartına bağlandığı sonucunu çıkarmaya elverişli biçimde kaleme alındığını ve öğretide otuz günlük süre verilmesi mecburiyetinin iptal davası açılabilmesinin değil sadece idari para cezası tesis edilebilmesinin şartı olarak görülmesi gerektiğinin iddia olunduğunu belirtmektedir. *Kırca (Şehirali Çelik/ Manavgat)*, C. 2/2, s. 289. *Karacan*, iptal davası açma yetkisinin de ortaklığa işlemin kaldırılmasına ilişkin tebliğde bulunulmasını gerektirdiği görüşündedir. Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 319. *Moroğlu* ise SPKn 23.2 hükmünün *ratio legis*'i kapsamında idari para cezası yaptırımının öncelikle uygulanması ve iptal davasına bunu takiben gidilmesi gerektiği görüşündedir (Hükümsüzlük, s. 378). Dolayısıyla yazar, işlemin kaldırılmasının ortaklığa tebliğ edilmesi, idari para cezası verilmesi ve iptal davası açılması yetkilerinin sırasıyla kullanılması gerektiğini belirtmektedir. *Tekinalp* de SPKr'nin işlemin kaldırılmasına ilişkin kararının gereğinin yerine getirilmemesi halinde, idari para cezası verileceğini ve işlemin iptalinin isteneceğini belirterek- mevzuattaki hükme benzer şekilde- iptal davası açılması açısından işlemin kaldırılmasının tebliğ edilmesi gerektiği şeklinde yorumlanabilecek bir ifade kullanmaktadır, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 14-104 s. 389. Benzer ifade için bkz. *Altan*, s. 119-120.

b. İptali İstenebilecek İşlemler

SPKn 23.2 hükmü kapsamında iptali istenebilecek işlemler, lafzen, SPKn 23.1 hükmündeki zorunluluklara- önemlilik ölçüsü de dâhil olmak üzere önemli nitelikteki işlemlerde bulunulabilmesi veya kararların alınabilmesi için uyulması zorunlu usul ve esaslar- uyulmaksızın gerçekleştirilen işlemlerdir. İlgili işlemlerin, bizatihi önemli nitelikteki işlemler mi yoksa önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alma sürecindeki - usul ve esaslara aykırı olan- tüm işlemler mi olduğu hususunda hükümde bir açıklık bulunmamaktadır.

SPKr tarafından iptali istenebilecek işlemler, önemli nitelikteki işlemin karara bağlanması sürecinde yer alan tüm işlemlerdir. Bir başka deyişle, önemli nitelikteki işleme ilişkin genel kurul kararlarının yanı sıra karar alma sürecindeki diğer işlemlerin de karar almaya ilişkin usul ve esaslara aykırılık nedeniyle iptali talep edilebilir⁵¹⁵. Usul ve esaslara aykırılığın yönetim kurulu kararı bakımından mevcut olduğu hallerde yönetim kurulu kararının iptali istenebilecektir. Bu tespit, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alma sürecindeki her bir basamağın pay sahiplerinin korunması bakımından önemi haiz olmasına ve bu basamakların her biri bakımından öngörülen usul ve esaslara uygun davranılmasının çoğunluk ile azınlık pay sahiplerinin menfaatlerinin dengelenmesi açısından gerekli olmasına dayanmaktadır. İptal kararı verilmesi halinde usule aykırı işlem geçmişe etkili olarak ortadan kaldırılacağından, kimi hallerde yatırımcının korunması bakımından bu yetkinin kullanılması ön plana çıkabilecektir.

⁵¹⁵ *Moroğlu*, Hükümsüzlük, s. 378; *Manavgat*, Halka Açık, s. 316; *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 320.

Bu noktada belirtmek gerekir ki, SPKn 23.2 hükmünde TTK'nın genel kurul kararlarının iptaline ilişkin hükümlerine gönderme yapılması, iptal talebinde bulunmaya ilişkin yetkinin SPKr'ye salt önemli nitelikteki işleme ilişkin genel kurul kararlarıyla sınırlı olarak verildiği sonucunu beraberinde getirmemektedir. Nitekim SPKn 18.6 kapsamında kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu kararlarının iptali için açılacak davalarda da, TTK'nın genel kurul kararlarının iptaline ilişkin hükümlerine gönderme yapılmıştır. Dolayısıyla, TTK'nın genel kurul kararlarının iptaline ilişkin hükümleri, SPKn kapsamında yönetim kurulu kararları hakkında da uygulanabilmektedir.

c. İptal Sebepleri

SPKn 23.2 hükmü kapsamında iptal talebinin gerekçesi, SPKn 23.1 hükmü kapsamında SPKr'ye tanınan önemlilik ölçüsü de dâhil olmak üzere önemli nitelikteki işlemlerde bulunulabilmesi veya kararların alınabilmesi için uyulması zorunlu usul ve esaslara aykırılıktır. Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin usul ve esaslara aykırılık, TTK 445 hükmünde yer alan iptal sebeplerinden “kanuna aykırılık” başlığına paralel bir iptal sebebidir. Nitekim TTK 445 hükmünde yer alan “kanuna aykırılık” bir iptal sebebi olarak TTK ve diğer kanunlar ile bu kanunlarda verilen yetkiye dayanılarak çıkarılan ikincil düzenlemelere aykırılığı içermektedir⁵¹⁶.

Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alma sürecinde çok farklı nitelikte ve kapsamda usule aykırılıklar gündeme gelebilecektir. Aykırılık, yönetim kurulu kararında payları borsada işlem gören ortaklıklar açısından ayrılma hakkının kullanım fiyatının yer

⁵¹⁶ *Moroğlu*, Hükümsüzlük, s. 215- 216; *Saka*, s. 242.

almaması gibi yatırımcının bilgilendirilmesine yönelik gerekliliklere ilişkin bir aykırılık olabileceği gibi, ayrılma hakkının kullanım fiyatının yanlış hesaplanması gibi bir hesaplama hatası da olabilecektir. Hesap hatalarının mevcudiyeti halinde, işlem ortaklık tarafından kendiliğinden veya SPKr'nin talebi üzerine⁵¹⁷ düzeltilebilmelidir ve bu aykırılık iptale yol açmamalıdır.

İptal sebepleri bakımından incelenmesi gereken bir diğer konu, TTK 446 hükmü uyarınca iptal davası açılabilmesi için aranan, genel kurulun toplanmasına ilişkin usul ve esasa aykırılıkların kararın alınmasında etkili olması koşulunun, SPKr'nin SPKn 23.2 hükmü kapsamındaki iptal talebi bakımından aranıp aranmayacağıdır. TTK kapsamında genel kurul kararlarının iptali için getirilmiş olan 445 ve 446 hükümleri incelendiğinde, TTK 445 hükmünde genel kurul kararının konusu itibariyle kanuna, esas sözleşme hükümlerine ve dürüstlük kuralına aykırı olmasının iptal sebebi oluşturduğu, TTK 446 hükmünde ise, dava açabilecek kişiler belirlenirken, kararın alındığı genel kurulun oluşturulması ve işleyişine ilişkin usuli eksikliklerin iptale neden olmasının düzenlendiği görülmektedir. TTK 446 hükmü kapsamında getirilen iptal sebepleri açısından da, ilgili usuli eksikliğin genel kurul kararının alınmasında etkili olması gerektiği belirlenmiştir. TTK 446.1.b hükmünde yer alan, genel kurulun meydana gelişine ilişkin hükümde sayılan aykırılıkların ancak ilgili genel kurul kararının alınmasında etkili olması halinde iptale dayanak oluşturabilmesine ilişkin düzenlemenin yerindeliği ve aykırılık ile genel

⁵¹⁷ Yatırımcıların ayrılma hakkının kullanım fiyatına ilişkin yanlışlığı SPKr'ye bildirmeleri veya SPKr'nin tespiti suretiyle gündeme gelebilecektir.

kurul kararı arasındaki bağlantının hangi hallerde aranması gerektiği öğretide tartışılmış bulunmaktadır⁵¹⁸.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alma sürecindeki işlemlerin iptalinin SPK tarafından talep edilmesinin dayanağının önemli nitelikteki işlemlere ilişkin usul ve esaslara aykırılık olması sebebiyle, aykırılık ile karar arasında bir nedensellik bağının varlığının aranması gerektiği görüşündeyiz⁵¹⁹. Konuyu örnek üzerinden incelemek

⁵¹⁸ Düzenleme öğretide *Tekinalp* tarafından “etki kuralı” olarak nitelendirilmekte, bu kapsamda, iddia olunan kanuna aykırılığın mevcut olmaması halinde ilgili genel kurul kararı yine alınabilecektiye kararın iptal edilemeyeceği ifade edilmektedir, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 15- 05a s. 394. Yazar ayrıca 11. Hukuk Dairesi’nin bilgi alma hakkının ihlalinin kararın alınmasında etkili olmadığını davalıya kanıtlama olanağı tanınması gerektiğini ifade eden kararını eleştirerek etki kuralının nedensellik bağıını içerir şekilde geniş yorumlanmaması gerektiği görüşünü savunmuştur, Yeni Hukuk, Nr. 15-09 s. 397. *Tekinalp* daha eski tarihli bir başka eserinde ise, TTK 446.1.b hükmünde sayılan aykırılıkların her birinin emredici hükümlere aykırılık olduğunu, fakat kendisinin muhalefetine rağmen “kararın alınmasında etkili olma” koşulunun metne eklendiğini belirtmekte ve etkili olmanın içeriğinin belirsiz olduğu eleştirisini getirmektedir, *Tekinalp*, Ü.: Emredici Hükümler Açısından Genel Kurul Kararlarının İptali ve Butlanı Sorunu, Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Saygı Sempozyumu, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2013/2, s. 15. Nitekim, *Tekinalp* TTK 446.1.b hükmündeki hallerin sınırlayıcı olduğunu ifade etmektedir, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 15- 07 s. 396. Maddede sayılan sebeplerin sınırlayıcı olduğu yönünde ayrıca bkz. *Çamoğlu (Poroy/ Tekinalp)*, Ortaklıklar I, Nr. 738a s. 536. Konuya ilişkin olarak *Moroğlu* ise, TTK 446.1.b hükmü kapsamındaki iptal sebeplerinin iptal sonucuna götürebilmesi için, aykırılığın genel kurulun alınmasında etkili olduğunun davacı tarafından ispatlanması gerektiğini ve davalının bu bağın bulunmadığını kanıtlayarak talebin reddini sağlayabileceğini belirtmektedir, Hükümsüzlük, s. 236. Ayrıca yazar, “etki koşulu”nun uygulama alanını genel kurulun meydana gelişine ilişkin kanun ve esas sözleşmeye aykırılıklar olarak belirlemekte; etkili olma koşulunun iptal edilebilirlik nedeni olarak değil iptal davasının dinlenebilmesi nedeni olarak düzenlenmesinin hukuk güvenliği açısından daha doğru olduğunu savunmaktadır, Hükümsüzlük, s. 237. Fakat konuya ilişkin olarak en güncel eser niteliğindeki eserinde *Kırca*, TTK 445 ve TTK 446 hükümlerindeki düzenleme yaklaşımını eleştirmekte (s. 145- 147), TTK 446.1.b hükmünde aykırılık ile karar arasındaki illiyet bağının aranmakla ve bu hükümdeki haller sınırlı sayı ilkesine tabi olmamakla birlikte (s. 149-150) usuli aykırılıklarda illiyet bağının tespiti bakımından nicelik ve nitelik anlamında hukuka aykırılıkların ayrı değerlendirilmesi gerektiğini belirtmektedir, *Kırca (Şehirali Çelik/ Manavgat)*, C. 2/2, s. 151. Bu bağlamda somut olayda soyut aykırılık pay sahiplerinin davranışına etkide bulunmamışsa, usuli hükümler çoğu kez pay sahiplerinin katılma hakları ile bilgi alma ve inceleme haklarının hukuka uygun biçimde teminine yöneldiğinden, iptal davası reddolunmalıdır, *Kırca (Şehirali Çelik/ Manavgat)*, C. 2/2, s. 158.

⁵¹⁹ İlgili tespit, olaydaki aykırılığın boyutunun küçük olması ve bilgi alma, inceleme ve katılma haklarının kullanılması olanaklarını tümden/büyük ölçüde ortadan kaldırmaması hallerinde, bu aykırılık nedeniyle işlemin iptal edilmesinin ilgili hükümlerin amacıyla da bağdaşmayacağına dayanmaktadır. Nitekim, genel kurulun meydana getirilişine ilişkin usuli hükümlerin pay sahibinin katılma hakları ile bilgi alma ve inceleme haklarının hukuka uygun şekilde temin edilmesine yöneldiği kabul edilmektedir, *Kırca (Şehirali Çelik/ Manavgat)*, C. 2/2, s. 158; *Ansay*, s. 171. Önemli nitelikteki işlemin karara bağlanması sürecindeki usul ve esasların da pay sahiplerinin işleme ilişkin bilgi edinmeleri ve kendilerini koruma amacıyla mevzuatta öngörülen mekanizmalara başvurabilmeleri amacını taşıdığı dikkate alındığında, iptal

gerekirse, önemli nitelikteki işlemin onaya sunulduğu genel kurulda, SPKn 29.6 ile ÖNİ Tebliği 7.1 hükümleri kapsamında toplantı yeter sayısı öngörülmemesi ve ortaklığın esas sözleşmesinde toplantı yeter sayısı düzenlenmemesine rağmen, toplantı yeter sayısının aranmış olması halinde, gerekli yeter sayı sağlanarak alınan bir onay kararı, toplantı yeter sayısının aranmasına ilişkin aykırılık genel kurulun karar alması açısından etkili olmadığından iptal edilmemelidir.

TTK 446 hükmünde yer alan aykırılığın iptale dayanak oluşturabilmesi için, kararın alınmasında etkili olması gerekliliği, önemli nitelikteki işlemin karara bağlanması sürecindeki usul ve esaslara aykırılıklar açısından da uygulanmalıdır. Bu bağlamda kararın alınması bakımından nedensellik bağı kurulamayan usul ve esaslara aykırılıklar, SPKn 23.2 hükmü kapsamındaki SPKr'nin işlemin ortadan kaldırılmasını talep etme yetkisinin kullanımına konu edilebilir. Ayrıca kararın gereğinin yerine getirilmemesi halinde SPKr idari para cezası uygulayabilecektir. Aykırılık ile işlem arasındaki nedensellik bağı, davacı yani SPKr tarafından ispat edilmelidir ve davalı tarafta yer alan ortaklık, ilgili nedensellik bağının bulunmadığını ispat etmek suretiyle iptal talebinin reddini de isteyebilir⁵²⁰.

bakımından aykırılık ile işlem arasında nedensellik bağının aranmasının gerekli olduğu sonucuna varılmalıdır. *Tekinalp*, SPKn 23 hükmünde yer alan iptal davasında etki kuralının geçerli olmadığını belirtmekle yetinmektedir, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 15-09 s. 397.

⁵²⁰ *Kırca (Şehirali Çelik / Manavgat)*, C. 2/2, s. 160; *Moroğlu*, Hükümsüzlük, s. 237.

d. İptal Davasına İlişkin Usul ve Esaslar

SPKn 23.2 hükmünün iptal hakkında TTK'nın genel kurul kararlarının iptaline ilişkin hükümlerinin uygulanacağını göstermesi, TTK hükümlerinden hangilerinin uygulanacağını tespit edilmesini gerektirir. TTK'da, genel kurul kararlarının iptaline ilişkin olarak getirilen 445 ve 446 hükümlerinin yanı sıra, "Çeşitli Hükümler" başlıklı 448 ile 451 hükümlerinde de iptale ilişkin bazı konular hükme bağlanmaktadır. TTK'nın genel kurul kararlarının iptaline özgülenmiş olan 445 ve 446 hükümleri, iptali talep edebilecek kişileri, iptal sebeplerini, iptal talebinin süresi ile iptalin talep edilebileceği görevli ve yetkili mahkemeyi düzenlemektedir. 448 ile 451 arasındaki hükümlerde ise, hak düşürücü sürenin beklenmesi, teminat gösterilmesi, kararın yürütülmesinin geri bırakılması gibi yargılamaya ilişkin özellikler ile iptal davası açılmasının ilanı, iptal kararının etkisi gibi hususların yanı sıra kötü niyetle iptal davası açanların ortaklığın uğradığı zararlardan sorumlu olduğu düzenlenmiştir.

SPKn 23.2 hükmü kapsamında iptali talep eden SPK'r olduğundan, önemli nitelikteki işleme ilişkin usul ve esaslara aykırı işlemin iptali açısından, TTK kapsamında genel kurul kararlarının iptalini talep edebilecek kişilere ilişkin düzenleme uygulanmaz.

SPKn 23.2 hükmünde TTK'nın genel kurul kararlarının iptali hükümlerine yapılan gönderme, TTK'da yer alan hak düşürücü süre niteliğindeki iptal süresinin uygulanması sonucunu doğurur. İptal talebi sonucunda mahkemenin işlemin iptaline ilişkin karar vermesi, hukuki durumda değişiklik doğuracaktır. Bu yöndeki bir iptal olasılığının daimi olması ise hukuk güvenliği ile bağdaşmaz. Ayrıca işlemin karşı

tarafında yer alanların sürekli bir belirsizlik içinde olmamaları gerekir. TTK 445 hükmü kapsamında genel kurul kararlarının iptalinin, karar tarihinden itibaren üç aylık hak düşürücü süre içerisinde istenebilmesine ilişkin kural, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin olarak da uygulanmalıdır. Üç aylık süre, TTK 445 hükmüne paralel olarak, usule aykırı işlemin gerçekleştirildiği tarihten itibaren işler. Bu sürenin geçirildiği hallerde, SPKr'nin SPKn 23.2 hükmünde yer verilen iptal talebinde bulunması mümkün olmayacaktır.

Ancak ilgili işlemin ortadan kaldırılması kararı alınarak ortaklığa tebliğ edilmesi ve işlemin ortadan kaldırılmasının talep edilmesi bir süreye bağlı olmaksızın mümkündür. Yukarıda iptal talebinde bulunulmasının, işlemin ortadan kaldırılmasına ilişkin karar alınarak ortaklığa tebliğ edilmesini gerektirmediği ve SPKn 23.2 hükmündeki diğer yetkilerden bağımsız olduğu belirlenmişti. Bu tespit iptal talebinin üç aylık hak düşürücü süreye bağlı olduğu tespiti ile birlikte değerlendirildiğinde, üç aylık iptal talebinde bulunulabilecek süre içerisinde işlemin ortadan kaldırılması kararının gereğinin otuz gün içerisinde yerine getirilmesinin beklenmesinin amaca uygun olmadığına da dikkat çekilmelidir⁵²¹. Dolayısıyla, önemli nitelikteki işlemin iptalinin istenmesi açısından işlemin aykırılığına ilişkin bir karar alınarak ortaklığa tebliğ edilmesi ve işlemin ortadan kaldırılması için otuz gün süre verilmesinin beklenmesi gerekmemektedir.

İptal talebinde bulunulabilecek görevli ve yetkili mahkeme açısından da TTK hükümleri uygulama alanı bulacaktır. Dolayısıyla, SPKr önemli nitelikteki işleme ilişkin usul ve esaslara aykırı olan işlemin iptalini, TTK 445 hükmünde düzenlendiği üzere,

⁵²¹ *Manavgat*, Halka Açık, s. 316- 317.

ortaklığın merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinden talep edebilecektir.

TTK’da “Çeşitli Hükümler” kısmında iptale ilişkin olarak yer verilen hususların da, önemli nitelikteki işlemlerin usul ve esaslara aykırılık nedeniyle iptalinin talep edilmesi halinde uygulanması gerekir. TTK 448 hükmü kapsamındaki, açılan iptal davasının ve duruşma gününün ilan edilmesi ve ortaklığın internet sitesine konulması, iptal talebi için öngörülen üç aylık hak düşürücü süre geçmeden duruşmaya başlanılmaması, birden fazla iptal davası bulunması halinde davaların birleştirilerek görülmesine ilişkin düzenlemeler, SPKr’nin uyulması gereken usul ve esaslara aykırılık nedeniyle işlemin iptali talebiyle açtığı davada da uygulanmalıdır. Aynı hükümde yer alan, ortaklığın talebi üzerine muhtemel zararlara karşı davacıların teminat göstermesine karar verilebilmesi hükmünün ise, SPKr’nin sermaye piyasasında düzenleyici ve denetleyici otorite konumu nedeniyle uygulanması gerekmeyecektir⁵²². TTK 449 kapsamındaki, kararın yürütülmesinin geri bırakılması olanağı ise, SPKr’nin iptal yetkisi açısından önem arz eder. Önemli nitelikteki işleme ilişkin usul ve esasa aykırı işlemin uygulanması, yatırımcıların zarar görmesi olasılığını doğurmakta ise, mahkeme, istem üzerine veya resen dava konusu kararın yürütülmesinin geri bırakılmasına karar verebilir. Usul ve esasa aykırı işlemin iptaline karar verilmesi halinde, bu karar, TTK 450 hükmü kapsamında tüm pay sahipleri için hüküm ifade eder ve Ticaret Sicili’ne tescil edilir ve ortaklığın internet sitesine konulur. TTK 451 kapsamındaki kötü niyetle iptal davası açanların sorumlu olmasına ilişkin hüküm ise, SPKr’nin düzenleyici ve

⁵²² Nitekim öğretilde teminat talebinin kabulünün, ortakların açmış olduğu davalarla sınırlı tutulması gerektiği ifade edilmiştir, *Kırca (Şehirali Çelik/ Manavgat)*, C. 2/2, s. 240.

denetleyici konumu karşısında uygulama alanı bulamaz. Bu düzenlemeler arasında yer verilen kararın yürütülmesinin geri bırakılması olanağı, önemli nitelikteki işlemler açısından özellikle ön plana çıkabilecektir. Nitekim önemli nitelikteki işlemin uygulanması nedeniyle yatırımcının zarar görmesi olasılığının olduğu usul ve esaslara aykırılık hallerinde, SPK'r, işlemin yürütülmesinin geri bırakılmasını talep etmelidir.

e. İptalin Hüküm ve Sonuçları

İptal davası yenilik doğuran dava niteliğinde olup⁵²³ mahkemenin iptal kararı vermesi ile bozucu etki kapsamında iptal edilen işlem, geçmişe yönelik olarak ortadan kalkmaktadır⁵²⁴. Kararın bozucu etkisiyle birlikte, iyiniyetli üçüncü kişilerin haklarının saklı olduğu kabul edilmektedir⁵²⁵. İptal kararının verilmiş olması halinde, mahkeme genel kurulun yerine geçerek karar veremez⁵²⁶.

İptal davası açılmasının genel kurul kararının geçerliliğine etki etmeyeceği⁵²⁷ ve bu bağlamda kararın uygulanabileceğinden hareketle, SPKn 23.2 hükmü kapsamındaki iptal davasının da ilgili işlemin uygulanmasına etki etmeyeceği belirtilmelidir. Ancak TTK 449 hükmü kapsamında mahkeme tarafından kararın yürütülmesinin geri

⁵²³ Kuru, B./ Budak, A. C.: Tespit Davaları, 2. B., İstanbul 2010, s. 58; Arslan, R./ Yılmaz, E./ Taşpınar Ayvaz, S.: Medeni Usul Hukuku, 2. B., Ankara 2016, s. 299; Kuru, B.: İstinaf Sistemine Göre Yeniden Yazılmış Medeni Usul Hukuku, İstanbul 2016, s. s. 211; Kirca (Şehirali Çelik/ Manavgat), C. 2/2, s. 164.

⁵²⁴ Kuru/ Budak, s. 58; Arslan/ Yılmaz/ Taşpınar Ayvaz, s. 299; Kirca (Şehirali Çelik / Manavgat), C. 2/2, s. 164; Çamoğlu (Poroy/ Tekinalp), Ortaklıklar I, Nr. 723 s. 531; Pulaşlı, Şerh I, § 29 Nr. 769 s. 934; Kuru, s. 211. İnşai kararların etkilerinin geçmişe yürütülmesinin istisnai olduğuna ilişkin olarak bkz. Arslan/ Yılmaz/ Taşpınar Ayvaz, s. 299; Kuru, s. 211.

⁵²⁵ Arslanlı, s. 90; Ansay, s. 204.

⁵²⁶ Yargıtay 11. HD., 30.09.1997, E. 1997/ 5843, K. 1997/ 6431. Ayrıca bkz. Moroğlu, Hükümsüzlük, s. 343- 347; Kirca (Şehirali Çelik / Manavgat, C. 2/2, s. 258-260.

⁵²⁷ Çamoğlu, E.: Yönetim Kurulu Üyelerinin Genel Kurul Kararlarının İcrasından Doğan Sorumluluğu Konusunda Yeni Gelişmeler, Batider, C. VI, S.2, 1971, s.294; Moroğlu, Hükümsüzlük, s. 348; İmregün, Anonim Ortaklıklar, s. 186.

bırakılmasına karar verilmişse, bu durumda ortaklık tarafından karar almaya ilişkin işlemler devam ettirilemeyecektir. Bu yönde bir karar verilmemişse, iptal davası devam ederken önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alma süreci devam ettirilebilecektir⁵²⁸ ve bu bağlamda işlem genel kurul tarafından onaylanmışsa pay sahiplerinin korunması mekanizmalarının işletilmesi, bir diğer deyişle ayrılma hakkının kullanılması veya pay alım teklifi zorunluluğunun uygulanması gerekecektir.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alma sürecindeki usul ve esaslara aykırılık nedeniyle iptal kararı verilmesi halinde, iptal kararı geçmişe yönelik olarak usul ve esasa aykırı işlemi ve bu işlemden sonra yapılan diğer işlemleri ortadan kaldıracaktır. Dolayısıyla önemli nitelikteki işlem karara bağlanmak isteniyorsa, iptal edilen işlem basamağı ve sonrasındaki diğer işlemler usule uygun olarak yerine getirilmelidir.

İptal kararının verilmesi halinde, usule aykırı işlem kapsamında yerine getirilmiş edimler bulunmakta ise edimlerin iadesi için gereken tedbirler alınmalıdır. Bu süreçte iyiniyetli üçüncü kişilerin kazanımları TTK 371.1 ve 371. 4 hükümleri uyarınca korunacaktır⁵²⁹. Diğer taraftan, genel kurul kararının ortaklıkla üçüncü kişiler arasında yapılan hukuki işlem açısından bir geçerlilik koşulu olduğu hallerde, genel kurul

⁵²⁸ Yönetim kurulu üyeleri sakat olan genel kurul kararının uygulanması nedeniyle sorumlu tutulabileceklerdir, *Von Steiger*, F.: İsviçrede Anonim Şirketler Hukuku, Çev. T. Çağa, İstanbul 1968, s. 254; *Çamoğlu*, Genel Kurul Kararlarının İcrası, s. 292. Dolayısıyla yönetim kurulu üyelerinin kararın iptal edilmesi olasılığının yüksekliğini değerlendirerek kararı uygulamak veya uygulamamak yönünde bir tercihte bulunmaları gerekmektedir. Bu kararın verilmesi bakımından temel alınması gereken ölçünün, ortaklığın çıkarı olduğuna ilişkin olarak bkz. *Moroğlu*, Hükümsüzlük, s. 348. Ayrıca bu noktada yönetim kurulu üyelerinin her birinin, TTK 446.1.d hükmü kapsamında kararın yürütülmesi sorumluluğuna sebep olacaksa önemli nitelikteki işlemin onaylanması hakkındaki genel kurul kararı hakkında iptal davası açabileceği de vurgulanmalıdır.

⁵²⁹ *Moroğlu*, Hükümsüzlük, s. 342; *Saka*, s. 252. *Nomer* de, üçüncü kişilerle işlem yapılmasına neden olan genel kurul kararı ile bu kararın uygulanması sonucunda tarafı olunan işlemi ayırarak, üçüncü kişilerle işlem yapılmasına temel teşkil eden genel kurul kararının iptalinin üçüncü kişi ile yapılan işlemin hükümlerini ortadan kaldırmayacağını belirtmektedir, *Nomer*, H. N., s. 136.

kararının iptalinin ilgili işlemi de geçersiz kılacağı öğretide kabul edilmektedir⁵³⁰.

Önemli nitelikteki işlemler ÖNİ Tebliği 9.1 hükmü kapsamında genel kurulun onayına sunulduklarından, onay kararının iptal edilmesi bizatihi önemli nitelikteki işlemin de geçersiz olması sonucunu doğurur. Dolayısıyla önemli nitelikteki işlemin hüküm ve sonuçlarının ortadan kaldırılması gerekecektir.

Önemli nitelikteki işlemin genel kurul tarafından onaylanmasının ardından yönetim kurulca uygulanması ve süreçteki pay sahibinin korunması mekanizmalarının işletilmesi sonrasında iptal kararının verilmesi halinde, iptal kararının sürece etkilerinin ne yönde olacağı da bağlantılı bir başka sorundur. Pay sahiplerinin korunması mekanizmaları bakımından pay sahiplerinin önemli nitelikteki işlemin pay fiyatı ve değeri üzerindeki etkilerinden uzak bir şekilde payını devredebilmesi temel alındığından, geçmişe etkili sonuç doğuran iptal kararının uygulanması özellikli hale gelmektedir.

İptal kararı, TTK 450 hükmü kapsamında tüm pay sahipleri hakkında hüküm ifade etmektedir. Ayrıca karar, ortaklık ve yönetim kurulu bakımından da şüphesiz bağlayıcı niteliktedir⁵³¹. Dolayısıyla yönetim kurulu ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğu uygulamalarının geriye çevrilmesi açısından gerekli tedbirleri almakla yükümlüdür⁵³². Ancak uygulanmış bulunan pay sahibinin korunması mekanizmasının

⁵³⁰ *Moroğlu*, Hükümsüzlük, s. 342; *Kırca (Şehirali Çelik/ Manavgat)*, C. 2/2, s. 257.

⁵³¹ *Moroğlu*, Hükümsüzlük, s. 340; *Kırca (Şehirali Çelik/ Manavgat)*, C. 2/2, s. 254.

⁵³² Bu noktada, TTK 192 kapsamında yeniden yapılanmaya ilişkin iptal davasında mahkemenin eksikliklerin giderilmesi için taraflara süre vermesi ve hukuki sakatlık giderilememişse kararı iptal etmesine ilişkin düzenleme çerçevesinde benimsenen, işlemin ayakta tutulmasına ilişkin yaklaşımın önemli nitelikteki işlem bakımından da benimsenmesinin mümkün olup olmadığı sorunu gündeme gelebilir. TTK 192 hükmündeki yaklaşımın nedenleri, yeniden yapılanma kararının çok yönlü olması,

hüküm ve sonuçlarının tümüyle ortadan kaldırılması her durumda mümkün olmayabilecektir. Bu noktada ayrılma hakkı uygulaması sonucunda ortaklık tarafından elde edilen payların, işlemin mahkeme tarafından iptal edildiği sırada ortaklığın elinde bulunup bulunmamasına göre bir ayırım yapılmalıdır. Paylar ortaklıkta ise edimlerin iadesine ilişkin süreç yürütülmelidir⁵³³. Ayrılma hakkının kullanılması sonucunda ortaklık tarafından edinilen pay/paylar üçüncü kişilere devredilmişse, iyiniyetli üçüncü kişilerin kazanımlarının korunması gerekeceğinden edimlerin iadesi söz konusu olmayacaktır. Somut olayda iadenin olanaklı olmaması halinde bu duruma uygun hareket edilmelidir. İptal kararının gereklerinin yerine getirilmesi bakımından hukuken veya fiilen imkânsızlık bulunması halinde, usul ve esasa aykırılık nedeniyle tazminat sorumluluğunun saklı olduğu sonucuna varılması gerekmektedir.

Bu noktada dikkat edilmesi gereken temel konu, mahkeme tarafından usul ve esasa aykırılık nedeniyle iptal kararı verilmiş olsa dahi, ortaklığın karar alma sürecinin devam ettirilmesi yönünde hareket etmesinin olağan olmasıdır. Mevzuatta getirilen usul ve esaslar, karar alma sürecinin çoğunluk ve azınlık menfaatlerinin dengelenmesi amacı çerçevesinde izlenmesine ve tamamlanmasına hizmet etmektedir. Dolayısıyla iptal kararının gereklerinin yerine getirilmesinin ardından, ortaklık karar alma sürecini

bazen kararın etkilerinin ortadan kaldırılması olanağının bulunmaması, iptalin geçmişe etkili olması ve nihayet işlem güvenliğinin önemi olarak gösterilmiştir, *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 15- 39 s. 406. Bu nedenler önemli nitelikteki işlemlerin ortaklığın faaliyetleri üzerindeki etkileri nedeniyle bu işlemler bakımından da geçerlidir. Ancak konuya ilişkin bir pozitif hukuk kuralı bulunmaması nedeniyle, önemli nitelikteki işlemin iptaline ilişkin davada hâkim sakatlığın giderilmesi için süre tanıma yoluna gidememektedir. İptal davasında TTK 192 hükmündeki olanağa paralel bir şekilde eksikliğin giderilmesi olanağının ortaklığa tanınmasına ilişkin bir düzenleme, *olması gereken bakımından*, sermaye piyasası mevzuatında getirilmelidir.

⁵³³ Ortaklığın elinde bulunan kendi paylarını elinden çıkarması gerekliliklerine ilişkin mevzuatta getirilen süreler ve somut olay bakımından iptal davasının ne kadar süreceği önemli hale gelecektir. Ayrıca ortaklığın ayrılma hakkı uygulaması kapsamında edindiği payların bir kısmını elden çıkarmış olması halinde, bu kısmın mümkünse piyasadan edinilmesi gerekebilecektir.

izlemeye devam edecektir. Bu bağlamda işlemlerin usul ve esaslara uygun olarak yerine getirilmesi sonrasında yine ayrılma hakkı veya pay alım teklifi zorunluluğu uygulama alanı bulacaktır. Öncelikle uygulanmış olan ayrılma hakkı veya pay alım teklifi zorunluluğunun ortadan kaldırılması ve sonra karar alma sürecinin usulüne uygun olarak tamamlanmasının ardından tekraren uygulanması, etkinlik açısından yerinde olmayabileceğinden konunun mevzuatta düzenlenmesi ve iptalin ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğu uygulamalarına etkilerinin belirlenmesi yerinde olabilecektir. Bu bakımdan, hakkın hangi fiyat üzerinden uygulanacağı temel husus olduğundan, daha önce ayrılma hakkı veya pay alım teklifi zorunluluğu kapsamında payını devretmiş olan kişilere, ikinci uygulamada kullanım fiyatının fazla olması halinde aradaki farkın ödenmesi yönünde bir pozitif hukuk kuralının getirilmesi amaca uygun olacaktır.

Karar alma sürecindeki her bir işlem bakımından üç aylık hak düşürücü süre içerisinde SPKı iptal davası açabileceğinden, ilgili işlemin üzerinden bu sürenin geçmesiyle ilgili aykırılığın iptal talebine konu edilmesi olasılığı ortadan kalkacaktır.

f. İptal Yetkisinin SPKn 92 Hükmündeki İptal Yetkisi ile İlişkisi

Önemli nitelikteki işleme ilişkin usul ve esasa aykırılık nedeniyle, SPKı'nın SPKn 23.2 hükmü dışındaki iptal yetkilerinden birini de kullanabileceği hallerde, hangi yetkinin kullanılmasının amaca uygun olacağı sorunu gündeme gelecektir. SPKn 92.1 hükmünde, ihraççıların, kanuna, sermaye piyasası mevzuatına, esas sözleşme ve fon iç tüzüğü hükümlerine veya işletme maksat ve mevzuuna aykırı görülen durum ve işlemleri

sebebiyle sermayenin veya malvarlığının azalmasına veya kaybolmasına yol açması hallerinde SPKr'nin uygulayabileceği yaptırımlar arasında, durum ve işlemin hukuka aykırılığının tespitinden itibaren üç ay ve her halde meydana gelme tarihinden itibaren üç yıl içinde iptal davası açılması bulunmaktadır.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin usul ve esaslara aykırılık içeren işlem, aynı zamanda ortaklık sermayesi veya malvarlığının azalması veya kaybı sonucunu doğurmuşsa, SPKr, hem SPKn 23.2 hem de SPKn 92.1 hükümleri kapsamında iptal talebinde bulunabilecektir. Bu yetkileri düzenleyen hükümler arasındaki ilişki açısından, önemli nitelikteki işleme ilişkin yetki veren SPKn 23.2 hükmü özel hükümdür. Ancak, bu madde kapsamında iptalin, TTK'nın genel kurul kararlarına ilişkin gönderme nedeniyle işlemiden itibaren üç ay içerisinde istenmesi gerekirken, SPKn 92.1 kapsamında iptalin hukuka aykırılığın tespitinden itibaren üç ay ve her halde işlemin gerçekleştirilmesinden itibaren üç yıl içerisinde istenebilmesi bazı hallerde ikinci yetkinin uygulanmasının yatırımcının korunması amacına daha uygun olması sonucunu doğuracaktır. Dolayısıyla, her iki maddedeki yetkinin de kullanılabilir olduğu hallerde özel hüküm olması nedeniyle SPKn 23.2 hükmüne başvurulmalıdır. SPKn 23.2 hükmündeki yetkinin sürenin geçmesi nedeniyle kullanılamadığı, SPKn 92.1 hükmüne başvurulabilen hallerde ise, ihraççıların hukuka aykırı işlemleriyle sermayeyi veya malvarlığını azaltması nedeniyle ilgili işlemlerin iptali SPKn 92.1 kapsamında talep edilmelidir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMLERDE PAY SAHİBİNİN KORUNMASINA İLİŞKİN HÜKÜMLER

I. Pay Sahibinin Korunması Gerekliği

Önemli nitelikteki işlem kavramının sermaye piyasası mevzuatındaki işlevi, karar alan çoğunluk ile bu çoğunluğun karşısında yer alan azınlığın menfaatlerini dengelemektir⁵³⁴. Ortaklıkların, önemli nitelikteki işlemleri gerçekleştirmeleri bakımından azınlıkta kalan yatırımcıların olumsuz yöndeki iradeleriyle engellenmemeleri⁵³⁵ sağlanırken, diğer taraftan kararın alınması açısından azınlık teşkil eden yatırımcılar, ayrılma hakkıyla, önemli nitelikteki işlem sonrasında ortaklıkta pay sahibi olmaya devam etmek veya payını devretmek arasında tercihte bulunmaları konusunda olanak tanınması suretiyle⁵³⁶ çoğunluk karşısında korunmaktadır.

Önemli nitelikteki işlemler, halka açık anonim ortaklık açısından değişiklik meydana getirme ihtimalleri yüksek olan işlemler⁵³⁷ olduklarından, işleme ilişkin karar alınmasında iradesi bulunmayan azınlıkta kalan pay sahiplerinin korunması gerekliliği gündeme gelmektedir. Pay sahibinin halka açık anonim ortaklığın payını edinmedeki temel amaçları olan, kâr payı getirisi elde etme ve payı satın almak için ödenmiş olan bedelden daha yüksek bir fiyattan satma amaçları, önemli nitelikteki işlemin ortaklık faaliyeti ve ortaklık payları üzerinde meydana getireceği değişiklikten olumsuz yönde

⁵³⁴ Bkz. Birinci Bölüm, II, B.

⁵³⁵ *Thompson*, R. B., *Exit*, s.15-16. Önemli nitelikteki işlem sonucunda tanınan ayrılma hakkının ortaklığa esneklik sağladığına ilişkin bkz. *Grant*, s. 3; *Macintosh*, s. 205. Ayrıca önemli nitelikteki işlem ve ayrılma hakkına ilişkin kanuni düzenlemelerin kendilerine atfedilen azınlığı korumak işlevinden çok çoğunluğun hareket serbestisini artırmaya yaradığına ilişkin eleştiri için bkz. *Manning*, s. 227.

⁵³⁶ *Manning*, s. 230; *Grant*, s. 3.

⁵³⁷ Bkz. Birinci Bölüm, II, B.

etkilenebilir. Bu etkilenmenin özellikle işleme ilişkin olarak olumsuz oy kullanan pay sahipleri açısından gerçekleşmesi, halka açık anonim ortaklıklarda çoğunluk ilkesinin uygulaması nedeniyle azınlık pay sahiplerine zarar verilmesi anlamına gelmektedir. Bu nedenle, işleme ilişkin kararın alınması açısından çoğunluk içerisinde yer almayan pay sahipleri çeşitli mekanizmalarla korunmalıdır. Sermaye piyasasında önemli nitelikteki işlemlere ilişkin olarak yatırımcının korunması gerekliliği karşısında ayrılma hakkı tanınmakta veya zorunlu pay alım teklifi uygulanmaktadır.

Anonim ortaklıklarda payların serbestçe devredilmesi kuralı geçerli olduğundan, ortağın belirli sebeplerle ortaklıktan çıkması veya çıkarılması yönünde hükümler, kurumsal olarak ayrılma hakkı, TTK'da anonim ortaklığa ilişkin hükümlerde bulunmamaktadır⁵³⁸. Anonim ortaklıklarda ortağın ortaklıktan ayrılması kural olarak payın devri suretiyle gerçekleştirilir. Ayrılma hakkı, SPKn 24.1 ve ÖNİ Tebliği 9.1 hükümleri uyarınca, önemli nitelikteki işleme ilişkin olarak mevzuat ile öngörülmüş olan karar alma sürecini izleyerek karar alan halka açık anonim ortaklığın, işleme ilişkin olumsuz oy kullanan ve muhalefetini tutanağa işleyen pay sahiplerine tanınır. İlgili pay sahipleri, ayrılma hakkını kullanmak suretiyle paylarını mevzuatta belirlenmiş fiyat üzerinden ortaklığa satarak ortaklıktan ayrılabilirler⁵³⁹.

⁵³⁸ Çıkma ve çıkarılmanın kurumsal olarak şahıs ortaklıklarında ve sermaye ortaklıklarından limited ortaklıkta düzenlendiğine, anonim ortaklıklar açısından pay devri serbestisinin geçerli olduğuna ve ıskat müessesesinin anonim ortaklıklarda çıkarmaya benzer sonuç doğurduğuna, anonim ortaklık pay sahibi tarafından ayrılma sonucunu doğurabilecek TTK düzenlemelerine ilişkin olarak bkz. İkinci Bölüm, II, A, 5.

⁵³⁹ Pay sahibi tarafından ayrılma hakkının kullanılması süreci, iki aşama içermektedir. Öncelikle pay sahibinin önemli nitelikteki işleme ilişkin genel kurula katılarak olumsuz oy kullanması ve muhalefetini tutanağa geçirtmesi gerekmekte; bu koşulların sağlanmasının ardından pay sahibi dilerse ayrılma hakkını kullanacağına ilişkin beyanda bulunmak suretiyle hakkı kullanabilmektedir. *Geis*, ABD Hukuku açısından

Ayrılma hakkı, anonim ortaklıklar açısından geçerli olan payların serbestçe devredilmesi ilkesine ilişkin bir istisna getirmemekte⁵⁴⁰; hak kapsamında pay sahibi, payın devrine ilişkin serbestliğin yanı sıra, önemli nitelikteki işleme ilişkin olumsuz oy kullanma ve muhalefetini tutanağa işletme koşullarını yerine getirmek suretiyle payını mevzuatta belirlenen fiyat üzerinden ortaklığa satma olanağına kavuşmaktadır. Hakkın kullanıldığı hallerde mevzuat tarafından belirlenmiş taraflar arasında yine mevzuat tarafından belirlenmiş usule göre tespit edilecek fiyat üzerinden bir pay devri sözleşmesi kurulmaktadır. Ayrılma hakkının kullanım fiyatının özelliği ise, önemli nitelikteki işlemin ortaklık üzerindeki etkilerinden uzak bir biçimde belirlenmesidir. Ayrılma hakkı, önemli nitelikteki işlemi gerçekleştiren halka açık anonim ortaklık açısından sözleşme kurma yükümlülüğü getirirken⁵⁴¹; hak sahipleri açısından ise önemli nitelikteki işlemden etkilenmeden payı devretme olanağı sunmaktadır.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alma sürecini takip ederek karar alan halka açık anonim ortaklıktaki azınlık pay sahiplerinin menfaatlerinin korunmasına hizmet eden ikinci mekanizma, önemli nitelikteki işlem nedeniyle pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunun doğmasıdır. Önemli nitelikteki işlemler nedeniyle pay alım teklifi

bu iki aşamayı ayırmakta ve birinci aşamanın ayrılma hakkını kullanabilecek statünün kazanılması niteliğinde olduğunu ve ancak bu aşamadan sonra hakkın kullanılabilceğini belirtmektedir (s. 1645).

⁵⁴⁰ Ayrılma hakkının payın serbestçe devredilmesi ilkesine istisna getirdiğine ilişkin olarak bkz. *Sönmez*, s.7; *Karababa*, s. 136. Bu noktada ayrılma hakkının uygulaması kapsamında pay sahibinin payını devretmesi bir zorunluluk olmayıp bir olanak olduğundan payın devrine ilişkin serbestinin sınırlandırıldığı tespitinde bulunulamaz. Fakat, hakkın uygulaması kapsamında payın devralınması bir yükümlülük olarak ortaklık açısından getirilmiş bulunduğundan, payın serbestçe devredilmesi ilkesinin uzantısı bulunan payın devralınmasına ilişkin serbestiye bir istisna getirildiği tespitinde bulunmak daha doğru gözükmemektedir. Aynı yönde, zorunlu pay alım teklifinin payın devralınmasına ilişkin serbestinin sınırlandırılması olduğu yönünde bkz. *Sevi*, Payın Devri, s. 109. Yazar, SPKn kapsamında doğan ayrılma hakkını da yine “pay devralma yükümlülüğü doğuran düzenlemeler” kapsamında incelemiştir, *Sevi*, Payın Devri, s. 127- 132.

⁵⁴¹ Ayrılma hakkının sözleşme kurma yükümlülüğü getirdiğine ilişkin ayrıntılı inceleme için bkz. aşağıda Dördüncü Bölüm, II, A, 1, b.

yapılmasına ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisi, SPKn 25.1 hükmünde SPKr’ye bırakılmıştır. SPKr, ÖNİ Tebliği 11 hükmünde önemli nitelikteki işlemlerin bir kısmında pay alım teklifi zorunluluğu doğacağını düzenlemiştir. Önemli nitelikteki işlemlerde azınlık, kural olarak ayrılma hakkı ile korunurken, bazı hallerde menfaatler dengesi işlemde yararlananların veya hâkim ortak konumundakiler ile bunlarla birlikte hareket edenlerin azınlığın paylarını satın almasını gerektirmektedir⁵⁴². Pay alım teklifine ilişkin genel düzenleme niteliğindeki SPKn 26 hükmünde⁵⁴³ teklif zorunluluğu yönetim kontrolünün elde edilmesine bağlanmış olmakla birlikte, önemli nitelikteki işlemler nedeniyle doğan pay alım teklifi zorunluluğu kapsamında bu kurala bir istisna getirilmiştir⁵⁴⁴. Önemli nitelikteki işlemler nedeniyle gündeme gelen pay alım teklifi zorunluluğuna ilişkin olarak ÖNİ Tebliği’nde hüküm bulunmayan hallerde, pay alım teklifine ilişkin SPKr düzenlemelerinin uygulama alanı bulacağı ÖNİ Tebliği 11.8 hükmünde belirlenmiştir.

ÖNİ Tebliği 11.5 hükmü uyarınca, önemli nitelikteki işlemlere özgü olarak gönüllü olarak pay alım teklifinde bulunulmasının talep edilmesi veya ayrılma hakkını

⁵⁴² Bektaş, s. 773; Çetin/ Töremiş/ Cantimur, s. 180. Pay alım teklifine ilişkin düzenleme tercihinin eleştirisi için bkz. Manavgat, Halka Açık, s. 349.

⁵⁴³ Pay alım teklifi zorunluluğu, ortaklıktaki yönetim kontrolünün el değiştirmesi nedeniyle ortaklara, paylarını eşit şartlar altında satarak ortaklıktan ayrılma hakkı tanımayı amaçlamaktadır, Manavgat, Aleni Pay Alım Teklifi, s. 121. Yönetim kontrolünün ele geçirilmesi nedeniyle doğan pay alım teklifi zorunluluğu, küçük pay sahiplerine kontrol değişikliğinin ileride neden olabileceği olumsuzluklardan etkilenmeme ve bu yöndeki riskleri almama hakkı vermektedir, Kolcuoğlu, s.11. Yazar kontrol değişikliği nedeniyle doğan pay alım teklifi zorunluluğunun küçük pay sahiplerine şirketten çıkma hakkı sunduğunu belirtmektedir. Ayrıca, yönetim kontrolünü sağlayan oranda payın ele geçirilmesi amacıyla ödenen kontrol priminden diğer ortakların da eşit işlem ilkesi çerçevesinde faydalanabilmesi pay alım teklifi zorunluluğu ile mümkündür, Kolcuoğlu, s. 15; Karayalçın, Azınlık, s. 363. Eşitliğin sağlanması, zorunlu pay alım teklifi fiyatının, kontrolün ele geçirilmesi sırasında ilgili paylara ödenen bedelden az olmaması ile sağlanır. Fiyat eşitliği ve fırsat eşitliği kavramları ile ilgili detaylı bilgi için bkz. Manavgat, Aleni Pay Alım Teklifi, s. 110- 121.

⁵⁴⁴ Türkyılmaz, s. 73.

doğuran önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklanması ile eş anlı olarak pay alım teklifi zorunluluğunu doğuran bir başka işlemin gerçekleşmesi hallerinde, pay alım teklifi fiyatının ayrılma hakkı kullanım fiyatına eşit veya bu fiyattan yüksek olması ve SPKı tarafından uygun görülmesi şartıyla münhasıran pay alım teklifinde bulunulur.

Önemli nitelikteki işlemlerde pay sahibinin korunmasına ilişkin sistemin temel mantığı, pay sahibine önemli nitelikteki işlemin ortaklık payının fiyatı veya değeri üzerindeki etkisinden uzak bir şekilde payını devretme olanağının tanınmasıdır. Payını devretme olanağının pay sahibine tanınması, ayrılma hakkında payı satın alan ortaklık ve zorunlu pay alım teklifinde hâkim ortak veya ortaklar açısından maliyet doğurur ve önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alınırken bu maliyetin dikkate alınması gerekli olduğundan, işlem ortaklığın kısa veya uzun vadede menfaatine hizmet edecek şekilde konumlandırılmalıdır. Ayrıca, yine önemli nitelikteki işlemin karara bağlanma sürecinin SPKn ve ÖNİ Tebliğı'nde ayrıntılı olarak düzenlenmiş olması pay sahibinin korunması amacına hizmet etmektedir. Önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alma süreci, yetkili organ ve aykırılık halindeki yaptırımlar Üçüncü Bölüm' de incelenmiş olduğundan, bu bölümde pay sahibinin işlemin pay üzerindeki etkilerinden korunmasını ve etkilerden uzak bir şekilde kendi yatırım kararını vermesini mümkün kılan, ayrılma hakkı ve önemli nitelikteki işlem nedeniyle pay alım teklifi zorunluluğu incelenecektir.

II. Pay Sahibinin Korunmasına İlişkin Hükümler

A. Ayrılma Hakkı

1. Ayrılma Hakkının Hukuki Niteliği

a. Pay Sahipliği Hakkı Olması

Ayrılma hakkı, önemli nitelikteki işlemler sonucunda doğmakta ve pay sahibi veya temsilcisi tarafından mevzuattaki koşullar yerine getirilerek kullanılabilir⁵⁴⁵. Ayrılma hakkının pay sahipleri tarafından kullanılması halinde ortaklık kanuni bir satın alma yükümlülüğü altına girmektedir. İlgili yükümlülük kapsamında, ayrılma hakkını kullanan pay sahibinin sahip olduğu pay veya payların tümü⁵⁴⁶, mevzuatta yer alan yöntemle belirlenen fiyat üzerinden ortaklık tarafından satın alınmak zorundadır. Ayrılma hakkı, hakkı kullanan pay sahibi ile önemli nitelikteki işlemi genel kurulunda onaylayan halka açık anonim ortaklık arasında payın devrine ilişkin bir sözleşme kurulmasına neden olmaktadır. Bu bağlamda, ayrılma hakkını kullanma olanağı doğmuş olan pay sahibinin bu hakkını kullanmasının zorunlu olmadığı dikkate alındığında, hakkın tek taraflı bir yükümlülük doğurduğu kabul edilmelidir. Dolayısıyla, önemli nitelikteki işlemi gerçekleştirmek isteyen ortaklık, ayrılma hakkının kullanılması

⁵⁴⁵ Hak sahipleri hakkında ayrıntılı inceleme için bkz. aşağıda Dördüncü Bölüm, II, A, 2.

⁵⁴⁶ ÖNİ Tebliği 9.9 hükmünde, ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahiplerinin bu hakkı grup ayırımına bakmaksızın sahip oldukları payların tamamı için kullanmaları gerektiği belirlenmiştir. İlgili hükmün hakkın amacı kapsamında yerinde olduğu yönünde bkz. *Manavgat*, Halka Açık, s. 328; *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 296; *Adıgüzel*, Sermaye Piyasası, s. 86. Ayrılma hakkının payların tümü için kullanılmasının gerekli olup olmadığı hususunda ayrılma hakkının işleyiş sürecinin belirli olacağı, payların tümü için kullanımda açık bir menfaat olmadıkça kısmi kullanıma cevaz verilmesinin doğru olacağı görüşü için bkz. *Sönmez*, s. 163. UmwG § 29 hükmü kapsamında pay sahibi paylarının tümü veya bir kısmı için ayrılma tercihinde bulunabilmektedir, *Kalls*, Umwandlungsgesetz, UmwG § 29 Rn. 29.

ihtimalini ve bu nedenle ortaklığın katlanmak zorunda kalabileceği maliyeti dikkate almak zorundadır.

Ayrılma hakkı, dayanağını kanundan alan ve halka açık anonim ortaklıklar açısından geçerli olan bir pay sahipliği hakkıdır. Hakkın doğumu önemli nitelikteki işlem kavramına bağlanmıştır. Önemli nitelikteki işlemler mevzuatta belirlenen işlemler⁵⁴⁷ olup yine mevzuatta öngörülen karar alma sürecinin⁵⁴⁸ takip edilmesi ile karara bağlanabilirler. Bu işlemlerin karara bağlanması çoğunluk ilkesinin uygulaması niteliğinde olduğundan çoğunluk ile azınlık pay sahiplerinin menfaatlerinin dengelenmesi ihtiyacı gündeme gelmektedir. Azınlık pay sahiplerinin korunması ihtiyacı çerçevesinde, pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınmakta veya pay alım teklifi zorunluluğu⁵⁴⁹ uygulanmaktadır.

Halka açık anonim ortaklıklar bakımından sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen ayrılma hakkı, pay sahipliği hakkı olarak malvarlıksal haklar içinde yer almaktadır⁵⁵⁰. Hak, pay sahibine önemli nitelikteki işlemi onaylayan ortaklıkta devam

⁵⁴⁷ Bkz. Birinci Bölüm, II, B ve C.

⁵⁴⁸ Bkz. Üçüncü Bölüm, I.

⁵⁴⁹ Bkz. Dördüncü Bölüm, II, B.

⁵⁵⁰ Sönmez, s. 76; Adıgüzel, Ayrılma Hakkı, s. 6; Bektaş, s. 761; Sayın, H. B.: Pay Sahibi Haklarının Korunması Kapsamında Anonim Şirket Yönetim Kurulu Kararlarının Butlanı, 2. B., İstanbul 2017, s. 136; Yeşiltepe, s. 132; Bozgeyik, H./Karahan, S.: Şirketler Hukuku, 2. B., Konya 2013, s. 637. Alman Hukuku kapsamında AktG § 305 hükmü açısından bkz. Rieckers, O.: Münchener Handbuch des Gesellschafts, Band 4, München 2015, §18 Rn. 2 s. 286; Malvarlıksal haklar, ortaklık malvarlığından kaynaklanan ve para ile ölçülebilen değeri bulunan haklardır, Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu), Ortaklıklar I, Nr. 874 s. 615. Ayrıca bkz. Oğuzman/ Barlas, Nr. 474 s. 141; Dural, M./ Sarı, S.: Türk Özel Hukuku: Temel Kavramlar ve Medeni Kanunun Başlangıç Hükümleri, C. I, İstanbul 2014, N. 1006 s. 169. Pay sahipliği haklarının konuları bakımından sınıflandırılması açısından, Tekinalp, malvarlıksal haklar, katılma hakları, aydınlatıcı haklar ve koruyucu haklar şeklinde bir ayrıma gitmektedir [Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu), Ortaklıklar I, Nr. 873 s. 615]. Pulaşlı ise malvarlığı hakları ile malvarlıksal nitelikte olmayan hak ayrımı yapmaktadır (Pulaşlı, Şerh II, § 37 Nr. 7 s.1401- 1402). Bu ikili ayrımı temel alan kimi diğer yazarlar, malvarlıksal nitelikte olmayan pay sahipliği haklarını ise farklı şekillerde adlandırmışlardır. Kişisel haklar (Bahtiyar, M.: Ortaklıklar Hukuku, 11. B., İstanbul 2016, s. 289), sosyal haklar (Tekil, F.: Anonim Şirketler Hukuku,

edip etmeme hususunda kendi yatırım kararını verme olanağı sağlamakta; ilgili işlemi ortaklıktaki yatırımı açısından olumlu görmemesi halinde yatırımını nakde çevirme olanağı vermektedir. Bu noktada, ayrılma hakkının malvarlıksal hak kategorisinde yer almakla birlikte bu kategorideki diğer haklardan, hakkın düzenleniş amacının çoğunluk gücünün sınırlandırılması olması kapsamında ayrıldığı ifade edilmiştir⁵⁵¹. Ayrıca diğer malvarlıksal pay sahipliği hakları ile karşılaştırıldığında, ayrılma hakkı, hakkın kullanımı ile pay sahipliği sıfatı sona erdirdiğinden farklılık göstermektedir; ancak, hakkın gözettiği temel menfaat pay sahibinin halka açık anonim ortaklıktaki yatırımı yani ekonomik menfaatidir.

Ayrılma hakkının pay sahibinin vazgeçilmez hakları⁵⁵² arasında yer alıp almadığı ise öğretilerde tartışılmıştır. Hakkın vazgeçilmez nitelikte olduğuna ilişkin görüş⁵⁵³, hakkı

2. B., İstanbul 1998, s. 392), idari haklar (*Ansay*, s. 231) gibi. Pay sahipliği haklarının konularına göre, mali haklar, idari haklar ve dava hakları şeklinde üçlü sınıflandırılması için bkz. *Bozgeyik/Karahan*, s. 636. İsviçre Hukuku bakımından malvarlığına bağlı haklar ile malvarlığına bağlı olmayan veya ilk sırada malvarlığına bağlılık göstermeyen haklar şeklinde ayırım yapılmaktadır, *Forstmoser/ Meier- Hayoz/ Nobel*, § 40 N. 7 s. 485; *Weber (Von Büren/ Stoffel)*, N. 882 s.212. Ayrıca *Weber*, malvarlıksal olmayan hakların, katılma hakları ve koruyucu haklar olarak ayrılabilceğini, koruyucu hakların ise bilgi alma hakları ile dava haklarını içerdiğini belirtmektedir. Alman Hukuku bakımından malvarlığı hakları ve idari haklar şeklinde ayırım yapılmaktadır, *Rieckers*, §17 Rn. 3-4 s. 269; *Raiser/ Veil*, § 11 Rn. 10 s. 101.

⁵⁵¹ *Sönmez*, s. 77.

⁵⁵² Pay sahipliği hakları sağladıkları korumalar açısından ise çoğunluk kararına tabi haklar, pay sahibinin rızası olmadan değiştirilemeyen mütesep haklar ve pay sahibinin rızası olsa dahi sınırlandıramayan vazgeçilmez haklar olarak sınıflandırılmaktadırlar, *Bär*, R.: Grundprobleme des Minderheitenschutzes in der Aktiengesellschaft, ZBJV, Band 93, 1959, s. 371; *Erdem*, N.: 6102 sayılı “Yeni” TTK.’ya Göre Anonim Ortaklık Pay Sahiplerinin Mütesep (Kazanılmış) Hakları, REGESTA, C. 2, S.1, 2012, s. 30; *Bozgeyik/ Karahan*, s. 634. Bu ayırımın içeriği pay sahipliği haklarına ilişkin diğer sınıflandırmalara göre oldukça tartışmalıdır. Vazgeçilmez ve mütesep haklar, TTK 452 hükmünde esas sözleşmenin değiştirilmesinin sınırı olarak gösterilmekle birlikte TTK kapsamında tanımlanmamıştır. Hakların kapsamı bakımından İsviçre Hukukunda da tartışmalar bulunmaktadır, bkz. *Meier- Hayoz/ Forstmoser*, § 16 N. 260- 268 s. 495- 497; *Weber (Von Büren/ Stoffel)*, N. 865 s. 208. Vazgeçilmez haklar, sınırlandırılması veya tamamen kaldırılması pay sahibinin rızasına bağlı olmayan, pay sahibinin vazgeçemeyeceği, kanunen tanınan veya korunan, gereğinde sınırları kanunen gösterilen haklar olarak tanımlanmaktadır, *Kaya*, A., s. 63; *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 14-28, s. 348. Bu haklar, pay sahiplerinden hiçbir surette alınamamakta ve anonim ortaklığın kurumsal yapısının teminatını teşkil etmektedir, *Erdem*, Mütesep Haklar, s. 31; *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 14-23 s. 345. Diğer taraftan mütesep haklar ise, değiştirilmesinde veya kaldırılmasında her pay sahibine veto hakkı tanınmış bulunan, değiştirilmesi

öngören hükmün emredici niteliğine⁵⁵⁴ ve hakkın kanunla tanınıp pay sahibinin rızasına bağlı olmamasına⁵⁵⁵ dayandırılmıştır. Ayrılma hakkının vazgeçilmez nitelikte olması sorunundan bağımsız olmak üzere, SPKn 24.1 hükmünün emredici nitelikte olduğu⁵⁵⁶ ve esas sözleşme ile mevzuat kapsamında ayrılma hakkının doğacağına belirlendiği haller açısından hakkın doğmayacağına kararlaştırılmasının mümkün olmadığı⁵⁵⁷ açıktır.

Ayrılma hakkının vazgeçilmez hak niteliğinde olmadığını ileri süren görüş kapsamında ise, ayrılma hakkının öngörüldüğü hükümlerin emredici nitelikte olmasının bu hakkın vazgeçilmez nitelikte olması sonucunu doğurmadığı, bu bağlamda dikkate alınması gereken noktanın hakkın anonim ortaklığın temel yapısı ile bağlantısı ve hakkın kanunla çizilen sınırları aşacak ölçüde sınırlandırılmasının bu temel yapıyı bozup bozmayacağı olduğu belirlenmiş ve ayrılma hakkının anonim ortaklığın temel yapısını şekillendiren yapıya ilişkin olmadığı ileri sürülmüştür⁵⁵⁸. Ayrılma hakkının vazgeçilmez hak niteliğinde olmadığını belirten bir diğer görüş kapsamında ise, ilgili tespit, ayrılma

için pay sahiplerinin tümünün oyu gereken haklardır, *Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu)*, Ortaklıklar I, Nr. 868 s. 612. Müktesep olma özelliği kanundan kaynaklanabileceği gibi, esas sözleşme ile bazı kanuni haklara müktesep olma özelliği verilebilir veya yeni müktesep haklar da yaratılabilir, *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, Nr. 14-25 s. 347. Müktesep haklara ilişkin olarak öğretide mutlak ve nispi müktesep ayrımı yapılmaktadır, *Erdem*, Müktesep Haklar, s. 32.

⁵⁵³ *Sönmez*, s. 75; *Adıgüzel*, Ayrılma Hakkı, s. 6.

⁵⁵⁴ *Sönmez*, ayrılma hakkını öngören hükümlerin mutlak emredici nitelikte olduğunu, dolayısıyla taraflarca aksinin kararlaştırılamayacağını belirtmektedir (s. 137). Yazar, ayrılma hakkı açısından başta hakkın ortaya çıkışına kaynaklık eden ABD Hukuku olmak üzere, hakkın kullanım koşullarının genel kurula katılma ile bağlantılı olarak belirlenmesine vurgu yaparak hakkın pay sahibinin rızası ile dahi sınırlandırılmayacağı ve kaldırılmayacağı tespitinde bulunmaktadır (s. 75 dn. 45).

⁵⁵⁵ *Adıgüzel*, hakkın vazgeçilmez nitelikte olmasını kanunla tanınıp pay sahibinin iradesine tabi olmamasına ve dolayısıyla haktan pay sahibi tarafından vazgeçilememesine dayandırmaktadır (Ayrılma Hakkı, s. 6).

⁵⁵⁶ *Turan*, s. 94; *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 329; *Sönmez*, s. 137.

⁵⁵⁷ Halka açık anonim ortaklıklar, önemli nitelikteki işlemler açısından mevzuatta belirlenen kapsam dışındaki bir işlemi, esas sözleşmelerinde düzenleme yapmak suretiyle önemli nitelikteki işlem olarak belirleyebilmektedirler. Bkz. yukarıda İkinci Bölüm, III, H.

⁵⁵⁸ *Turan*, s. 94- 95. Ayrıca yazar, emredici nitelikteki bir hükümde getirilmiş olması nedeniyle hakkın vazgeçilemez nitelikte olduğu sonucuna varılmaması gerektiğini haklı olarak ifade etmiştir (s. 95).

hakkının kullanılmasının diğer koşulların yanı sıra önemli nitelikteki işlemin varlığına dayanması, ayrılma hakkının kullanılmasından pay sahibinin feragat edebilmesi⁵⁵⁹, genel kurulun önemli nitelikteki işlemin yapılmamasına karar vermek suretiyle hakkın doğumunu engelleyebilmesi nedenlerine dayandırılmıştır⁵⁶⁰.

Anonim ortaklığın temel yapısına ilişkin olma ölçütü, anonim ortaklığı taşıyan ana kolonlara ilişkin olmak, anonim ortaklığın tanımına, pay sahiplerinin hakları ve borçları düzenine ve organsal yapısına ilişkin olmak şeklinde tanımlanmaktadır⁵⁶¹. Anonim ortaklığın temel yapısına ilişkin olma ölçütü, TTK 447 hükmünde de genel kurul kararlarının butlanına ilişkin sebeplerde dikkate alınmıştır. Vazgeçilmez hakların belirlenmesine ilişkin ikinci ölçüt ise, pay sahibinin hak üzerinde tasarrufta bulunup bulunmayacağı ölçütüdür. Vazgeçilmez haklar pay sahibinin rızası bulursa dahi sınırlandırılıp kaldırılamaz ve pay sahibi bu haklar üzerinde tasarrufta bulunamaz. Bu bağlamda malvarlıksal haklar üzerinde tasarruf mümkün olduğundan, malvarlıksal nitelik taşımayan hakların vazgeçilmez haklar olabileceği ifade edilmektedir⁵⁶².

Ayrılma hakkının vazgeçilmez haklara ilişkin özellikler bağlamında incelenmesi sonucunda, hakkın vazgeçilmez pay sahipliği haklarından biri olmadığı sonucuna varılmalıdır. Hakka ilişkin hükümler halka açık anonim ortaklıklar ve bu ortaklıkların önemli nitelikteki işlemleri açısından uygulanmaktadır ve dolayısıyla anonim ortaklık

⁵⁵⁹ Ayrılma hakkının kullanılmasından feragat edilemeyeceği yönünde aksi görüş için bkz. *Turan*, s. 98-99. *Manavgat* ise hakkın kullanımından tek taraflı olarak vazgeçilebileceği gibi, pay sahibi ve ortaklık arasında ayrılma hakkının kullanılmayacağına ilişkin sözleşme de yapılabileceği görüşündedir (Halka Açık, s. 324).

⁵⁶⁰ *Manavgat*, Halka Açık, s. 324.

⁵⁶¹ *Kırca (Şehirali Çelik/ Manavgat)*, C. 2/2, s. 43-44. Ayrıca bkz. *Erdem*, Müktesep Haklar, s. 31; *Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu)*, Ortaklıklar I, Nr. 870e s. 613.

⁵⁶² *Kırca (Şehirali Çelik/ Manavgat)*, C. 2/2, s. 43.

türünün genel yapısını belirleyen hükümlerden değildir⁵⁶³. Ayrıca, hakkın doğumuna ve uygulanmasına ilişkin sürecin özellikleri de hakkın vazgeçilmez bir hak olmadığını göstermektedir⁵⁶⁴. Nitekim hak mevzuatta öngörülen karar alma sürecinin takip edilmesi sonucunda doğmakta, bu süreç içerisinde genel kurulun onayına sunma gerekliliği gündeme geldiğinden işlemin onaylanıp onaylanmayacağına ilişkin bir belirsizlik bulunmakta, hakkın kullanımının koşulları yerine getirilmediğinde pay sahibi istisnai haller dışında ayrılma hakkını kullanamamaktadır. Dolayısıyla hakkın sermaye piyasası mevzuatındaki düzenlemesi kapsamındaki uygulanma süreci, hakkın vazgeçilmez bir pay sahipliği hakkı olmadığını göstermektedir⁵⁶⁵.

Ayrılma hakkının kullanılması açısından ise, belirli bir pay sahipliği oranının elde bulundurulması gerekmediğinden, hak, bireysel bir hak niteliğindedir⁵⁶⁶.

⁵⁶³ Aynı yönde bkz. *Turan*, s. 95. Yazar, ayrılma hakkının varlığının kimi hallerde ortaklığın devamlılığını dahi tehlikeye düşürebileceğini belirtmektedir (s. 95-96). *Magnet* de ayrılma hakkının “ortaklık” kavramının temel özellikleri bakımından farklı ve istisnai olduğuna işaret etmektedir (s. 101).

⁵⁶⁴ Sermaye piyasasında düzenlenmiş bulunan ayrılma hakkına çeşitli yönleriyle benzerlik taşıyan bazı diğer düzenlemelerde yer verilen hakların vazgeçilmez olup olmadığı da, tespiti gerekçelendirmek adına incelenebilir. Örneğin, *Tekinalp*, ortaklıklar topluluğunda hâkimiyetin kötüye kullanılması halinde payların satın alınmasına ilişkin talebin vazgeçilmez hak niteliğinde olduğunu belirtmektedir [*Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu)*, Ortaklıklar I, Nr. 870e s. 613]. Ancak bu belirleme, ilgili hükümdeki olanakların aynı zamanda pay sahipleri tarafından dava açılması suretiyle kullanılmasına dayanmaktadır. Sermaye piyasasında öngörülen ayrılma hakkı açısından ise pay sahibinin dava açması gerekmemekte, hak, beyanda bulunmak suretiyle kullanılmaktadır. Yine, SPKn 27 hükmünde yer alan çıkarma hakkının, pay sahibinin rızası ile dahi sınırlandırılmayacağı gerekçesiyle vazgeçilemez nitelikte olduğu ifade edilmiştir, *Yeşiltepe*, s. 54. Yazar çıkarma hakkının uzantısı niteliğindeki satma hakkının da vazgeçilemez nitelikte bir pay sahipliği hakkı olduğu görüşündedir (s. 57).

⁵⁶⁵ *Manavgat* tarafından belirlenen, hakkın vazgeçilmez nitelikte olmadığına ilişkin tespitin gerekçelerine katılıyoruz (Halka Açık, s. 324).

⁵⁶⁶ *Özdoğan*, s. 720; *Paslı*, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 334; *Sönmez*, s. 76; *Adıgüzel*, Ayrılma Hakkı, s. 6; *Turan*, s. 93; *Bektaş*, s. 761; *Yeşiltepe*, s. 131. *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 296; *Manavgat*, Halka Açık, s. 323. Pay sahipliği hakları kullanılış biçimi açısından, çoğunluk kararına bağlı olarak kullanılan haklar, sermayenin asgari bir oranını temsil eden pay sahiplerince kullanılan azlık hakları ve tek pay sahibi tarafından kullanılabilen bireysel haklar olarak ayrılırlar, *Forstmoser/ Meier- Hayoz/ Nobel*, § 40 N. 4 s. 485; *Kaya*, A., s. 63; *Ansay*, s. 254; *İmregün*, Anonim Ortaklıklar, s. 308; *Tekil*, s. 393; *Bahtiyar*, s. 300. Alman Hukuku açısından AktG § 305 hükmünde yer alan ayrılma hakkının bireysel pay sahipliği niteliği için bkz. *Rieckers*, §18 Rn. 2.

Sonuç olarak, ayrılma hakkı, vazgeçilmez nitelikte olmayan, malvarlıksal ve bireysel bir pay sahipliği hakkıdır. Ayrılma hakkı hem önemli nitelikteki işlemi kabul eden çoğunluk karşısında azınlığın menfaatlerini dengeleme amacını taşımakta, hem de pay sahibinin ortaklığa ilişkin yatırımı konusunda ekonomik olarak korunmasını sağlamaktadır. Pay sahibi, ayrılma hakkını Nİ Tebliği 9.9 uyarınca sahip olduğu tüm paylar için kullanabilecektir ve pay sahibine sahip olduğu pay ile orantılı bir ödeme yapılacaktır. Hakkın uygulanması açısından eşit işlem ilkesi uygulama alanı bulur⁵⁶⁷. Dolayısıyla, ayrılma hakkına ilişkin demeler bakımından bir grup pay lehine imtiyaz yaratılması mümkün deęildir⁵⁶⁸.

b. Sözleşme Yapma Zorunluluğu Getirmesi

Ayrılma hakkının uygulanmasına ilişkin süreç, birbirini takip eden farklı basamakları içermektedir. Öncelikle ayrılma hakkının gündeme gelmesi için önemli nitelikteki işlemin mevzuatta öngörülen karar alma usulü çerçevesinde karara bağlanması ve hakkın kullanılabilmesi için pay sahibinin işlemin onaya sunulduğu genel kurula katılarak işlem hakkında olumsuz oy kullanması ve muhalefetini tutanağa iřletmesi⁵⁶⁹ gerekmektedir. Ardından pay sahibinin ayrılma hakkının kullanılacağına

⁵⁶⁷ zdoğan, s. 704; Sönmez, s. 75.

⁵⁶⁸ zdoğan, s. 721; Sönmez, s. 75; Adıgüzel, Ayrılma Hakkı, s.6.

⁵⁶⁹ İlgili koşullar, Borçlar Hukuku anlamında “külfet”tir. Klfet, Kanun tarafından kendisine yüklenen bazı davranış ödevlerini yerine getirmeyen kişinin haklarını tamamen veya kısmen kaybetmesi, kısaca kendi yararına bir hukuki durumu elde edememesi olarak tanımlanmıştır. Klfet, teknik anlamda borç teşkil etmez; külfetin yerine getirilmemesi halinde külfeti yerine getirmeyen bir talep hakkı kaybetmektedir. Bkz. Kocayusufoğlu/ Hatemi/ Serozan/ Arpacı, s. 33. Ayrılma hakkının koşulları olan önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı genel kurul toplantısına katılarak işlem hakkında olumsuz oy kullanmak ve işleme ilişkin muhalefetini tutanağa geçirtmek külfetlerinin yerine getirilmemesi, ilgili ortağın ayrılma hakkını kullanamamasına neden olur. Bunun istisnası, pay sahibinin genel kurula

ilişkin beyanda bulunması ile, payın devri ilişkisinin tarafları olan pay sahibi ile halka açık anonim ortaklık arasında sözleşme ilişkisi oluşmaktadır⁵⁷⁰. Ayrılma hakkının kullanılması nedeniyle payın devralınmasına ilişkin yükümlülük kapsamında kurulan ilişkinin bir sözleşmeye dayandığı, SPKn 24.1 hükmünde ortaklığın payı satın almakla yükümlü olduğu belirtilmek suretiyle açıklığa kavuşturulmuştur.

Ayrılma hakkının kullanım süreci kapsamındaki basamaklar, çeşitli hukuki kurumlara ait unsurlara benzerlik göstermektedirler. Bu bağlamda, ayrılma hakkının doğması ve kullanılması süreci, hem sözleşme yapma zorunluluğuna ilişkin özellikleri gündeme getirmekte hem de hakkın kullanımı ile payın devrine ilişkin yeni bir hukuki ilişki kurulmakta olduğundan ve pay sahipliği sıfatının sona ermesi gündeme geldiğinden yenilik doğuran haklara ilişkin benzerlikler hakkın kullanımı açısından söz konusu olmaktadır.

İrade özerkliğinin bir yansıması olan sözleşme özgürlüğü çerçevesinde, bireyler hukuki ilişkilerini ve özellikle borç ilişkilerini diledikleri gibi düzenleyebilmektedirler⁵⁷¹. Sözleşme özgürlüğü, sözleşme yapma, sözleşmenin diğer tarafını seçme, sözleşmenin içeriğini düzenleme, sözleşmenin şeklini seçme, sözleşmeyi

katılmasına haksız biçimde engel olunması, genel kurul toplantısına usulüne uygun davet yapılmaması veya gündemin usulüne uygun ilan edilmemesi hallerinde SPKn 24.2 ve ÖNİ Tebliği 9.2 kapsamında ilgili koşulların aranmamasıdır.

⁵⁷⁰ Adıgüzel, Ayrılma Hakkı, s. 38. Ayrılma hakkının Alman Hukukundaki görünümlerinden biri olan AktG § 305 hükmü açısından taraflar arasındaki ilişkinin sözleşmeye dayandığı yönünde bkz. *Emmerich/ Habersack*, AktG § 305 Rn. 4 s. 466-467.

⁵⁷¹ *Ayrancı*, H.: Sözleşme Kurma Zorunluluğu, AÜHFD, C. 52, S. 3, 2003, s. 229; *Çelik*, F.: Medeni Hukukta ve Rekabet Hukukunda Sözleşme Yapma Zorunluluğu, Ankara 2008, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, s. 5; *Şahin*, İ.: Sözleşme Özgürlüğü ve Sözleşme Özgürlüğünün Sınırları, İstanbul 2008, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, s. 20; *Tekinay*, S.S./ *Akman*, S./ *Burcuoğlu*, H./ *Altop*, A.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 7. B., İstanbul 1993, s.367; *Kocayusufoğlu/ Hatemi/ Serozan/ Arpacı*, s. 501; *Eren*, F.: Borçlar Hukuku- Genel Hükümler, 19. B., Ankara 2015, s. 297; *Serozan*, N. 14 s. 355.

ortadan kaldırma veya içeriğini değiştirmeye ilişkin özgürlükleri beraberinde getirmektedir. Sözleşme özgürlüğü kapsamında bir bireyin sözleşme yapip yapmama hususunda özgür olmasına ilişkin temel kurala, piyasa ekonomisinin hâkim olduğu hukuk sistemlerinde bu yapıdan doğabilecek bazı sakıncaları önlemek ve özellikle ekonomik gücün kötüye kullanılmasını düzenlemek amacıyla⁵⁷² istisna getirilmekte ve sözleşme yapma zorunlulukları gündeme gelebilmektedir⁵⁷³. Sözleşme yapma zorunluluğu veya yükümlülüğü, kanundan doğabileceği gibi sözleşmeden de doğabilmektedir⁵⁷⁴.

Ayrılma hakkının özellik arz eden kısmı, payı devretme ve devralma olgularının kanuni bir yükümlülüğün sonucu olarak ortaya çıkmasıdır⁵⁷⁵. Payı devreden ve devralan kişiler ile devir bedeli mevzuatta öngörülmüştür. Dolayısıyla, payın devralınmasına ilişkin beyanın yöneldiği kişi veya kişiler belirli olduğu gibi, beyanın esaslı unsuru niteliğindeki bedel de mevzuat kapsamında belirlenen yönteme göre tespit edilecektir.

Ayrılma hakkının koşullarını yerine getiren ve bu bağlamda ortaklığın payın

⁵⁷² *Ayrancı*, s. 233; *Çelik*, F., s. 72- 73. *Kocayusufpaşaoğlu/ Hatemi/ Serozan/ Arpacı*, s. 504; *Eren*, s. 301-302; *Serozan*, N. 27a s. 81.

⁵⁷³ Sözleşme yapma zorunluluğunun sözleşme serbestisinin olumlu sınırlaması olarak değerlendirilmesi için bkz. *Tekinay/ Akman/ Burcuoğlu/ Altop*, s. 364. Kanundan doğrudan veya dolaylı olarak doğan sözleşme yapma yükümlülüklerinin sözleşme özgürlüğünün sınırlarından biri olduğuna ilişkin olarak *Gürzumar*, O. B.: Zorunlu Unsur Doktrinine Dayalı Sözleşme Yapma Yükümlülüğü, Ankara 2006, s. 43. Sözleşme yapma zorunluluğu, sözleşmelerin kuruluşuna ilişkin serbestiye istisna getirmektedir, *Çelik*, F., s. 57. *Kocayusufpaşaoğlu/ Hatemi/ Serozan/ Arpacı*, s. 505. Sözleşme yapma yükümlülüğünün sözleşme serbestisinin sınırlanması olarak değil istisnası olarak nitelendirilmesi gerektiği yönünde bkz. *Şahin*, İ., s. 13. Sözleşme kurma zorunluluğunun farklı tanımları için bkz. *Ayrancı*, s. 230- 231.

⁵⁷⁴ *Ayrancı*, s. 234; *Çelik*, F., s. 60; *Gürzumar*, s. 43; *Şahin*, İ., s. 25; *Kocayusufpaşaoğlu/ Hatemi/ Serozan/ Arpacı*, s. 505; *Eren*, s. 303. Kanundan doğan sözleşme yapma yükümlülüğü ise, kamu hukuku veya özel hukuka ilişkin olabilir. Sözleşme yapma yükümlülüğü kapsamında bir kişinin kendisine yöneltilen icabı kabul edip etmemek hususundaki özgürlüğü sınırlanmaktadır, *Kocayusufpaşaoğlu/ Hatemi/ Serozan/ Arpacı*, s. 505; *Serozan*, N. 27a s. 81. Sözleşme yapma yükümlülüğünün TMK 2.2 hükmü, TBK 49.2 hükmü, TMK 24 hükümlerine dayandıran farklı görüşler bulunmaktadır. Görüşler için bkz. *Kocayusufpaşaoğlu/ Hatemi/ Serozan/ Arpacı*, s. 507-511. Konunun temel hak ve özgürlüklerin korunması ve ayrımcılık yasağı ile de ilgili olduğu yönünde bkz. *Serozan*, N. 15 s. 356.

⁵⁷⁵ *Sönmez*, s. 7; *Turan*, s. 109.

devralınmasına ilişkin önerisinin⁵⁷⁶ muhatabı olan pay sahipleri, ayrılma hakkını kullandıklarına ilişkin beyanda bulundukları hallerde pay devri sözleşmesi kurulmaktadır.

Sözleşmeler, TBK 1.1 hükmü uyarınca, tarafların karşılıklı ve birbirine uygun irade beyanlarını açıklamaları ile kurulur. Sözleşmeyi meydana getiren irade beyanlarından zaman bakımından önce olan öneri, öneride bulunanın kabul ile bağlanma iradesini yansıtır⁵⁷⁷ ve bu irade beyanı, kurulması istenen sözleşmenin objektif ve sübjektif esaslı unsurlarını içermelidir. Ayrılma hakkının uygulanması süreci açısından bakıldığında, önemli nitelikteki işlemi gerçekleştirmek isteyen halka açık anonim ortaklık, işlemi genel kurulun onayına sunmaktadır. Bu noktada işlemin genel kurulda kabul edilmesi koşuluna bağlı olarak payın devralınmasına ilişkin irade beyanını içeren öneri yapılmış olmaktadır. Dolayısıyla, ayrılma hakkı kapsamında, kaynaklanan bir öneride bulunma yükümlülüğünden bahsedilmelidir. Pay sahibinin ayrılma hakkının koşullarını yerine getirmesinin ardından, hakkı kullanacağına ilişkin beyanda bulunması ile de sözleşme, mevzuat tarafından kabul edilen süreç çerçevesinde kurulduğundan, ortaklık öneride bulunma yükümlülüğü altında olmaktadır. Ayrılma hakkına ilişkin olarak önemli nitelikteki işlemi genel kurulunda kabul eden halka açık anonim ortaklığa

⁵⁷⁶ Ayrılma hakkının uygulaması pay alım teklifi zorunluluğunun uygulaması ile paralellik arz etmektedir. Pay alım teklifi açısından teklif sahibinin ortaklığın paylarını belli bir fiyattan satın alınacağını açıklamasının öneri niteliğinde olduğuna ilişkin olarak bkz. *Manavgat*, Aleni Pay Alım Teklifi, s. 224; *Dinç*, s. 118; *Kendigelen*, A.: Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlâlinin Hukuki Sonucu (Yaptırımı), Prof. Dr. Ergon Çetingil ve Prof. Dr. Rayegân Kender'e Birlikte Çalışma Yılı Armağanı, İstanbul 2007, s. 821.

⁵⁷⁷ *Oğuzman*, K./ *Öz*, T.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C.1, İstanbul 2012, s. 58; *Kocayusufpaşaoğlu/Hatemi/ Serozan/ Arpacı*, s. 194; *Eren*, s. 246; *Serozan*, N. 5a s. 350.

getirilen pay devralma yükümlülüğü, payın devralınmasına ilişkin öneride bulunma yükümlülüğü olarak kendini göstermektedir⁵⁷⁸.

Önerinin içermesi gereken, satım sözleşmesi bakımından esaslı unsur olan bedel mevzuat tarafından belirlenmiş olan yöntemle tespit edilecektir ve bu aşamada önerinin muhatabı, önemli nitelikteki işlemin onaya sunulduğu genel kurulda işleme ilişkin olarak olumsuz oy kullanan ve muhalefeti tutanağa geçirten pay sahipleridir. Bazı hallerde ise SPKn 24.2 hükmü kapsamında, bu koşullara uyulmasa da ayrılma hakkı kullanılabilir.

Ayrılma hakkının kullanılacağına ilişkin beyan, sözleşmenin kurulması açısından kabul niteliğindedir⁵⁷⁹. ÖNİ Tebliği 9.7 hükmü gereğince ayrılma hakkını kullanacak pay sahipleri ayrılma hakkına konu payları, ortaklık adına alım işlemlerini gerçekleştiren aracı kuruma, kamuya açıklanan ayrılma hakkının kullanım sürecine ilişkin ilan edilen çerçevede ve genel hükümler doğrultusunda teslim ederek satışı gerçekleştirir⁵⁸⁰.

Sonuç olarak, önemli nitelikteki işlemler açısından çoğunluk ile azınlık menfaatlerinin dengelenmesi amacına hizmet etmesi için öngörülmüş olan ayrılma

⁵⁷⁸ Bektaş, s. 765. Yazar, ayrılma hakkının işleyişi bakımından sözleşme yapma yükümlülüğü söz konusu olmakla birlikte, ayrılma hakkı uygulamasının diğer sözleşme yapma yükümlülüklerinden, yapılan öneriyi kabul etme zorunluluğu yerine öneride bulunma yükümlülüğü içermesi kapsamında ayrıldığını belirtmektedir (s. 765). Karacan ise düzenlemenin ortaklığa yükümlülük getirdiğini kabul etmekle birlikte, bu yükümlülüğün pay sahibinin ayrılma hakkını kullanmak suretiyle gerçekleştirdiği önerinin kabul edilmesine ilişkin bir zorunluluk olduğunu dile getirmektedir (Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 303). Ayrılma hakkının bir öneride bulunma zorunluluğu “*angebotspflicht*” olarak nitelendirilmesi için bkz. Sanwald, s. 250. UmwG § 29 hükmü kapsamındaki sözleşmede yer alması gereken hakkın, öneride bulunma yükümlülüğü “*geschuldete abfindungsangebot*” şeklinde nitelendirilmesi için bkz. Stratz (Schmitt/ Hörtnagl), UmwG § 29 Rn. 19.

⁵⁷⁹ Adıgüzel, Ayrılma Hakkı, s. 38; Bektaş, s. 765.

⁵⁸⁰ ÖNİ Tebliği 9.7 hükmünde “teslim” ifadesine yer verilmiş olmakla birlikte, SPKn 13 kapsamında sermaye piyasası araçlarının kayden ihracı esas olduğundan ifadenin hesaplarda gerekli işlemlerin yapılması şeklinde anlaşılması gerekir. Bkz. Manavgat, Halka Açık, s. 341.

hakkı, kanundan doğan sözleşme kurma zorunluluğu örneklerinden biridir⁵⁸¹. Ayrılma hakkının kanundan kaynaklanan bir sözleşme kurma zorunluluğu olduğunun tespit edilmesinin dayanağı, kanundan kaynaklanan sözleşme kurma zorunluluğu hallerinin ekonomik anlamda zayıfın korunması düşüncesine dayanmasına paralel olarak, hak kapsamında önemli nitelikteki işlemler açısından karar alan çoğunluğun karşısında azınlığın korunması düşüncesinin ön plana çıkmasına dayanmaktadır. Halka açık anonim ortaklıklara ilişkin kurallarda, ortaklık üzerinde derin etkiler bırakabilecek ve payın fiyatı veya değerini etkileme ihtimali yüksek olan işlemler açısından, bu işlemin karara bağlanmasında çoğunluk içerisinde yer almayan ve bu nedenle karar alınmasında etkili olmadığı işlemin ortaklık üzerindeki etkilerine karşı savunmasız olan azınlığın korunması uygun görülmüştür.

c. Yenilik Doğuran Hak Niteliğinde Olup Olmadığı Tartışması

Ayrılma hakkının kullanım sürecinde, hakkın koşullarının yerine getirilmesi ile doğduğu ve bu aşamanın ardından beyanda bulunulması suretiyle kullanıldığı dikkate alındığında, kullanım beyanının sözleşmenin kurulması açısından önemli bir etkisinin olduğu açıktır. Bu beyanın ayrılma hakkının sözleşme yapma yükümlülüğünün doğumuna neden olduğu tespiti çerçevesinde bir kabul beyanı olduğu belirtilmiştir.

⁵⁸¹ Sönmez, s. 47; Bektaş, s. 765; Karacan, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 303; Sevi, Pay Devri, s. 109. Pay alım teklifi zorunluluğu da mevzuattaki koşulların oluşmasıyla pay alım teklifinde bulunulmasını gerektirdiğinden, sözleşme yapma zorunluluğunun bir uygulaması olarak kabul edilmektedir, Kolcuoğlu, s. 16; Çeker, M.: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkma Hakkı, Batider, C. XXIII, S.1, Haziran 2005, s. 64; Kendigelen, Zorunlu Çağrı, s. 1201; Paslı, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 422; Sönmez, s. 47; Sevi, Payın Devri, s. 109. Ayrıca bkz. Kendigelen, Hukuki Sonucu, s. 822.

Ancak ayrılma hakkına ilişkin kullanım beyanı, yenilik doğuran bir hakkın kullanımına da benzerlik göstermektedir. Kabul beyanının bizatihi yenilik doğuran hak niteliğinde olup olmadığına ilişkin öğretide bulunan tartışmaların⁵⁸² ötesinde, ayrılma hakkı kullanım beyanının pay sahibi tarafından tek taraflı olarak payın devrine ilişkin kurucu bir yenilik doğuran hakkın kullanımı niteliğinde olup olmadığının belirlenmesi⁵⁸³, yahut en azından yenilik doğuran hak kullanımına benzer özelliklerin ortaya konulması, yararlı olacaktır.

Ayrılma hakkının kullanılması ile ortaklık pay devralmak durumunda kaldığından, tek taraflı irade beyanı ile yeni bir hukuki durum yaratılmış olmaktadır. Yeni hukuki durum, hem hakkı kullanan pay sahibi ile ortaklık arasında payın devrini gerektiren bir ilişkinin kurulması nedeniyle kurucu yenilik doğuran hakların kullanılmasına benzerlik göstermekte; hem de pay sahipliği sıfatının sona ermesi kapsamında bozucu yenilik doğuran hakların kullanılmasına benzer etkiler doğmaktadır. Pay sahipliğinin sona ermesi payın devri nedeniyle gündeme gelmekte olduğundan, bu noktada, ayrılma hakkına ilişkin uygulamanın⁵⁸⁴, yenilik doğuran hakların kullanılması süreci ile birlikte incelenerek benzerliklerin tespit edilmesi inceleme açısından önemlidir.

⁵⁸² Tartışmaya ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. *Buz, V.: Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar*, Ankara 2005, s. 140- 146. Ayrıca bkz. *Kocayusufpaşaoğlu/ Hatemi/ Serozan/ Arpacı*, s. 203- 204.

⁵⁸³ Ayrılma hakkının yenilik doğuran hak niteliğinde olduğuna ilişkin olarak bkz. *Yeşiltepe*, s. 131; *Karababa*, s. 139; *Türk, A.: Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi*, Ankara 2016, s. 412.

⁵⁸⁴ TTK 141 hükmü ile getirilen seçimlik ayrılma akçesinin ortaklara yenilik doğurucu bir seçim hakkı tanıdığı hükmün gerekçesinde ifade edilmiştir, TBMM, Yasama Dönemi: 23, Yasama Yılı:2, Sıra Sayısı: 96, Madde 141, s. 49. Hükmün mehzazı olan FusG 8 hakkında aynı yönde bkz. *Müller, K.: Unternehmensrecht II- Nachfolge und Umstrukturierung*, 2. Aufl., Zürich 2013, N. 26 s. 246. Fakat ayrılma akçesinin sözleşmede öngörülmesi halinde, yenilik doğuran hakkın sözleşme ile tanınmış olduğu bir diğer deyişle tarafların iradesi ile hakkın tanındığına dayanılabilir. FusG 8 kapsamındaki ayrılma akçesinin sözleşmeye dayandığına ilişkin olarak bkz. *Glanzzmann*, Art. 8 N. 10 s. 53. Önemli nitelikteki işlem nedeniyle doğan ayrılma hakkı kapsamında ise, kanundan doğan bir hak söz konusudur. SPKn 27

Yenilik doğuran haklar, hak sahibine, tek taraflı irade beyanında bulunarak yeni bir hukuki ilişki kurmak, mevcut bir hukuki ilişkiyi değiştirmek veya sona erdirmek yetkisi verirler⁵⁸⁵. Kanundan veya sözleşmeden doğabilen yenilik doğuran haklar, etkilerine göre kurucu, değiştirici veya bozucu yenilik doğuran haklar olarak gruplandırılırlar. Hakların bazıları hak sahibi tarafından karşı tarafa varması gereken bir beyan ile kullanılabilirken bazıları ise yenilik doğuran dava açılmasını gerektirirler. Yenilik doğuran hakların kullanımı, hukuki belirliliğin sağlanması amacıyla kısa hak düşürücü sürelerle bağlanmıştır⁵⁸⁶.

Ayrılma hakkı kullanım sürecinin yenilik doğuran hakkın kullanımı niteliğinde olduğunun kabulü halinde, ya hakkın pay sahibine bir satım opsiyonu tanıdığı ya da pay sahipliği ilişkisi açısından bozucu yenilik doğuran bir hakkın mevcut olduğu ihtimallerinden hareket etmek gerekir. Opsiyon hakkı, opsiyon sözleşmesinin taraflarının içlerinden birine bir borç ilişkisini tek taraflı bir irade beyanı ile kurmak hususunda hak tanımasından doğar⁵⁸⁷. Dolayısıyla, bu hakkın doğması bakımından

hükmünde düzenlenmiş bulunan çıkarma hakkı açısından ise, *Yeşiltepe*, hakkın yenilik doğuran hak niteliğinde olduğunu belirlemekle birlikte (s. 197), çıkarma hakkına bağlı olarak doğan ve yapısı itibarıyla ayrılma hakkına benzerlik gösteren satma hakkının niteliğini incelememiştir. TTK 208 hükmünde ortaklıklar topluluğu bağlamında düzenlenen çıkarma hakkının yenilik doğuran hak niteliğinde olduğu da A. Çelik, tarafından ifade edilmişse de (s. 188), bu hakkın özellikleri de ayrılma hakkının uygulanması ile karşılaştırıldığında farklılık göstermektedir.

⁵⁸⁵ Ayrıntılı bilgi için bkz. *Dural/ Sarı*, N. 994 s. 165; *Oğuzman/ Barlas*, Nr. 556 s. 161; *Eren*, s. 61. Yenilik doğuran hakların en önemli özelliğinin sahibine tek taraflı olarak başka bir şahsın hukuk alanında hukuki değişiklik meydana getirme gücü vermesi olduğuna ilişkin olarak bkz. *Buz*, s. 61. Aynı yönde bu haklar bakımından “isteme”nin yerini “dayatma”nın aldığı yönünde bkz. *Serozan*, N. 10 s. 225.

⁵⁸⁶ *Buz*, s. 263; *Demirbaş*, H.: Yenilik Doğuran Haklar, İstanbul 2007, s. 30; *Dural/ Sarı*, N. 1069 s. 187; *Oğuzman/ Barlas*, Nr. 567 s. 164- 165; *Eren*, s. 68. Nitekim hak muhatabına hiçbir karşı koyma ve söz hakkı tanımadıkları için yenilik doğuran hakların hak düşürücü sürelerle tabi olduğu da ifade edilmiştir, *Serozan*, N. 13 s. 227.

⁵⁸⁷ *Kocayusufoğlu/ Hatemi/ Serozan/ Arpacı*, s. 110. Opsiyon hakkı, alım, ön alım ve geri alım haklarını da içine alan geniş bir kavram olup opsiyon hakkının kullanılmasıyla kurulan sözleşme satım veya farklı bir sözleşme, örneğin kira sözleşmesi, olabilecektir, *Buz*, s. 161. Opsiyon hakkı kavramı, borsada veya tezgah üstü piyasada işlem gören, türev araç niteliğindeki opsiyonları da kapsayan geniş bir

tarafların bir opsiyon sözleşmesi kurmuş olmaları gerekir. Ayrılma hakkı kanundan doğan bir hak olduğundan⁵⁸⁸, payın devrinin tarafları olan pay sahibi ile ortaklık arasında bu yönde bir opsiyon sözleşmesi gerçekleştirildiğine hükmedilemez.

Ayrılma hakkı kullanım sürecinin, bozucu yenilik doğuran hak olduğunun ve bu hakkın kanundan kaynaklandığının kabul edilmesi ihtimalinde ise, ayrılma hakkı kullanım sürecinin bazı belirsizlikleri içermesi yenilik doğuran hakların niteliğine uygun düşmeyecektir. Yenilik doğuran haklar kullanıldığında hukuki ilişkilerde değişiklik meydana geleceğinden, bu hakların kullanım süreci belirsizlik içermemelidir. Hakların kullanılması kısa hak düşürücü sürelerle bağlanmıştır. Yenilik doğuran hakka ilişkin belirsizlik hak sahibinin bu hakkı hak düşürücü sürede kullanıp kullanmayacağına ilişkindir. Önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkının doğumu bakımından ise, gerek işlemin halka açık anonim ortaklık tarafından genel kurulda kabul edilip edilmeyeceği gerek ise pay sahibinin mevzuattaki koşulları yerine getirip getirmeyeceğinin bilinmemesi nedenleriyle belirsizlikler söz konusu olmaktadır. Bu bağlamda ayrılma hakkının bozucu yenilik doğuran hak olduğunun tespiti halinde, hakkın muhatabı halka açık anonim ortaklık, çeşitli belirsizliklerle karşılaşacaktır. Ayrıca, her ne kadar ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin süre, ÖNİ Tebliği 9.6 hükmü kapsamında on iş gününden az ve yirmi iş gününden fazla olamaması

kavramdır, *Kırca*, İ.: Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Ankara 2000, s. 201. Bu geniş anlamıyla opsiyon sözleşmelerinin hukuki niteliği de tartışmalı bulunmakla birlikte (bkz. *Kırca*, s. 187- 191), sözleşmenin yenilik doğuran hak tanıdığı genel kabul gören görüştür, *Kırca*, s. 193.

⁵⁸⁸ Alman Hukukundaki ayrılma hakkının görünümlerinden biri olan AktG § 305 hükmü kapsamında doğan ayrılma hakkının sözleşmeden doğan hak olduğu ifade edilmiştir, *Emmerich/ Habersack*, AktG § 305 Rn.7. Ancak kârın devri veya hâkimiyet sözleşmelerinde ayrılma hakkının tanınması gerekliliği ilgili Kanun hükmünde açıkça yer almaktadır. Yine Alman Hukuku bakımından UmwG kapsamındaki ayrılma hakları ile İsviçre Hukukundaki FusG kapsamındaki ayrılma hakkında, hak ilgili sözleşmede yer almaktadır. UmwG açısından bkz. *Kalls*, Umwandlungsgesetz, UmwG § 29 Rn. 28.

dolayısıyla, yenilik doğuran haklardaki sürelerle benzer şekilde kısa olsa da, halka açık anonim ortaklık tarafından belirlenecektir. Ayrılma hakkının kanundan doğan bir yenilik doğuran hak niteliğinde olması halinde kullanım süresinin de kanun tarafından belirlenmiş olması gerekmektedir. Dolayısıyla, ayrılma hakkının kullanım süreci, yenilik doğuran hakların kullanımı nedeniyle gündeme gelen yeni bir hukuki durum doğması, mevcut hukuki durumda değişiklik veya sona erme unsurlarına benzer şekilde değişiklikler gündeme getirmesine rağmen, önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkının kullanımı yenilik doğuran hakkın kullanımı niteliğinde değildir. Son olarak ise, yenilik doğuran hak kullanımı söz konusu olduğunda taraflar arasında bir eşitlik değil ve fakat ast-üst ilişkisinin bulunduğu tespitinde bulunan görüş⁵⁸⁹ dikkate alınır, ayrılma hakkının uygulamasında pay sahibinin ortaklığa kıyasen üstün bir konumda bulunmadığı, hakka ilişkin kullanım beyanında bulunabilmek için çeşitli koşulları yerine getirdiği ve karşı taraf olan ortaklığın da önemli nitelikteki işlemi genel kurulun onayına sunmak suretiyle ayrılma hakkının kullanılması süreci ve bu sürecin maliyetlerini dikkate alabilen bir konumda olduğu tespit edileceğinden uygulamanın yenilik doğuran hak uygulaması olmadığı sonucuna ulaşılmalıdır.

Sonuç olarak, SPKn ve ÖNİ Tebliği kapsamındaki ayrılma hakkının işleyişi, gözetilen taraf menfaatleri açısından sözleşme yapma zorunluluğu kavramına uygun

⁵⁸⁹ *Buz*, s. 143. Konunun, yenilik doğuran hak kapsamında tanınan yetkinin, bir başkasının hukuki durumunun, ancak onun da katılması ile değiştirilebileceği ilkesine istisna olması (*Buz*, s. 69; *Eren*, s. 61) kapsamında değerlendirilmesi de mümkündür. Ayrılma hakkının kullanımının, pay sahibinin ortaklığın hukuki durumunda ortaklık katılmaksızın gerçekleştirdiği değişiklik olarak nitelendirilmesi mümkün gözükmemektedir. Önemli nitelikteki işlem halka açık anonim ortaklığın genel kurulunda onaya sunulduğundan, ayrılma hakkının uygulanması sürecine halka açık anonim ortaklık kapsamında işlemi onaylayan pay sahipleri dâhil olmakta ve çoğunluk ilkesi ile alınan karar halka açık anonim ortaklığın işlem hakkındaki iradesini yansıtmaktadır.

düşmektedir. Önemli nitelikteki işlemin halka açık anonim ortaklıkta ilgili yeter sayılar çerçevesinde onaylanması koşuluna bağlı olarak ortaklık, önemli nitelikteki işleme ilişkin olarak olumsuz oy kullanan ve muhalefetini tutanağa geçirten pay sahiplerine payların konu edildiği bir satım sözleşmesinin kurulmasına ilişkin olarak öneride bulunmaktadır.

Önemli nitelikteki işlem sonucunda karar alan çoğunluk karşısında yer alan azınlığın korunması gerekliliğinin gündeme geldiği ve bu gerekliliğin sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğu ile yerine getirildiği belirtilmişti. Pay alım teklifi zorunluluğu uygulamasının bir sözleşme yapma zorunluluğuna dayandığı öğretide kabul görmüştür⁵⁹⁰. Bu bağlamda pay alım teklifinin ayrılma hakkı gibi önemli nitelikteki işlemlerde pay sahiplerinin korunması açısından düzenlenmiş bulunması, kanun koyucunun pay sahiplerinin korunması bakımından sözleşme yapma yükümlülüğü getiren düzenlemeler temelinde hareket ettiğini göstermektedir. Bir başka deyişle, pay alım teklifi zorunluluğu bir sözleşme yapma yükümlülüğü niteliğinde olduğundan ve ayrılma hakkı da pay alım teklifi ile birlikte önemli nitelikteki işlemler sonucunda pay sahibinin korunması amacına hizmet ettiğinden, kanun koyucunun ayrılma hakkı açısından da sözleşme yapma zorunluluğu kurumundan hareket etmesi tutarlı bir seçimi yansıtmaktadır.

⁵⁹⁰ Çeker, Çıkma Hakkı, s. 64; Kolcuoğlu, s. 18; Kendigelen, Zorunlu Çağrı, s. 1201.

2. Hak Sahipleri

Ayrılma hakkı, önemli nitelikteki işlemleri bu işlemlere ilişkin karar alma sürecini izleyerek karara bağlayan halka açık anonim ortaklıkların pay sahipleri açısından doğmaktadır. Pay sahiplerinin tümünün bu hakka sahip olmayıp hakkın belirli koşullar çerçevesinde kullanılabileceği belirtilmelidir. Bu koşullar SPKn 24.1 ve ÖNİ Tebliği 9.1 hükümlerine göre, önemli nitelikteki işleme ilişkin genel kurul toplantısına katılarak işleme ilişkin olumsuz oy kullanılması ve muhalefet şerhinin genel kurul toplantı tutanağına işletilmesidir. Ayrıca bu koşulların istisnası, SPKn 24.2 ile ÖNİ Tebliği 9.2 hükümlerinde öngörülmüştür. Pay sahibinin genel kurula katılmasına haksız biçimde engel olunması, genel kurul toplantısına usulüne uygun davet yapılmaması ve gündemin usule uygun ilan edilmemesi hallerinde bu koşullar aranmaksızın ayrılma hakkı kullanılabilir.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin genel kurula katılarak olumsuz oy kullanan ve muhalefetini tutanağına işleten pay sahibi genel kurul sırasında sahip olduğu paylar için ayrılma hakkı kullanabilecektir; genel kurul tarihinden sonra yeni pay edinmesi halinde ayrılma hakkını sonradan edindiği paylar için kullanamaz⁵⁹¹. Diğer taraftan pay sahibi, paylarının bir kısmını elden çıkarması halinde, hakkın kullanımı anında elinde bulundurduğu paylar için hakkı kullanabilir⁵⁹². Genel kurulda önemli nitelikteki işlemin onaylanmasının ardından pay edinen kişi de, önceki süreçte pay sahipliği sıfatının bulunmadığı hallerde genel kurulda ayrılma hakkının kullanım koşullarını yerine

⁵⁹¹ Karacan, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 296. Yazar ayrıca genel kurul sırasında pay sahibi olan kişinin sonradan pay edinmesinin piyasa bozucu ve manipülatif işlemlere yönelmiş olabileceğini ifade etmektedir (s. 296- 297).

⁵⁹² Karacan, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 297.

getirmemiş olacaktır veya genel kurul sırasında pay sahibi bulunduğu için ayrılma hakkının koşullarını yerine getirse dahi sonradan edindiği paylar için koşulları sağlamıyor olacaktır. Dolayısıyla bu pay sahibi tarafından, genel kurul sonrasında edinilen paylar bakımından da ayrılma hakkı kullanılamaz⁵⁹³.

Pay sahibinin temsilci vasıtasıyla genel kurula katıldığı hallerde, ayrılma hakkını kullanma koşulları temsilci tarafından yerine getirilmelidir. ÖNİ Tebliği 9.1 hükmünde ilgili koşulları yerine getiren *pay sahiplerinin veya temsilcilerinin ayrılma hakkı bulunduğu* belirtilmiştir. İfadenin lafzından pay sahibinin temsilcisinin ayrılma hakkı bulunduğu gibi bir sonuç çıkmakta ise de, ayrılma hakkının pay sahibine ait olduğu ve ilgili ifadenin ayrılma hakkının koşullarının temsilci aracılığıyla da yerine getirilebileceğini işaret etmek üzere kullanıldığı belirtilmelidir. Bu bağlamda ayrılma hakkına ilişkin olarak SPKn 24.1 hükmünün, genel kurul toplantısına katılarak olumsuz oy kullanan ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahiplerinin ayrılma hakkına sahip olduğunu ifade etmesi, ÖNİ Tebliği 9.1 hükmünün ifadesi ile karşılaştırıldığında, ayrılma hakkının işleyişi açısından daha yerinde bir ifadedir.

Pay sahibinin kendisini genel kurulda temsil ettirmesi, sermaye piyasası mevzuatı açısından, SPKn 30 hükmü ve bu hükme dayanılarak çıkarılan II- 30.1 sayılı Vekaleten Oy Kullanılması ve Çağrı Yoluyla Vekalet Toplanması Tebliği⁵⁹⁴,nde düzenlenmiştir ve temsil yetkisinin vekaletname ile verilebilmesi için, en az Tebliğ'in Ek-A'sında yer alan içeriği kapsayan bir vekaletname düzenlenmelidir. Pay sahibinin

⁵⁹³ Karacan, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 297.

⁵⁹⁴ 24.12.2013 tarihli 28861 sayılı RG.

genel kurula temsilci vasıtasıyla katıldığı hallerde, ayrılma hakkını kullanmak isteğinde olan pay sahibinin bu isteğine ilişkin koşullara uygunluk, Tebliğ'in 9.3 hükmü kapsamında temsil edilenin talimatına uygun davranılması gerekliliği nedeniyle temsilci tarafından gözetilmelidir. Ek- A kapsamında, vekaletnamede genel kuruldaki her bir gündem maddesine ilişkin talimatlara yer verilmelidir. Önemli nitelikteki işlem ve bu işlem nedeniyle ayrılma hakkının doğduğu hususu da ÖNİ Tebliği 9.4 hükmü uyarınca genel kurul gündeminde ayrı bir gündem maddesi olarak yer alacağından, temsilci ayrılma hakkının kullanımına ilişkin olarak pay sahibinden bir talimat almış olacaktır. Bu bağlamda temsilci kendisine ayrılma hakkı kullanma veya kullanmama hususunda verilen açık talimata uygun davranmalıdır. Temsilcinin talimata aykırı davranması halinde TTK 427.1 uyarınca talimata aykırılık geçersizlik sonucunu doğurmayacağından; örneğin, ayrılma hakkının kullanılması talimatına rağmen önemli nitelikteki işleme ilişkin olumlu oy kullanması halinde, ayrılma hakkı doğmayacak ve temsilci pay sahibine karşı talimata aykırılık nedeniyle genel hükümlere göre sorumlu olacaktır.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin görüşmeler açısından SPKn 29.6 ve ÖNİ Tebliği 7.2 hükümleri kapsamında oydan yoksunluk hallerinin mevcudiyeti halinde, pay sahibinin oydan yoksun bulunması, pay sahipliği sıfatına bağlı diğer hakların ve bu arada genel kurula katılma ve iptal davası açma haklarının kullanılmasına engel olmadığından⁵⁹⁵, bu pay sahipleri önemli nitelikteki işlemin onaya sunulduğu genel

⁵⁹⁵ Çeker, Oy Hakkı, s. 199; Moroğlu, Hükümsüzlük, s. 254; İmregün, Anonim Ortaklıklar, s. 137.

kurul toplantısına katılabilecekleri gibi⁵⁹⁶ muhalefetlerini toplantı tutanağına da işletebilmektedirler⁵⁹⁷. Oydan yoksunluk oy hakkı dışındaki pay sahipliği haklarının kullanımını etkilemediğinden, bu pay sahipleri de ayrılma hakkını kullanabileceklerdir⁵⁹⁸. Oydan yoksun pay sahipleri her ne kadar ilgili işleme ilişkin olarak gündeme gelen menfaat çatışması kapsamında oy kullanamayacak konumda bulunsalar da, önemli nitelikteki işlemin halka açık anonim ortaklığın payı üzerindeki etkilerinden uzak bir şekilde kendi yatırımlarını gözden geçirme ihtiyacı duyabilmektedirler. Bu bakımdan azınlık ile çoğunluk menfaatlerinin dengelenmesi amacı çerçevesinde ayrılma hakkı oydan yoksun pay sahiplerine de tanınmalıdır. Oydan yoksun pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanmaları açısından olumsuz oy kullanma koşulu, kendilerinin oy kullanma hakları bulunmaması nedeniyle aranmayacaktır. Bu bağlamda oydan yoksun pay sahiplerinin muhalefetlerini genel kurul toplantı tutanağına işletmeleri ayrılma hakkının kullanımı açısından yeterli görülmelidir⁵⁹⁹.

Konunun genel kurulda uygulanan oydan yoksunluk halleri dışında, oydan yoksun pay senetleri açısından da incelenmesi gerekir. Oydan yoksun paylar ESPKn

⁵⁹⁶ Oydan yoksun pay sahipleri, önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alınması açısından yeter sayıların hesaplanmasında dikkate alınmazlar. Bkz. yukarıda Üçüncü Bölüm, I, C, 3, b.

⁵⁹⁷ *Moroğlu*, Hükümsüzlük, s. 267; *İmregün*, Anonim Ortaklıklar, s. 137.

⁵⁹⁸ Ayrılma hakkının oy hakkı bulunan pay sahipleri ile sınırlanmaması, muhalefetini tutanağa işletmek koşuluna bağlanması gerektiği yönünde bkz. *Levy*, s. 442. Benzer yönde, ayrılma hakkının ilgili düzenlemede aksi açıkça ifade edilmediği sürece oy hakkı bulunmayan pay sahiplerince de kullanılması gerektiği yönünde bkz. *Notes*, Virginia L. Rev., V. 16, I. 5, 1929-1930, s. 491. ABD Hukuku açısından karşıt görüş ise, hakka ilişkin olarak olumsuz oy kullanma koşulunun getirildiği düzenlemelerde lafza bağlı kalınarak bir oy hakkının mevcudiyetinin aranması gerektiğini, dolayısıyla oydan yoksun pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanamayacağını belirtmektedir, *Pittman*, s. 249. Bu yaklaşımın eleştirisi için bkz. *Weiner*, s. 552.

⁵⁹⁹ Genel kurul kararlarının iptali bakımından benzer bir tespit için bkz. *Moroğlu*, Hükümsüzlük, s.266.

döneminde Kanun'a eklenen 14/A hükmünde⁶⁰⁰ yer almıştır ve uygulamaya ilişkin ayrıntılar bu dönemde SPK'nın tebliğleri⁶⁰¹ ile düzenlenmiştir. İlgili paylar sahibine oy hakkı vermemekle birlikte⁶⁰² kâr payı, tasfiye payı gibi haklarda imtiyaz tanıyan⁶⁰³ paylardır. SPK'n'de oydan yoksun payların çıkarılmasına ilişkin bir belirleme yer almamakla birlikte⁶⁰⁴ bu Kanun'a dayanılarak çıkarılan Pay Tebliği 51.1 hükmünde Oydan Yoksun Paylara İlişkin Tebliğ (Seri:I, No:36)'in yürürlükten kaldırıldığı ve bu Tebliğ'e gerçekleştirilen atıfların Pay Tebliği'ne yapılmış sayılacağı hükme bağlanmıştır. SPK'n döneminde oydan yoksun payların ihraç edilmesinin olanak dâhilinde olmadığını ifade eden görüş mevcut olduğu gibi⁶⁰⁵, Pay Tebliği 47.1 hükmü kapsamında pay benzeri menkul kıymetlerin çıkarılması olanağı getirildiğinden oydan yoksun pay ihracının mümkün olduğu da ifade edilmektedir⁶⁰⁶. Oydan yoksun payların çıkarılmasının SPK'n kapsamında mümkün olup olmadığı tartışmasının ötesinde, bu nitelikteki payların mevcut olması halinde ilgili paylara sahip bulunanların ayrılma

⁶⁰⁰ İlgili hüküm, 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun (13.05.1992 tarihli 21227 sayılı RG) ile ESPK'n'a eklenmiştir.

⁶⁰¹ Konuya ilişkin ikincil düzenlemeler sırasıyla, Oydan Yoksun Hisse Senetlerine İlişkin Tebliğ (Seri:I, No:15) (31.07.1992 tarihli 21301 sayılı RG), Oydan Yoksun Hisse Senetlerinin İhracı ve Halka Arzına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri:I, No:30) (20.03.2003 tarihli 25054 sayılı RG) ve Oydan Yoksun Paylara İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: I, No:36) (21.01.2009 tarihli 27117 sayılı RG)'dir.

⁶⁰² Oydan yoksun paylara ilişkin olarak payların oy hakkı vermemesi mutlak bir anlam taşımayıp çeşitli hallerde oy hakkının canlanması söz konusu olmaktadır, *Karahan*, S.: Oydan Yoksun İmtiyazlı Paylar, Batider, C. XVIII, S.3, Haziran 1996, s. 40.

⁶⁰³ Oydan yoksun payların tanıdığı haklara ilişkin olarak bkz. *Karahan*, s. 58- 63; *Aktaş*, M. M.: Oydan Yoksun Hisse Senetleri, Ankara 2006, s. 127 vd.

⁶⁰⁴ Ayrıca konu açısından her pay sahibinin sadece bir paya sahip olsa da en az bir oy hakkını haiz olacağını ifade eden TTK 434.2 hükmü de dikkate alınmalıdır ve bu bakımdan SPK'n'de özel bir hükümle oydan yoksun payların çıkarılmasına ilişkin olanak düzenlenmediği takdirde, TTK 434.2 hükmü nedeniyle oydan yoksun payın çıkarılamayacağı sonucuna varılabilir. Halka kapalı anonim ortaklıklar bakımından TTK 434.2 hükmü nedeniyle oydan yoksun pay çıkarılamayacağı yönünde bkz. *Karasu*, s. 187.

⁶⁰⁵ *Karacan*, konunun SPK'n'de düzenlenmemiş olması nedeniyle SPK'n'nin oydan yoksun paylara ilişkin ikincil bir düzenleme yapamayacağını belirtmektedir, *Önemli Nitelikteki İşlemler*, 301. Aynı yönde SPK'n 128.2 hükmünün oydan yoksun paylara ilişkin ikincil düzenleme çıkarma yetkisini SPK'n'a vermediği yönünde bkz. *Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu)*, Ortaklıklar I, Nr. 77 s. 559.

⁶⁰⁶ *Adigüzel*, Ayrılma Hakkı, s. 34; *Bektaş*, s. 806 dn. 132.

hakkı kullanıp kullanamayacakları sorunu, ayrılma hakkının amacı çerçevesinde çözülmelidir. Halka açık anonim ortaklığın paylarına ilişkin olarak oydan yoksun hisse senetlerinin söz konusu olması halinde, bu pay sahipleri genel kurula katılabilecekleri gibi⁶⁰⁷ ayrılma hakkını da kullanabileceklerdir⁶⁰⁸. Sonuç olarak, gerek oydan yoksunluk hallerinin gündeme geldiği gerek ise oydan yoksun pay senetlerinin mevcut olduğu hallere ilişkin olarak, ilgili pay sahipleri, önemli nitelikteki işlem nedeniyle doğan ayrılma hakkının işlemi karara bağlayan çoğunluk karşısındaki azınlığı korumaya yönelik olması nedeniyle, ayrılma haklarını kullanabileceklerdir.

Pay üzerinde intifa hakkı kurulmuş olması halinde⁶⁰⁹, ayrılma hakkının kullanımına yetkili olan kişi ÖNİ Tebliği 9.3 hükmünde belirlenmiştir. İntifa hakkının bulunduğu ve oy hakkının intifa hakkı sahibince kullanıldığı hallerde⁶¹⁰ ayrılma hakkı

⁶⁰⁷ Oydan yoksun paylara ilişkin olarak Pay Tebliği ile yürürlükten kaldırılan, Oydan Yoksun Paylara İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: I, No:36)'nin 20.1 hükmünde oydan yoksun pay sahiplerinin, esas sözleşmede hüküm bulunması kaydıyla genel kurula katılabilecekleri ve oylamalardan önce görüş açıklayabilecekleri belirlenmişti. İlgili Tebliğ'in 20.2 hükmü kapsamında oydan yoksun payların genel kurul karar ve toplantı yeter sayılarında dikkate alınmayacağı hükme bağlanmıştır.

⁶⁰⁸ İlgili pay sahiplerinin değişikliğe ilişkin olarak oy hakkı bulunmadığından kendilerini oy hakkını belirli bir yönde kullanarak koruyamadıkları, bu pay sahiplerinin ayrılma hakkına diğerlerine göre daha fazla ihtiyaç duyduğu yönünde bkz. *Levy*, s. 428. Ayrılma hakkının kullanılmasını oy hakkı bulunan pay sahipleri ile sınırlandırmanın hakkın düzenleniş amacı ve menfaatler dengesi ile bağdaşmayacağı yönünde bkz. *Sönmez*, s. 68. Aksi yönde, hakkın kullanımının ortaklığa yükleyeceği maliyetler nedeniyle oy hakkı olan paylarla sınırlı tutulması görüşü için bkz. *Özdoğan*, s. 750- 751. Oydan yoksun payların sahiplerinin ayrılma hakkı kullanamayacakları ve bu hakkı kullanabilmeleri için bu yönde açık bir düzenleme bulunması gerektiği yönünde bkz. *Bektaş*, s. 807.

⁶⁰⁹ İntifa hakkı TMK 794 kapsamında taşınırlar, taşınmazlar, haklar veya bir malvarlığı üzerinde kurulabilen, aksine düzenleme olmadıkça sahibine tam yararlanma yetkisi veren bir irtifak hakkıdır. Devredilemeyen ve mirasçıya geçmeyen sınırlı ayni hak niteliğindeki intifa hakkı, sahibine intifa konusu üzerinde tasarrufta bulunma yetkisi vermemektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Kendigelen*, A.: Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı, İstanbul 1994, s. 21- 24; *Oğuzman*, M. K./ *Seliçi*, Ö. / *Oktay-Özdemir*, S.: Eşya Hukuku, 17. B., İstanbul 2014, s. 819- 822; *Oğuzman/ Barlas*, Nr. 496 s. 145- 146. Halka açık anonim ortaklıklar bakımından kayden ihraç edilen paylar üzerinde intifa hakkı kurulmasına ilişkin olarak bkz. II-13.1 sayılı Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtlarının Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ (07.08.2014 tarihli 29081 sayılı RG) 22.1. Ayrıca bkz. TTK 647.

⁶¹⁰ TTK 432.2 hükmü kapsamında, pay üzerinde intifa hakkı bulunması halinde aksi kararlaştırılmamışsa oy hakkı intifa hakkı sahibi tarafından kullanılır ve intifa hakkı sahibi pay sahibinin menfaatlerini

intifa hakkı sahibi tarafından kullanılamaz. Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için, pay sahibi veya temsilcisi genel kurula katılarak önemli nitelikteki işleme ilişkin olarak olumsuz oy kullanmalı ve muhalefet şerhini tutanağa işletmelidir. Dolayısıyla düzenleme kapsamında, pay üzerinde intifa hakkının bulunması halinde ayrılma hakkı intifa hakkı sahibi tarafından kullanılamayacağı gibi, genel kurula katılarak önemli nitelikteki işleme ilişkin olumsuz oy kullanma ve bunu tutanağa işletme koşulları da intifa hakkı sahibi tarafından yerine getirilemez.

ÖNİ Tebliği 9.3 hükmünde intifa hakkı sahibine ayrılma hakkının kullanımına ilişkin yetki verilmemesi ve ayrılma hakkının kullanımı için pay sahibinin veya temsilcisinin genel kurul toplantısına katılmasının gerekli kılınmasının amaca uygunluğu, intifa hakkının niteliği çerçevesinde değerlendirilmelidir. Ayrılma hakkı tüm koşullar yerine getirilerek kullanıldığında, pay sahipliği sıfatı sona ermektedir ve pay üzerinde tasarruf edilmiş olmaktadır⁶¹¹. Hakkın kullanılması için, öncelikle pay sahibinin önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı genel kurula katılarak işlem hakkında olumsuz oy kullanması ve muhalefetini tutanağa işletmesi gerekir. Bu koşulların karşılanmasının ardından, hak, kullanım süresi içerisinde beyanda bulunmak suretiyle kullanılır. Dolayısıyla ayrılma hakkının doğduğu genel kurul toplantısından sonra hakkın kullanılacağına ilişkin beyanda bulunulması gerektiğinden, ayrılma hakkına ilişkin genel kurulda karşılanması gereken koşulların intifa hakkı sahibi tarafından da yerine getirilebileceği ileri sürülebilir. Ancak bu yorum pozitif hukuk

gözetmekle yükümlüdür. Oy hakkının kural olarak pay sahibine ait olmakla birlikte istisnaen intifa hakkı sahibine tanınmış olduğuna ilişkin olarak bkz. *Poroy/ Tekinalp / Çamoğlu*, Ortaklıklar ve Kooperatif, Nr. 960 s. 571. Fakat öğretilde oy hakkının pay sahibine tanınması gerektiği savunulmaktadır, *Kendigelen*, İntifa Hakkı, s. 248; *Çeker*, Oy Hakkı, s. 170.

⁶¹¹ Ayrılma hakkının pay sahipliğine bağlandığına ilişkin olarak bkz. *Manavgat*, Halka Açık, s. 325.

düzenlemesi karşısında sadece bir öneri niteliğinde olabilecektir. Ayrılma hakkına ilişkin ilk değerlendirmenin yapıldığı genel kurulda önemli nitelikteki işleme ilişkin oy kullanılması yetkisi, ÖNİ Tebliği 9.3 hükmünde intifa hakkı sahibine tanınmamıştır. Pay üzerindeki intifa hakkının sahibine tasarruf yetkisi vermediği dikkate alındığında, ayrılma hakkının kullanılması çerçevesinde payın devri olanağının kullanılması sürecinin genel kuruldaki koşullarının da pay sahibi tarafından karşılanması, bu kapsamdaki değerlendirmenin malik konumundaki pay sahibi tarafından yapılması yerindedir.

Öte yandan, hükmün önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı genel kurulda başka gündem maddelerinin varlığı halinde, TTK kapsamındaki intifa hakkı sahibinin genel kurulda oy kullanabilmesi kuralının aksinin öngörülmediği durumlarda, aynı pay için iki farklı kişinin genel kurula katılabilesine neden olacağı açıktır⁶¹². Pay sahibi, ayrılma hakkını kullanmak istegindeyse, TTK 432.2 hükmünün aksinin kararlaştırılmadığı hallerde⁶¹³ genel kurulda oy hakkını intifa hakkı sahibi kullanmasına rağmen, önemli nitelikteki işlemin oylaması nedeniyle genel kurula katılmanın maliyetlerine katlanmak zorunda kalacaktır. Ayrıca, intifa hakkı sahibinin oy kullanmaya yetkili olduğu hallerde pay sahibinin menfaatlerini hakkaniyete uygun bir şekilde koruması gerekli olduğundan ayrılma hakkının kullanımının genel kuruldaki

⁶¹² Bu hallerde genel kurulda hazır bulunanlar listesi düzenlenirken, intifa hakkı sahibinin ve üzerinde intifa hakkı tanınmış olan payın sahibinin aynı paya ilişkin olarak farklı gündem maddelerinde oy kullanmakta oldukları dikkate alınmalıdır. Hazır bulunanlar listesinin iki farklı liste halinde düzenlenmesi ve önemli nitelikteki işlemlere ilişkin olarak pay sahibine, diğer gündem maddeleri açısından ise intifa hakkı sahibine yer vermesi yeter sayıların hesaplanmasında aynı payın mükerrer olarak hesaba katılmaması açısından yerinde olacaktır.

⁶¹³ TTK 432.2 hükmü ile ÖNİ Tebliği 9.3 hükmü arasında çelişki bulunmakla beraber, ÖNİ Tebliği'nin konuya ilişkin özel hüküm olması nedeniyle uygulanması gerektiği ve ayrıca Tebliğ hükmünde ayrılma hakkının münhasıran pay sahibine tanınan bir hak olmasına uyumlu şekilde ayrılma hakkının koşullarının pay sahibi tarafından yerine getirilmesi gerekliliğinin düzenlendiği yönünde bkz. *Turan*, s. 91- 92.

koşullarının intifa hakkı sahibi tarafından da yerine getirilmesi mümkündür. Dolayısıyla, intifa hakkı sahibinin genel kurula katılmaya yetkili olduğu hallerde, genel kurulda yerine getirilmesi gereken önemli nitelikteki işleme ilişkin olarak olumsuz yönde oy kullanılması ve muhalefetin tutanağa geçirilmesi koşullarının intifa hakkı sahibince yerine getirilmesine olanak tanınması bir ihtimal olarak gündeme gelebilir. Ancak bu hallerde de pay sahibi ile intifa hakkı sahibi arasında çeşitli uyuşmazlıklar oluşabilecektir. Nitekim pozitif hukuktaki düzenleme de ayrılma hakkının kullanım yetkisini pay sahibine vermekte ve ayrıca genel kurul sırasındaki koşulların da pay sahibi veya temsilcisi tarafından yerine getirilmesi gerektiğini düzenlemektedir.

Genel kurulda oy kullanma yetkisinin intifa hakkı sahibinde bulunduğu durumlarda, ayrılma hakkının genel kuruldaki koşullarının intifa hakkı sahibi tarafından yerine getirilmesi ilgili hak sahibine temsil yetkisi verilerek olanaklı kılınabilir. Temsilciye verilecek olan vekâletnamede, Vekâleten Oy Kullanılması ve Çağrı Yoluyla Vekâlet Toplanması Tebliği Ek- A kapsamında, her bir gündem maddesi için talimat verilmesi gerekeceğinden, pay sahibinin ayrılma hakkının kullanımına ilişkin koşulların yerine getirilmesini istemesi halinde intifa hakkı sahibine bu yönde vereceği talimat, menfaat uyuşmazlığının doğması tehlikesini ortadan kaldıracaktır.

Halka açık anonim ortaklığın payı üzerinde rehin hakkı kurulmuş ise⁶¹⁴, ayrılma hakkının kim tarafından kullanılacağı veya hakkın kullanımı için genel kurul sırasında yerine getirilmesi gereken koşulların kim tarafından yerine getirileceği mevzuatta

⁶¹⁴ Halka açık anonim ortaklıklar bakımından kayden ihraç edilen paylar üzerinde rehin hakkı kurulmasına ilişkin olarak bkz. II-13.1 sayılı Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtlarının Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ 22.1. Ayrıca bkz. TTK 647.

düzenlenmemiştir. Pay üzerindeki rehin hakkının, rehin hakkı sahibine pay üzerinde tasarruf yetkisi vermediği ve mevzuatta sınırlı ayni hak niteliğindeki intifa hakkı açısından ayrılma hakkını kullanma ile genel kuruldaki koşulları yerine getirme yetkilerinin pay sahibine tanındığı dikkate alındığında, ayrılma hakkının pay sahibi tarafından kullanılması gerektiği sonucuna varılmalıdır.

Pay üzerinde rehin hakkı kurulduğu hallerde, ayrılma hakkını kullanmanın genel kurul sırasında yerine getirilmesi gereken koşulları açısından kimin yetkili olduğu ise rehin alacaklısının genel kurulda oy kullanmaya yetkili olup olmadığına göre belirlenmelidir. TMK 960 hükmü kapsamında, ortaklık genel kurulunda rehinli pay senetlerini temsil etmek yetkisi, pay sahibine aittir⁶¹⁵. Pay sahibi rehin hakkı sahibini temsilcisi olarak atamak suretiyle onun genel kurula katılmasını ve oy hakkını kullanmasını sağlayabilir. Ayrıca, hamiline yazılı pay senetlerinde rehin hakkı sahibi, TTK 427.2 hükmü gereğince pay sahipliği haklarını ancak pay sahibi tarafından özel bir yetki belgesi ile yetkilendirilmişse kullanabilecektir. İlgili hükümler dikkate alındığında, pay üzerinde rehin hakkının kurulduğu hallerde genel kurula katılma ve oy kullanma haklarının pay sahibine ait olduğu, pay sahibinin temsil yetkisi vermek suretiyle rehin hakkı sahibinin oy kullanmasını sağlayabileceği sonucuna varılmalıdır.

Görüldüğü üzere sınırlı ayni hak niteliğindeki intifa ve rehin hakkı, üzerlerinde kuruldukları eşya veya hak üzerinde tasarruf yetkisi vermediğinden, payın ortaklığa satılması sonucunu doğuran ayrılma hakkını kullanma yetkisi vermez. Öte yandan intifa

⁶¹⁵ Pay sahibi oyu kullanırken, rehin sözleşmesi çerçevesinde, rehin hakkı sahibinin menfaatlerini gözetmekle yükümlüdür. Bkz. *Göksöy, Y. C.: Anonim Ortaklıkta Payın Rehni*, Ankara 2001, s. 281. Ayrıca, rehinli hisse senetlerine zilyet olan rehin hakkı sahibi ise, pay sahibinin oy kullanmasını mümkün kılmakla yükümlüdür (s. 283).

hakkı açısından hak sahibinin genel kurula katılmaya yetkili olduğu hallerde ve rehin hakkı açısından ise rehin hakkı sahibinin toplantıya katılmasının istendiği hallerde, ayrılma hakkının koşullarının intifa hakkı sahibi veya rehin hakkı sahibi tarafından yerine getirilebilmesi, bu kişilerin temsilci atanması suretiyle sağlanabilir.

3. Ayrılma Hakkının Kullanım Koşulları

a. Önemli Nitelikteki İşlemin Onaya Sunulduğu Genel Kurula Katılarak Olumsuz Oy Kullanılması ve Muhalefet Şerhinin Tutanağa İşletilmesi

Önemli nitelikteki işlemler ÖNİ Tebliği 7.1 hükmü uyarınca genel kurulun onayına sunulur. Genel kurulun gündeminde yer alan önemli nitelikteki işleme olumlu yaklaşmayan ve bu işlemin gerçekleştirilmesi halinde ortaklığın devamında pay sahibi olarak yer almak istemeyen pay sahibinin kendisi veya temsilcisi, SPKn 24.1 ve ÖNİ Tebliği 9.1 hükümleri uyarınca genel kurula katılarak ilgili işlem hakkında olumsuz oy kullanmalı ve muhalefetini tutanağa işletmelidir⁶¹⁶.

⁶¹⁶ Ayrılma hakkının Alman Hukukundaki görünümünden UmwG § 29 ve UmwG § 207 hükümlerinde, ayrılma hakkının olumsuz yönde oy kullanan ve muhalefetini tutanağa geçirten pay sahibine tanındığı açıkça ifade edilmiştir. UmwG § 125 hükmünde de UmwG § 29 hükmüne göndermede bulunulduğundan bu hüküm kapsamında ayrılma hakkının kullanılması açısından da aynı gereklilikler aranır. İngiltere açısından 1862 tarihli *Companies Act* düzenlemesinde, ayrılma hakkı, işleme ilişkin olumlu oy kullanmamaya bağlanmıştır. İsviçre Hukuku bakımından FusG hükmünde olumsuz oy kullanmanın aranmadığı, bu bakımdan işlem hakkında olumlu oy kullanan pay sahiplerinin de ayrılma akçesini tercih edebilecekleri yönünde bkz. *Glanzmann*, Art. 8 N. 13 s. 54. ABD Hukuku kapsamında, ayrılma hakkının kullanılabilmesi için yerine getirilmesi gereken şartların tespit edilebilmesi açısından ise ayrılma hakkının tanındığı düzenlemede hakkın kimler için getirilmiş olduğu incelenmelidir. Delaware eyaletinde ve MBCA kapsamında, hakkın birleşme işlemi hakkında olumlu oy kullanmamış olan pay sahibine tanındığı görülmektedir, bkz. Delaware General Corporation Law § 262.a; MBCA § 13.21.a. Olumsuz oy kullanılması gerekliliğine açıkça yer veren eyaletler için bkz. *Levy*, s. 427 dn. 31.

Pay sahibinin genel kurula katılma konusunda vazgeçilmez bir pay sahipliği hakkı bulunmaktadır ve bu hak, yine vazgeçilmez nitelikteki müzakerelere katılma, öneride bulunma ve bilgi alma hakları açısından da önem arz etmektedir. Ayrıca oy hakkı da genel kurulda kullanılmaktadır. Pay sahibi genel kurula katılmış olsa dahi, bir öneri ile ilgili olarak oy kullanmak zorunda olmayıp pay sahibinin oy kullanmak konusunda bir pay sahipliği hakkı bulunmaktadır.

Ayrılma hakkının kullanılabilmesi bakımından, pay sahibinin önemli nitelikteki işlemin onaya sunulduğu genel kurula katılarak işlem hakkında olumsuz oy kullanması gerekmektedir⁶¹⁷. Önemli nitelikteki işleme ilişkin gündem maddesi hakkında oy kullanılmaması veya açıkça olumsuz olmayan bir ifade ile oy kullanılması⁶¹⁸ ayrılma hakkı açısından olumsuz oy kullanma koşulunun karşılanmaması sonucunu doğurur.

Genel kurula elektronik ortamda katılımın mümkün olduğu hallerde⁶¹⁹, elektronik ortamda kullanılan oy fiziki katılımın ve oy vermenin tüm sonuçlarını

⁶¹⁷ Sermaye piyasası mevzuatında önemli nitelikteki işlemlere bağlanan ayrılma hakkı dışında, SPKn 33.4 hükmüne bağlı olarak da ayrılma hakkının gündeme gelebileceği daha önce belirtilmişti. Bkz. yukarıda İkinci Bölüm, I, C, 2, b. SPKn 24.1 kapsamında ayrılma hakkı açısından “olumsuz oy kullanma” koşulu aranmakta iken, SPKn 33.4 kapsamında ortaklıkların SPKn kapsamından çıkması nedeniyle uygulanan bu ayrılma hakkını kimlerin kullanabileceğine ilişkin olarak, Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği 5.5 hükmünde “olumlu oy kullananlar dışındaki” pay sahipleri esas alınmıştır. Metinler arasındaki farklılığın nedeninin anlaşılamadığı yönünde bkz. *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 300. Olumlu oy vermemiş olmanın temel alındığı bir başka düzenleme ise yeniden yapılanma işlemleri bakımından iptal davasını düzenleyen TTK 192 hükmüdür. Olumsuz oy kullanmış olma koşulunun aranmasının, olumlu oy kullanmamış olma koşuluna kıyasla ayrılma hakkının koruma alanını daralttığı yönünde, ABD Hukuku açısından bkz. *Levy*, s. 427.

⁶¹⁸ Çekimser oy kullanmanın ayrılma hakkının kullanımına ilişkin “olumsuz oy kullanma” koşulunu karşılamayacağı yönünde bkz. *Adıgüzel*, Ayrılma Hakkı, s. 33; *Bektaş*, s. 804; *Adıgüzel*, Sermaye Piyasası, s. 85. Genel kurul kararlarının iptali açısından benzer yönde bkz. *Moroğlu*, Hükümsüzlük, s. 264.

⁶¹⁹ Genel kurulların elektronik ortamda yapılması, TTK 1528 hükmü kapsamında, kural olarak isteğe bağlı olmakla birlikte, pay senetleri borsada işlem gören ortaklıklar açısından bir zorunluluk olarak düzenlenmiştir. Payları borsaya kote edilmiş ortaklıklarda MKK’nın sağladığı Elektronik Genel Kurul Sistemi üzerinden elektronik genel kurul gerçekleştirilir. TTK’nın borsa ortaklıkları açısından öngördüğü

doğuracağından, elektronik ortamda olumsuz oy kullanılması ile ayrılma hakkının ilk koşulu karşılanmış olacaktır.

Olumsuz oyun kullanılmasının ardından, bu oyun pay sahibi tarafından tutanağa işletilmesi ayrılma hakkının kullanımının bir diğer koşuludur⁶²⁰. Olumsuz oyun tutanağa işletilmesi koşulu, hem pay sahibi tarafından genel kurulda kullanılan olumsuz oyun ispat edilmesini sağlamakta hem de ortaklığın ayrılma hakkını kullanabilecek pay sahiplerini ve dolayısıyla ayrılma hakkının ortaklığa yükleyeceği maliyeti belirlemesini mümkün kılmaktadır.

Olumsuz oyun tutanağa işletilmesi, genel kurul toplantısı başkanlık divanına yöneltilecek açık bir talep ile sağlanmalıdır. SPKn 24.1 ve ÖNİ Tebliği 9.1 hükümlerinde olumsuz oy kullanılması ve muhalefet şerhinin tutanağa işletilmesi gereklilikleri yer aldığından, olumsuz oy verilmesi ayrılma hakkının kullanımı açısından yeterli olmayacak, ayrıca bu olumsuz oyun tutanağa işletilmesi gerekecektir⁶²¹. TTK

zorunluluğun dünyada ilk olduğu yönünde bkz. *Turgut*, M.: Borsaya Kote Anonim Ortaklıklarda Elektronik Genel Kurul, İstanbul 2015, s. 4. Genel kurulların elektronik ortamda gerçekleştirilmesinin kurula katılıma ve pay sahipleri demokrasisine etkilerine ilişkin olarak bkz. *Pulaşlı*, Şerh I, § 29 Nr. 40 s. 721.

⁶²⁰ *Sönmez*, s. 116- 117; *Bektaş*, s. 803; *Adıgüzel*, Sermaye Piyasası, s. 85. Muhalefeti tutanağa işletme koşulunun ayrılma hakkının kullanımını zorlaştırdığı yönünde bkz. *Adıgüzel*, Ayrılma Hakkı, s. 33. Alman Hukuku açısından sadece olumsuz oy kullanmanın yeterli olmadığı ve muhalefetin şerh ettirilmesi gerektiği yönünde bkz. *Stockburger*, UmwG §29 Rn. 19 s. 253; *Stratz (Schmitt/ Hörtnagl)*, UmwG § 29 Rn. 5. İngiltere açısından 1862 tarihli *Companies Act* düzenlemesi kapsamında, işleme ilişkin olumlu oy kullanmama koşulunun yanı sıra işleme ilişkin yazılı muhalefetin bildirilmesi koşulu aranmıştır. Bkz. Birinci Bölüm, I, A, 2.

⁶²¹ Olumsuz oy kullanan pay sahibinin bu oyunu ayrıca genel kurul toplantı tutanağına geçirtmesinin gerekli olup olmadığı doktrinde genel kurul kararlarının iptali açısından tartışılmıştır. Bu konuda Yargıtay kararlarında da kabul gören baskın görüş, olumsuz oy kullanılmasının ardından muhalefetin tutanağa şerh ettirilmesi yönünde olmakla birlikte, pay sahibinin kullandığı olumsuz oyun tutanağa geçirilmesinin iptali talep edebilmek açısından yeterli olduğu ve pay sahibinin oyunu tutanağa geçirtme konusunda tekrar bir talepte bulunmasının gerekmediği, bunun gerektiğinin tespit edilmesinin iptal davası açma hakkının kullanımını gereksiz yere zorlaştıracığı da savunulmuştur. Bkz. *Moroğlu*, Hükümsüzlük, s. 264. Ayrıca, konunun Yargıtay kararlarına yansımalarının tespiti için bkz. *Okçuoğlu*, Y.: Anonim ve Kooperatif

422.1 uyarınca genel kurul toplantı tutanağı, her karar için kullanılan olumlu ve olumsuz oyların sayılarını içermelidir. İlgili hüküm uyarınca olumlu ve olumsuz yönde oy kullanan pay sahiplerinin ad veya unvanları tutanağa geçirilmesi gereken hususlardan değildir. Konu açısından, Anonim Şirketlerin Genel Kurul Toplantılarının Usul ve Esasları ile Bu Toplantılarda Bulunacak Gümrük ve Ticaret Bakanlığı Temsilcileri Hakkında Yönetmelik'in 26.4 hükmü de önem arz etmektedir. Hüküm kapsamında, toplantıda alınan kararlara muhalif kalarak muhalefet şerhi yazmak isteyenlerin şerhlerine tutanakta yer verileceği ve yazılı olarak verilen muhalefet şerhlerinin tutanağa ekleneceği belirtilmiştir. Tutanakta muhalefet şerhi koyan pay sahibinin ad ve soyadı da yer alacaktır. Dolayısıyla, ayrılma hakkına ilişkin muhalefetin şerh ettirilmesi koşulunun yerine getirilmesi, pay sahibinin aktif bir davranışını, muhalefet şerhinin tutanağa yazılmasının veya yazılan muhalefet şerhinin tutanağa eklenmesinin pay sahibi tarafından talep edilmesini gerektirecektir.

Elektronik ortamda gerçekleştirilen bir genel kurul söz konusu ise, muhalefet şerhinin tutanağa işletilmesi gerekliliği yine geçerlidir. Muhalefet beyanının tutanağa işletilmesi olanağının varlığı, Anonim Şirketlerde Elektronik Ortamda Yapılacak Genel Kurullara İlişkin Yönetmelik⁶²², in 11.2 hükmünde açıkça öngörülmüştür⁶²³. Ayrılma

Şirketler Genel Kurul Kararlarının İptali İçin Gerekli Olan Muhalefet ve Muhalefetin Tutanağa Geçirilmesi, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu II, 11-12 Ocak 1985, s.269- 291. Yazar, muhalefetin asli koşul olduğunu, muhalefetin tutanağa geçirilmesinin ise durumun biçimsel kanıt yönünü oluşturduğunu belirterek pay sahibinin alınan karara karşı olduğu ismen tutanağa geçirilmiş ise artık tekrar o pay sahibinin muhalefeti şerh ettirmesinin gerekli olmadığı sonucuna varmaktadır.

⁶²² 28.08.2012 tarihli 28395 sayılı RG.

⁶²³ Hükümde “*elektronik ortamda gönderilen muhalefet beyanı*” ifadesine yer verilmiştir. Elektronik ortamda genel kurula katılım halinde, muhalefetin güvenli e-imzaların atıldığı e-posta ile gönderilebileceği yönünde bkz. Özer, I.: Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirket Genel Kuruluna Elektronik Ortamda Katılım, Batider, C. XXV, S. 4, Aralık 2009, s. 653.

hakkını kullanmak isteyen ve önemli nitelikteki işleme ilişkin oylamada elektronik ortamda olumsuz oy kullanan pay sahibi bu oyunu tutanağa da işletmelidir.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin olumsuz oy kullanılması ve bunun tutanağa işletilmesi, ÖNİ Tebliği 9.8 gereğince, genel kuruldaki diğer gündem maddeleri açısından ortaklıktan doğan hakların kullanımını etkilemez⁶²⁴.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin oylamanın gerçekleştirileceği genel kurula pay sahibinin katılamamasının belirli sebeplerden kaynaklandığı hallerde, SPKn 24.2 ve ÖNİ Tebliği 9.2 kapsamında, ayrılma hakkının kullanımına ilişkin işleme olumsuz oy verilmesi ve bunun genel kurul tutanağına geçirilmesi koşulları aranmamaktadır⁶²⁵. Zira bu hallerde pay sahibinin genel kurula katılmaması durumu, kendisinden kaynaklanmamaktadır⁶²⁶. Bu haller, mevzuat kapsamında pay sahibinin genel kurula katılmasına engel olunması, genel kurula davetin usulüne uygun gerçekleştirilmemesi veya gündemin usulüne uygun ilan edilmemesi halleridir.

Pay sahibinin genel kurula katılmasına engel olunduğunu, usulüne uygun olmayan bir davetin veya gündem ilanının bulunduğu ileri sürdüğü ve ilgili genel kurula katılmadığı hallerde, önemli nitelikteki işleme ilişkin alınan karar sonrasında

⁶²⁴ ÖNİ Tebliği'nde yer alan ilgili hükmün eleştirisi için bkz. *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 290. Yazar, hükmün yanlış anlaşılmaya müsait olduğunu, önemli nitelikteki işleme ilişkin oylamada olumsuz oy kullanmanın ve bunu tutanağa geçirtmenin ayrılma hakkını kullanmanın önkoşulu olduğu, pay sahibinin ayrılma hakkını süresi içerisinde kullanmadığı takdirde pay sahibi kalmaya devam edeceği, ayrıca ayrılma hakkını süresi içinde kullanmanın pay sahibinin inisiyatifinde olduğu gerekçelerine dayanarak ifade etmektedir. Ayrılma hakkının kullanımına ilişkin usul kuralları çerçevesinde, pay sahipliğinin ne zaman sona ereceğinin önemli olduğuna ilişkin olarak bkz. *Manning*, s. 231. Ayrılma hakkının kullanımına ilişkin beyanın gerçekleştirilmesine kadar pay sahipliği haklarının kullanılabileceği ve bu durumun kâr payı bakımından önem arz ettiği yönünde bkz. *Kalls*, Umwandlungsgesetz, UmwG § 29 Rn. 30.

⁶²⁵ İlgili düzenleme UmwG § 29.2 hükmüne paralel bir düzenlemedir.

⁶²⁶ İlgili sebeplerin varlığına rağmen genel kurula katılmış olması halinde ayrılma hakkı kullanılamayacaktır, *Pulaşlı*, Şerh I, § 8 Nr. 164 s. 264.

ortaklıkta yer almaya devam etmek istememesi olasılığı da mevcuttur. Bu halde, genel kurul toplantısına katılamamasının genel kurula katılmasına engel olunmasından, gündemin veya toplantıya davetin usulüne uygun gerçekleştirilmemesinden kaynaklandığını ileri süren pay sahibinin⁶²⁷ payı ortaklık tarafından satın alınmak zorundadır. İlgili haller TTK 446.1.b hükmündeki genel kurul kararlarının iptaline ilişkin sebeplere benzerlik taşıdığı halde, bu hükümdeki “oy kullanmasına haksız olarak izin verilmemesi” halini kapsamamaktadır. Ancak esasen genel kurula katılma ve oy kullanma yönetsel haklarının önemi dikkate alındığında, genel kurula katılmasına rağmen oy kullanmasına haksız biçimde engel olunan, örneğin, genel kurul dışına çıkarılan bir pay sahibinin durumu toplantıya katılmasına engel olunan pay sahibi ile benzer olacaktır. Dolayısıyla, genel kurul toplantısına katılmakla birlikte oy kullanmasına haksız biçimde engel olunan pay sahibinin durumu da, toplantıya katılmasına haksız biçimde engel olunması hali geniş yorumlanmak suretiyle istisna kapsamına sokulmalıdır⁶²⁸.

İlgili aykırılıkların varlığı halinde pay sahibinin talebi üzerine ayrılma hakkına ilişkin süreç aynen işletilmeli, ortaklık ayrılma hakkı fiyatı üzerinden pay sahibinin paylarını satın almalıdır. Ancak, pay sahibinin bu aykırılıklar olmaksızın genel kurula katılmadığı veya bu aykırılıklar bulunmasına rağmen genel kurula katılmakla birlikte olumsuz oy kullanma ve muhalefetini tutanağa işletme koşullarını yerine getirmediği hallerde, ÖNİ Tebliği 9.2 hükmündeki olanaktan yararlanılamaz.

⁶²⁷ İlgili durumların varlığına ilişkin ispat yükü pay sahibindedir, *Adıgüzel*, Ayrılma Hakkı, s. 34.

⁶²⁸ *Adıgüzel*, Ayrılma Hakkı, s. 35; *Bektaş*, s. 808; *Yeşiltepe*, s. 131; *Manavgat*, Halka Açık, s. 327.

b. Ayrılma Hakkı Kullanımına İlişkin Beyanda Bulunulması

Ayrılma hakkı, pay sahibinin veya temsilcisinin önemli nitelikteki işlemin onaylandığı genel kurula katılarak önemli nitelikteki işlemin görüşüldüğü gündem maddesi hakkında olumsuz oy kullanması ve muhalefetini tutanağa işletmesi halinde kullanılabilir. Hakkın kullanılması açısından ise, ilgili pay sahibinin ayrılma hakkının kullanım süresi içerisinde beyanda bulunması gerekmektedir⁶²⁹. Beyan, temsilci aracılığıyla da gerçekleştirilebilir.

Pay sahibi ayrılma hakkına ilişkin genel kuruldaki koşulları yerine getirmekle birlikte sonraki süreçte beyanda bulunmayarak ayrılma hakkını kullanmayabilir. Nitekim hak, pay sahibine, hakkını kullanarak ortaklık ile arasında pay devri ilişkisi kurmak ve pay sahipliği sıfatını sona erdirmek hususunda bir olanak sunmaktadır. Hakka ilişkin koşulların genel kurul sırasında yerine getirilmiş olması, hakkın mutlaka kullanılacağı anlamına gelmemektedir. Hakkın kullanılması için ayrıca bir beyanda bulunulması gerekmektedir.

Ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin beyan, payın devri ilişkisinin kurulması açısından önem arz etmektedir. İlgili beyanın, doğurduğu hukuki sonuçlar bağlamında, önemli nitelikteki işlemi genel kurulunda onaylayan halka açık anonim ortaklığın sermaye piyasası mevzuatı kapsamında gerçekleştirmek zorunda olduğu öneri

⁶²⁹ İsviçre Hukuku bakımından FusG 8 kapsamında ayrılma hakkının kullanımına ilişkin beyanın ne şekilde olması gerektiği veya beyana ilişkin süre düzenlenmemiştir. Kullanıma ilişkin süre veya kullanım şekli sözleşmede belirlenebilir. Devralan ortaklığa yöneltilmesi gereken beyanın yazılı olmasının hakkı kullananın yararına olacağı ifade edilmiştir, *Müller*, N. 26 s. 246. Alman Hukuku bakımından AktG § 305 hükmünde yer alan ayrılma hakkının kabul edilmesine ilişkin beyanın şekli belirlenmemiş olmakla birlikte kabul niteliğindeki bu beyanın sözlü olarak yapılabileceği ifade edilmektedir, *Emmerich/ Habersack*, AktG § 305 Rn.30.

niteliğindeki irade beyanının kabulü⁶³⁰ niteliğinde olduğu daha önce belirlenmişti. Devrin tarafları, hangi fiyat üzerinden gerçekleştirileceği mevzuat kapsamında belirlenmiştir. Pay sahibinin ayrılma hakkını kullanacağına ilişkin beyanda bulunması ile payın devrine ilişkin sözleşme kurulmaktadır.

Ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin olarak belirlenen süre içerisinde beyanda bulunulmalıdır. İlgili süre, ÖNİ Tebliği 9.6 hükmü uyarınca, on iş gününden az yirmi iş gününden fazla olamamakta ve sürenin, genel kurul tarihinden itibaren en çok altı iş günü içinde başlatılması gerekmektedir. Sürenin belirlenmesine ilişkin yetki ve görev, halka açık anonim ortaklığın yönetim kurulundadır.

ÖNİ Tebliği 9.7 hükmü kapsamında ayrılma hakkının aracı kurum vasıtasıyla kullanılması öngörüldüğünden, pay sahibi beyanını, halka açık anonim ortaklığın temsilcisi konumundaki aracı kuruma yöneltmelidir⁶³¹. Payların borsada işlem görmemesi halinde aracı kurum vasıtasıyla kullanılması gerekliliğine SPKı tarafından istisna getirilebileceğinden, bu yönde bir istisnanın söz konusu olması halinde beyan doğrudan ortaklığa yöneltilmelidir.

⁶³⁰ Bkz. yukarıda Dördüncü Bölüm, II, A, 1, b.

⁶³¹ Aracı kuruma yapılmış olan beyanın ortaklığa yapılmış sayılacağı yönünde bkz. *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 301-302.

4. Ayrılma Hakkının Kullanılması

a. Süreler

Ayrılma hakkının kullanılması, ÖNİ Tebliği 9.6 hükmü uyarınca süreye bağlanmıştır. İlgili süre on iş gününden az yirmi iş gününden fazla olamaz ve süre, işlemin onaylandığı genel kurulun onay kararı verdiği tarihten itibaren en geç altı iş günü içerisinde başlatılmalıdır. Hakkın kullanımının süreye bağlanması, gerek ayrılma hakkının kullanılması nedeniyle ilgili ortaklığın katlanacağı maliyetin belirlenmesi gerek ise pay sahibinin payını devretmesi olanağını getiren hakka ilişkin belirlilik sağlanması⁶³² açısından yerindedir.

Ayrılma hakkının kullanım süresi ve sürenin başlangıcını belirleme yetkisi, işlemin onaya sunulacağı genel kurula ilişkin gündemi belirleyen yönetim kurulundadır. Yönetim kurulu ÖNİ Tebliği 14.1 hükmü kapsamında ayrılma hakkının kullanımına ilişkin usul ve esasların uygulanması konusunda sorumlu organdır.

Ayrılma hakkının kullanım süresinin alt ve üst sınırı ile başlangıcına ilişkin ÖNİ Tebliği belirlemesi, PAT Tebliği 13.3 hükmüne paralellik göstermektedir. On iş gününden az ve yirmi iş gününden fazla olamama belirlemesi iki Tebliğ’de de aynı olup pay alım teklifine ilişkin olarak bilgi formunun SPKı tarafından onaylanması

⁶³² Alman Hukukunda AktG § 305.4 hükmü kapsamında, payların satın alınması zorunluluğuna ilişkin süre taraflarca belirlenebilmekle birlikte, bu süre, hâkimiyet veya kârın devri sözleşmesinin ilanından itibaren iki aylık süreden önce bitecek şekilde belirleme yapılamaz. Diğer bir ayrılma hakkı düzenlemesi olan UmwG § 29.1 hükmü kapsamında ise, birleşme sözleşmesinde yer alan payın devrine ilişkin önerinin pay sahibi tarafından kabul edilebileceği süre, iki ay olup bu süre birleşme işleminin ilanı ile başlamaktadır. Ayrılmaya ilişkin karşılığın belirlenmesi amacıyla SpruchG § 2 hükmü kapsamında dava açılması halinde, süre mahkeme kararından itibaren iki ay olarak işleyecektir.

gerektiğinden, PAT Tebliğı düzenlemesi kapsamında pay alım teklifine ilişkin süre bilgi formunun onaylanmasının ardından en az altı iş günü içinde başlamaktadır.

Ayrılma hakkı kullanım süresine, önemli nitelikteki işlemin genel kurul onayına sunulacağı toplantının kamuya açıklanan gündeminde yer verilir. Genel kurul gündeminin ilanı ile birlikte ayrılma hakkının kullanım sürecine ilişkin sürenin başlangıç ve bitiş tarihleri açık ve net bir şekilde ilan edilmelidir.

Ayrılma hakkının kullanımına ilişkin sürenin bir zaman aralığı olarak belirlenmesi ve sürenin başlangıcının önemli nitelikteki işlemin onaylandığı genel kuruldan uzak bir tarihe bırakılmaması amacıyla mevzuatta öngörölmüş bir süre içerisinde olması gerekliliğine ilişkin düzenleme, ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması ve paylara ilişkin piyasada uzun süreli bir belirsizliğin yaratılmaması amaçlarıyla getirilmiştir⁶³³. Nitekim ayrılma hakkının doğumu ve kullanılması ile pay devralma yükümlölüğü altına giren ve bunun maliyetine katlanmak zorunda olan ortaklık, ayrılma hakkının kullanım süresini ileri bir tarihe erteleme eğiliminde olabilecektir. Bu ihtimalin önüne geçmek amacıyla, ayrılma hakkının kullanım süresi açısından gerek asgari ve azami süreler gerek ise sürenin en geç ne zaman başlatılabileceğı mevzuatta düzenlenmiştir.

⁶³³ Pay alım teklifi zorunluluğı açısından en az sürenin pay sahibinin teklif baskısı altına sokularak yeterli değerlendirmeyi yapmasının engellenmesini önlemeyi, en fazla sürenin ise özellikle borsa ortaklıklarında teklifin, teklif sahibi, ortaklar ve piyasa üzerinde yaratabileceğı belirsizliğı gidermeyi amaçladığı yönünde bkz. *Manavgat*, Halka Açık, s. 378.

b. Kullanım Fiyatının Belirlenmesi

aa. Genel Olarak

Ayrılma hakkının amacının, pay sahibinin önemli nitelikteki işlemin halka açık anonim ortaklığın paylarının piyasadaki fiyatı veya değeri üzerinde meydana getirebileceği değişimden etkilenmeksizin yatırım kararını verebilmesi olduğu dikkate alındığında, hakkın kullanımı sürecinin en önemli basamaklarından birinin kullanım fiyatının belirlenmesi olduğu açıktır. Hakkın gelişimi çerçevesinde adil değer, gerçek piyasa değeri gibi pek çok terim ile ifade edilmiş olan⁶³⁴ ayrılma hakkı kullanım fiyatı, ayrılma hakkının pay sahibi tarafından hangi bedel üzerinden kullanılabileceğini göstermektedir.

Kullanım fiyatının belirlenmesi, ortaklığa ve ortaklığın paylarına ilişkin değerlendirme faaliyetini gerekli kılmaktadır⁶³⁵. Bu bağlamda temelini finans ve muhasebe bilimlerinde bulan değerlendirme yöntemleri tercih edilmektedir⁶³⁶. Değerleme, bir varlığın olması gereken fiyatının tespiti⁶³⁷.

⁶³⁴ *Weiner*, s. 560; *Levy*, s. 436; *Lattin*, Remedies, s. 258; *Looney Jr.*, s. 89. Adil karşılığın belirlenmesi sürecinin zaman aldığı ve pahalı olduğuna ilişkin olarak bkz. *Schwenk*, s. 650. Tercih edilen değerlendirme yöntemi ayrılma hakkının amacına ulaşması bakımından önemlidir, *Levy*, s. 436.

⁶³⁵ Ayrılma hakkı değerlendirme sürecinin gündeme geldiği işlemlerden bir tanesidir, *Schwenk*, s. 658. Ortaklıklar hukukuna ilişkin olarak, değerlendirme sürecinin gerekli olduğu diğer işlemler için bkz. *Haynsworth*, H. J.: Valuation of Business Interests, Mercer L. Rev., V. 33, I. 2, 1981- 1982, s. 457- 458. Değerleme kapsamında öncelikle ortaklığın bilançosu ve bunun ardından gelirine ilişkin tablolar incelenecektir, *Haynsworth*, s. 460. Ortaklığın gelirine ilişkin incelemede, indirgenmiş nakit akımı yöntemi sıklıkla kullanılmaktadır, *Schwenk*, s. 658. Değerlemenin ardından, payın satımına ilişkin olanağın azlığı kapsamında bedelden bir indirim yapılması- *minority discount*- ABD Hukuku kapsamında kabul görmektedir, *Haynsworth*, s. 488. İndirimin kabul edilmesinin sebebi, azınlık pay sahiplerinin yönetimi yönlendirme güçlerinin olmaması olarak ifade edilmektedir (*lack of corporate decision making power*), *Heglar*, s. 260.

⁶³⁶ Değerleme yöntemlerinin muhasebe değerine dayalı yöntemler, piyasa çarpanları yöntemi ve indirgenmiş nakit akımları yöntemleri şeklinde üç gruba ayrıldığına ilişkin olarak bkz. *Hatipoğlu, M./ Yener, E.*: Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: BIST Elektrik Endeksinde Bir

Ayrılma hakkının tarihsel gelişimi açısından önem arz eden ABD uygulamasında eyaletler tarafından farklı değerlendirme yöntemlerinin tercih edilmesi sebebiyle⁶³⁸ uygulama çeşitliliği ortaya çıkmaktadır. Ayrılma hakkı kapsamında pay sahibine adil bedelin ödenmesi amaçlandığından⁶³⁹, işlemin ortaklığın paylarının fiyatı üzerindeki yükseltici veya düşürücü etkilerinden uzak bir şekilde işlemin piyasaya duyurulmasından önceki fiyatının ödenmesi yoluna gidilmektedir⁶⁴⁰. Bu bağlamda, pay sahibinin payını serbest iradesi ile piyasada satması halinde elde edeceği bedelin kendisine ödenmesi gerektiği belirtilmektedir⁶⁴¹.

ABD açısından ayrılma hakkının kullanım fiyatına ilişkin değerlendirme yöntemleri, konuya ilişkin mahkeme kararlarında gelişim göstermiştir⁶⁴². Ayrıca, ABD’de ayrılma

Uygulama, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, C. 8, S. 3, 2013, s. 9. Yazarlar, bu yöntemlerden indirgenmiş nakit akımları yönteminin sıklıkla tercih edildiğini belirtmektedirler (s. 9). Bu yöntem hakkında detaylı bilgi için bkz. *Bilir, H./ Kulalı, İ.*: İndirgenmiş Nakit Akış ve Göreceli Değerleme Yöntemlerinin Karşılaştırılması, *Siyaset Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, C. 2, S. 2, 2014, s. 41-43. Yöntemin ayrılma hakkının kullanım fiyatının tespiti açısından önem arz edebilecek olan yaklaşımı, gelecekteki dönemlere ait nakit akımlarının tahmin edilmesi suretiyle bundan bir iskonto yapılarak bugünkü değerin bulunmasıdır.

⁶³⁷ *Hatipoğlu/ Yener*, s. 8. Bir varlığın değerinin para üzerinden belirlenmesi olarak tanımlanabilecek değerlendirme faaliyeti, faaliyetin amacına göre farklı şekillerde tanımlanabilir, *Sipahi/ Yanık/ Aytürk*, s. 19. Yazarlar bu bağlamda, işletme ekonomisi yönünden değerlendirme, muhasebe yönünden değerlendirme, vergi kanunları yönünden değerlendirme, TTK ve SPKn yönünden değerlendirme gibi farklı türlerin gündeme gelebileceğini belirtmektedirler, s. 19-20.

⁶³⁸ *Kanda/ Levmore*, s. 432; *Siegel*, *Twenty- First Century*, s. 81.

⁶³⁹ *Özdoğan*, s. 704. Adil bedelin ödenmesi tercihinin, payın piyasa değerinin verilmesi suretiyle likidite sağlanması anlayışının önüne geçtiğine ilişkin olarak bkz. *Siegel*, *Twenty- First Century*, s. 95.

⁶⁴⁰ *Looney Jr.*, s. 89; *Seligman*, s. 844; *Easterbrook/ Fischel*, *Corporate Law*, s. 152.

⁶⁴¹ *Seligman*, s. 845. “*Third party sale value*” olarak adlandırılan yaklaşımın eleştirisi için ise bkz. *Fischel*, s. 886- 887.

⁶⁴² ABD Hukuku uygulaması açısından ayrılma hakkı kullanım fiyatının belirlenmesinde önem arz eden davalardan ilki olan *Chicago Corporation v. Munds* [172 A. 452 (Del. Ch. 1934)] kapsamında ortaklara ödenmesi gereken bedelin, piyasa değerine değil gerçek değere dayanması gerektiği belirlenerek bu iki kavram ayrılmıştır, *Veasey, E. N./ Di Guglielmo, C.T.*: What Happened In Delaware Corporate Law and Governance From 1992-2004? A Retrospective On Some Key Developments, *University of Pennsylvania L. Rev.*, V. 153, I. 5, 2005, s. 1487. Ayrıca bkz. *Grant*, s. 3. Konu açısından önem arz eden bir diğer dava olan *Tri- Continental Corp. v. Battye* [74 A.2d 71 (Del. 1950)] davasında, değerlemede ortaklığın mevcut aktiflerinin paraya çevrilmesi (*liquidation*) yöntemi yerine pay sahibinin ortaklığın devamından beklediği menfaatin dikkate alınması gerektiği ve ortağa payının devam eden bir ortaklık yapılması içerisindeki karşılığının (*pro rata shares in a going concern*) verileceği ortaya konulmuştur, *Seligman*, s. 837. Kararın

hakkının işleyiş süreci farklı basamaklar içerdiğinden ve bu basamaklara ilişkin tercihler de eyaletlerin düzenlemelerinde değişiklik gösterebildiğinden, kullanım fiyatının belirlenmesine ilişkin farklı olasılıklar doğabilmektedir. Örneğin, payı devralan ortaklık ile devreden pay sahibinin fiyat üzerinde uzlaşması olanağı gündeme gelebilmekte ve bu olanağın bulunduğu durumlarda tarafların uzlaşamamaları halinde fiyatın mahkeme aracılığıyla belirlenmesi yöntemi devreye girmektedir⁶⁴³. Yine ABD’de ayrılma hakkının kullanım fiyatının mahkemece belirleneceği hallerde, kanunda öngörölmüş olması nedeniyle bir uzmanın görüşüne başvurulması gerekebilmekte veya kanunda bu

ayrıntılı incelemesi için bkz. *Khutorsky*, s. 143. Daha sonra *Weinberger v. UOP* davası kapsamında ise, karar tarihine kadar kullanılmakta olan *Delaware Block Method* yöntemi güncellenmiştir, *Schwenk*, s. 649; *Easterbrook/ Fischel*, *Corporate Law*, s. 154. *Delaware Block Method* kapsamında, ortaklığın aktiflerinin değeri (*asset value*), gelirleri (*earnings value*) ve piyasa değeri (*market value*) ölçütleri, değerlemeyi yapan tarafından her bir ölçüte önemlerine göre farklı yüzdesel oran verilerek hesaplama yapılmakta ve sonuç elde edilmektedir, *Weiss*, *Promise*, s. 23; *Seligman*, s. 842; *Schwenk*, s. 659- 660; *Khutorsky*, s. 143; *Schöpper*, s. 204. Güncellenen yöntem kapsamında, değerin ölçülmesine uygun olabilecek ve finans alanında genel kabul görmüş olan herhangi bir değerlendirme yönteminin kullanılmasının mümkün olduğu ve adil bedelin belirlenmesinin konuya ilişkin tüm ilgili ölçütlerin dikkate alınmasını gerektirdiği ortaya konulmuştur, *Khutorsky*, s. 147; *Veasey/ Di Guglielmo*, s. 1487; *Schikowski*, C.: *Das Appraisal Right und Probleme der Unternehmenbewertung in de USA und Deutschland*, Münster 2000, s. 77. Karar sonucunda modern değerlendirme yöntemleri arasında yer alan indirgenmiş nakit akımları yönteminin kullanılabileceği belirlenmiştir. Bu yöntem, ortaklığın kazançlarının değerini (*earnings value*) dikkate alan yöntemden gelecekteki nakit akımının bugünkü değerinin, sadece geçmiş olaylar temel alınarak değil tüm ilgili faktörler dikkate alınarak belirlenmesi suretiyle ayrılmaktadır, *Schwenk*, s. 666; *Khutorsky*, s. 147. Ayrıca *Delaware Block Method*’ın birleşme işlemleri ile elde edilen birleşme sonrası kazanımları kapsamadığı, sadece geçmiş bilgilere dayandığı eleştirisi için bkz. *Khutorsky*, s. 145. Görüldüğü üzere, yargı kararlarının ABD’de gösterdiği gelişim neticesinde, özellikle azınlığın çıkarılmasına yol açan birleşmeler kapsamında ayrılma hakkının kullanım fiyatının tespitinde, işlem sonrasındaki gelişimin de dikkate alınması yöntemine başvurulmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Schikowski*, s. 67- 68. Ancak bu anlayışın yerleşmesinde, ayrılma hakkına kaynaklık eden işlemlerin azınlık pay sahiplerinin çıkarılmasına yönelmesi etkili olmuştur. Azınlığın çıkarılması sonucunu doğuran işlemler açısından fiyatın belirlenmesinin diğer işlemlere oranla daha fazla sorun doğurduğu yönünde bkz. *Schwenk*, s. 650. *Weinberger v. UOP* davasında modern değerlendirme yöntemlerinden birinin tercih edilmesi kabul edildiğinden, bu dava sonrasında varlığın değerinin piyasadaki benzer varlıkların değerleri ile karşılaştırılması suretiyle belirlendiği göreceli değerlendirme yöntemi “*comparative valuation analysis*” de kabul görmeye başlamıştır, *Schwenk*, s. 667.

⁶⁴³ *Grant*, s.4; *Heglar*, s. 260.

yönde bir olanak tanınması kapsamında mahkeme uzman görüşüne başvurmayı tercih edilebilmektedir⁶⁴⁴.

Alman Hukuku açısından ayrılma hakkının kullanım fiyatının belirlenme yöntemine ilişkin olarak öncelikle ilgili hüküm dikkate alınmalıdır. Örneğin, AktG § 305.1 hükmü kapsamında ayrılma hakkına ilişkin bedelin, hâkimiyet veya kârın devri sözleşmesinde yer alması gerekmektedir. Bu kapsamda, pay karşılığı birleşmeler bakımından birleşme işlemlerindeki değişim oranının dikkate alınacağı ve kusuratlardan nakit ile telafi edileceği, nakit karşılığı ayrılmalar bakımından ise sözleşmenin kabul edildiği tarihteki payın değeri üzerinden yıllık % 5 faizin de işletileceği belirlenmiştir. Sözleşmede uygun karşılığın belirlenmemesi veya ayrılma karşılığının hiç belirlenmemiş olması halinde, azınlıktaki pay sahipleri SpruchG § 2 kapsamında karşılığın belirlenmesi için mahkemeye başvurabileceklerdir. Ayrılma hakkının düzenlendiği kurallar kapsamında bir değerlendirme yöntemi tercih edilmemiş veya yöntemlere ilişkin sınırlama getirilmemiş olup konuya ilişkin olarak mahkemeye başvurulması halinde mahkeme tarafların gerçekleştirdiği değerlendirme kapsamında tercih ettikleri yöntemi dikkate almak zorunda değildir⁶⁴⁵. Alman Hukukunda değerlendirme

⁶⁴⁴ *Grant*, s. 20. Değerlendirme sürecinin uzaması olasılığı kapsamında, kimi eyaletlerde ayrılmaya ilişkin karşılığa faiz yürütüleceğine ilişkin hükümler getirilmektedir, *Grant*, s. 4.

⁶⁴⁵ *Spindler/ Stilz*, AktG § 305 Rn. 48. Mahkemeler değerlendirme konusunda uzman kişilerden yardım almaktadırlar. *Wirtschaftsprüfer* mesleğine ilişkin enstitü, *Das Institut der Wirtschaftsprüfer* değerlendirme konusunda standartlar yayımlamaktadır. Standartların en günceli, *IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen* 2008 yılında yayımlanmış bulunmaktadır. Metin için bkz. <http://d-nb.info/989531880/04> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017).

konusunda gelir değeri yöntemi ile indirgenmiş nakit akımı yöntemi sıklıkla kullanılmaktadır⁶⁴⁶.

İsviçre Hukuku açısından ayrılma hakkının karşılığının nasıl belirleneceği de hakka ilişkin düzenlemelerin incelenmesini gerektirir. FusG kapsamındaki ayrılma akçesi düzenleme olanağı kapsamında, karşılık FusG 12.1.f kapsamında sözleşmede yer almalıdır ve fakat Kanun'da değerlendirme yöntemine ilişkin bir tercihte bulunulmamıştır⁶⁴⁷.

Konuya Türk Hukukundaki önemli nitelikteki işlem düzenlemesi açısından yaklaşıldığında ise, Türk sermaye piyasası hukukunda hakkın kullanım fiyatının belirlenmesi yönteminin, payların borsada işlem görmesi temelinde ikiye ayrıldığı

⁶⁴⁶ Schikowski, s. 95; Schröder (Manz/ Mayer), Rn. 1461 s. 662; Raiser/ Veil, § 62 Rn. 82 s. 775; Hüffer/ Koch, AktG § 305 Rn. 24. Gelir değeri yöntemi- *ertragswertverfahren*- yöntemi kapsamında, ortaklığın gelecekteki gelirleri tahmin edilerek bunların değerlendirme anındaki karşılığı bulunmaktadır. İndirgenmiş nakit akımı -*discounted cash flow verfahren*- kapsamında ise, ortaklığın gelecekte sahip olacağı nakitler tahmin edilmek suretiyle bunların değerlendirme tarihindeki karşılığı esas alınmaktadır, Großfeld, B.: Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., Münster 2002, s. 47. Bu yöntemlerin yanı sıra, öz varlık değeri yöntemi- *substanzverfahren*- kullanılmak suretiyle, faaliyet bakımından kullanılmakta olan ortaklık varlıklarının yenilenme (*rekonstruktion*) değerlerinin esas alındığı yöntem tercih edilebilmektedir, Spindler/ Stilz, AktG § 305 Rn. 72-75; Raiser/ Veil, § 62 Rn. 87-88 s. 777-778. Bazı hallerde gelir değeri yöntemi ile öz varlık değeri yönteminin birlikte kullanıldığı- *Stuttgarter verfahren*- değerlendirme sürecinde esas alınabilmektedir, Großfeld, s. 52; Raiser/ Veil, § 62 Rn. 88 s. 778. Aktiflerin satış değerlerinden zararın ve masrafların düşülmesi suretiyle elde edilen tasfiye değerinin- *liquidationswert*- değerlemede kullanılabilmesi tartışmalı olmakla birlikte, önceleri bu değer, ortaklığın tasfiye değerinin piyasa değerini aştığı hallerde alt sınır olarak kullanılmıştır, Raiser/ Veil, § 62 Rn. 88 s. 778. Alman Hukukunda tercih edilen değerlendirme yöntemlerinden bağımsız olarak payları borsada işlem gören ortaklıklarda piyasadaki fiyatın dikkate alınması gerekliliğine ilişkin önemli bir karar bulunmaktadır. Alman Federal Anayasa Mahkemesi, DAT/ Altana Kararı'nda ayrılma karşılığının belirlenmesinde borsa fiyatının dikkate alınmamasının GG § 14 hükmüyle bağdaşmayacağını belirlemiştir, BVerfG, Beschluss vom 27. 4. 1999 DB 1999, 1669. Bkz. <http://lexetius.com/1999,1669> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017). Dolayısıyla borsa değeri, payları borsada işlem gören ortaklıklarda payın karşılığı bakımından alt sınırdır. Bkz. Raiser/ Veil, § 62 Rn. 83 s. 776.

⁶⁴⁷ FusG 8 hükmünde payın karşılığına ilişkin bir açıklık bulunmamakla birlikte, öğretide gerçek değer in ayrılma karşılığı olduğu kabul edilmektedir, Müller, N. 25 s. 246; Glanzmann, Art.8 N. 2 s. 50. Belirlemede dikkate alınan tarih ise birleşme kararının onay tarihidir, Glanzmann, Art. 8, N. 2 s. 50. Birleşme sözleşmesinin genel kurulda onaylanmasına ilişkin kararın tescil edilmesi koşuluyla birleşme sözleşmesinin onaylandığı tarihin karşılık bakımından esas alındığı yönünde bkz. Müller, N. 26 s. 246. Karşılığın türü de belirlenmemiştir, ayrılma nakit veya pay karşılığı olabilecektir, Glanzmann, Art. 8 N. 3 s. 51. Birleşme oranının belirlenmesi yöntemi, ayrılma akçesinin belirlenmesi açısından da belirleyici olacaktır. Birleşme oranının belirlenmesi açısından muhasebe ve finasta kabul gören yöntemlerden biri birleşme görüşmeleri sırasında tercih edilecektir, Glanzmann, Art. 7 N. 11a s. 63.

görlür. Fiyat belirlemesi bakımından temel hareket noktası, önemli nitelikteki işlemlerin ortaklık üzerindeki etkilerinden bağımsız bir şekilde pay sahibinin payını devretme olanağına kavuşmasıdır⁶⁴⁸.

Payları borsada işlem gören ortaklıklar açısından ayrılma hakkı kullanım fiyatı, kanun düzeyinde SPKn’de düzenlenmiş ve bu yöntem ÖNİ Tebliği’nde tekrarlanmıştır⁶⁴⁹. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar açısından ise, SPKn 24.2 hükmünde bu ortaklıklarda ayrılma hakkının kullanım fiyatının belirlenmesi yetkisi SPKr’ye verilmiştir. SPKr de fiyatın belirlenmesi yöntemini ÖNİ Tebliği’nde düzenlemiştir. Payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkının kullanım fiyatı, payın borsadaki fiyatı esas alınarak belirlenirken ve belirlenme yöntemine ilişkin ayrıntı mevzuatta yer alırken, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar açısından ise değerlendirme raporu ile fiyat tespiti yapılması gerektiği kuralı getirilmiştir. Payları borsada işlem gören ortaklıklar açısından ayrılma hakkı kullanım fiyatı, SPKn 24.1 ve ÖNİ Tebliği 10.1 hükümlerinde yöntemsel olarak belirlenirken, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar açısından ÖNİ Tebliği 10.2 uyarınca, değerlendirme konusunda uzman kişilerin görüşlerine başvurulması gerekmektedir.

⁶⁴⁸ Ayrılma hakkı açısından adil fiyatın önemli nitelikteki işlemin ortaklığın değeri dolayısıyla pay bedeli üzerinde yaratmış olabileceği olumsuz etki olmadan ya da böyle bir etki olmuş ise bunun yaratacağı etki dikkate alınmadan hesaplanması gerektiği yönünde bkz. *Levy*, s. 438; *Haynsworth*, s. 508; *Fischel*, s. 886; *Spindler/ Stilz*, AktG § 305 Rn. 45; *Karacan*, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 240. Hakkın, önemli nitelikteki işleme ilişkin bilgiden etkilenmemiş güncel fiyat üzerinden payı satma olanağı vermesi gerektiği yönünde bkz. *Manavgat*, Halka Açık, s. 332. Ayrılma hakkına ilişkin değerlendirme faaliyetinde, pay sahibinin hakkı doğuran işlemin hemen öncesinde payını satmış olsa elde edeceği karşılığın dikkate alınmasının yerinde olduğu yönünde bkz. *Haynsworth*, s. 459.

⁶⁴⁹ Türk Hukukundaki fiyat belirleme sisteminin içeriğinin belirli olması nedeniyle ‘kestirme yol’ öngördüğü hakkında bkz. *Altan*, s. 147 dn. 61. Hesaplama yönteminin doğrudan mevzuat tarafından belirlenmesi ve bir mahkeme sürecini gerektirmemesinin hakkın kullanımını geciktirmeme amacına dayandığı yönünde bkz. *Turan*, s. 100.

Önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kurulda birden fazla bu nitelikteki işlemin görüşülecek olması halinde, her bir işlem için ayrılma hakkının kullanım fiyatı ayrıca belirlenir ve gündemde yer alır. Pay sahibi birden fazla önemli nitelikteki işlem için olumsuz oy kullanmış ve muhalefet şerhini tutanağa işletmişse, ÖNİ Tebliği 10.6 hükmü uyarınca, ayrılma hakkı kullanım fiyatı en yüksek fiyattır.

bb. Payları Borsada İşlem Gören Halka Açık Anonim Ortaklıklar

Payları borsada işlem gören ortaklıklar açısından ayrılma hakkının kullanım fiyatı, SPKn 24 ve ÖNİ Tebliği 10.1 hükümleri gereğince, ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikteki işlemin ilk defa kamuya açıklandığı tarihten önceki, açıklanan tarih hariç olmak üzere, otuz gün içinde borsada oluşan düzeltilmiş⁶⁵⁰ ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalamasıdır.

Ayrılma hakkı pay sahibinin, önemli nitelikteki işlemin ortaklık ve dolayısıyla pay üzerindeki etkilerinden uzak bir şekilde kendi yatırım kararını vermesini amaçladığından, bu amaca paralel biçimde, işlemin kamuya açıklanması ve piyasadaki etkilerini doğurmasından önceki süreçteki fiyatlar esas alınmıştır. Mevzuat kapsamında esas alınan ölçüt, payların fiyatı⁶⁵¹ olup bu bağlamda fiyatın payın değerinin altında

⁶⁵⁰ Fiyata ilişkin olarak SPKn 24.1 hükmü ağırlıklı ortalama fiyatı esas alırken, ÖNİ Tebliği 10.1 hükmünde fiyatın düzeltilmiş olduğuna ilişkin ekleme gerçekleştirilmiştir.

⁶⁵¹ Piyasadaki fiyatın esas alınmasının ayrılma hakkının kullanım fiyatının belirlenmesinde kolaylık sağladığı, fakat fiyatın dalgalandığı durumlarda fiyat belirleme sürecinin karmaşıklaşacağı yönünde bkz. *Looney Jr.*, s. 90. Yazarın tespiti ABD’de ayrılma hakkı kullanım fiyatının belirlenmesi açısından dalgalanmaların etkisine işaret etmektedir. Ayrıca, yine ABD açısından, çoğunluk ortaklarının kısa süreli fiyat düşürücü işlemlerde bulunmak suretiyle fiyatı düşürerek azınlığın paylarını yapay ve düşük bir fiyattan alma yönünde hareket edebileceklerine dikkat çekilmektedir, *Wertheimer*, Fair Value, s. 615. Türk Hukukunda ise otuz günlük süredeki fiyatların ortalaması alınacağından, tehlike daha çok ortaklığın

seyrettiği hallerde pay sahibinin korunması amacına ulaşamayacağı, pay sahibinin ortaklıkta devam etmek zorunda kalacağı haklı olarak dile getirilmiştir⁶⁵².

Mevzuat kapsamında ayrılma hakkının kullanım fiyatının belirlenmesi açısından otuz günlük sürenin esas alınmasının amaca uygunluğu tartışmaya değerdir. Öncelikle otuz günlük sürenin iş günü olup olmadığı anlaşılamamaktadır⁶⁵³. Yine otuz gün olarak belirlenen sürenin uzunluk açısından ayrılma hakkının amacına uygun olup olmadığı da tartışmalı niteliktedir⁶⁵⁴. Bu bağlamda, fiyatın belirlenmesinin gündeme geldiği diğer kurumlarda tercihlerin ne yönde olduğu incelenebilir. PAT Tebliği 15.1 hükmü uyarınca payları borsada işlem gören ortaklıklarda, zorunlu pay alım teklifi fiyatı, payların satışına ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde oluşan günlük ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının ortalaması ile teklifte bulunan veya birlikte hareket ettiği kişilerce pay alım teklifini doğuran pay alımları da dâhil olmak üzere tekliften önceki altı ay içinde hedef ortaklığın aynı grup paylarına ödediği en yüksek fiyattan düşük olamayacaktır. Dolayısıyla pay alım teklifi

borsadaki fiyatın düşük olduğu bir dönemde işlemi kamuya açıklamayı tercih edebilmesindedir, *Manavgat*, Halka Açık, s. 332.

⁶⁵² *Manavgat*, Halka Açık, s. 332- 333. Yazar, olması gereken bakımından, güncel fiyatın yanı sıra payın değerine yönelik bir değerlendirme seçeneğinin öngörülerek yüksek olanın ayrılma hakkında ödenecek bedel olmasını önermektedir, Halka Açık, s. 332-333. Adil bedelin sadece piyasa fiyatı ile ilişkilendirilmiş olmasının eleştirisi için ayrıca bkz. *Altan*, s. 148. Ayrıca bkz. *Levy*, s. 438. Türk Hukukunda konunun düzenlenmediği dönemde hükme bağlanmasına ilişkin öneride bulunan *Özdoğan* da, hesaplama yönteminin mevzuatta belirlenmesi yerine genel kabul görmüş finansal tekniklerin kullanılması yönünde çerçeve bir ifadeye yer verilmesinin yerinde olacağını tespit etmiştir (s. 757). Benzer bir yaklaşım için bkz. *Levy*, s. 439.

⁶⁵³ *Manavgat*, Halka Açık, s. 334. Yazar, borsada işlem yapılan günlerin yani iş günlerinin esas alınması gerektiğini ancak açık bir şekilde “iş günü” belirlenmesi yapılmadığından hükmün ifadesinden otuz takvim gününün hesaplamada kullanılacağı sonucunun çıktığını, olması gereken açısından ise iş gününün esas alınması gerektiğini belirtmektedir. İtalya açısından borsada işlemlerin gerçekleştirildiği günlerin esas alındığı görülmektedir, *Ventoruzzo*, *Withdrawal*, s. 16.

⁶⁵⁴ Kuralın adil ve doğru fiyatın belirlenmesini sağlayabileceğinin garantisi olmadığı yönünde bkz. *Karacan*, *Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 305. Yazar TTK 202.2 hükmünün borsa değerini, borsa değeri bulunmuyor veya hakkaniyete uygun düşmüyorsa gerçek değerle veya genel kabul gören bir yöntemle göre belirlenecek değerle satın alınmaya olanak veren hükmünü örnek göstermektedir.

zorunluluğu bakımından, kavramın özellikleri nedeniyle bir asgari fiyat belirlemesi gerçekleştirilmiştir. Bu bağlamda esas alınan süre ise altı aydır⁶⁵⁵. Yine satma ve çıkarma hakları bakımından, payları borsada işlem gören ortaklıklarda, çıkarma hakkı bedeli, Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği 6.2.a.1 kapsamında borsada işlem gören pay gruplarının her biri için, hâkim ortak konumunun kazanıldığıнын veya hâkim ortak konumunda bulunup ek pay alındığıнын kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması olarak belirlenmiştir. Satma hakkının fiyatının belirlenmesi yöntemi ise, Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği 6.3.a hükmünde, hükümde işaret edilen farklı değerlerin ve bu arada hâkim ortak konumunun kazanıldığıнын veya hâkim ortak konumunda bulunup ek pay alındığıнын kamuya açıklandığı tarihten önceki son altı ay, bir yıl ve beş yıl içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatlarının ortalamasının karşılaştırılması ve en yüksek değerin tercih edilmesine dayanır. Görüleceği üzere, fiyat belirlemesinin gündeme geldiği hallerde, ayrılma hakkının payları borsada işlem gören ortaklıklardaki kullanım fiyatının belirlenmesi açısından tercih edilen süreden daha uzun sürelerin temel alınması veya çeşitli değerlerin karşılaştırılması yönünde tercihler mevzuatta bulunmaktadır.

Ayrılma hakkının kullanım bedeline ilişkin temel arayış, fiyatın adil olması noktasındadır. Önemli nitelikteki işlemin çoğunluk tarafından karara bağlanması karşısında ortaklığın devamında yer almak istemeyen pay sahibinin kendi yatırım kararını vermesine uygun bir fiyat belirleme yönteminin tercih edilmesi gerekmektedir.

⁶⁵⁵ Ayrılma hakkı açısından kullanım fiyatının belirlenmesinde dikkate alınan sürenin çağrıya ilişkin düzenlemelerdeki ilgili süre ile karşılaştırılması sonucunda, *Turan*, sürenin görece kısa olmasının pay fiyatında meydana gelen değişikliklerin asgari düzeyde yansımalarının temin edilmesine yöneldiğini ancak bu tercihin eleştirilebilir olduğunu ifade etmiştir (s. 101).

Dolayısıyla, fiyata ilişkin olarak belirli bir anın tek başına esas alınmaması, fiyatın değeri yansıtmaması ihtimali nedeniyle yerindedir. Belirli uzunluktaki bir süre boyunca oluşan fiyatların ortalamasının alınması yöntemi ise, fiyatın değeri yansıtmaması olgusunun yüksek olmasının herhangi bir zaman süresi itibariyle garanti edilemeyecek olmasından bahisle tartışmaya açıktır. Ayrılma hakkının kullanım bedeli açısından, fiyatın yanı sıra değerın esas alındığı seçenekli bir sistemin öngörölmesi veya belirlenen farklı sürelerdeki fiyat ortalamalarının karşılaştırılması gibi fiyat hareketlerinin somut olayda adalete uygun şekilde dengelenmesini sağlayacak bir yöntemin belirlenmesi olması gereken açısından düşünülebilir. Bu bağlamda, fiyat-değer ilişkisinin esas alındığı veya karşılaştırmalı incelemeye gidilmesinin gerekli kılındığı fiyat belirleme yöntemlerinin benimsenmesi halinde ise, değerlendirme süreci yüksek işlem maliyetlerini beraberinde getirecek, bu maliyetlere kimin katlanacağı sorunu ile karşılaşılacak ve değerlemeyi gerçekleştirenlerin tarafsızlığının sağlanması gerekliliği doğacaktır.

Payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklarda bu yöntem çerçevesinde belirlenen ayrılma hakkının kullanım fiyatı, ÖNİ Tebliği 5.3 gereğince, önemli nitelikteki işleme ilişkin gerekçeli yönetim kurulu kararında yer alacak ve kamuya açıklanacaktır. Ayrıca ayrılma hakkının kullanım fiyatı, ÖNİ Tebliği 9.4 hükmü uyarınca, önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı genel kurul toplantısının kamuya açıklanan gündeminde de yer almak zorundadır. Ayrılma hakkının kullanım fiyatının pay sahibi tarafından bilinmesi, hakkın kullanılması veya kullanılmaması kararlarının alınması bağlamında önem taşımaktadır.

Ayrılma hakkının kullanım fiyatının belirlenmesinde işleme ilişkin olarak yapılan kamu açıklamaları belirleyici olmaktadır ve bu bağlamda kamuya açıklama yapılmasının gerekli olmasına rağmen yerine getirilmediği haller veya açıklamanın geciktirildiği hallere ilişkin olarak ÖNİ Tebliği 10.3 ve 10.4 hükümleri getirilmiştir.

cc. Payları Borsada İşlem Görmeyen Halka Açık Anonim Ortaklıklar

Payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkının kullanım fiyatı, ÖNİ Tebliği 10.2 hükmü uyarınca, SPKr'nin ilgili düzenlemelerine göre hazırlanacak olan değerlendirme raporunda belirlenecektir. Hüküm kapsamında, raporda fiyatın adil ve makul olduğunun tespit edilmesi gerekmektedir. İlgili rapor, önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı genel kurul gündeminin ilanı ile birlikte kamuya duyurulmalıdır. Raporun düzenlenmesini halka açık anonim ortaklığın yönetim kurulu sağlamalıdır.

Ayrılma hakkının kullanım fiyatının payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklar açısından belirlenmesi, borsa fiyatı gibi referans alınabilecek bir fiyat da bulunmadığından, doğrudan değerlendirme faaliyetine dayanır. Bu bağlamda, ortaklık ve payın değerlendirilmesi suretiyle, ayrılma hakkı tanınmasındaki azınlık pay sahiplerinin korunması amacı çerçevesinde adil ve makul bir fiyat belirlenir ve ayrılma hakkı açısından uygulanır. Ayrıca bu ortaklıklarda payın piyasada satılması ve devredilmesi olanakları, payları borsada işlem gören ortaklıklara göre daha sınırlı olduğundan ayrılma

hakkının kullanım fiyatının belirlenmesi azınlıkta kalan pay sahibinin korunması açısından oldukça önemlidir⁶⁵⁶.

Değerleme faaliyetinin SPKr'nin ilgili düzenlemelerine göre yerine getirileceği SPKn 10.2 hükmünde belirlenmiştir. SPKn 62.2 hükmü uyarınca değerleme kuruluşlarının yetkilendirilmesine ilişkin esaslar da SPKr tarafından belirlenmektedir.

Payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklarda, ayrılma hakkı kullanım fiyatının değerleme suretiyle belirlenecek olması nedeniyle fiyatı yeterli bulmayan pay sahibine pay bedelinin tespiti hususunda dava açma hakkı verilmelidir⁶⁵⁷. Bu kapsamda, dava açılmasından önce, ortaklığa başvurulması suretiyle ek ödeme talep edilebilmesinin mümkün olabileceği de ileri sürülmektedir⁶⁵⁸. Düzenleme kapsamında değerleme faaliyetinin yerine getirilmesini sağlayan sözleşme halka açık anonim ortaklık ile değerleme faaliyetini yerine getiren kuruluş arasında olduğundan, pay sahibinin değerlemeye ilişkin itirazı sözleşme kapsamında bir talep hakkı vermemektedir.

⁶⁵⁶ Bu ortaklıklara ilişkin olarak payların alım satımına ilişkin bir piyasanın çok sınırlı bir kapsamda söz konusu olması nedeniyle, unsurun gerçek değerinin esas alınması gerektiğine ilişkin olarak bkz. *Levy*, s. 438.

⁶⁵⁷ *Adıgüzel*, Ayrılma Hakkı, s. 43. Yazar, dava açma isteğinde olan pay sahibinin ayrılma hakkının kullanım süresi içerisinde ayrılma hakkı kullanım beyanında bulunurken ihtirazi kayıt koyması gerektiğini belirtmektedir. Yazar bir başka eserinde pay bedelinin tespiti için pay sahibine dava olanağı tanınması gerektiğine ilişkin bu görüşünü yinelemektedir, *Adıgüzel*, Sermaye Piyasası, s. 87.

⁶⁵⁸ *Özdoğan*, s. 739; *Adıgüzel*, Sermaye Piyasası, s. 87.

c. Aracı Kurum Aracılığıyla Kullandırılması

ÖNİ Tebliği 9.7 uyarınca, ayrılma hakkı kural olarak aracı kurum⁶⁵⁹ vasıtasıyla kullanılmalıdır. Bu zorunluluk payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklar açısından mutlak iken payları borsada işlem görmeyenlerde talep üzerine SPKı tarafından zorunluluğa muafiyet getirilebilmektedir.

Hakkın aracı kurum aracılığıyla kullanılması, hakkın kullanılması ile kurulan pay devrine ilişkin sözleşmede, tarafların edimlerini yerine getirmelerini güvence altına almaktadır. Aracı kurum ortaklık adına alım işlemlerini gerçekleştirecektir. Ayrılma hakkını kullanmaya ilişkin koşulları yerine getiren pay sahipleri, ayrılma hakkını kullanacaklarına ilişkin beyanlarını aracı kuruma yöneltmelidirler. Aracı kurum vasıtasıyla hakkın kullanılması gerekliliğine muafiyet getirildiği hallerde, ayrılma hakkı kullanım beyanı halka açık anonim ortaklığa yöneltilmelidir.

Pay sahibi, ayrılma hakkını kullanmak isteğinde ise, sahip olduğu tüm payları ÖNİ Tebliği 9.7 uyarınca ortaklık adına alım işlemleri gerçekleştiren aracı kuruma, ayrılma hakkının kullanımına ilişkin olarak belirlenmiş ve kamuya açıklanmış süre içerisinde teslim ederek satışı gerçekleştirir⁶⁶⁰. Aracı kuruma başvuru, pay sahibinin ayrılma hakkını kullanacağına ilişkin irade beyanını içermektedir. ÖNİ Tebliği 9.7

⁶⁵⁹ Aracı kurum SPKn 3.1.a hükmünde tanımlanmıştır. Ayrılma hakkının uygulanması açısından sürece dahil olacak aracı kurum, SPKn 37.1.b kapsamında sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi konulu yatırım hizmetini yerine getirecektir ve bu konuda SPKı tarafından yetkilendirilmiş olması gerekir.

⁶⁶⁰ Satışın genel hükümler doğrultusunda gerçekleşeceği ÖNİ Tebliği'nin 9.7 hükmünde yer almıştır. Genel hükümler ile kastedilen, payın devrine ilişkin genel hükümler olup bunların TTK'nın pay devrini içeren hükümleri ile TBK'nın satıma ilişkin hükümleri olduğu belirtilmelidir.

gereğince, ayrılma hakkını kullanmak için başvuran pay sahiplerine en geç başvuruyu takip eden iş gününde bedel ödenerek satım tamamlanır.

d. Ayrılma Bedelinin Ödenmesi

Ayrılma hakkının kullanılması üzerine bedelin, ÖNİ Tebliği 10.7 hükmü uyarınca, tam ve nakden ödenmesi gerekmektedir. Ayrılma hakkının aracı kurum vasıtasıyla kullanılması kural olduğundan, bu hallerde, halka açık anonim ortaklık adına alım işlemini gerçekleştiren aracı kurum, payları teslim alarak⁶⁶¹ bedeli ödeyecektir. SPKr'nin, aracı kurum aracılığıyla satışın gerçekleştirilmesine ilişkin kural açısından muafiyet tanıdığı hallerde, ayrılma bedeli ortaklık tarafından ödenecektir ve ödemeye ilişkin sorumluluk, ÖNİ Tebliği 14.1 hükmü uyarınca halka açık anonim ortaklığın yönetim kurulundadır.

5. Ortaklık Açısından Ayrılma Hakkının Uygulanması

a. Kendi Paylarını Edinme Sonucu

Ayrılma hakkının uygulanması ile önemli nitelikteki işlem genel kurulunda onaylanan halka açık anonim ortaklık, ayrılma hakkını kullanmak isteyen ve hakkın kullanımına ilişkin koşulları yerine getiren pay sahiplerinin paylarını satın alır ve ortaklık açısından kendi payını edinme sonucu doğar. ÖNİ Tebliği 10.8 hükmünde,

⁶⁶¹ “Teslim” ifadesinin “ilgili kayıtlarda gerekli değişikliklerin yapılması” olarak anlaşılması gerektiği yönünde bkz. *Manavgat*, Halka Açık, s. 341.

ayrılma hakkı uygulaması sonucunda geri alınan payların, ortaklığın kendi paylarını geri almasına ilişkin SPKı düzenlemelerine tabi olduğu, ancak ilgili düzenlemelerdeki geri alma sınırının ayrılma hakkına ilişkin olarak uygulanmayacağı belirlenmiştir.

Alman Hukuku bakımından ayrılma hakkının uygulamasına kaynak oluşturan AktG § 305, 320b, UmwG § 29, 125, 207 hükümlerinin, AktG § 71.1 hükmünde anonim ortaklığın kendi paylarını edinebileceği istisnai haller arasında sayıldığı görülmektedir. Dolayısıyla, anonim ortaklık bakımından ayrılma hakkının uygulanması çerçevesinde kendi paylarını edinme olanaklı olup ilgili hüküm kapsamındaki koşulların sağlanması gerekmektedir⁶⁶².

İsviçre Hukuku kapsamındaki ayrılma hakkı uygulaması bakımından ise, FusG kapsamında birleşme sözleşmesinde yer verilebilecek ayrılma akçesinin uygulanması nedeniyle ortaklığın kendi paylarını edinmesine ilişkin bir sınır getirilmemiştir. Öğretide ayrılma akçesine ilişkin bedelin serbest malvarlığından karşılanması gerektiği ve ayrıca anonim ortaklıklar bakımından kendi paylarını edinmeye ilişkin OR 659 hükmünün uygulama alanı bulacağı ifade edilmiştir⁶⁶³.

⁶⁶² AktG § 71.2 hükmü uyarınca, payların edinilmesinin olanaklı olduğu hallerden bir kısmında, hem edinilecek payların oranının sermayenin % 10'unu geçmemesi hem de payların alınması amacıyla kullanılacak karşılığın belirli koşulları sağlaması gerekmektedir. Ayrılma hakkı kapsamında pay edinilmesi de ilgili koşulların aranacağı hallerdendir. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Spindler/ Stilz*, AktG § 71 Rn. 225. Bu bağlamda, paylarını edinmeye ilişkin bedelin, serbest malvarlığı değerlerinden karşılanabilir olmasından hareket edilmiştir. Ortaklıklar topluluğu kapsamında kendi paylarını geri alma açısından bkz. *Spindler/ Stilz*, AktG § 71 Rn. 67, *Hüffer/ Koch*, AktG § 71 Rn. 14-15. Yeniden yapılanma işlemleri kapsamında kendi paylarını geri alma açısından bkz. *Stratz (Schmitt/ Hörtnagl)*, UmwG § 29 Rn. 12-13; *Spindler/ Stilz*, AktG § 71 Rn. 70; *Hüffer/ Koch*, AktG § 71 Rn. 14-15. Ortaklıklar topluluğundaki ayrılmaya ilişkin olarak payın hâkim ortaklık tarafından alındığı hallerde bağlı ortaklık konumundaki anonim ortaklıkta malvarlığının korunmasına ilişkin bir sorun doğmamaktadır, *Grunewald*, Austritt, s. 106.

⁶⁶³ *Burckhardt*, S.: Zürcher Kommentar zum Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung, 2004, Art.8 N. 4 s. 110; *Vogel*, A./ *Heiz*, C./ *Behnisch*, U. R./ *Sieber*, A.:

Anonim ortaklıkların paylarını satın veya rehin alması, malvarlığının korunması ilkesi kapsamında TTK'da sınırlandırılmıştır. ETTK 329 hükmünde anonim ortaklıkların kendi paylarını edinmesi kural olarak yasaklanmıştı ve ancak bazı istisnai hallerde ortaklığın kendi paylarını edinmesi veya rehin almasına izin verilmişti. ETTK'nın bu yaklaşımı emredici nitelikte olup yasağın istisnalarının genişletilmesi mümkün değildi⁶⁶⁴. TTK 379 hükmünde ise, anonim ortaklığın kendi paylarını edinmesi veya rehin olarak kabul edilmesi belirli şartlar dâhilinde yüzde onluk sınıra kadar kabul edilmiştir⁶⁶⁵.

Anonim ortaklıkların kendi paylarını edinmelerinin olumlu ve olumsuz sonuçları bulunmaktadır. Kendi paylarını edinme yöntemi, pay sahipliği değerinin artırılması, sermayedeki fazlalığın pay sahiplerine aktarılması, öz sermaye ile yabancı sermaye dengesinin kurulması, payları borsada işlem gören ortaklıklarda payın gerçek değeri ile borsa değeri arasındaki farkın borsa değerinin yükseltilmesi suretiyle kapatılması ve payın borsa değerinde istikrar sağlanması amaçlarıyla kullanılabileceği gibi kâr dağıtımına ve sermaye indirimine alternatif olarak seçilebilmekte; ayrıca, ortaklığın pay sahipliği yapısının korunması veya şekillendirilmesinde de rol oynamaktadır⁶⁶⁶. Ayrıca

Fusionsgesetz- Orell Füssli Kommentar, 2. Aufl., 2012, Art. 8 N. 17 s. 128. FusG Gerekçesi'nde de ayrılma akçesi uygulamasının sermayenin geri ödenmesi niteliğinde olduğundan, kendi paylarını edinme kurallarına tabi olduğu açıkça ifade edilmiştir, Botschaft zum Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung, s. 4404. Metin için bkz. <https://www.admin.ch/opc/de/federal-gazette/2000/4337.pdf>

⁶⁶⁴ Özdamar, M.: Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi, Ankara 2005, s. 148; Aydın, s.185; Karacan/ Erişir Karacan, s. 101.

⁶⁶⁵ Payların edinilmesi veya rehin alınmasının kabulü, AB mevzuatı kapsamındaki 77/91/EEC- 2. Direktif'te temel alınmış ve bu direktifi yürürlükten kaldıran 2012/30/EU Direktifi'nde de benimsenmiş olan yaklaşımdır. Konuya ilişkin olarak, kendi paylarını edinmeye ilişkin sistemin AB kapsamındaki gelişimi açısından bkz. Karacan/ Erişir Karacan, s. 52- 57; Türk, A., s. 46- 54.

⁶⁶⁶ Olumlu yanların detayları için bkz. Aydın, s. 66-94. Yazar, kendi paylarını edinmenin olumlu yanlarının yöntemin uzun yıllardır kullanıldığı ABD Hukuku uygulamasındaki deneyim ve gözlemlere

yönetim kontrolünün ele geçirilmesi girişime karşı, ortaklığın kendi paylarını edinmesi bir savunma yöntemi olarak kullanılabilir⁶⁶⁷. Ortaklığın kendi paylarını edinmesinin olumsuz yanları ise, sermayenin ortaklığın alacaklıları lehine pay sahiplerine aktarılması için kullanılabilmesi, payları edinenin yönetim kurulu olması nedeniyle yönetim kurulunun kötüye kullanma ihtimalinin ve bağlantılı olarak pay sahiplerine eşit işlem ilkesine aykırı davranabilmesi riskinin varlığı, ortaklık açısından likiditenin azalması, borsa kurunun yönlendirilmesi ve içerden öğrenenlerin ticaretine olanak vermesidir⁶⁶⁸.

TTK'da anonim ortaklığın kendi paylarını edinmesi veya rehin kabul etmesi, 379- 389 hükümleri kapsamında, edinmenin veya rehin almanın koşulları belirlenerek rakamsal bir sınıra kadar kabul görmüştür. Diğer koşulların da sağlanması ile bir anonim ortaklığın kendi paylarını edinmesi veya rehin kabul etmesinin sınırı esas veya çıkarılmış sermayenin onda biridir. Ayrıca genel kurulun yönetim kurulunu pay edinimi veya payın rehin kabul edilmesi hakkında yetkilendirmesi ve edinim oranında serbest malvarlığının bulunması⁶⁶⁹ gerekmektedir. İlgili hükümlerde, ayrıca, payların

dayandığını belirtmektedir (s. 67). Anonim ortaklıkların kendi paylarını edinmesinin temelindeki üç temel finans teoremi için bkz. *Karacan, A.İ.: Ortaklıktan Çıkarma- Sermaye Piyasası Hukuku Açısından Bir İnceleme*, İstanbul 2015, s. 4-6. Ayrıca bkz. *Özdamar, İktisap*, s. 57- 74.

⁶⁶⁷ *Gilson/ Black*, s. 761; *Bainbridge*, s. 692; *Manavgat, Aleni Pay Alım Teklifi*, s.174; *Şehirali Çelik, F.H.: Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler*, Ankara 2008, s. 240; *Doğru*, s. 85.

⁶⁶⁸ Olumsuz yanların detayları için bkz. *Oechsler, J.: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 1, 4. Aufl., 2016, AktG § 71 Rn. 1-12; *Özdamar, İktisap*, s. 73- 94; *Aydın*, s. 82-113. Ortaklığın kendi paylarını edinmesinin ardından ortaklığın mali durumunun kötüye gitmesi halinin çifte etki oluşturmaya ve böylece payların değerinin iki kat düşmesi ihtimali ile edinilen paylara ait oy haklarının donması ile mevcut yönetimin güçlenmesi de öğretilde olumsuz yanlara eklenmektedir, *Ayan, Kendi Paylarını İktisap Etmesi*, s.192. Ayrıca bkz. *Oechsler, AktG § 71 Rn. 19*.

⁶⁶⁹ Payların serbest malvarlığından edinilmesi gerekliliği, ortaklık sermayesinin azaltılması tehlikesine karşı getirilmiştir. Bkz. *Özdamar, İktisap*, s. 75; *Aydın*, s. 101. Ayrıca bkz. *Raiser/ Veil*, § 19 Rn. 17 s. 321.

ediniminde kanuna karşı hile oluşturan haller, yönetim kurulunun yetkilendirilmesi gerekliliğinin istisnası, payların edinilmesine ilişkin kuralın istisnaları, aykırı edinim hallerinde elden çıkarma, kendi paylarını taahhüt yasağı ile edinilen paylara ilişkin hakların kullanılması da düzenlenmiştir. Sonuç olarak, TTK'nın anonim ortaklığın kendi paylarını edinmesi veya rehin olarak kabul etmesine yaklaşımı sınırlı serbestlik tanıma yönündedir⁶⁷⁰.

Sermaye piyasası mevzuatı kapsamında ise GAP Tebliği ile TTK'daki sistemin benzeri, halka açık anonim ortaklıkların ve özellikle payları borsada işlem gören ortaklıkların farklı yönleri dikkate alınmak suretiyle benimsenmiştir. Kendi paylarını edinmeye ilişkin esas veya çıkarılmış sermayenin yüzde onu olarak TTK'da belirlenmiş olan sınır, GAP Tebliği'nin 9 hükmünde de *“ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin yüzde onu”* şeklinde belirtilmek suretiyle korunmuştur.

Ayrıca payların edinilmesi veya rehin olarak kabul edilmesi Tebliğ'in 5 hükmünde yine genel kurulun yönetim kurulunu yetkilendirmesine bağlanmış ve ortaklık malvarlığının azaltılmasını önlemek amacıyla, Tebliğ'in 9.3 hükmünde, geri alınan payların toplam bedelinin SPK'de düzenlemeleri çerçevesinde kâr dağıtımına konu edilebilecek kaynak tutarını aşamayacağına yer verilmiştir. GAP Tebliği 5 hükmü kapsamında, TTK sisteminden farklı olarak, genel kurulun yönetim kurulunu yetkilendirmesi, payların geri alınmasına ilişkin geri alım programının genel kurulca onaylanması ile gerçekleştirilmektedir. Ayrıca Tebliğ'de, yatırımcının korunması

⁶⁷⁰ TBMM, Yasama Dönemi: 23, Yasama Yılı:2, Sıra Sayısı: 96, Nr. 65, s. 28; Özdamar, İktisap, s. 158; Aydın, s. 311; Ayan, Kendi Paylarını İktisap Etmesi, s.187.

amacıyla kamuyu aydınlatma gereklilikleri ve kendi paylarını edinme veya rehin kabul etmeye ilişkin işlemler açısından bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı sayılmayan haller düzenlenmiştir. Sonuç olarak, sermaye piyasası mevzuatındaki kendi paylarını edinme veya rehin kabul etme sınırı oransal olarak, TTK kapsamındakine paralel bir şekilde, yüzde ondur⁶⁷¹.

ÖNİ Tebliği 10.8 hükmünde, ayrılma hakkının kullanımı sonucunda ortaklığın kendi paylarını satın almasına ilişkin olarak, SPKr düzenlemelerinin uygulama alanı bulacağı ancak geri alma sınırına ilişkin oranın uygulanmayacağı belirlenmiştir. Hükme paralel düzenleme GAP Tebliği'nin 16.1.f hükmünde yer almış; SPKr'nin ilgili düzenlemeleri uyarınca, ayrılma veya ortaklıktan çıkarma/satma hakkının kullandırılması nedeniyle ortaklık paylarının elde edilmesi durumunda geri almaya ilişkin oransal sınıra tabi olunmayacağı hükme bağlanmıştır. Yine bu hüküm uyarınca, GAP Tebliği'nin geri alım programına ilişkin olarak yönetim kurulunun yetkilendirilmesini düzenleyen 5 ve 6 hükümleri ile kendi paylarını edinmek için kullanılan bedelin, SPKr düzenlemeleri çerçevesinde kâr olarak dağıtımına izin verilen kaynakların tutarını aşamaması gerekliliğini hükme bağlayan 9 hükmü uygulanmayacaktır.

⁶⁷¹ Sermaye piyasası mevzuatında payların geri alınmasına ilişkin anılan kurallar geçerli olmakla birlikte, SPKr 21.07.2016 ve 25.07.2016 tarihinde yaptığı duyurular ile halka açık anonim ortaklıkların kendi paylarını edinmelerini kolaylaştıran kuralları benimsemiştir. Bu bakımdan oransal sınır ile geri alım programına ilişkin gereklilik uygulanmayacak ve özel durum açıklaması yapılması suretiyle payları borsada işlem gören ve görmeyen halka açık anonim ortaklıklar kendi paylarını edinebilecektir. İlgili belirlemeler piyasanın sağlıklı şekilde işlemesi için gerçekleştirilmiştir. Duyuru metinleri için sırasıyla bkz. <http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20160721&subid=0&ct=c&submenuheader=null> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017), <http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20160725&subid=0&ct=c&submenuheader=null> (Son Erişim Tarihi: 14.07.2017). SPKr'nin duyurularına ilişkin değerlendirme için bkz. *Türk, A.*, s. 406- 407.

ÖNİ Tebliği 10.8 hükmü kapsamında, pay edinilmesine ilişkin oransal sınırın dışında diğer SPKı düzenlemeleri uygulama alanı bulacağından, sınırın üzerinde edinilen payların elden çıkarılmasına ilişkin olarak GAP Tebliği'nin 19.3 hükmü, ayrılma hakkının uygulaması nedeniyle elde edilen paylar açısından dikkate alınmalıdır. Bu kapsamda, geri alınan payların ortaklığın ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşan kısmının, herhangi bir kayba yol açmadan devirleri mümkün olur olmaz ve her halükarda elde edilmelerinden itibaren üç yıl içinde elden çıkarılması, bu süre zarfında elden çıkarılmayan payların ise sermaye azaltımı suretiyle derhal itfa edilmesi gerekmektedir.

Görüldüğü üzere, ayrılma hakkının halka açık anonim ortaklıkların önemli nitelikteki işlemleri sonucunda doğacağına ilişkin sermaye piyasası mevzuatında hükümleri kapsamında, kendi paylarını edinmeye ilişkin kuralların bir kısmının uygulanmayacağı belirlenerek ayrılma hakkı ile kendi paylarını geri edinme kurumları arasında bağlantı kurulmuştur⁶⁷². Diğer taraftan, ayrılma hakkının kullanımı sonucunda halka açık anonim ortaklığın kendi paylarını edinmesi bir kanuni satın alma yükümlülüğü kapsamında gündeme geldiğinden, esasen ÖNİ Tebliği 10.8 hükmünde ortaklıkların kendi paylarını edinmesine ilişkin SPKı düzenlemelerindeki geri alma sınırının uygulanmayacağı belirtilmeseydi dahi, GAP Tebliği 16.1.c nedeniyle geri edinmeye ilişkin oransal sınırın uygulanmayacağı sonucuna varılması gerekirdi.

⁶⁷² Ayrılma hakkı düzenlemesi ile anonim ortaklığın kendi paylarını edinmesine ilişkin rejim arasındaki bağlantı, hakkın düzenlenmesinden önceki dönemde de vurgulanmaktaydı, *Özdoğan*, s. 694; *Sönmez*, s. 207.

b. Önemli Nitelikteki İşlemden Vazgeçme Hakkını Saklı Tutma Olanığı

Önemli nitelikteki işlemler nedeniyle ayrılma hakkının doğması ve hakkın kullanılması sonucunda, ortaklığın katlanması gereken maliyetin oldukça yüksek boyutlarda olabileceği açıktır. Bu hallerde, halka açık anonim ortaklığın önemli nitelikteki işlemde beklediği faydanın üzerinde bir maliyet söz konusu olursa, işlemin kâr zarar analizi bakımından etkin olmadığı belirtilmelidir. Ancak, ayrılma hakkının hangi pay sahipleri tarafından kullanılacağı bilinemeyeceğinden ve bu sayının fazla olması işlemin etkinliğini ortadan kaldıracığından, işlemde vazgeçme olanağı ÖNİ Tebliği 9.5 hükmünde düzenlenmiştir⁶⁷³.

Genel kurulda kabul gören bir önemli nitelikteki işlemin uygulanması, yönetim kurulunun sorumluluğundadır. İşlemin uygulanmaması halinde yönetim kurulu sorumlu olacaktır. Öte yandan, işlemin ekonomik anlamda ortaklığa yüklediği maliyet işlemin geri alınmasını gerektirebilir. Genel kurul tarafından işlemin geri alınmasına ilişkin bir kararın verilmesi her ne kadar yetki bağlamında mümkün gözükse de, bu konuda yönetim kurulu tarafından hiçbir koşula bağlı kalınmaksızın karar alınabilmesi menfaatler dengesine uygun düşmeyecektir. Çünkü işlemin kamuya açıklanması ve ardından da genel kurulda kabul edilmesi ile pay fiyatı veya değerinde değişiklik meydana gelmiş olabilecektir. Ayrıca, pay bir sermaye piyasası aracı olduğundan yatırımcının korunması bağlamında ve yine işlem nedeniyle hukuki ilişki kurulmuş olan üçüncü kişilerin durumunun tek taraflı olarak değiştirilmesi hukuki güvenlik ilkesiyle

⁶⁷³ Benzer bir vazgeçme olanağının Ohio eyaletinde düzenlendiği yönünde bkz. *Lattin, Reappraisal*, s. 1174.

bağdaşmayacağından işlemin geri alınması söz konusu olamayacaktır. Bu noktada ÖNİ Tebliği 9.5 hükmünde, yönetim kuruluna önceden bazı şartların belirlenmesi ve bu şartların gerçekleşmesi halinde işlemde vazgeçileceğine ilişkin gündem maddesine genel kurul gündeminde yer vermek ve bunu onaya sunmak suretiyle işlemde vazgeçme hakkını saklı tutma olanağı tanınmıştır. Vazgeçme koşulları genel kurulda önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı gündem ile birlikte ilan edilmiş olduğundan, pay sahibi vazgeçmeye ilişkin olarak önceden bilgilendirilmiş olacak ve ortaklık açısından ise önemli nitelikteki işlemde beklenen yararı aşan bir ayrılma hakkı kullanımı maliyetine katlanmamak mümkün hale gelecektir.

ÖNİ Tebliği 9.5 hükmüne göre, yönetim kurulu, genel kurul toplantısına ilişkin gündemin ilanından önce, ayrılma hakkı kullanımları sonucunda katlanmak zorunda olunan toplam maliyetin belirlenen bir tutarı aşması veya belirlenen orandan fazla paya sahip veya belirlenen nitelikteki ortakların olumsuz oy kullanması halinde genel kurul kararı alınmış olmasına rağmen işlemin gerçekleştirilmeyeceğini karara bağlayabilir. Vazgeçmeye ilişkin öneriye genel kurul gündeminde yer verilir. Ayrıca vazgeçme önerisine ilişkin ayrı bir gündem maddesi oluşturulmalı ve genel kurulda oylanmalıdır. Bu oylamada vazgeçme olanağının kabul edilmesi için karşılanması gereken yeter sayı ÖNİ Tebliği'nde belirlenmemiştir⁶⁷⁴. Öğretide, önemli nitelikteki işlemde vazgeçme olanağının kabulü açısından, önemli nitelikteki işlemlerin onaylanmasına ilişkin karar yeter sayısının uygulanması gerektiği ileri sürülmüştür⁶⁷⁵.

⁶⁷⁴ Uygulamada tereddüt oluşmaması açısından Tebliğ değişikliği ile belirleme yapılması gerektiği yönünde bkz. *Turan*, s. 103 dn. 71.

⁶⁷⁵ *Yeşiltepe*, s. 134.

Yönetim kurulunun vazgeçme hakkını saklı tutmaya ilişkin öneride bulunma olanağı açık uçlu olduğundan menfaatler dengesine uygun düşmeyen kararların alınabilmesi ihtimali mevcuttur. Ancak, vazgeçmeye ilişkin önerinin genel kurulda oylanacak olması bu ihtimalin önüne geçmek için getirilmiş bir tedbirdir. Önemli nitelikteki işleme ilişkin oylamanın yapıldığı genel kurulda, önemli nitelikteki işleme ilişkin gündem maddesi açısından oydan yoksun bulunanlar da ÖNİ Tebliği 9.5 hükmüne göre vazgeçmeye ilişkin olarak oy kullanabilir. Genel kurulda vazgeçmeye ilişkin yönetim kurulu önerisi oylanacak ve kabul gördüğü takdirde, vazgeçme olanağı için belirlenen şartların da gerçekleşmesi halinde işlemin uygulanmasından yönetim kurulu tarafından vazgeçilecektir. Vazgeçme genel kurulda kabul görmüşse ve şartlar gerçekleşmişse, yönetim kurulunun işlemin uygulanmasından vazgeçmemesi sorumluluğa neden olabilecektir⁶⁷⁶.

6. Ayrılma Hakkının Doğmadığı Haller

Önemli nitelikteki işlem dolayısıyla ayrılma hakkının doğduğu haller açısından çeşitli istisnalar getirilmiştir. Bu hallerde, menfaat dengelerinin, önemli nitelikteki işlem sonucunda ayrılma hakkı sonucu doğmasına gerek göstermediği kabul edilmiş olmaktadır. İlgili işlemler ÖNİ Tebliği 12.1 hükmünde belirlenmiş olup bu işlemlerin

⁶⁷⁶ Vazgeçmenin genel kurulda kabul görmesinin ardından ilgili koşullar da gerçekleşmişse yönetim kurulunun vazgeçmeye ilişkin olarak takdir yetkisinin bulunmadığı görüşü için bkz. *Yeşiltepe*, s. 133. Ayrıca TTK 375.1.f hükmü kapsamında genel kurul kararlarının yerine getirilmesi yönetim kurulunun sorumluluğunda olduğundan, vazgeçmeye ilişkin koşulların oluşması halinde önemli nitelikteki işlemin uygulanmasından vazgeçilmelidir. Aksi yönde, ilgili olanağın genel kurulda kabul görmesi halinde, yönetim kuruluna önemli nitelikteki işlemi ve ayrılma hakkını uygulamama yönünde hak tanındığı ve yönetim kurulunun bu konuda genel kuruldan yetki alması nedeniyle işlemin yerine getirilmemesinin genel kurul kararlarının yönetim kurulu tarafından yerine getirilmesine ilişkin gerekliliğe aykırı olmadığı yönünde bkz. *Adıgüzel*, Ayrılma Hakkı, s. 40.

karara bağlanması için ilgili diğer mevzuat uyarınca bir genel kurul kararı alınması gerekli değilse, yönetim kurulu kararının alınması yeterlidir. Yönetim kurulu kararının gerekçeli olması ve kamuya açıklanması gerekli olup diğer düzenlemeler uyarınca genel kurulca karara bağlanması gereken hallerden birinin mevcudiyeti halinde de genel kurul gündeminin ilanı aşamasında ayrılma hakkının doğmayacağına gündemde yer verilmelidir.

Ayrılma hakkının doğmadığının belirlendiği hallere örnek olarak, diğer ilgili mevzuat uyarınca yapılması zorunlu işlemler, yönetim kontrolüne bir kamu kurumunun sahip olduğu ortaklıklarca yapılan işlemler, birleşme amaçlı ortaklığın taraf olduğu birleşme ve sona erme işlemleri⁶⁷⁷ verilebilir. Yine önemli nitelikteki işlem sonucunda pay alım teklifi zorunluluğu getirilen hallerde de ayrılma hakkının doğmadığı ÖNİ Tebliği'nin 12.1 hükmünde belirtilmiştir. Bu kapsamda ÖNİ Tebliği 11.1 hükmünde pay alım teklifi zorunluluğu sonucu bağlanan önemli nitelikteki işlemler açısından ayrılma hakkı doğmayacaktır.

Ayrılma hakkının doğmadığı hallerden bir kısmında bu sonucun yerini pay alım teklifi almakla birlikte birtakım hallerde ayrılma hakkı ile zorunlu pay alım teklifi sonuçlarının her ikisi de uygulanmaz. Örneğin, kolaylaştırılmış birleşmelerde ayrılma

⁶⁷⁷ Birleşme amaçlı ortaklıklarda BB Tebliği 4.1.b kapsamında gönüllü geri alım teklifi uygulanmaktadır. Ayrıca bkz. *Okutan Nilsson*, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 198 vd.

hakkının doğmayacağı ÖNİ Tebliği 12 hükmünde belirlenmiştir ve bu birleşmeler sonucunda pay alım teklifi zorunluluğu da doğmamaktadır⁶⁷⁸.

ÖNİ Tebliği 11.5 hükmünde, önemli nitelikteki işlemlere özgü olarak gönüllü olarak pay alım teklifinde bulunulmasının talep edilmesi veya ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklanması ile eş anlı olarak pay alım teklifi zorunluluğunu doğuran bir başka işlemin gerçekleşmesi hallerinde, pay alım teklifi fiyatının ayrılma hakkı kullanım fiyatına eşit veya bu fiyattan yüksek olması ve SPKı tarafından uygun görülmesi şartıyla münhasıran pay alım teklifinde bulunulacağı düzenlenmiştir. Bu halde de ayrılma hakkı uygulanmayacaktır.

B. Önemli Nitelikte İşlemler Nedeniyle Yapılacak Zorunlu Pay Alım Teklifi

1. Pay Alım Teklifinde Bulunulması Gereken Haller

Önemli nitelikteki işlem sonucunda pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğu haller, SPKn 25.1 hükmü kapsamında SPKı'ye tanınan yetki çerçevesinde ÖNİ Tebliği'nin 11.1 hükmünde belirlenmiştir. Önemli nitelikteki işlemlerin bir kısmında dengelenmesi gereken menfaatler doğrudan çoğunluk ile azınlık olarak belirlenememekte; çoğunluk içerisinde yer alan bazı pay sahipleri işlemlerden yararlanan veya hâkim ortak konumunda olanlar ve onlarla birlikte hareket edenler

⁶⁷⁸ İlgili ortaklıklar BB Tebliği 4.1.b hükmünde tanımlanmıştır ve tanım kapsamında, bu ortaklıkların taraf olduğu birleşme işlemlerinde pay sahiplerinin korunması amacıyla gönüllü pay alımı yapılması gerekliliği getirilmiştir.

olarak, bu durumda olmayanların paylarını pay alım teklifi zorunluluğu çerçevesinde almak durumunda kalmaktadırlar.

Önemli nitelikteki işlemler arasında yer alan ve sonucunda pay alım teklifi zorunluluğu doğan ilk işlem, ÖNİ Tebliği 11.1 hükmü uyarınca, imtiyazlar öngörülmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konularının değiştirilmesidir. Bu işlemler açısından, işlemlerden yararlanacak olanlar pay alım teklifinde bulunmak zorundadırlar. İmtiyaz öngörülmesi ile ilgili olarak, yönetim kontrolü hallerinden birinin mevcut olmaması durumuna, ÖNİ 11.2 hükmü tarafından bir sonuç bağlanmıştır. Hükme göre, oy haklarının, tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak % 25'ine sahip olan pay sahibi grubunun bulunmadığı ortaklıklarda, ortaklık paylarında grup ayırımına gidilmesi yoluyla mevcut payların tümüne aynı imtiyazın tanınması halinde SPKı tarafından zorunlu pay alım teklifi yerine ayrılma hakkı kullandırma zorunluluğu getirilebilmektedir. Bu olanağın tanınması, mevcut pay sahiplerinin menfaatleri arasındaki dengenin bozulmamasına dayanmaktadır.

Önemli nitelikteki işlemler arasında yer alan ve sonucunda pay alım teklifi zorunluluğu doğan ikinci işlem, ÖNİ Tebliği 11.1 hükmü uyarınca, borsa kotundan çıkmadır. Payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kontrolünü elinde tutan pay sahibi veya sahiplerinin karşısında yer alan azınlığın düşük oranda pay sahibi olduğu hallerde, azınlığın ortaklıktan çıkarılarak borsa kotundan çıkılması tercih edilebilir. Bu halde yönetim kontrolünü elinde bulunduranlar alacakları bir karar ile borsa kotundan çıkılmasını sağlayabileceklerinden, azınlığın korunması gerekliliği ön plana çıkmaktadır. Payların borsada işlem görmesi, payın alım satım

olanaklarını ve dolayısıyla likiditeyi artırdığından, borsa kotundan çıkılması yatırımcıyı olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle borsa kotundan çıkılması, ÖNİ Tebliği 8 hükmünde ayrıntılı olarak düzenlenmiştir.

ÖNİ Tebliği 8 hükmü uyarınca, borsa kotundan çıkma işlemi açısından ön koşul, pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dâhil olmak üzere, herhangi bir şekilde ortaklığın doğrudan veya dolaylı olarak oy haklarının % 95 veya daha fazlasına tek başına ya da birlikte hareket ettiği kişilerle birlikte sahip olunmasıdır. Ancak bu halde payların borsa kotundan çıkarılması amacıyla başvuru gerçekleştirilebilir.

Borsa kotundan çıkılması, ÖNİ Tebliği 5.1.d hükmü kapsamında önemli nitelikteki işlem olarak belirlenmiş olduğundan, gerekçeli ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oyunu içeren bir yönetim kurulu kararının ÖNİ Tebliği 5.3 uyarınca alınması ve işlemin ÖNİ Tebliği 7.1 hükmü uyarınca genel kurul onayına sunulması gerekecektir. Borsa kotundan çıkılmasının ön koşulu dikkate alındığında, halka açık anonim ortaklığın genel kurulunda kottan çıkmaya ilişkin onay kararının alınmasının oldukça kolay olacağı açıktır.

Borsadan çıkmaya ilişkin genel kurul kararı alınmasının ardından en geç beş iş günü içerisinde, ÖNİ Tebliği 8.3 hükmü uyarınca, ortaklık tarafından borsaya ve zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğünün yerine getirilmesi amacıyla hâkim ortak tarafından düzenleyici kuruma yani SPK'ya başvuru yapılmalıdır. Önemli nitelikteki işlem nedeniyle gündeme gelen pay alım teklifi zorunluluğuna ilişkin olarak ÖNİ Tebliği 11

hükmü uygulanacaktır. Ayrıca, borsa kotundan çıkılması halinde yatırımcının korunması gerekliliğinin boyutları dikkate alınarak pay alım teklifi zorunluluğu sürecine ilişkin farklı hükümler de getirilmiştir. Bu bağlamda, ÖNİ Tebliği 8.4 hükmü kapsamında, pay alım teklifine süresi içinde cevap vermeyen ortakların, ortaklık paylarının borsa kotundan çıkarılmasına ilişkin borsa karar tarihinden itibaren üç yıl boyunca başvuru haklarını açık tutmak üzere, söz konusu ortakların paylarına ilişkin teklif bedeli üzerinden hesaplanacak toplam tutarın, pay alım teklifinde bulunan kişi/kişiler adına ilgili aracı kurum vasıtasıyla, payları pay alım teklifine konu ortaklık adına Takasbank nezdinde açılacak özel bir bloke hesaba nemalandırmak üzere yatırılması gerekliliği öngörülmüştür. Bloke edilecek tutar için banka teminat mektubu verilmesi imkânı da hükümde düzenlenmiştir⁶⁷⁹. Üç yıllık süre içerisinde daha önce gerçekleştirilen pay alım teklifine olumlu yanıt vermeyen pay sahiplerinin, aracı kuruma yönelmek suretiyle teklif fiyatı üzerinden paylarını hâkim ortağa/ortaklara satmaları mümkündür. Üç yıllık sürenin sonunda üç yıl boyunca Takasbank nezdinde bloke olarak tutulan miktarın neması ile bu süre zarfında pay alım teklifine cevap verilmemesi nedeniyle hesapta kalan bakiye, sürenin sonunda talep üzerine hâkim ortağa iade edilir. Dolayısıyla borsa kotundan çıkılması işlemi açısından, pay alım teklifi uygulanması suretiyle azınlıkta kalan pay sahiplerinin korunması olanakları genişletilmiştir. Borsa kotundan çıkılması işlemi açısından kamunun aydınlatılması gereklilikleri de ÖNİ Tebliği 8.5 hükmünde ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Bu kapsamda borsa kotundan çıkılmasının gerekçesinin

⁶⁷⁹ Banka teminat mektubu verilmesi olanağının, uygulamada konuya ilişkin ortaya çıkan ihtiyaç kapsamında, daha önce SPK Kararı ile borsa kotundan çıkılması işleminin düzenlenmiş olduğu dönemde ortaklıkların Takasbank'ta nakit tutmanın maliyetli olması nedeniyle teminat mektubu verilmesi talebiyle başvuruda bulunmalarından yola çıkılarak getirildiği yönünde bkz. Altan, s. 145.

kamuya açıklanması gerekliliği gündeme gelmekte; ayrıca sürecin her aşamasında ve özellikle pay sahiplerinin korunmasına ilişkin mekanizmaların içeriğine yer verilmek suretiyle kamu bilgilendirilmektedir.

Önemli nitelikteki işlemler arasında yer alan ve sonucunda pay alım teklifi zorunluluğu doğan üçüncü işlem, ÖNİ Tebliği 11.1 hükmü uyarınca, payları borsada işlem gören bir ortaklığın, payları borsada işlem görmeyen ancak daha fazla aktif bulunan bir ortaklık tarafından devralınması suretiyle gerçekleştirilen birleşme işlemidir. Bu işlem açısından, pay alım teklifinde bulunması gerekenler, devralan ortaklıkta birleşme öncesi hâkim konumda bulunan veya bunlarla birlikte hareket edenlerdir⁶⁸⁰. Belirlenmiş olan işlem halka açıklık statüsünün sona erdirilmesi amacıyla kullanılabileceğinden, devralan ortaklıkta birleşme öncesinde hâkim konumda bulunanlar veya bunlarla birlikte hareket edenler pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğü altındadırlar.

İşleme ilişkin olarak en az bir tarafın halka açık anonim ortaklık olması koşulu karşılanacağından, BB Tebliği hükümleri uygulama alanı bulacaktır. Bu bağlamda, BB Tebliği 5 hükmü uyarınca duyuru metninin hazırlanması ve SPKı tarafından onaylanması gerekmektedir. Ayrıca 12.6 hükmünde yer alan, payları borsada işlem görmeyen bir ortaklığın taraf olduğu birleşme işlemlerinde, devralan ortaklığın birleşme öncesindeki paylarının borsada satılmasına ilişkin getirilen zaman sınırlamaları da uygulanacaktır. Ancak işleme pay alım teklifi zorunluluğu sonucunun bağlanmasında

⁶⁸⁰ Hâkim ortak, ÖNİ Tebliği 4.1.d hükmünde “ortaklığın doğrudan veya dolaylı olarak oy haklarının % 95 veya daha fazlasına tek başına ya da birlikte hareket ettiği kişilerle birlikte sahip olan gerçek ya da tüzel kişiler” olarak tanımlanmıştır.

dikkate alınan nokta, 12.6 hükmündeki sınırlama kapsamında devralan ortaklığın paylarının borsada işlem görmesinin aksi yönde, birleşme sonrasında ortaklığın halka kapanma yönünde adım atmasıdır. Dolayısıyla pay alım teklifi yükümlülüğü altındaki devralan ortaklıkta birleşme öncesinde hâkim konumunda bulunanlar, devrolunan payları borsada işlem gören ortaklık ortaklarının paylarına ilişkin teklifte bulunmak zorundadırlar. Dikkat edilirse, pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğu diğer önemli nitelikteki işlemlerden farklı olarak bu işlemde bir yeniden yapılandırma işlemi söz konusu olup pay alım teklifi yükümlülüğü altında olan, birleşme öncesinde devralan ortaklıkta hâkim ortak konumunda bulunanlar veya bunlarla birlikte hareket edenler, devrolunan ve payları borsada işlem gören ortaklığın pay sahiplerinin payları için teklifte bulunmak zorundadırlar. Dolayısıyla işlemin bir tarafındaki ortaklıkta hâkim ortak konumunda bulunanlar ve bunlarla birlikte hareket edenler, işlemin karşı tarafındaki ortaklığın ortaklarına pay alım teklifinde bulunmakla yükümlüdürler.

2. Pay Alım Teklifinin Uygulanması

a. Pay Alım Teklifi Fiyatının Belirlenmesi

ÖNİ Tebliği'nin 11.1 hükmü pay alım teklifi zorunluluğunda fiyatın, ayrılma hakkının fiyatına ilişkin belirlemeye göre yapılacağını düzenlemiştir⁶⁸¹. Dolayısıyla,

⁶⁸¹ Hükmün 27.02.2015 tarihinde 29280 sayılı RG'de yayımlanan "II-23.1.a sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" ile değişikliğe uğramadan önceki halinde de pay alım teklifi zorunluluğunun belirlenmesi yöntemi ayrılma hakkına ilişkin fiyat belirleme yöntemi ile aynıydı.

önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı ile pay alım teklifi zorunluluğunda kullanım fiyatı aynı yöntemle belirlenmektedir.

Pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğu önemli nitelikteki işlemlerde, teklifin uygulanmasına ilişkin fiyat, ortaklıkların paylarının borsada işlem görmesine göre belirlenir. Payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklarda, ÖNİ Tebliği 10.1 hükmünde yer alan yöntem kapsamında, işlemin ilk defa kamuya açıklandığı tarihten önceki, açıklanan tarih hariç olmak üzere, otuz gün içinde borsada oluşan düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması teklif fiyatıdır. Payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklarda ise, teklif fiyatı, ÖNİ Tebliği 10.2 hükmünde yer verilen, SPKr'nin düzenlemelerine göre değerlendirme raporu hazırlanması suretiyle belirlenir.

b. Genel Kurul Gündeminde Yer Verilecek Bilgiler ve Teklife İlişkin

Süreler

Önemli nitelikteki işlem sonucunda ayrılma hakkı yerine pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğu hallerde, ÖNİ 11.3 hükmü gereğince, işlemin niteliğine, ayrılma hakkı yerine pay alım teklifinde bulunulacağına, pay alım teklifi fiyatına ve pay alım teklifi sürecine önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kurul toplantısı gündeminde yer verilmelidir. Böylece pay alım teklifi zorunluluğuna ilişkin uygulama süreci kamuya duyurulmuş olacaktır.

Pay alım teklifinin uygulanması açısından ise, teklif sürecine, ÖNİ Tebliği 11.3 hükmü kapsamında, pay alım teklifi zorunluğu doğuran önemli nitelikteki işlemin onaylandığı genel kurulun gerçekleştirildiği tarihten itibaren altı iş günü içerisinde başlanması gerekmektedir. Görüleceği üzere, pay sahibinin korunmasına yönelik pay alım teklifi zorunluluğa da ÖNİ Tebliği 9.6 hükmünde ayrılma hakkı açısından getirilen süreye benzer şekilde en geç genel kurul toplantısını izleyen altıncı iş gününde başlamış olmalıdır. Dolayısıyla, ayrılma hakkı ile pay alım teklifi zorunluluğun başlangıcına ilişkin süre açısından paralel bir düzenleme yapılmış olmaktadır⁶⁸².

ÖNİ Tebliği 11.3 hükmünde, pay alım teklifi formunun ayrıca düzenlenmesi ve onay için SPKr'ye başvurulması gerekmediği belirlenmiştir. Dolayısıyla, PAT Tebliği 4.1.1 bendinde tanımlanan, pay alım teklifi sürecine ilişkin olarak kamunun bilgilendirilmesi amacını taşıyan, Tebliğ'in 1 numaralı ekinde yer alan bilgi formunun düzenlenmesi ve Tebliğ'in 7.1 hükmü uyarınca SPKr'nin onayına sunulması, önemli nitelikteki işlemler nedeniyle doğan zorunlu pay alım teklifi açısından gerekli değildir. Kamunun aydınlatılması gerekliliği, önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı genel kurulun gündemi kapsamında gerekli bilgilere yer verilmesi suretiyle yerine getirilir.

ÖNİ Tebliği 11.8 hükmü uyarınca pay alım teklifi sürecine ilişkin olarak ÖNİ Tebliği'nde hüküm bulunmayan hallerde SPKr'nin pay alım teklifine ilişkin hükümleri uygulanır. Dolayısıyla teklifin muhatabı olan pay sahiplerinin teklife katılabilecekleri süre, PAT Tebliği 13.3 kapsamında on iş gününden az ve yirmi iş gününden fazla

⁶⁸² Belirtilmelidir ki, ayrılma hakkına ilişkin ÖNİ Tebliği 9.6 hükmünde süre açısından yer verilen alt ve üst sınırlar ile sürenin başlangıcına dair belirleme, PAT Tebliği 13.3 hükmündeki fiili pay alım teklifi sürecine ilişkin sürelerle paralel düzenlenmiştir.

olamayacaktır. Sürenin tam olarak belirlenmesi ise halka açık anonim ortaklığın yönetim kurulunun görevindedir. Süre, pay alım teklifinin işleyiş sürecine ilişkin olduğundan, ÖNİ Tebliği 11.3 hükmü kapsamında, önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı genel kurulun gündeminde yer almalı ve kamuya açıklanmalıdır.

c. Pay Alım Teklifine Bağlı Olarak Önemli Nitelikteki İşlemin Onaya Sunulmasından Vazgeçilmesi

Pay alım teklifi zorunluluğu sonucu bağlanan önemli nitelikteki işlemler açısından, pay alım teklifine bağlı olarak belirli koşulların sağlanması halinde işlemin genel kurul onayına sunulmasından vazgeçilmesi olanağı ÖNİ Tebliği 11.4 hükmünde getirilmiştir. İlgili olanak, ÖNİ Tebliği 9.5 hükmünde ayrılma hakkına ilişkin olarak öngörülmüş olan belirli koşulların gerçekleşmesi halinde işlemin uygulanmasından vazgeçilmesi olanağından farklı özellikler içermektedir. Bu bağlamda, pay alım teklifinin gerçekleştirilmesi basamağı işlemin genel kurulda onaya sunulması basamağından önceye alınmış ve işlemin genel kurulun onayına sunulmasından vazgeçilmesi olanağı, pay alım teklifi sürecine yönelik olarak gerçekleştirilen talep toplama süreci sonucunda koşulların karşılanmasına bağlanmıştır.

Hüküm kapsamında, önemli nitelikteki işlemin genel kurul onayına sunulması, işlem nedeniyle pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğü altındaki kişi veya kişiler tarafından, pay alım teklifi zorunluluğunun yerine getirilmesi sonucunda katlanılmak zorunda kalınacak toplam maliyetin belirlenen tutarı aşması veya belirlenen orandan

fazla veya az paya sahip veya belirlenen nitelikteki ortakların paylarının alınması veya alınmaması koşullarına bağlanabilecektir. Bu hallerde pay alım teklifine ilişkin süreç, önemli nitelikteki işleme ilişkin genel kurul öncesine alınmaktadır ve pay alım teklifine yönelik olarak talep toplanması suretiyle vazgeçme koşullarının karşılanıp karşılanmadığına bakılmaktadır. Dolayısıyla, bu halde, PAT Tebliği 7.1 hükmü kapsamındaki pay alım teklifi bilgi formu düzenlenmeli ve onaylanması için SPKr'ye başvurulmalıdır⁶⁸³. Formda, vazgeçme koşullarına ilişkin ayrıntılara, işlemin niteliğine, ayrılma hakkı yerine pay alım teklifinde bulunulacağı hususuna, pay alım teklifi fiyatına, pay alım teklifi sürecine, pay alım teklifi sonrasında önemli nitelikteki işlemin genel kurul toplantısında onaylanması halinde ayrıca ayrılma hakkı veya pay alım teklifi zorunluluğu doğmayacağı hususuna, pay alım teklifi ile alınan payların genel kurul toplantısında ilgili işlem onaylanmasa dahi geri verilmeyeceğine yer verilmelidir.

Talep toplama süreci ÖNİ Tebliği 11.4 kapsamında, en az on iş günü ve en fazla yirmi iş günü sürmektedir⁶⁸⁴. Talep toplama süreci kapsamındaki sonuç, işlemin genel kurul onayına sunulmasından vazgeçme için belirlenen koşulların oluşumunu sağlamaz ise talep toplama süresinin bitiminden itibaren üç iş günü içerisinde talepte bulunanların payları satın alınır ve ancak bundan sonra önemli nitelikteki işlem genel kurul onayına

⁶⁸³ Önemli nitelikteki işlem nedeniyle pay alım teklifi zorunluluğunun gündeme geldiği hallerde, vazgeçme olanağından yararlanmak istenmiyorsa, pay alım teklifi bilgi formu düzenlenmesi ve onaya sunulması ÖNİ Tebliği 11.3 hükmü kapsamında gerekmemektedir.

⁶⁸⁴ Süre, önemli nitelikteki işlem sonucunda pay alım teklifi doğması halinde uygulanacak süre ile paraleldir. Önemli nitelikteki işlem nedeniyle doğan pay alım teklifi zorunluluğuna ilişkin süre, ÖNİ Tebliği'nde düzenlenmemiştir. Bu bağlamda ÖNİ Tebliği 11.8 hükmü nedeniyle PAT Tebliği 13.3 hükmünde yer alan on iş gününden az ve yirmi iş gününden az olamama kuralının uygulanacağı yukarıda belirtilmişti. ÖNİ Tebliği'nde önemli nitelikteki işlem sonucunda pay alım teklifi zorunluluğuna ilişkin olarak teklif süresi belirlenmemesi ve fakat pay alım teklifi zorunluluğuna ilişkin bazı koşulların karşılanması halinde önemli nitelikteki işlemten vazgeçilmesi olanağının genel kurul onayına sunulacağı hallere ilişkin olarak süre belirlemede bulunulmuş olması tutarlı bir düzenleme anlayışı değildir.

sunulabilir. Önemli nitelikteki işlemin genel kurulda onaylanmaması halinde pay alım teklifi sürecinde alınmış olan payların geri verilmesi söz konusu olmaz. Belirlenen koşulların gerçekleşmeyeceğinin tespiti halinde, pay alım teklifinin yapılması önemli nitelikteki işlemin genel kurulda onaya sunulmasından önceki döneme alınmış olacaktır.

Talep toplama sürecinde pay alım teklifi kapsamında, pay alım teklifi bilgi formunda yer verilmiş olan koşulların sağlanması halinde, önemli nitelikteki işlemin genel kurulun onayına sunulmasından vazgeçilmiş olmakta ve bağlantılı olarak pay alım teklifinde de bulunulmamaktadır.

ÖNİ Tebliği 11.4 hükmünün lafzı, karışıklık doğurabilecek ifadeler içermektedir. Öncelikle, hükümde *pay alım teklifinin gerçekleştirilmesinin* koşula bağlanmasından bahsedilmekle birlikte, işleyiş içerisinde, pay alım teklifi talep toplama süreci sonrasında ilgili koşullar sağlanmazsa pay alım teklifinin gerçekleştirilerek işlemin genel kurul onayına sunulabileceği belirlenmiştir. Dolayısıyla koşulların sağlanması halinde pay alım teklifi gerçekleştirilmemektedir. Bu noktada, koşullardan ilki açısından, pay alım teklifi zorunluluğunun yerine getirilmesi sonucunda katlanmak zorunda kalınacak toplam maliyetin belirlenen tutarı aşması halinde pay alım teklifinin gerçekleştirilmesi değil teklifin gerçekleştirilmemesi söz konusu olmaktadır. Dolayısıyla ÖNİ Tebliği 11.4 hükmünün ilk cümlesinde, “pay alım teklifinin gerçekleştirilmesi” ifadesinin korunması halinde, hükümdeki koşullardan ilkinin “pay alım teklifi zorunluluğunun yerine getirilmesi sonucunda katlanmak zorunda kalınacak toplam maliyetin belirlenen tutarı aşmaması” şeklinde ifade edilmesi gerekmektedir. İkinci koşul ise, “belirlenen orandan fazla veya az paya sahip veya belirlenen nitelikteki ortakların paylarının alınması veya

alınmaması” şeklinde hem olumlu hem olumsuz yönde ifade edildiğinden koşul, “pay alım teklifinin gerçekleştirilmesi” ifadesi ile birlikte bir anlatım sorunu gündeme getirmemektedir. Ayrıca hükümde “işlemden vazgeçme” ifadesine yer verilmekle birlikte, belirlenen koşulların pay alım teklifi talep toplama sürecinde karşılanması halinde hem pay alım teklifinde bulunulmamakta hem de önemli nitelikteki işlem genel kurul onayına sunulmamaktadır. Her ne kadar işlemin genel kurulun onayına sunulmasından vazgeçilmesi, işlemde vazgeçilmesi anlamına da gelmekte ise de doğru ifadenin tercih edilmesi işleyişin daha açık şekilde ortaya konulmasına hizmet edebilirdi.

C. Önemli Nitelikteki İşlem Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı ile Zorunlu Pay Alım Teklifinin Karşılaştırılması

Önemli nitelikteki işlem gerçekleştirmek isteyen halka açık anonim ortaklıkta pay sahibi olan ve kararın alınması bakımından azınlıkta kalan pay sahipleri, ayrılma hakkı veya pay alım teklifi zorunluluğu ile korunmaktadır. Bu iki kavramın karşılaştırılması, gerek önemli nitelikteki işlemlerde pay sahibinin korunması açısından ikili bir ayrıma gidilmesinin nedenini anlamak gerek ise kavramların uygulamalarındaki farklılıkları belirlemek açısından yerinde olacaktır.

Önemli nitelikteki işlem sonucu doğan ayrılma hakkında, ortaklığın pay alması yükümlülüğü mevcuttur. Öte yandan, önemli nitelikteki işlem sonucu pay alım teklifi yükümlülüğünün oluşması halinde, mevzuat dâhilinde belirlenen ilgili hallerde yarar sağlayanlar pay alım teklifi yükümlüsü olmakta ve teklifi yerine getirmektedir. İki

mekanizma arasındaki en temel fark, yükümlülük altında olanlardır. Diğer taraftan, incelendiği üzere, pay sahibi tarafından ayrılma hakkının kullanması için işlem hakkında olumsuz oy kullanılması ve muhalefetin tutanağa işlettirilmesi gerekirken, zorunlu pay alım teklifinde benzer şartlar söz konusu değildir. Nitekim önemli nitelikteki işlem hakkında olumlu oy kullanmış olanların dahi pay alım teklifine katılmasına engel bulunmadığı ifade edilmiştir⁶⁸⁵.

Ayrılma hakkının doğduğu hallerde önemli nitelikteki işlemten vazgeçilmesi olanağı, işlem genel kurulda onaylanmasına rağmen daha önce kamuya duyurulmuş koşulların karşılanması halinde işlemin uygulanmaması yönünde iken; pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğu hallerde, daha önce kamuya duyurulmuş koşulların karşılanması halinde önemli nitelikteki işlemin genel kurul onayına sunulmaması şeklindedir. Farklılığın sebebi, pay alım teklifi zorunluluğunun önemli nitelikteki işlemler açısından gündeme geldiği hallerde, pay alım teklifinde bulunması gereken kişi veya kişiler tarafından vazgeçme olanağının tercih edilmesi halinde, pay alım teklifi sürecinin genel kurul öncesine çekilmesidir.

Önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı ile pay alım teklifi yükümlülüğünün benzer yönleri ise, iki durumda da sözleşme yapmaya ilişkin bir yükümlülüğün söz konusu olması ve güncel mevzuat dâhilinde fiyat belirlemesinin aynı usule göre yapılmasıdır. Önemli nitelikteki işlem sonucunda uygulanan ayrılma hakkı ve

⁶⁸⁵ Karacan, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 311. Aksi yönde, önemli nitelikteki işlem nedeniyle gündeme gelen pay alım teklifi zorunluluğunun da ayrılma hakkına benzer şekilde işlem hakkında olumsuz oy kullanan pay sahiplerine yöneltilmesi gerektiği yönünde bkz. Bektaş, s. 774. Manavgat ise önemli nitelikteki işlem nedeniyle doğan pay alım teklifi zorunluluğunun ayrılma hakkının kullanılması açısından getirilen koşullara bağlanmadığını belirtmekle ve bu yaklaşımı iki mekanizma arasındaki farkın sadece maliyetin yükleneceği tarafla sınırlı olması gerektiği nedeniyle eleştirmektedir, Halka Açık, s. 344.

zorunlu pay alım teklifinin fiyat belirlemelerinin aynı yöntemle yerine getirilmesi, kural arbitrajı yapılmasını önlemek amacına dayanmaktadır⁶⁸⁶. Bu bakımdan, payları borsada işlem gören ortaklıklar açısından fiyat, işlemin ilk defa kamuya açıklandığı tarihten önceki, açıklanan tarih hariç olmak üzere, otuz gün içinde borsada oluşan düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalamasıdır. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar açısından ise, fiyat belirlemesi, SPKr'nin ilgili düzenlemelerince hazırlanacak değerlendirme raporunda yapılacaktır. Bu belirleme yöntemleri, önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkı ile pay alım teklifi zorunluluğu açısından ortaktır.

⁶⁸⁶ Karacan, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 312.

BEŞİNCİ BÖLÜM: ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEM DÜZENLEMESİNİN ELEŞTİRİLMESİ VE ÖNERİLER

I. Önemli Nitelikteki İşlem Kavramına İlişkin Düzenlemenin Eleştirilmesi

A. Genel Olarak

Önemli nitelikteki işlem kavramı, Türk Hukukunda halka açık anonim ortaklıkların işlemleri açısından düzenlenmiştir. Halka açık anonim ortaklıkların işlemlerinden bir kısmının diğerlerinden ayrılması sonucunu doğuran kavram, bu işlemlerin mevzuatta öngörölmüş şekilde karara bağlanmasını gerektirmekte⁶⁸⁷, aykırılıkların mevcudiyeti halinde SPKr'nin kullanabileceği yetkiler gündeme gelmekte⁶⁸⁸ ve işlemlerin gerçekleştirilmesi ile pay sahiplerinin korunmasına ilişkin mekanizmalar⁶⁸⁹ devreye girmektedir. Önemli nitelikteki işlemin sonuçlarından biri olan ayrılma hakkı, ortaklığın devamında yer almak istemeyen pay sahiplerinin paylarını ortaklığa adil bedel üzerinden satarak ayrılmasına olanak vermektedir⁶⁹⁰. Önemli nitelikteki işlemlerin bir kısmında ise ayrılma hakkı yerine pay alım teklifi zorunluluğu uygulanmaktadır⁶⁹¹. Ayrıca mevzuatta ayrılma hakkının doğmadığı haller de düzenlenmektedir⁶⁹².

Önemli nitelikteki işlemlerin etkileri büyük boyutlarda olabilmekte ve işlemlerden ortaklık, pay sahipleri, alacaklıklar, yöneticiler, çalışanlar ve kamuyu da

⁶⁸⁷ Bkz. yukarıda Üçüncü Bölüm, I.

⁶⁸⁸ Bkz. yukarıda Üçüncü Bölüm, III.

⁶⁸⁹ Bkz. yukarıda Dördüncü Bölüm, II.

⁶⁹⁰ Hakkın uygulamasına ilişkin ayrıntılar için bkz. yukarıda Dördüncü Bölüm, II, A.

⁶⁹¹ Pay alım teklifi zorunluluğunun uygulamasına ilişkin ayrıntılar için bkz. yukarıda Dördüncü Bölüm, II, B.

⁶⁹² Bkz. yukarıda Dördüncü Bölüm, II, A, 6.

içeren geniş bir çevre etkilenmektedir⁶⁹³. İşlemler çerçevesinde, ilgili menfaat sahiplerinin menfaatlerinin dengelenmesi gerekliliği gündeme gelmektedir. Önemli nitelikteki işlemin Türk Hukukundaki düzenlemesi çerçevesinde, anonim ortaklıklara hâkim olan ilkelerden karar almaya ilişkin olarak çoğunluk ilkesi, ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğu sonuçları kapsamında anonim ortaklıklarda payların serbestçe devredilmesi ilkesi ve ayrılma hakkının uygulaması sonucunda ortaklığın kendi paylarını edinmesi nedeniyle malvarlığının korunması ilkesi gündeme gelmektedir. Önemli nitelikteki işlemlerdeki karar alma yönteminin ayrıntılı olarak düzenlenmesi ve işlemler nedeniyle ayrılma hakkı veya pay alım teklifi zorunluluğunun doğması, sermaye piyasasında yatırımcının korunması gerekliliğine hizmet etmektedir.

Önemli nitelikteki işlemlerin SPKn 23.1 hükmünde örnek olarak sayılarak önemlilik ölçütü de dâhil olmak üzere işlemlere ilişkin kararların alınabilmesi usul ve esaslarını belirleme yetkisinin SPKr'ye bırakılmış olması, piyasanın ihtiyaçları çerçevesinde esneklik sağlamakta iken diğer taraftan da SPKr'nin yetkisinin açık uçlu olması eleştiriye açıktır⁶⁹⁴.

Önemli nitelikteki işlemlerin düzenlenmesi azınlığın korunması açısından atılan olumlu bir adım olup çoğunluğun azınlık menfaatlerini dikkate alarak işlemleri karara bağlamasını temin etmektedir. Başka bir deyişle, kavram kapsamında, çoğunluğun önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alması ancak azınlık menfaatlerinin korunduğu karar alma sürecinin ve ayrılma hakkı, pay alım teklifi zorunluluğu gibi kavrama

⁶⁹³ Önemli nitelikteki işlemlerin etkileri için bkz. yukarıda Birinci Bölüm, III.

⁶⁹⁴ Yetkinin içeriğinin değerlendirilmesi için bkz. yukarıda Birinci Bölüm, II, C.

bağlanan özel mekanizmaların takip edilmesi ile mümkündür. Bu bağlamda, önemli nitelikteki işlem kavramı azınlığın işlem öncesinde, *ex ante* korunması anlayışının ürünüdür. Anglo- Sakson hukuk sistemi kapsamında azınlığın *ex post* olanaklarla korunmasına ilişkin kural, önemli nitelikteki işlemler ile getirilen *ex ante* korumalar ile yumuşatılmış ve denge sağlanmıştır⁶⁹⁵. Anglo- Sakson hukuk sistemini benimsemiş olan ABD ve İngiltere açısından önemli nitelikteki işleme ve ayrılma hakkına ilişkin tarihsel gelişimin farklı seyretmesi ise, kontrol kavramına ilişkin bakış açısı farklılığından kaynaklanmaktadır. Önemli nitelikteki işlem kavramının özellikle ayrılma hakkı çerçevesinde derin bir gelişim gösterdiği ABD’de kontrol kavramı, kontrol altına alınması gerekli görülen bir olgu değildir. Ortaklık birleşme ve ele geçirmelerinin dönem dönem sıklıkla yaşandığı bu ülkede, kontrolün ele geçirilmesi olayları mahkeme kararlarına konu oldukça korumalar gelişmiş ve yerleşmiştir. Diğer taraftan İngiltere ve Kıta Avrupası’nda kontrol olgusu dikkate alınmış ve düzenlenmiştir. İngiltere’de temeli şekillendirilen ve diğer sistemlerce de kabul edilen çağrı zorunluluğu, kontrolün dikkate alınması ve dolayısıyla azınlığın *ex ante* korunmasını sağlamıştır.

ABD’de ayrılma hakkına ilişkin yargı kararlarıyla gelişim gösteren önemli nitelikteki işlem kavramı, bu sistem açısından azınlığın korunmasına ilişkin *ex post* koruma yaklaşımının *ex ante* koruma sağlayan araçlarla dengelenmesine hizmet etmektedir. Türk Hukukunda düzenlenen önemli nitelikteki işlem kavramı ise, TTK ve SPKn sisteminde benimsenen azınlığın korunmasına ilişkin *ex ante* yaklaşımı güçlendirmektedir. Nitekim, sistemimizde kontrolün elde edilmesi pay alım teklifi

⁶⁹⁵ ABD açısından sorumluluk anlayışının ve Kıta Avrupası açısından da mülkiyet anlayışının hâkim olduğu yönünde bkz. yukarıda Birinci Bölüm, III, A.

kapsamında düzenlenmiştir. Sonuç olarak, önemli nitelikteki işlem kavramı azınlığın korunmasına yönelik olarak getirilmiş olmakla birlikte, ilgili düzenlemeler, salt çoğunluğu engelleyici yönde uygulanmamalı; azınlık ile çoğunluk menfaatlerinin dengelendiği bir anlayış benimsenmelidir. Nitekim önemli nitelikteki işlemlere ilişkin düzenlemelerin takip edilmesinin ve kavrama bağlanan pay sahiplerinin korunması mekanizmalarının uygulanmasının ortaklık ve çoğunluk pay sahipleri açısından doğurduğu maliyetler de dikkate alındığında, sadece azınlığın korunmasının ön plana çıkarılması yerine azınlık ile çoğunluğun birlikte gözetilmesinin amaca uygun olduğu tespit edilir.

B. Uygulamanın Etkin Hale Getirilmesi Gerekliliği

Önemli nitelikteki işlemler kapsamında azınlık ile çoğunluk menfaatlerinin dengelenmesi amacı çerçevesinde, bir taraftan çoğunluğun önemli nitelikteki işlemleri karara bağlamasına ilişkin süreç sermaye piyasası mevzuatında düzenlenmekte, diğer taraftan azınlığın korunmasına ilişkin mekanizmalar getirilmektedir. Türk Hukukunda ilk kez sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen önemli nitelikteki işlem kavramının uygulamasının etkin hale getirilmesi, kavramın amacına ulaşması açısından önemlidir. İlgili amaç yatırımcının sermaye piyasasına duyduğu güvenin artmasına ve dolayısıyla fon arzının sürekliliğinin sağlanmasına hizmet etmektedir.

Önemli nitelikteki işlem kavramının halka açık anonim ortaklıklar tarafından mevzuattaki kurallar çerçevesinde uygulanması, hem çoğunluğun azınlığın engellemesi

ile karşılaşmadan karar alabilmesine hem de azınlığın işlemin etkilerinden korunarak yatırım kararı verebilmesine hizmet edecektir. Bu bağlamda, önemli nitelikteki işlemin uygulamasının etkin hale getirilmesi gerekliliği bakımından ilk olarak ortaklık nezdinde kurallara uygun davranılması gerekir. Önemli nitelikteki işleme ilişkin kurallar dikkate alındığında, bağımsız yönetim kurulu üyeliği ile bağımsız denetim kurumlarının kavramın işleyişinde önem arz ettiği görülür. Doğru işleyen bağımsız yönetim kurulu üyeliği ve bağımsız denetim kurumları, önemli nitelikteki işlemin amacına ulaşmasında belirleyicidir.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin kurallar bütünü incelendiğinde, SPKr'nin yetkilerinin de düzenlemenin temel taşlarından biri olduğu açıktır. Bu bağlamda, SPKr önemli nitelikteki işlem kavramı hükümlerinde tanınan düzenleyici ve denetleyici yetkilerini yerinde kullanmakla kavramın uygulamasının etkin hale getirilmesi açısından gerekli ve önemli adımlardan birini atmış olacaktır.

Ortaklık ve SPKr'nin önemli nitelikteki işlemlere ilişkin uygulama açısından belirleyici rollerinin yanı sıra, bu işlemlerin gerçekleştirildiği sermaye piyasasının özellikleri de etkinlik açısından önemlidir. Önemli nitelikteki işleme ilişkin düzenlemeler, halka açıklık oranlarının belirli bir seviyeye ulaştığı ve dolayısıyla etkin piyasa dinamiklerinin daha fazla geçerli olduğu bir piyasada daha etkin olacaktır. Bu bağlamda Türkiye açısından da etkin piyasa dinamiklerinin sağlanmaya çalışılması ve halka açılmanın teşvik edilerek piyasanın derinliğinin ve etkinliğinin artırılması, kavramın amacına ulaşması açısından ön koşul niteliğindedir.

II. Etkinlik İçin Dikkate Alınması Gereken Hususlar

A. Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin Rolü

Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararında kullandıkları oyların içeriğı ve bu oyların gerekçeleri, yatırımcıların bilgilendirilmesini sağlamaktadır.

Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin süreçteki işlevi, kendilerinin ortaklıktaki çoğunluk karşısında tarafsız olması amacına yönelik ölçütler kapsamında şekillenmektedir. Nitekim yönetim kurulunun belirlenmesi açısından istisnai haller haricinde yönetim kontrolünü elinde bulunduranlar söz sahibi olacaklardır. Oysa bağımsız yönetim kurulu üyelerinin seçimi açısından mevzuatta öngörölen bağımsızlık ölçütleri gözetilmekte ve adaylar SPKr'nin görüşüne sunulmaktadır. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin seçilmesi hususunda da genel kurul yetkili olduğundan çoğunluğun seçimleri üyeleri belirlemekte ise de bağımsız üyelerin tarafsızlığına ilişkin ölçütler ve adayların SPKr'nin görüşüne sunulması bağımsızlık amacına yönelmektedir.

Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin tarafsız olmasının yanı sıra yetkinliğı de sürecin işletilmesinde öne çıkacaktır. Yetkinlik arayışı kapsamında, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin önemli nitelikteki işlemlerin ortaklık üzerindeki etkilerini değerlendirebilecek nitelikte olması aranacaktır. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin önemli nitelikteki işlemler açısından işlevi, doğrudan azınlığın menfaatlerinin gözetilmesine yönelik olmayıp çoğunluk ile azınlık menfaatlerinin dengelenmesi amacına yönelmiştir.

Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin ABD’deki önemli nitelikteki işlem kavramı bağlamındaki işlevi açısından, *Weinberger v. UOP* kararının ardından, bu üyelerin azınlık ortaklarının ortaklıktan çıkarılması amacına yönelik birleşmelerde kontrol dışı hissedarların çıkarlarını gözettiği belirtilmektedir⁶⁹⁶. Bu kararda ana ve bağlı ortaklık arasındaki birleşme görüşmelerinde, tamamı bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşan komitenin yer alması halinde ayrıca işlemin tümüyle adil olduğuna ilişkin araştırma (*entire fairness test*) gerçekleştirilmesinin gerekmediği tespit edilmiştir⁶⁹⁷.

Önemli nitelikteki işlemin Türk Hukukundaki düzenlemesi açısından karar alma sürecinde bağımsız yönetim kurulu üyelerinin rolü ön plana alınmış, yatırımcıların önemli nitelikteki işleme ilişkin oylarını kullanmadan önce bilgilendirilmesi gerekliliği kapsamında bağımsız yönetim kurulu üyelerinin işleme ilişkin oylarının kamuya duyurulması gerekli kılınmıştır.

B. Bağımsız Denetimin Süreçteki Önemi

Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin olarak bağımsız denetim kurumu, gerek SPKn 14.1 hükmü kapsamında önemli nitelikteki işlemlerde bağımsız denetim raporunun SPKı tarafından talep edilebilmesi gerek ise önemli nitelikteki işlemlere ilişkin önemlilik ölçütlerinin incelenmesinde bağımsız denetimden geçmiş olan finansal tablo ve raporlar kullanıldığından önem arz etmektedir.

⁶⁹⁶ Doğru, s. 111.

⁶⁹⁷ Khutorsky, s. 152. *Entire fairness test* kapsamında, ilişkili taraflar işlemin adil olduğunu ve bedelin de adil olduğunu kanıtlamak zorundadırlar, Goshen, Z.: The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality, California L. Rev., V. 91, I. 2, 2003, s. 397.

Bağımsız denetim sisteminin benimsenmesi, TTK'nın getirdiği önemli yeniliklerden biri olmakla birlikte sermaye piyasası mevzuatında bağımsız denetim TTK'dan önceki dönemde de düzenlenmiştir. 6335 sayılı Kanun ile bağımsız denetimin kapsamına giren ortaklıkların daraltılması ve denetime tabi olanların Bakanlar Kurulunca belirlenmesinin kabulü, 660 sayılı KHK ile Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu'nun oluşturulması⁶⁹⁸ ve 6455 sayılı Kanun ile bağımsız denetim kapsamına girmeyen ortaklıklar için Bakanlık denetimi öngörülmesi bağımsız denetim alanındaki önemli değişikliklerdir.

Bağımsız denetim kapsamı, TTK 397.1 hükmü uyarınca, anonim ortaklıkların ve ortaklıklar topluluğunun finansal tablolarının denetimi ile yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporunda yer alan finansal bilgilerin denetlenen finansal tablolar ile tutarlı olup olmadığı ve gerçeği yansıtır yansıtmadığına ilişkin incelemeyi kapsar. Sermaye piyasası açısından, TTK kapsamındaki yıllık finansal tablo ve rapor denetiminin yanı sıra, ara dönem finansal tabloların denetimini içeren sınırlı bağımsız denetim de gündeme gelmektedir. Bu bağlamda, II- 14.1 sayılı Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği⁶⁹⁹ 7.1 uyarınca, ihraç ettiği sermaye piyasası araçları bir borsada ve/veya teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören ortaklıklar, 3, 6 ve 9 aylık dönemler itibarıyla ara dönem finansal rapor düzenlemekle yükümlüdürler. Ayrıca sermaye piyasası açısından bağımsız denetim standartları, Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ'de yer almaktadır.

⁶⁹⁸ Kurumun sermaye piyasası kapsamında bağımsız denetim açısından bir ara kurum olarak konumlandırıldığı yönünde bkz. Özkorkut, K.: Anonim Şirketlerde Bağımsız Denetim, Ankara 2013, s. 96.

⁶⁹⁹ 13.06.2013 tarihli 28676 sayılı RG.

Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ Birinci Kısım 3 hükmünde bağımsız denetimin amacı, finansal tabloların finansal raporlama standartları doğrultusunda bir işletmenin finansal durumunu ve faaliyet sonuçlarını tüm önemli yönleriyle gerçeğe uygun ve doğru bir biçimde gösterip göstermediği konusunda bağımsız denetçinin görüş bildirmesini sağlamak olarak belirlenmiştir. Aynı hükmün 2. fıkrasında ise, bağımsız denetçinin görüşünün, finansal tabloların güvenilirlik derecesini yükseltmekle beraber, finansal tabloları bağımsız denetime tabi tutulan işletmenin gelecekteki durumu hakkında ve işletme yönetiminin işletmenin faaliyetlerini etkin ve verimli bir biçimde yönettiğine dair bilgi sağladığı şeklinde değerlendirilemeyeceği belirlenmiştir. Dolayısıyla bağımsız denetim, yönetim işlemlerinin denetimi olmayıp yönetim işlemleri sonucunda elde edilen sonuçların finansal tablo ve raporlara yansıtılması sonucunda ortaya çıkan bilginin, standartlara uygunluğunun denetimidir. Bağımsız denetçi, yönetim kapsamında alınan bir kararın nedenlerini veya yerindeliğini araştırmaz; yatırımın ve harcamanın sonucunun, denetim kapsamında yer alan belgelere yansıtılıp yansıtılmadığını inceler⁷⁰⁰.

Bağımsız denetim kapsamında denetlenmekte olan finansal tablolarda yer alan ve standartlara uygunluğu incelenmiş bulunan bilgiler, gerçekleştirilmesi planlanan işlemin önemli nitelikteki işlem olup olmadığının belirlenmesi bakımından kullanılmaktadır. Nitekim, ÖNİ Tebliği 6.1 hükmünde kamuya açıklanan son finansal tabloda yer almış bulunan değerler dikkate alınmıştır. Ayrıca, SPKn 14.1 hükmü kapsamında SPKı tarafından bağımsız denetim raporu istenebilecek hallerden biri de

⁷⁰⁰ Altay, S. A.: Bağımsız Denetim Karşısında Anonim Ortaklık İşleyişi, Prof. Dr. Köksal Bayraktar'a Armağan, C. II, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2010/1, s. 982.

önemli nitelikteki işlemler olarak belirlenmiştir. Bu denetim Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ'in Birinci Kısım'ında 6 hükmünde düzenlenen özel bağımsız denetim kapsamında gerçekleştirilecektir. Ayrıca, önemli nitelikteki işlemler arasında yer alan birleşme ve bölünme işlemleri açısından, BB Tebliği 7 hükmünde, uzman kuruluşa görüş hazırlattırılması öngörülmüştür. İlgili düzenleme, TTK 148 hükmünde yer almakla birlikte 6335 sayılı Kanun ile yürürlükten kaldırılan işlem denetçisini yansıtmaktadır⁷⁰¹.

Bağımsız denetim sisteminin işleyişi, önemli nitelikteki işlemin belirlenmesi açısından denetime tabi finansal raporların kullanılması ve ortaklık üzerindeki etkileri büyük boyutlu olan bu işlemler açısından SPKr'nin bağımsız denetim raporu talep edebilmesi kapsamında, önemli nitelikteki işleme ilişkin düzenlemelerin uygulamaya aktarılmasında önem arz etmektedir.

C. SPKr'nin Yetkilerini Yerinde Kullanması Gerekliliği

Önemli nitelikteki işlem kavramının azınlık ile çoğunluk menfaatlerini dengeleme amacına ulaşması açısından SPKr'nin kavrama yaklaşımı ve uygulamaya ilişkin tutumu ön plana çıkmaktadır. Nitekim SPKr, önemli nitelikteki işleme ilişkin sistem içerisinde birçok konuda yetkili kılınmıştır⁷⁰² ve hatta ÖNİ Tebliği 5.2 hükmü

⁷⁰¹ *Manavgat*, Halka Açık, s. 351. İşlem denetçisinin birleşme, bölünme ve tür değiştirme işlemleri açısından düzenlemesi öngörülmüş bulunan raporun niteliği ve işlevleri açısından bkz. *Gülbüz Usluel*, A. E.: Yeni Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Ticaret Ortaklıklarının Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirmesinde İşlem Denetçisi ve Hukuki Sorumluluğu, *Batider*, C. XXVII, S.2, Haziran 2011, s. 138.

⁷⁰² SPKr'nin önemli nitelikteki işlem kavramına ilişkin SPKn kapsamındaki yetkileri; önemli nitelikteki işlemleri, önemlilik ölçüsü de dâhil olmak üzere bu nitelikteki işlemlerde bulunulabilmesi veya kararların alınabilmesi için uyulması zorunlu usul ve esasları belirleme (SPKn 23.1), usul ve esaslara uyulmaksızın gerçekleştirilen işlemlerin ortadan kaldırılmasına yönelik karar alarak tebliğ etme, tebliğden itibaren otuz

kapsamında mevzuatta belirlenen işlemler dışındaki işlemleri de önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirme yetkisi de SPK'r'ye aittir. SPK'r, kavramın uygulamasını azınlık ile çoğunluk menfaatlerinin dengelenmesi amacı çerçevesinde doğru yönlendirmelidir.

Çeşitli maliyetleri beraberinde getiren kavramın uygulamada etkin bir şekilde konumlandırılması ve işlemlere ilişkin karar alma sürecinin ve pay sahiplerinin korunması mekanizmalarının salt çoğunluğu cezalandırıcı mekanizmalar olarak görülmemesi gerekmektedir.

Pay sahibine ortaklıktan ayrılma hakkının tanındığı düzenlemelerin hemen hepsinde, hakkın tanındığı genel kurul kararlarının sınırlayıcı olarak düzenlendiği öğretide ifade edilmiştir⁷⁰³. Türk Hukuku bakımından ise kanun koyucunun tercihi bu yönde değildir ve önemli nitelikteki işlemlerin içeriği, gerek işlemlerin sınırlayıcı olmayan şekilde sayılması gerek ise SPK'r'ye verilen yetkiler bağlamında açık uçlu bir düzenlemeye konu edilmiştir.

Halka açık anonim ortaklık açısından bir işlemin önemli nitelikteki işlem olup olmadığının belirlenmesine ilişkin görev yönetim kuruluna düşmektedir. Bu bağlamda

gün içerisinde işlem öncesi durumun aynen sağlanmaması hâlinde idari para cezası verme ve işlemlerin iptali için dava açma (SPKn 23.2), ayrılma hakkının doğmadığı hâller ile bu hakkın kullanımına ve payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda satım fiyatının hesaplanmasına ilişkin usul ve esasları belirleme (SPKn 24.4), halka açık ortaklıklarda, gönüllü ya da önemli nitelikteki işlemler nedeniyle zorunlu pay alım teklifi yapılması ile ilgili usul ve esasları belirleme (SPKn 25.1) olarak sıralanabilir. SPK'r'nin ÖNİ Tebliği kapsamındaki yetkileri ise, ortaklıkların halka açılma öncesindeki vaat, taahhüt veya esaslı durumlarından önemli oranda farklılaşan veya somut bir konuda daha önceden bir vaat veya taahhütte bulunulmamış olsa dahi bütüncül olarak ele alındığında ortaklığın faaliyetleri ve/veya ticari hayatında önemli ölçüde değişiklik meydana getirebilecek iş ve işlemleri önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirebilme yetkisi (ÖNİ Tebliği 5.2) ile Tebliğ'deki oranları değiştirme yetkisi (ÖNİ Tebliği 13.1)'dir.

⁷⁰³ Özdoğan, s. 723. Yazar ayrıca önemli nitelikteki işlemlere ilişkin mevzuat hükümlerinde “ve benzeri, gibi” ifadelerinin kullanılmasının uygun düşmeyeceğini ifade etmiştir (s. 750).

yönetim kurullarına yol gösterecek nitelikte bir kılavuzun yayımlanması, uygulamayı yönlendirme açısından yararlı olabilecektir.

SPKr'nin önemli nitelikteki işlemlerin içeriğini ve bu işlemlerin karara bağlanmasına ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisinin yanı sıra, usul ve esaslara uyulması bakımından denetim yetkileri de bulunmaktadır. Bu yetkiler SPKn 23.2 hükmü kapsamında, işlemin ortadan kaldırılmasına yönelik SPKr kararının ortaklığa tebliğ edilerek işlem öncesi durumun aynen sağlanmasının talep edilmesi, idari para cezası verilmesi ve işlemlerin iptali için dava açılması olarak belirlenmiştir. Tedbir ve idari yaptırım uygulanması yetkilerini içeren hüküm kapsamında, SPKr, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin usul ve esasların halka açık anonim ortaklıklar tarafından takip edilmesini denetleyecek ve gözetecektir. İşlemin ortadan kaldırılmasının tebliğ edilmesi idari para cezası verilmesinin ön koşulu olup ortaklık tarafından kararın gereği otuz gün içerisinde yerine getirilmediği takdirde SPKr idari para cezasına hükmedebilecektir. İşlemin iptalinin istenmesi ise, işlemin ortadan kaldırılmasının tebliğ edilmesini gerektirmeyen bağımsız bir yetkidir. SPKr'nin bu halde de işlemin ortadan kaldırılmasını talep etmesi açısından ise bir engel yoktur.

D. Piyasa Etkinliğinin Artırılması Yönünde Önlem Alınması

Tam etkin piyasa, bir varsayıma dayanmakla birlikte, sermaye piyasasının etkinliği açısından halka açıklık oranlarının yükselmesi ve payların borsada işlem görmesinin yaygınlaşması, etkin piyasa dinamiklerine yaklaşılmasını sağlamaktadır.

Türk sermaye piyasasında hâkim pay sahibinin varlığının yaygın olduğu görülmektedir. Bu bağlamda ortaklıkların halka açıklık oranlarının artırılması halinde, piyasanın etkinliği ve derinliği artacağından önemli nitelikteki işlem kavramının uygulanması açısından etkinliğe ulaşılması da daha kolay olacaktır.

Piyasanın işlemesi açısından etkinliğin artırılması, önemli nitelikteki işleme ilişkin düzenlemelerin uygulanmasını da kolaylaştıracaktır. Nitekim, önemli nitelikteki işlem nedeniyle doğan ayrılma hakkının kullanım fiyatı, payları borsada işlem gören ortaklıklar açısından borsa fiyatı esas alınarak belirleneceğinden payların işlem gördüğü piyasanın işleyişi ön olana çıkmaktadır. Önemli nitelikteki işlem kavramı düzenlemesinin uygulamaya doğru aktarılabilmesi, işlemin gerçekleştirildiği piyasanın etkinliğinin yüksekliği ile paralel olacaktır⁷⁰⁴.

Sermaye piyasasının gelişmesi ve amacına ulaşması bakımından, bazı kurumların benimsenmesi dışında, sermaye piyasasının gelişime açık hale getirilmesi ve yatırımcıların piyasaya olan güveninin artması amaçlanmalıdır. Sermaye piyasasının derinleşmesi ve payların geniş bir tabana yayılmasını sağlayacak şekilde halka açıklık oranlarının artmasının teşvik edilmesi, önemli nitelikteki işleme ilişkin olarak getirilen düzenlemenin amaca ulaşması için gerekli olan koşulların sağlanması açısından öncelikli koşuldur.

⁷⁰⁴ Çağrı zorunluluğu ile etkin piyasanın ilişkisi açısından benzer bir değerlendirme için bkz. *Doğru*, s. 162.

SONUÇ

Tarihsel temelini anonim ortaklıklarda karar alma mekanizması bakımından oy birliği ilkesinden oy çokluğu ilkesine geçilmesinden ve kavramsal temelini çoğunluk ilkesinin uygulanmasından alan önemli nitelikteki işlem kavramı, Türk Hukukunda sermaye piyasası mevzuatında halka açık anonim ortaklıklar açısından düzenlenmiştir. Halka açık anonim ortaklıkların işlemlerinin önemli nitelikteki işlemler ve bu nitelikte olmayan işlemler şeklinde ikiye ayrılması sonucunu doğuran kavram kapsamında, önemli nitelikteki işlemlerin içeriğinin belirlenmesi, bu işlemlerde karar alınmasına ilişkin yöntem ile pay sahiplerinin işlemlere ilişkin olarak korunması konuları ön plana çıkmaktadır.

Önemli nitelikteki işlem kavramının amacı bakımından farklı görüşler ileri sürülmekle birlikte, bu görüşler çoğunluk ile azınlığın menfaatlerinin önemli nitelikteki işlemler bağlamında dengelenmesi amacı çerçevesinde birleşmektedirler. Önemli nitelikteki işlem kavramı ile bir taraftan çoğunluk pay sahiplerinin ortaklığın faaliyetini yönlendirmesi ve diğer taraftan işlemlere ilişkin kararın alınması bakımından muhalefet eden azınlık pay sahiplerinin korunması sağlanmakta; anonim ortaklıklardaki temel menfaat çatışmalarından biri olan çoğunluk ile azınlık arasındaki menfaat çatışması dengelenmeye çalışılmaktadır.

Önemli nitelikteki işlem kavramının içeriğinde yer alan işlemler, kavramı benimseyen hukuk düzenleri tarafından şekillendirilir. Dolayısıyla bu işlemlerin içeriğine ilişkin olarak kesin bir liste belirlenmesi olanaklı değildir. Kavramın

gelişiminde belirleyici konumdaki ABD’de dahi farklı eyaletlerin farklı işlemleri önemli nitelikteki işlem olarak belirlediği görülmektedir.

Önemli nitelikteki işlem kavramının içeriğinde yer verilen farklı işlemlerin ortak özellikleri incelendiğinde ise, bu işlemlerin ortaklığın payının fiyatı veya değeri üzerinde etkide bulunma olasılığı yüksek olan işlemler olduğu tespit edilmektedir. Önemli nitelikteki işlemlerin ortaklığın faaliyeti içerisindeki büyüklüğüne paralel olarak işlemlerin ortaklığın faaliyeti üzerindeki etkileri de ortaklığın diğer işlemlerine kıyasen büyük boyutlara ulaşabilmektedir.

Önemli nitelikteki işlem kavramını düzenleyen hukuk düzenince bu işlemlere ilişkin sonuçlar da düzenlenmektedir. Pay sahiplerinin, işlemlerin ortaklık faaliyeti ve payın fiyatı veya değeri üzerindeki etkilerinden korunması bağlamında ayrılma hakkının tanınması ve pay alım teklifi zorunluluğunun uygulanması gereklilikleri, önemli nitelikteki işleme ilişkin kurallar kapsamında benimsenebilmektedir. Pay sahiplerinin korunmasına ilişkin mekanizmalar, önemli nitelikteki işlemlerin etkilerinin pay sahipleri tarafından değerlendirilmesine olanak vermekte; ayrılma hakkı ve pay alım teklifi zorunluluğu uygulamaları kapsamında, yatırımcı konumundaki pay sahibi kendi yatırım kararını vermektedir. Ayrılma hakkı, önemli nitelikteki işlemlerin karara bağlanması bakımından olumsuz oy kullanan ve muhalefetini tutanağa işleyen pay sahibine, payını mevzuatta belirlenen fiyat üzerinden halka açık anonim ortaklığa satarak ortaklıktan ayrılma olanağı vermektedir. Önemli nitelikteki işlem nedeniyle uygulanan pay alım teklifi zorunluluğunda ise, paylar ortaklık tarafından değil mevzuatta belirlenen pay sahipleri tarafından satın alınmaktadır.

Anonim ortaklıklarda payların serbestçe devredilmesi ilkesi geçerli olup halka açık anonim ortaklıklarda ve özellikle payları borsada işlem gören ortaklıklarda pay devri işlemleri sıklıkla gerçekleştirilmektedir. Önemli nitelikteki işlemler, ortaklık faaliyeti üzerindeki etkileri kapsamında, payın devri olanaklarını etkileyebilmekte veya pay sahibi, önemli nitelikteki işlemin payın fiyatı veya değeri üzerindeki etkilerine maruz kalmak suretiyle payını devredebilir hale gelmektedir. Pay sahibinin, karar alınması aşamasına katılmadığı önemli nitelikteki işlemlerin etkilerinden korunması, ayrılma hakkı tanınması veya pay alım teklifi zorunluluğu kapsamında sağlanmaktadır.

Önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkının kullanılması, payların likide çevrilmesine olanak tanıdığından, hakkın halka kapalı anonim ortaklıklar bakımından da tanınmasının gerekli olup olmadığı Türk Hukuku bakımından tartışmaya değerdir. Ayrılma hakkının payın likide çevrilmesine olanak vermesi halka kapalı anonim ortaklıklarda payın likide çevrilmesi olanağının sınırlılığı nedeniyle hakkın düzenlenmesi gerektiği sonucuna götürmemelidir. Önemli nitelikteki işlem kavramının temel amacı, çoğunluk ile azınlık menfaatlerinin ortaklığa etkileri büyük boyutlarda olabilen önemli nitelikteki işlemler temelinde dengelenmesidir.

Halka açık anonim ortaklıkların işlemlerinin “önem” gibi öznel değerlendirme gerektiren bir kavram temel alınarak gruplandırılması dikkat çekmektedir. Önemli nitelikteki işlemlerin içeriğinin kavramı düzenleyen hukuk düzeni tarafından şekillendirildiği dikkate alındığında, terim tercihi başlı başına bir sorun oluşturmamakla birlikte işlemlerin içeriğinin belirlenmesine ilişkin hükümler kapsamında benimsenen yöntemin konuya ilişkin olarak ön plana çıktığı tespit edilebilir. Türk Hukuku açısından

önemli nitelikteki işlemlerin içeriği, SPKn’de ve ÖNİ Tebliği’nde belirlenmiş, ayrıca ÖNİ Tebliği’nde konuya ilişkin olarak SPKr’ye “önemli nitelikteki işlem olarak belirleme yetkisi” verilmiştir. ÖNİ Tebliği 5.2 hükmünde yer alan yetkinin içeriğinin ve kapsamının belirsiz olduğu görülmektedir.

Önemli nitelikteki işlem kavramı, Anglo- Sakson hukuk sistemi ve Kıta Avrupası hukuk sisteminde eş zamanlı bir tarihsel gelişim göstermekle birlikte, kavramın Anglo-Sakson hukuk sisteminde yer alan ABD’deki görünümü, ayrılma hakkının eyalet düzenlemelerinde sıklıkla yer alması ve mahkeme kararlarına konu edilmesi kapsamında belirleyicidir. ABD’de, önemli nitelikteki işlemlerin içeriği eyaletler bağlamında farklılık göstermekle birlikte, birleşme işlemi sıklıkla önemli nitelikteki işlem olarak düzenlenmektedir. Ayrılma hakkının ilk görünümünün mahkeme kararında yer aldığı ve demir yolu işletmeciliği alanında faaliyet gösteren ortaklıkların birleşme işlemi bakımında aleyhte oy kullanan pay sahibine tanındığı görülmektedir.

Önemli nitelikteki işlemin Kıta Avrupası’ndaki görünümü ise, kavramsal olarak işlemlerin belirlenmesi ve kavrama sonuçlar bağlanması şeklinde olmayıp menfaat dengelerinin sağlanması gereken kimi işlemlerde pay sahibine ayrılma hakkı tanınması yönündedir. Ayrıca AB kapsamında önemli nitelikteki işlemler ve ayrılma hakkı kavramları, doğrudan düzenlenmeyip azınlık pay sahiplerinin korunması konusu kapsamında gelişim göstermiştir.

Önemli nitelikteki işlemler, ortaklığın faaliyeti üzerinde etkiler doğurmaktadır. Bu işlemlerin faaliyet üzerindeki etkileri dolayısıyla başta pay sahipleri olmak üzere

ortaklığa ilişkin menfaati bulunan menfaat grupları da işlemlerden etkilenmektedir. Bu menfaat grupları, alacaklılar, yöneticiler, çalışanlar ve kamudur.

Önemli nitelikteki işlemin Türk Hukukunda düzenlenmesine ilişkin süreç kapsamında, ESPKn döneminde de ikincil düzenlemeler ve SPKı kararları ile belirlemeler yapıldığı görülmektedir. SPKn kapsamında ilk kez kanuni düzenlemeye kavuşan kavram bağlamında önemli nitelikteki işlemlerin içeriği bakımından, SPKn 23 ve ÖNİ Tebliği 5 hükümleri esas alınmalıdır. İşlemlerin bir kısmı açısından niteliksel veya niceliksel önemlilik ölçütleri de yine ÖNİ Tebliği'nde getirilmiştir. Önemli nitelikteki işlem düzenlemesi, işlemlerin bir önem ölçütü temelinde gruplandırılması ve pay sahibine ayrılma olanağı tanınması bakımından TTK ve SPKn kapsamında yer alan çeşitli düzenlemelere benzerlik göstermektedirler.

Anonim ortaklıklarda payın serbestçe devredilmesi ilkesi nedeniyle kurumsal olarak düzenlenmemiş olan ayrılma hakkı, TTK kapsamında bazı hükümlerin uygulanması bağlamında gündeme gelmekle birlikte, bu düzenlemeler anonim ortaklıklarda kurumsal olarak ayrılma hakkını içermemektedir. Türk Hukukunda ayrılma kurumsal olarak sermaye piyasası mevzuatında halka açık anonim ortaklıklar açısından düzenlenmiştir.

Sermaye piyasası mevzuatı kapsamında önemli nitelikteki işlemlerin karara bağlanması süreci, yönetim kurulu ve genel kurulun işlevlerinin dengelendiği bir şekilde düzenlenmiştir. Yönetim kurulu önemli nitelikteki işlemlerin karara bağlanması bakımından önemli görevler üstlenmekle birlikte, önemli nitelikteki işlemler genel

kurulun onayına sunularak kabul edilebilmektedir. Karar alma sürecinde birçok basamakta kamunun aydınlatılmasına ilişkin gereklilikler de yerine getirilmelidir.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararı, gerekçeli olmalı ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oylarını içermelidir. Yönetim kurulu işlemin önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilmesi ve ilgili usul ve esaslara uyulması bakımından sorumlu organdır. Kamuya açıklanan yönetim kurulu kararının gerekçeli olması ve ayrıca bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oylarının hangi yönde olduğuna yer verilmesi gereklilikleri, yatırımcı konumundaki pay sahiplerinin işleme ilişkin olarak bilgilendirilmesi işlevini yerine getirir.

Önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı genel kurula ilişkin gündemde, ayrılma hakkının uygulanmasına ilişkin detaylara ve payları borsada işlem gören ortaklıklar açısından kullanım fiyatına yer verilmelidir. Önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı genel kurula ilişkin olarak yeter sayılar, oydan yoksunluk halleri ve ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahiplerinin ayrılma hakkının kullanım koşullarını genel kurulda yerine getirmeleri önem kazanmaktadır.

Önemli nitelikteki işlemin genel kurulda onaylanması bakımından, SPKn 29.6 hükmünde özel yeter sayılar düzenlenmiştir. Önemli nitelikteki işlemin onaya sunulacağı genel kurulda, toplantıya ilişkin yeter sayı aranmaksızın toplantıya katılan sermaye oranına göre değişen ikili bir yeter sayı sistemi benimsenmiştir. Önemli nitelikteki işlemlerin onaya sunulacağı genel kurullar açısından oydan yoksunluk hallerinin içeriği farklılaştırılmıştır.

Önemli nitelikteki işlemlerin karara bağlanması sürecindeki usul ve esaslara aykırılık halinde, SPKı ilgili işlemin ortadan kaldırılmasını halka açık anonim ortaklıktan talep edebilmektedir. Kararın gereği otuz gün içerisinde yerine getirilmezse, SPKı idari para cezası uygulayabilmekte ve ayrıca işlemin ortadan kaldırılması kararının tebliği ile idari para cezasına ilişkin yetkilerden bağımsız olarak, önemli nitelikteki işlemin iptalini TTK'nın genel kurul kararların iptaline ilişkin hükümleri kapsamında isteyebilmektedir. Bu yetkiler, önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alma sürecindeki tüm işlemler bakımından kullanılabilir.

Önemli nitelikteki işlemlerde pay sahiplerinin korunması bakımından uygulanacak olan ilk mekanizma, ayrılma hakkıdır. Ayrılma hakkı, önemli nitelikteki işleme ilişkin genel kurula katılarak işlem hakkında olumsuz oy kullanan ve muhalefetini tutanağa işleyen pay sahibine tanınır. İlgili koşulları yerine getiren pay sahibi ayrılma hakkına ilişkin kullanım beyanında bulunmak suretiyle payını mevzuatta benimsenen yöntemle göre belirlenen fiyat üzerinden ortaklığa satarak ortaklıktan ayrılabilir. Ayrılma hakkını kullanım koşullarının istisnası ise, SPKn 24.2 hükmünde düzenlenmiştir.

Önemli nitelikteki işlem sonucunda doğan ayrılma hakkının kullanım süreci, yenilik doğuran hakların kullanımına ilişkin benzerlikler de taşımakla birlikte, mevzuattaki düzenleme kapsamında sözleşme kurma yükümlülüğünün uygulamasıdır. Önemli nitelikteki işlemi onaya sunan halka açık anonim ortaklık öneride bulunma yükümlülüğü altında olup pay sahibinin ayrılma hakkının kullanımına ilişkin beyanda

bulunması ile payın devrine ilişkin sözleşme ortaklık ve pay sahibi arasında kurulmaktadır.

Ayrılma hakkı, önemli nitelikteki işlemi genel kurulunda onaylayan halka açık anonim ortaklığın, mevzuattaki koşulları yerine getiren pay sahiplerine tanınmaktadır. Pay sahibinin oydan yoksun olması hallerine ilişkin olarak, oydan yoksunluk genel kurula katılarak işleme muhalif kalınmasını engellemediğinden ve ilgili pay sahiplerinin de karar alan çoğunluk karşısında korunması gerekeceğinden, oydan yoksun pay sahipleri de ayrılma hakkı kullanabileceklerdir. Bu tespit, SPKn kapsamında çıkarılmalarının olanaklı olup olmadığı tartışmalı olmakla birlikte oydan yoksun hisse senetleri için de geçerlidir. Pay üzerinde intifa hakkı bulunması halinde, ayrılma hakkı pay sahibi tarafından kullanılabilir ve ayrılma hakkını kullanmak için genel kurulda yerine getirilmesi gereken hususlar bakımından da pay sahipleri yetkilidir. Pay üzerinde rehin kurulmuş olması halinde de ayrılma hakkı yine pay sahibi tarafından kullanılabilir ve hakkın kullanımı bakımından genel kurul sırasında yerine getirilmesi gereken koşullar da konuya ilişkin farklı bir düzenleme getirilmediğinden genel hükümler kapsamında pay sahibi tarafından yerine getirilecektir.

Ayrılma hakkının kullanılması süreci, genel kurul sırasında yerine getirilmesi gereken koşullar ile ayrılma hakkına ilişkin kullanım beyanında bulunulması şeklinde ikiye ayrılabilir. Pay sahibi veya temsilcisi ayrılma hakkını kullanabilmek için, SPKn 24.1 ve ÖNİ Tebliği 9.1 hükmü uyarınca önemli nitelikteki işlemin onaya sunulduğu genel kurula katılarak olumsuz oy kullanmalı ve muhalefet şerhini tutanağa geçirtmelidir. Bu koşulların istisnası ise SPKn 24.2 ve ÖNİ Tebliği 9.2 hükmünde

düzenlenmiştir. Pay sahibinin veya temsilcisinin önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılmasına haksız bir biçimde engel olunması, genel kurul toplantısına usulüne uygun davet yapılmaması veya gündemin usulüne uygun bir biçimde ilan edilmemesi hâllerinde, genel kurul kararlarına muhalif kalma ve muhalefet şerhini tutanağa kaydettirme şartı aranmaksızın ayrılma hakkı uygulanabilmektedir. İlgili koşulları yerine getiren pay sahibi, ayrılma hakkını kullanım beyanında bulunmak suretiyle payın devrine ilişkin sözleşmenin kurulmasını sağlayabilir. Beyan kural olarak aracı kuruma, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda ayrılma hakkının aracı kurum vasıtasıyla kullanılması gerekliliğine SPK tarafından muafiyet tanınması halinde ilgili ortaklığa yöneltilir.

Ayrılma hakkının kullanılması açısından süre ve kullanım fiyatı konuları önem kazanmaktadır. Ayrılma hakkının kullanımına ilişkin olarak pay sahibine tanınacak sürenin alt ve üst sınırı ile sürenin başlatılabileceği en geç tarih mevzuatta belirlenmiştir. Kullanım fiyatı açısından ise, payları borsada işlem gören ortaklıklar bakımından, önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki, açıklanan tarih hariç olmak üzere otuz gün içinde borsada oluşan düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması esas alınacaktır. Borsa fiyatlarının temel alındığı yöntem, fiyatın hesaplanması açısından kolaylık getirmekle birlikte borsa fiyatının payın değerini yansıtmaması ihtimallerinde pay sahibinin zarar görmesi sonucuyla karşılaşabilecektir. Ayrıca esas alınan sürenin uzunluğunun yeterli olup olmadığı da tartışmaya açıktır. Payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıkların önemli nitelikteki işlemlerinde ise fiyat, değerlendirme faaliyeti sonucunda belirlenecektir. Bu bağlamda,

değerleme faaliyetine ilişkin kurallar ayrılma hakkının amacına uygun şekilde uygulanması bakımından önem kazanmaktadır.

Ayrılma hakkının uygulaması sonucunda halka açık anonim ortaklık kendi paylarını edinmektedir. Bağlantılı olarak, anonim ortaklıkların kendi paylarını edinmesine ilişkin olarak mevzuatta öngörülen kuralların ve özellikle kendi paylarını edinmeye ilişkin oransal sınırın önemli nitelikteki işlemler bakımından uygulanıp uygulanmayacağı sorunu ortaya çıkmakla birlikte konu mevzuatta çözümlenmiştir. ÖNİ Tebliği ile GAP Tebliği kapsamında, kendi paylarını edinmeye ilişkin oransal sınır, payların edinilmesine ilişkin olarak yönetim kurulunun yetkilendirilmesine ilişkin kural ile edinimlerin belirli malvarlığı değerlerinden karşılanmasına ilişkin kural ayrılma hakkı bakımından uygulanmayacaktır.

Önemli nitelikteki işlem sonucunda uygulanan ayrılma hakkının ortaklığa getirdiği maliyetin belirli bir tutarı aşması veya belirlenen bazı koşulların karşılanması/karşılanmaması hallerinde önemli nitelikteki işlemten vazgeçme olanağı mevzuat kapsamında düzenlenmiştir. Ayrıca ayrılma hakkının doğmadığı haller de ÖNİ Tebliği kapsamında hükme bağlanmıştır.

Önemli nitelikteki işlemlerin bir kısmında pay alım teklifi zorunluluğu doğmakta, bu hallerde mevzuatta belirlenen nitelikteki pay sahipleri diğer pay sahiplerinin paylarını satın almak zorunda kalmaktadır. Pay alım teklifi zorunluluğuna ilişkin genel düzenlemeden farklı olarak kontrol değişikliğini zorunlu kılmayan bu pay alım teklifi uygulaması, önemli nitelikteki işlem temelinde pay sahiplerinin korunması amacına

yönelmiştir. Pay alım teklifinin uygulanması süreci, teklif fiyatının belirlenme yöntemi ve pay alım teklifine bağlı olarak önemli nitelikteki işlemin onaya sunulmasından vazgeçilmesi olanağı mevzuatta düzenlenmiştir.

Önemli nitelikteki işlemlerin çoğunluk ile azınlık menfaatlerinin dengelenmesine ilişkin amacına ulaşılması bakımından, bağımsız yönetim kurulu üyeliği ve bağımsız denetim kurumlarının düzgün işlemesi, SPKr'nin yetkilerini amaca uygun şekilde kullanması ve sermaye piyasasının etkinliğinin artırılması yönünde önlemler alınması gerekmektedir.

BİBLİYOGRAFYA

Adıgüzel, Burak: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XVIII, S. 2, 2014, s. 1- 51. (Ayrılma Hakkı)

Adıgüzel, Burak: Sermaye Piyasası Hukuku, Ankara 2017. (Sermaye Piyasası)

Ağaoğlu, Cahit: Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Şirket Birleşme ve Devralmalarında Teminat ve Denkleştirmeler, “6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu’nu Beklerken”, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi Özel Sayı, C.18, S.2, 2012, s. 221- 230.

Akbilek, Nevzat: Türk ve Avrupa Birliği Hukukunda Anonim Şirket Birleşmelerinde Pay Sahibinin Korunması, Ankara 2009.

Akdağ Güney, Necla: Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, 2. B., İstanbul 2010. (Sorumluluk)

Akdağ Güney, Necla: Anonim Şirket Yönetim Kurulu, 2. B., İstanbul 2016. (Yönetim Kurulu)

Akın, İrfan: TTK M. 208 Kapsamında Anonim Şirketlerde Azınlığın Ortaklıktan Çıkarılması, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.XVII, S. 1-2, Prof.Dr. Oğuz Kürşat Ünal’a Armağan, 2013, s. 1- 19.

Aktaş, M. Murat: Oydan Yoksun Hisse Senetleri, Ankara 2006.

Al Kılıç, Şengül: Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşmesi, İstanbul 2009.

Alchian, Armen A./ Demsetz, Harold: Production, Information Costs and Economic Organization, American Economic Rev., V. 62, I. 5, 1972, s. 778- 795.

Altan, Derin: Sermaye Piyasasında Pay Sahiplerinin Ayrılma Hakkı ve Önemli Nitelikteki İşlemler, Banka ve Finans Hukuku Dergisi, C.3, S.11, 2014, s. 117- 161.

Altay, Sıtkı Anlam: Bağımsız Denetim Karşısında Anonim Ortaklık İşleyişi, Prof. Dr. Köksal Bayraktar’a Armağan, C. II, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2010/1, s. 963- 988.

Anderson, Ronald C./ Reeb, David M.: Board Composition: Influence in S&P 500 Firms, Administrative Science Quarterly, V. 49, I. 2, 2004, s. 209- 237.

Ansay, Tuğrul: Anonim Şirketler Hukuku, 6. B., Ankara 1982.

Armour, John/ Skeel Jr., David A.: Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why?- The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation, Georgetown L. J., V. 95, I. 6, 2006- 2007, s. 1727- 1794.

Arner, Douglas: Development of the American Law to 1832, Southern Methodist University L. Rev., V. 55, I. 1, 2002, s. 23- 58.

Arsht, S. Samuel/ Stapleton, Walter K.: Delaware’s New General Corporation Law: Substantive Changes, Business Lawyer, V. 23, I. 1, 1967- 1968, s. 75- 94.

Arslan, Ramazan/ Yılmaz, Ejder/ Taşpınar Ayvaz, Sema: Medeni Usul Hukuku, 2. B., Ankara 2016.

Arslanlı, Halil: Anonim Şirketler II-III, Anonim Şirketin Organizasyonu ve Tahviller, İstanbul 1960.

Aslan, Ayşegül: Hakim Ortağın Azınlık Paylarını Satın Alma Hakkı (Squeeze-Out Right), Yeterlik Etüdü, 2005.

<http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=378&ct=f&action=displayfile>

Ayan, Özge: Anonim Şirketin Genel Kurul Kararı ile Kendi Paylarını İktisap Etmesi veya Rehin Almasının Koşulları (TTK 379), Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.XVII, S. 1-2, Prof.Dr. Oğuz Kürşat Ünal'a Armağan, 2013, s. 185- 228. (Kendi Paylarını İktisap Etmesi)

Ayan, Özge: Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Sadakat Yükümlülüğü ve Bu Yükümlülüğün İhlalinin Sonuçları, Ankara 2013.

Aydın, Ali: Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi, İstanbul 2008.

Ayrancı, Hasan: Sözleşme Kurma Zorunluluğu, AÜHFD, C. 52, S. 3, 2003, s. 229-252.

Aytaç, Zühtü: Bağlı İşletmeler Hukuku ve Türk Hukukundaki Görünümü, Batider, C. XIII, S.4, Aralık 1976, s. 97- 124. (Bağlı İşletmeler)

Aytaç, Zühtü: Kayıtlı Sermayeli Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Kararlarının İptali Sorunu, Prof. Dr. Ernst E. Hirsch'in Hatırasına Armağan, Ankara 1986, s. 257-290.

Aytaç, Zühtü: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Kâr Dağıtımı, Sermaye Piyasası Kurulu 15. Yıl Sempozyumu, Ankara 1998, s. 35- 94.

Aytaç, Zühtü: Yönetim Kurulu Üyelerinin Hâkimiyetin Hukuka Aykırı Kullanılmasından Doğan Sorumluluğu, Batider, C. XXIX, S. 4, Eylül 2013 s. 5- 56.

Aytaç, Zühtü: Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Düzenlenen Pay Sahipliği Haklarının Değerlendirilmesi, Yeni Türk Borçlar ve Yeni Türk Ticaret Kanunu Sempozyumu, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Hukuk Fakültesi, İstanbul 2013, s. 333- 345.

Aytaç, Zühtü: Halka Açık Anonim Ortaklıklara İlişkin Yenilikler, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 6-7 Haziran 2013, Ankara 2016, s. 19- 40.

Bachmann, Gregor/ Eidenmüller, Horst/ Engert, Andreas/ Fleischer, Holger/ Schön, Wolfgang: Regulating the Closed Corporation, European Company and Financial L. Rev. Special V. 4, 2013.

Bahtiyar, Mehmet: Ortaklıklar Hukuku, 11. B., İstanbul 2016.

Bainbridge, Stephen M.: Corporation Law and Economics, New York 2002.

Bär, Rolf: Grundprobleme des Minderheitenschutzes in der Aktiengesellschaft, ZBJV, Band 93, 1959, s. 369- 407.

Baştuğ, İrfan: Kollektif Şirkette Ortağın Haklı Sebeple Çıkarılması, Ankara Barosu Dergisi, S. 6, 1971, s. 804-807.

Beeler, Lukas/ Von der Crone, Hans Caspar: Auflösungsklage nach Art. 736 Abs. 4 OR, SZW, 329, 2010, s. 329- 339.

Bektaş, İbrahim: Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı ve Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı, Ankara 2015, s. 731- 827.

Berle, Adolf A. / Means, Gardiner C.: The Modern Corporation and Private Property, New York 1932.

Bhagat, Sanjai/ Black, Bernard S.: The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance, The Business Lawyer, V. 54, I. 3, 1998- 1999, s. 921- 963.

Biçer, Levent/ Hamamcıoğlu, Esra: Anonim Ortaklıklarda Genel Kurulun Devredilemez Yetkileri Kapsamında Önemli Miktarda Şirket Varlığının Toptan Satışı ve Uygulama Alanı, Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, S. 1, Haziran 2013, s. 33- 52.

Bilir, Hakan/ Kulalı, İhsan: İndirgenmiş Nakit Akış ve Göreceli Değerleme Yöntemlerinin Karşılaştırılması, Siyaset Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi, C. 2, S. 2, 2014, s. 39- 55.

Birds, John/ MacNeil, Iain/ McCormack, Gerard/ Twigg- Flesner, Christian/ Villiers, Charlotte: Boyle & Bird's Company Law, Fifth Ed., Bristol 2004.

Boyacıoğlu, Cumhur: Konzern Kavramı, Ankara 2006.

Boyle, Antony J.: Minority Shareholders' Remedies, Cambridge 2010.

Bozgeyik, Hayri/ Karahan, Sami (Edit): Şirketler Hukuku, 2. B., Konya 2013.

Bozkurt, Tamer: Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam), İstanbul 2015.

Böckli, Peter: Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich 2009.

Bratton Jr., William W.: The "Nexus of Contracts" Corporation: A Critical Reappraisal, Cornell L. Rev., V. 74, I. 3, 1988-1989, s. 407- 465.

Brudney, Victor: The Independent Director- Heavenly City or Potemkin Village, Harvard L. Rev., V. 96, I. 3, 1981- 1982, s. 597- 659.

Burckhardt, Sebastian: Zürcher Kommentar zum Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung, 2004.

Buz, Vedat: Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar, Ankara 2005.

Von Büren, Roland/ Eggen, Mirjam: Austrittsrechte für Aktionäre- Handlungsbedarf im Schweizerischen Recht? Eine Untersuchung mit rechtsvergleichenden Hinweisen zum Deutschen und zum EU- Recht, SZW, 2006, s. 393- 406.

Von Büren, Roland/ Stoffel, Walter A./ Weber, Rolf H.: Grundriss des Aktienrechts, 3. Aufl., Zürich 2011.

Bürgers, Tobias/ Körber, Torsten: Heidelberger Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl., 2011.

Calabresi, Guido/ Melamed, A. Douglas: Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral, Harvard L. Rev., V. 85, I. 6, s. 1089- 1128.

Calio, Joseph Evan: New Appraisals of Old Problems: Reflections on the Delaware Appraisal Proceeding, American Business L. J., V.32, I. 1, 1994, s. 1- 68.

Carney, William C.: Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes, American Bar Foundation Res. J., V. 1980, I. 1, 1980, s. 69- 132.

Choi, Stephen J./ Pritchard, Adam C.: Securities Regulation: Cases and Analysis, Third Ed., New York 2012.

Coase, Ronald: The Nature of the Firm, Economica, V. 4, I. 16, 1937, s. 386- 405.

Coffee Jr., John C.: Shareholder Versus Managers: The Strain in the Corporate Web, Michigan L. R., V.85, I. 1, 1986- 1987, s. 1- 109.

Conard, Alfred F.: Amendments of Model Business Corporation Act Affecting Dissenters' Rights (Sections 73, 74, 80, and 81), The Business Lawyer, V. 33, I. 4, 1977- 1978, s. 2587- 2606.

Von der Crone, Hans Caspar/ Dobler, Sarah/ Eugster, Karin: Privatrechtliche Aspekte der Ausgleichleistungen und Abfindung gemäß FusG, Festschrift für Peter Böckli zum 70. Geburtstag, Zürich 2006, s. 243- 259.

Von der Crone, Hans Caspar: Aktienrecht, Bern 2014.

Çağlar, Hayrettin/ Çalışkan, Esra: Anonim Şirketlere Ait Taşınmazların Satımında Ehliyet ve Temsil Sorunları, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XIV, S. 1, 2010, s. 61-85.

Çamoğlu, Ersin: Yönetim Kurulu Üyelerinin Genel Kurul Kararlarının İcrasından Doğan Sorumluluğu Konusunda Yeni Gelişmeler, Batider, C. VI, S. 2, 1971, s. 283-296. (Genel Kurul Kararlarının İcrası)

Çamoğlu, Ersin: Anonim Ortaklığın Haklı Sebep Feshi, Prof. Dr. Yavuz Alangoya İçin Armağan, İstanbul 2007, s. 667- 684.

Çamoğlu, Ersin: Kollektif Ortaklığın Haklı Sebep Feshi ve Ortağın Haklı Sebep Çıkarılması, İstanbul 2008. (Kollektif)

Çamoğlu, Ersin: Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluğu, 3. B., İstanbul 2010. (Sorumluluk)

Çamoğlu, Ersin: Anonim Ortaklığın Haklı Sebep Feshinde Hâkimin Takdir Yetkisi, Batider, C. XXXI, S. 1, Mart 2015, s. 5-19. (Hâkimin Takdir Yetkisi)

Çebi, Hakan: İşletme Sözleşmeleri, Ankara 2014.

Çeker, Mustafa: Anonim Ortaklıkta Oy Hakkı ve Kullanılması, Ankara 2000. (Oy Hakkı)

Çeker, Mustafa: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkma Hakkı, Batider, C. XXIII, S. 1, 2005, s. 61- 76. (Çıkma Hakkı)

Çelik, Aytekin: Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma, Güncellenmiş 4. B., Ankara 2016.

Çelik, Fatma: Medeni Hukukta ve Rekabet Hukukunda Sözleşme Yapma Zorunluluğu, Ankara 2008, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

Çelik, Orhan: Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi, Ankara 1999.

Çetin, Nusret/ Töremiş, Hatice Ebru/ Cantimur, Zeynep: Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistematiik Analizi, Ankara 2014.

Çoştan, Hülya: İtalyan Şirketler Hukukunun ve 2003 Tarihli Şirketler Hukuku Reformunun Genel Hatları, Batider, C. XXIV, S. 41, Aralık 2008, s. 179- 216. (İtalyan Şirketler Hukuku)

Çoştan, Hülya: Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Hükümlerine Göre Anonim Şirketin Birleşme, Bölünme ve Tür Değıştirme Yoluyla Yeniden Yapılanmasında Alacaklının Korunması, Ankara 2009. (Yeniden Yapılanma)

Daniels, Ronald: Stakeholders and Takeovers: Can Contractarianism Be Compassionate?, Uni. of Toronto L. J., V. 43, I. 3, 1993, s. 315- 352.

Demirbaş, Harun: Yenilik Doğuran Haklar, İstanbul 2007.

Demott, Deborah A.: Guest at the Table?: Independent Directors in Family- Influenced Public Companies, The J. of Corporation L., V. 33, I. 4 , 2007- 2008, s. 819- 864.

Deryal, Yahya: Anonim Ortaklık Genel Kurul Kararlarının Hukuki Niteliği, Prof. Dr. Fahiman TEKİL'in Anısına Armağan, İstanbul 2003, s. 377- 399.

Develi, Büşra: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Ayrılma Akçesi, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XVII, S. 1-2, Prof.Dr. Oğuz Kürşat Ünal'a Armağan, 2013, s. 443-489.

Dickerson, Robert Warren Vincent/ Howard, John L./ Getz, Leon: Proposals for New Business Corporations Law for Canada, V. I, Commentary, Ottawa 1971.
http://publications.gc.ca/collections/collection_2011/ic/RG35-1-1971-I-eng.pdf

Dinç, İlhan: Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması, İstanbul 2006.

Dodd Jr., E. Merrick: Dissenting Stockholders and Amendments to Corporate Charters, Uni. of Pennsylvania L. Rev., V. 75, I. 7, 1925, s. 585- 614.

Doğan, Beşir Fatih: Anonim Şirket Yönetim Kurulunun Organizasyonu ve Yönetim Yetkisinin Devri, 2. B., İstanbul 2011.

Doğru, Halil: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrol Değişikliği ve Çağrı, 2011, Yayımlanmamış Doktora Tezi.

Domaniç, Hayri: Adi- Kollektif ve Komandit Şirketler, İstanbul 1988.

Donaldson, Thomas/ Preston, Lee E.: The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications, The Academy of Management Rev., V. 20, I. 1, 1995, s. 65- 91.

Dubs, Dieter/ Truffer, Roland: Basler Kommentar - Obligationenrecht II, 4. Aufl., Basel 2012.

Duman, Haluk: Sermaye Piyasasının Etkinliği Açısından, Kamunun Aydınlatılması Sürecinde Şirket Çevresinin İhtiyaç Duyduğu Bilginin Özellikleri: İMKB’de Bir Uygulama, Muhasebe ve Finansman Dergisi, S. 50, Nisan 2011, s. 95- 132.

Dural, Halil Ali: Anonim Şirketin Önemli Miktarda Varlığının Satışına İlişkin Genel Kurul Kararının İçeriği ve Kapsamı, Prof.Dr. Hamdi Yasaman’a Armağan, İstanbul 2017, s. 225- 239.

Dural, Mustafa/ Sarı, Suat: Türk Özel Hukuku: Temel Kavramlar ve Medeni Kanunun Başlangıç Hükümleri, C. I, İstanbul 2014.

Easterbrook, Frank H./ Fischel, Daniel R.: Corporate Control Transactions, Yale L. J., V. 91, I. 4, 1981, s. 698- 738.

Easterbrook, Frank H./ Fischel, Daniel R.: Voting in Corporate Law, Journal of L. & Economics, V. 26, I. 2, 1983, s. 395- 427.

Easterbrook, Frank H./ Fischel, Daniel R.: The Economic Structure of Corporate Law, Massachusetts 1996. (Corporate Law)

Ebbinghaus, Felix: Die Umsetzung des übernahmeunabhängigen Sell-outs in das deutsche Recht, Berlin 2010.

Eisenberg, Melvin Aaron: The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporate Decisionmaking, California L. Rev., V. 57, I. 1, 1969, s. 1- 182.
(Legal Roles)

Eisenberg, Melvin Aaron: The Structure of the Corporation: A Legal Analysis, Boston 1976. (Structure)

Ely Jr., James W.: The Marshall Court and Property Rights: A Reappraisal, The John Marshall L. Rev., V. 33, I. 4, 1999- 2000, s. 1023- 1062.

Eminoğlu, Cafer: Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsal Yönetim, İstanbul 2014.

Emmerich, Volker/ Habersack, Mathias: Aktien- und GmbH- Konzernrecht, 8. Aufl., München 2016.

Van der Elst, Christoph: The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonization?, Capital Markets and Company Law, Edit. Klaus J. Hopt/ Eddy Wymeersch, Oxford 2003.

Erdem, Nuri: 6102 sayılı “Yeni” TTK.’ya Göre Anonim Ortaklık Pay Sahiplerinin Müktesep (Kazanılmış) Hakları, REGESTA, C. 2, S. 1, 2012, s. 29- 44. (Müktesep Haklar)

Erdem, Nuri: Anonim Ortaklığın Haklı Sebep Feshi, İstanbul 2012.

Eren, Fikret: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 19. B., Ankara 2015.

Ernst, Dietmar/ Häcker, Joachim: Applied International Corporate Finance, 2. Aufl., München 2011.

Ferrarini, Guido/ Moloney, Niamh: The Remuneration of Executive and Non-Executive Directors, Reforming Company and Takeover Law in Europe, Edit. Guido Ferrarini/ Klaus J. Hopt/ Jaap Winter/ Eddy Wymeersch, Oxford 2004.

Fischel, Daniel R.: The Appraisal Remedy in Corporate Law, American Bar Foundation Res. J., V. 1983, I. 4, 1983, s. 875- 904.

Forstmoser, Peter/ Meier- Hayoz, Arthur/ Nobel, Peter: Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.

Freeman, R. Edward: The Stakeholder Theory of the Modern Corporation, Perspectives in Business Ethics- SIE, Third Ed., India 2006, s. 38- 48.

Friedman, Milton: The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profit, New York Times Magazine, 13.09.1970.

<http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html>

Garza Castaneda, Julián J.: Appraisal Rights: The “Fair” Valuation of Shares in Case of Dissent, Boletín Mexicano de Derecho Comparado, V. XXXII, I. 96, 1999, s. 809-855. <http://biblio.juridicas.unam.mx/revista/pdf/DerechoComparado/96/art/art4.pdf>.

Geis, George S.: An Appraisal Puzzle, Northwestern Uni. L. Rev., V. 105, I. 4, 2011, s. 1635- 1678.

Gilson, Ronald J./ Black, Bernard S.: The Law and Finance of Corporate Acquisitions, Second Edition, New York 1995.

Glanzmann, Lukas: Baker&McKenzie- Fusionsgesetz sowie die einschlägigen Bestimmungen des IPRG und des Steuerrechts, 2. Aufl., 2015.

Goetz, Jeff: A Dissent Dampened by Timing: How the Stock Market Exception Systematically Deprives Public, Fordham J. of Corporate and Financial Law, V. 15, I. 3, 2009- 2010, s. 771- 806.

Gordon, Jeffrey N.: The Rise of Independent Directors in the United States, 1950- 2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices, Stanford L. Rev., V. 59, I. 6, 2006- 2007, s. 1465- 1568.

Goshen, Zohar: The Efficiency of Controlling Corporate Self- Dealing: Theory Meets Reality, California L. Rev., V. 91, I. 2, 2003, s. 393- 438.

Göksoy, Yaşar Can: Anonim Ortaklıkta Payın Rehni, Ankara 2001.

Göktürk, Kürşat: Türk Ticaret Kanununa Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşme Süreci ve Bazı Sorunlar, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.XVII, S. 1-2, Prof.Dr. Oğuz Kürşat Ünal'a Armağan, 2013, s. 631- 662.

Gözübüyük, A.Şeref/ Tan, Turgut: İdare Hukuku Cilt I, 11. B., Ankara 2016.

Gözübüyük, A.Şeref/ Tan, Turgut: İdare Hukuku Cilt II, 8. B., Ankara 2016.

Gräfe, Maren: Squeeze-Outs Nach Deutschem, Französischem Und Spanischem Gesellschaftsrecht: Eine Ökonomische Und Rechtsvergleichende Analyse Unter Berücksichtigung Der Europäischen Rechtsentwicklung, Frankfurt 2011.

Grant, J. Kirkland: Appraisal Rights: Allowance For Prejudgment Interest, Boston College Industrial and Commercial L. Rev., V. 17, I. 1, 1975-1976, s. 1-24.

Greenough, William C./ Clapman, Peter C.: The Role of Independent Directors in Corporate Governance, The Notre Dame Lawyer, V. 56, I. 5, 1980- 1981, s. 916- 925.

Großfeld, Bernhard: Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., Münster 2002.

Grunewald, Barbara: Der Ausschluß aus Gesellschaft und Verein, Berlin 1987.
(Verein)

Grunewald, Barbara: Das Recht zum Austritt aus der Aktiengesellschaft, Festschrift für Carsten Peter Claussen zum 70. Geburtstag, Köln 1997, s. 103- 114. (Austritt)

Gürbüz Usluel, Ash Elif: Yeni Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Ticaret Ortaklıklarının Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirmesinde İşlem Denetçisi ve Hukuki Sorumluluğu, Batider, C. XXVII, S. 2, Haziran 2011, s. 123- 153.

Gürel, Murat: Şirket Birleşmelerinde Finansal Destek Verme Yasağına İlişkin TTK 380.1 Uygulanabilir mi?, Batider, C. XXIX, S. 4, Aralık 2013, s. 187- 211.

Gürel, Murat: Bağlı Şirket Genel Kurulunda Alınan Yapısal Değişiklik Kararları Nedeniyle Hakim Şirketin Sorumluluğuna İlişkin TTK Madde 202.2'nin Gerekliliği Üzerine, Batider, C. XXXII, S. 2, Haziran 2016, s. 211- 239.

Gürpınar, Bünyamin: Limited Şirkette Çıkma ve Çıkmaya Katılma, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XX, S. 2, 2016, s. 73- 101.

Gürzumar, Osman Berat: Zorunlu Unsur Doktrinine Dayalı Sözleşme Yapma Yükümlülüğü, Ankara 2006.

Hacımahmutoğlu, Sibel: AT ve Türk Hukukunda Anonim Ortaklığın Karar Alma Sürecinde Yönetim Kurulunun Yapısı ve Çalışanların Katılımı, Ankara 2008.

Hacımahmutoğlu, Sibel: Anonim Ortaklığın Yönetim Kurulu Üyelerinin Özen Yükümlülüğü: Fonksiyonel Bir Yaklaşım, Batider, C. XXXI, S. 3, Eylül 2015, s. 23- 56.

Hansmann, Henry/ Kraakman, Reinier: The End of History for Corporate Law, The Georgetown L. J., V. 89, I. 2, 2001, s. 439- 468.

Hatipoğlu, Mercan/ Yener, Erol: Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: BIST Elektrik Endeksinde Bir Uygulama, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, V. 8, I. 3, 2013, s. 7-29.

Haynsworth, Harry J.: Valuation of Business Interests, Mercer L. Rev., V. 33, I. 2, 1981- 1982, s. 457- 518.

Healy, Paul M./ Palepu, Krishna G.: Information Asymmetry, Corporate Disclosure and The Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature, J. of Accounting and Economics, V. 31, I. 1-3, 2001, s. 405- 440.

Heglar, Robert B.: Rejecting the Minority Discount, Duke L. J., V. 1989, I. 1, 1989, s. 258- 280.

Helvacı, Mehmet: Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğunda Farklılaştırılmış Teselsül, Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Saygı Sempozyumu, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2013/2, s. 77- 96.

Herzel, Leo/ Colling, Dale E.: Establishing Procedural Fairness in Squeeze- Out Mergers After *Weinberger v. UOP*, The Business Lawyer, V. 39, I. 4, 1983- 1984, s. 1525- 1539.

Hessen, Robert: A New Concept of Corporations: A Contractual and Private Property Model, Hastings L. J., V. 30, I. 5, 1978- 1979, s. 1327- 1350.

Hirschman, Albert O.: Exit, Voice, and Loyalty, USA 1970.

Hommelhoff, Peter/ Teichmann, Christoph: Societas Privata Europaea (SPE)- General Report, The European Private Company- Societas Privata Europaea (SPE), Edit. Heribert Hirte/ Christoph Teichmann, European Company And Financial L. Rev.- Special V. 3, Göttingen 2012.

Horwitz, Morton J.: Santa Clara Revisited: The Development of Corporate Theory, West Virginia L. Rev., V. 88, I. 2, 1985- 1986, s. 173- 224.

Hölter, Wolfgang: Aktiengesetz Kommentar, 2. Aufl., München 2014.

Hüffer, Uwe /Koch, Jens: Aktiengesetz, 12. Aufl., 2016.

Hyde, Alan: Ownership, Contract, and Politics in the Protection of Employees Against Risk, Uni. of Toronto L. J., V. 43, I. 3, 1993, s. 721- 750.

İmregün, Oğuz: Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunları Telif Çareleri, İstanbul 1962.
(Umumi Heyet)

İmregün, Oğuz: Amerikan Ortaklıklar Hukukunun Ana Hatları, İstanbul 1968.

İmregün, Oğuz: Anonim Ortaklıklar, 4. B., İstanbul 1989. (Anonim Ortaklıklar)

İmregün, Oğuz: Anonim Ortaklıklarda Toplantı ve Karar Yetersayılarının Esas Sözleşme İle Düzenlenmesi, Bilgi Toplumunda Hukuk: Ünal Tekinalp'e Armağan, C. 1, İstanbul 2003, s. 441- 454.

İpekel Kayalı, Ferna: Türk Ticaret Kanunu'na Göre Birleşmeler, İstanbul 2014.

Jensen, Michael C./ Murphy, Kevin J./ Wruck, Eric G.: Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them, ECGI Finance Working Paper No. 44/2004, s. 1- 105.

Johanson, Daniel/ Ostergen, Katarina: The Movement Toward Independent Directors on Boards: A Comparative Analysis of Sweden and the UK, Corporate Governance: An International Rev., V. 18, I. 6, 2010, s. 527- 539.

Kalls, Susanne: Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, WBL, 2001, s. 366- 378. (Austrittsrecht)

Kalls, Susanne: Semler/ Stengel Umwandlungsgesetz, 3. Aufl., 2012. (Umwandlungsgesetz)

Kanda, Hideki/ Levmore, Saul: The Appraisal Remedy and the Goals of the Corporate Law, UCLA L. Rev., V.32, I. 3, 1984-1985, s. 429- 473.

Karababa, Serdar: Anonim Ortaklıkta Satın Alma (Squeeze- Out) ve Çıkarma Hakları, Ankara 2016.

Karacan, Ali İhsan: Ortaklıktan Çıkarma- Sermaye Piyasası Hukuku Açısından Bir İnceleme, İstanbul 2015.

Karacan, Ali İhsan: Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Önemli Nitelikteki İşlemler ve Buna Bağlı Haklar, Sermaye Piyasası Hukuku Yazılar C. I, s. 177- 344. (Önemli Nitelikteki İşlem)

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

Karahan, Sami: Oydan Yoksun İmtiyazlı Paylar, Batider, C. XVIII, S. 3, Haziran 1996, s. 21-72.

Karasu, Rauf: Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi, Güncelleştirilmiş 2. B., Ankara 2015.

Karayalçın, Yaşar: Ticaret Hukuku Dersleri, Şirketler Hukuku, Giriş- Şahıs Şirketleri, Ankara 1965. (Şirketler)

Karayalçın, Yaşar: Anonim Şirkette Azınlık- Çoğunluk İlişkisi Bakımından Kontrol (Blok) Satışı ve Genel Alım Önerisi, Prof. Dr. Haluk Tandoğan'ın Hatırasına Armağan, Ankara 1990. (Azınlık)

Kaya, Arslan: Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı, Ankara 2001.

Kaya, Mustafa İsmail: Büyük Pay Sahibinin Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma Hakkı, Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XI, S. 1-2, Erzincan Hukuk Fakültesinin Kuruluşunun 20. Yılına Armağan, Haziran 2007, s. 307- 332. (Çıkarma Hakkı)

Kaya, Mustafa İsmail: Pay Sahiplerinin Anonim Şirket Genel Kurulunda Temsil Edilmesi, Batider, C. XXX, S.4, Aralık 2014, s. 45- 95.

Kendigelen, Abuzer: Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı, İstanbul 1994. (İntifa Hakkı)

Kendigelen, Abuzer: Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlâlinde Aktif Husumet Ehliyeti, Makalelerim, C. II, İstanbul 2006, s. 277- 284. (Aktif Husumet Ehliyeti)

Kendigelen, Abuzer: Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlâlinin Hukuki Sonucu (Yaptırım), Prof. Dr. Ergon Çetingil ve Prof. Dr. Rayegân Kender'e 50. Birlikte Çalışma Yılı Armağanı, İstanbul 2007, s. 820- 827. (Hukuki Sonucu)

Kendigelen, Abuzer: Zorunlu Çağrıya İlişkin Gelişmeler, Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan, II. C., İstanbul 2010, s. 1163- 1204. (Zorunlu Çağrı)

Kendigelen, Abuzer: Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, 3. B., İstanbul 2016. (Türk Ticaret Kanunu)

Khutorsky, Alexander: Coming in From the Cold: Reforming Shareholders' Appraisal Rights in Freeze-out Transactions, Columbia Business L. Rev., V. 1997, I. 1, s. 133-164.

Kırca, İsmail: Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Ankara 2000.

Kırca, İsmail/ Şehirali Çelik, Feyzan Hayal/ Manavgat, Çağlar: Anonim Şirketler Hukuku, C. 1, Ankara 2013.

Kırca, İsmail/ Şehirali Çelik, Feyzan Hayal/ Manavgat, Çağlar: Anonim Şirketler Hukuku- Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, C. 2/2, Ankara 2016.

Klöhn, Lars: Das System der aktien- und umwandlungsrechtlichen Abfindungsansprüche, Tübingen 2009.

Knowles, Marjorie Fine/ Flannery, Colin: The ALI Principles of Corporate Governance Compared with Georgia Law, Mercer L. Rev., V. 47, I. 1, 1995-1996, s. 1-40.

Kocayusufpaşaoğlu, Necip/ Hatemi, Hatemi/ Serozan, Rona/ Arpacı, Abdülkadir: Borçlar Hukuku- Genel Bölüm, 1. C., 6. B., İstanbul 2014.

Kolcuoğlu, Umut: Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı, İstanbul 2009.

Kuhn, Arthur Kline: A Comparative Study of the Law of Corporations with Particular Reference to the Protection of Creditors and Shareholders, New York 1912.

Kunz, Peter V.: Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Bern 2001.

Kuru, Baki: İstinaf Sistemine Göre Yeniden Yazılmış Medeni Usul Hukuku, İstanbul 2016.

Kuru, Baki/ Budak, A. C.: Tespit Davaları, 2. B., İstanbul 2010.

Lattin, Norman D.: Equitable Limitations on Statutory or Charter Powers Given to Majority Shareholders, Michigan L. Rev., V. 30, I. 5, 1931- 1932, s. 645- 655.

Lattin, Norman D.: Remedies of Dissenting Stockholders under Appraisal Statutes, Harvard L. Rev., V. XLV, I. 2, 1931- 1932, s. 233- 270. (Remedies)

Lattin, Norman D.: A Reappraisal of Appraisal Statutes, Michigan L. Rev., V. 38, I. 8, 1939-1940, s. 1165- 1188. (Reappraisal)

Lattin, Norman D.: A Primer on Fundamental Corporate Changes, Western Reserve L. Rev., V. 1, I. 1, 1949, s. 3- 27.

Lattin, Norman D.: Minority and Dissenting Shareholders' Rights in Fundamental Changes, Law and Contemporary Problems, V. 23, I. 3, 1958, s. 307- 324. (Minority)

Letsou, Peter V.: The Role of Appraisal in Corporate Law, Boston College L. Rev., V. 39, I. 5, 1997- 1998, s. 1121- 1174.

Levy, Irving J.: Right of Dissenting Shareholders to Appraisal and Payment, Cornell L. Quarterly, V. 15, I. 3, 1929- 1930, s. 420- 444.

Liebscher, Thomas: Ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten im Lichte Von Holzmüller, Macrotron und Gelatine, ZGR, 34. Jahrgang, 1972, s. 1-33.

Looney Jr., William F.: Dissenting Minority Stockholder's Right of Appraisal, Boston College L. Rev., V. 4, I. 1, 1962, s. 85- 97.

Lopucki, Lynn M.: Comment: Stakeholder Interests and Bankruptcy, Uni. of Toronto L. J., V. 43, I. 3, 1993, s. 711- 716.

Loss, Louis/ Seligman, Joel: Fundamentals of Securities Regulation, Fifth Ed., USA 2004.

Macey, Jonathan R.: Externalities, Firm- Specific Capital Investments, and the Legal Treatment of Fundamental Corporate Changes, Duke L. J., V. 1989, I. 1, 1989, s. 173- 201.

Macintosh, Jeffrey G.: The Shareholders' Appraisal Right in Canada: A Critical Reappraisal, Osgoode Hall Law Journal, V. 24, I. 2, 1986, s. 201- 298.

Magnet, Joseph Eliot: Shareholders' Appraisal Rights in Canada, Ottawa L. Rev., V. 11, I. 1, 1979, s. 98- 162.

Manavgat, Çağlar: Aleni Pay Alım Teklifi, Ankara 1997. (Aleni Pay Alım Teklifi)

Manavgat, Çağlar: Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, Ankara 2008.

Manavgat, Çağlar: Türk Ticaret Kanunu Hükümleri Çerçevesinde Sermaye Piyasası Kanunu'nun Uygulanması, Yeni Türk Borçlar Kanunu ve Yeni Türk Ticaret Kanunu Sempozyumu, TOBB Üniversitesi Hukuk Fakültesi, İstanbul 2013, s. 309- 320.
(Sermaye Piyasası Kanunu'nun Uygulanması)

Manavgat, Çağlar: Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin İşlevleri ve Sahip Olmaları Gereken Nitelikler, BATİDER, C.XXX, S. 1, Mart 2014, s. 35- 75. (Bağımsız Yönetim Kurulu)

Manavgat, Çağlar: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakkı: Sermaye Piyasası Hukukunda Yeni Yaklaşımlar, Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Ticaret ve Fikri Mülkiyet Dergisi, S. 2, 2015, s. 93- 105.

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

Manning, Bayless: The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker, Yale L. J., V. 72, I. 2, 1962- 1963, s. 223- 265.

Manz, Gerhard/ Mayer, Barbara/ Schröder, Albert: Die Aktiengesellschaft, 7. Aufl., Freiburg 2014.

McBride, David: General Corporation Laws: History and Economics, Law & Contemporary Problems, V. 74, I. 1, 2011, s. 1- 18.

Meier- Hayoz, Arthur/ Forstmoser, Peter: Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 11. Auf., Bern 2012.

Memiş, Tekin / Turan, Gökçen: Sermaye Piyasası Hukuku, Ankara 2015.

Miller, Sandra M.: How Should U.K. and U.S. Minority Shareholder Remedies for Unfairly Prejudicial or Oppressive Conduct Be Reformed?, American Business L. J., V. 36, I. 4, 1999, s. 579- 632.

Moroğlu, Erdoğan: Anonim Ortaklıkta Çoğunluk Paysahiplerinin Azınlık ve İmtiyazlı Paysahiplerine Karşı Korunması, Batider, C. XVII, S. 31, Haziran 1994, s. 47- 55.

Moroğlu, Erdoğan: Anonim Ortaklıkta Genel Kurulun Daveti Merasimine Aykırılığın Yaptırım ve Yargıtay 11. Hukuk Dairesi Uygulaması, Batider, C. XXII, S. 3, Haziran 2004, s. 35- 41.

Moroğlu, Erdoğan: Türk Ticaret Kanunu Değerlendirme ve Öneriler, İstanbul 2016.

Moroğlu, Erdoğan: Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, Güncellenmiş ve Genişletilmiş 8. B., İstanbul 2017. (Hükümsüzlük)

Müller, Karin: Unternehmensrecht II- Nachfolge und Umstrukturierung, 2. Aufl., Zürich 2013.

Müller, Roland/ Lipp, Lorenz/ Plüss, Adrian: Der Verwaltungsrat, Ein Handbuch für Theorie und Praxis, 4. Aufl., Zürich 2014.

Nobel, Peter: Stakeholders and the Legal Theory of the Corporation, Perspectives in Company Law and Financial Regulation, Edit. Michel Tison/ Hans De Wulf/ Christoph Van der Elst/Reinhard Steennot, Cambridge 2009.

Nomer, Haluk N. : Genel Kurul Kararlarının Geçersizliğine İlişkin Temel Esaslar, İstanbul 2008.

Nomer, N. Fusun: Anonim Ortaklıkta Oydan Yoksun Paylar, İstanbul 1994.

Nomer, N. Fusun: Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Sadakat Yükümlülüğü, İstanbul 1999.

Notes, Virginia L. Rev., V. 16, I. 5, 1929-1930, s. 480- 497.

Notes, Appraisal of Corporate Dissenters' Shares: Apportioning the Proceeding's Financial Burden, Yale L. J., V. 60, 1951, s. 337- 345.

Notes, New York Uni. L. Rev., V. 28, 1021, 1953, s. 1021- 1036.

Odman Boztosun, N. Ayşe: Hukuksal Açıdan Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeliği, Ankara 2013.

Oechsler, Jürgen: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1, 4. Aufl., 2016.

Oğuzman, M. Kemal/ Barlas, Nami: Medeni Hukuk- Giriş, Kaynaklar, Temel Kavramlar, 21. B., İstanbul 2015.

Oğuzman, M. Kemal/ Öz, Turgut: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C.1, İstanbul 2012.

Oğuzman, M. Kemal / Seliçi, Özer / Oktay- Özdemir, Saibe: Eşya Hukuku, 17. B., İstanbul 2014.

Okçuoğlu, Yavuz: Anonim ve Kooperatif Şirketler Genel Kurul Kararlarının İptali İçin Gerekli Olan Muhalefet ve Muhalefetin Tutanağa Geçirilmesi, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu II, 11-12 Ocak 1985, s. 264- 291.

Okutan Nilsson, Gül: Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Şirketler Topluluğu Hukuku, İstanbul 2009. (Şirketler Topluluğu)

Okutan Nilsson, Gül: Sermaye Piyasası Hukukunda Birleşme Amaçlı Ortaklık, İstanbul 2016. (Birleşme Amaçlı Ortaklık)

Oruç, Murat: Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Anonim Ortaklıkta İmtiyazların Korunması, Batider, C. XXVI, S. 1, Mart 2010, s. 169- 203.

Oruç, Murat: 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıktan Haklı Sebep Fesih İstemine Bağlı Çıkarılma, Batider, C. XXVII, S. 1, Mart 2011, s. 209- 233.

Öndeş, Ozan Mert: Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeliği Kavramı ve Bağımsızlık Kriterlerine Bakış, Doç. Dr. Melike Batur Yamaner'in Anısına Armağan, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2014/ 2, s. 1073- 1130.

Özatlan, Yurdal: Anonim Şirket Birleşmelerinde Ortaklık Paylarının ve Ortaklık Haklarının İncelenmesi Davası (Denkleştirme Davası), İstanbul 2014.

Özdamar, Mehmet: Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi, Ankara 2005. (İktisap)

Özdamar, Mehmet: Anonim Ortaklığın Sahip Olduğu Malvarlığının Yönetim Kurulu Tarafından Topluca Devredilmesi, Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 2, S. 2, 2006, s. 99- 118.

Özdoğan, Ayşegül: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, Cumhuriyet'in 80. Yılına Armağan, C. 2, Ankara 2004, s. 693- 762.

Özer, Işık: Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirket Genel Kuruluna Elektronik Ortamda Katılım, Batider, C. XXV, S. 4, Aralık 2009, s. 623- 660.

Özer, Işık: Türk ve Yabancı Hukuk Sistemlerinde Anonim Şirket Yöneticilerinin Mali Hakları, Ankara 2013.

Özkorkut, Korkut: Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Kararlarının İptali, Ankara 1996.

Özkorkut, Korkut: Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri, Ankara 2007. (Bağımsız Yönetim Kurulu)

Özkorkut, Korkut: Anonim Şirketlerde Bağımsız Denetim, Ankara 2013.

Paccès, Alessio: Rethinking Corporate Governance, Law and Economics of Control Power, New York 2012.

Panasar, Raj/ Boeckman, Philip (Edit.) : European Securities Law, New York 2010.

Pash, Ali: Anonim Ortaklıklarda Kurumsal Yönetim, 2. B., İstanbul 2005. (Kurumsal Yönetim)

Pash, Ali: Anonim Ortaklıkta Kontrol Sahibinin Özel Durumu, İÜHFM, C. LXVI, S. 2, 2008, s. 345- 358.

Pash, Ali: Anonim Ortaklık Genel Kurulunda Kullanılan “Oy”un Hukuki Niteliği, İÜHFM, C. LXVII, S.1- 2, 2009, s. 167-182.

Pash, Ali: Anonim Ortaklığın Devralınması, İstanbul 2009. (Anonim Ortaklığın Devralınması)

Pittman, William H.: Corporations- Are Nonvoting Shares Entitled to Appraisal Rights, Missouri L. Rev., V. 28, I. 2, 1963, s. 246- 249.

Polomarkasis, Konstantinos Alexandris: Appraisal Rights: A United States of America and European Union Study, Working Paper N. 20/2014, 2014, <http://www.governancelab.org/media/document/0f/e1/5050dc6d6c726e2b6a0874bb2281.pdf>

Poroy, Reha/ Tekinalp, Ünal/ Çamoğlu, Ersin: Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku Güncelleştirilmiş 11. B., İstanbul 2009. (Ortaklıklar ve Kooperatif)

Poroy, Reha/ Tekinalp, Ünal/ Çamoğlu, Ersin: Ortaklıklar Hukuku I, Yeniden Yazılmış 13. B., İstanbul 2014. (Ortaklıklar I)

Pulaşlı, Hasan: Alman Hukukunda Büyük Pay Sahibinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı, Bilgi Toplumunda Hukuk: Ünal Tekinalp'e Armağan, C. 1, İstanbul 2003, s. 649- 661.

Pulaşlı, Hasan: Şirketler Hukuku Şerhi, C. I, 2. B., Ankara 2015. (Şerh I)

Pulaşlı, Hasan: Şirketler Hukuku Şerhi, C. II, 2. B., Ankara 2015. (Şerh II)

Raiser, Thomas/ Veil, Rüdiger: Recht der Kapitalgesellschaften, 6. Aufl., München 2015.

Rieckers, Oliver: Münchener Handbuch des Gesellschafts, Band 4, München 2015.

Rock, Edward/ Davies, Paul/ Kanda, Hideki/ Kraakman, Reinier: The Anatomy of Corporate Law : A Comparative and Functional Approach, Second Ed., Edit. Reiner Kraakman et al., Oxford 2009.

Roe, Mark J.: A Political Theory of American Corporate Finance, Columbia L. Rev., V. 91, I. 1, 1991, s. 10-67.

Roth, Günter H./ Altmeyen, Holger: GmbHG Kommentar, 8. Aufl., 2015.

Saka, Zafer: Anonim Ortaklıklarda Genel Kurul, İstanbul 2004.

Sanlı, Kerem Cem.: Haksız Fiil Hukukunun Ekonomik Analizi: Hukuk ve Ekonomi Öğretisi, İstanbul 2007.

Sanwald, Reto: Austritt und Ausschluss aus AG und GmbH, Zürich 2009.

Sayın, Hediye Bahar: Pay Sahibi Haklarının Korunması Kapsamında Anonim Şirket Yönetim Kurulu Kararlarının Butlanı, 2. B., İstanbul 2017.

Schikowski, Carsten: Das Appraisal Right und Probleme der Unternehmenbewertung in de USA und Deutschland, Münster 2000.

Schindler, Hendrik : Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften, München 1999.

Schmitt, Joachim/ Hörtnagl, Robert/ Stratz, Rolf Christian: Umwandlungsgesetz- Umwandlungssteuergesetz Kommentar, 6. Aufl., München 2013.

Schöpfer, Silke: Ausschluss von Minderheitsaktionären in Deutschland und den USA, Berlin 2007.

Schulman, Stephen H./ Schenk, Alan: Shareholders' Voting and Appraisal Rights in Corporate Acquisition Transactions, Business Lawyer, V. 38, I. 4, 1982- 1983, s. 1529- 1555.

Schwenk, Michael R.: Valuation Problems in the Appraisal Remedy, Cardozo L. Rev., V. 16, I. 2 1994-1995, s.649- 698.

Schwörer, Frank: Kein Austrittsrecht nach § 305 AktG im qualifiziert faktischen Aktienkonzern, NZG 2001, 550, s. 550- 552.

Seligman, Joel: Reappraising the Appraisal Remedy, George Washington L. Rev., V.52, I. 4& 5, 1983- 1984, s. 829 – 871.

Serozan, Rona: Medeni Hukuk: Genel Bölüm/ Kişiler Hukuku, İstanbul 2015.

Sevi, Ali Murat: Anonim Ortaklığın Kendi Payını Devralması Üzerine Bir İnceleme, Batider, C. XXII, S. 1, Haziran 2003, s. 239- 270.

Sevi, Ali Murat: Anonim Ortaklıkta Payın Devri, 3. B., Ankara 2014. (Payın Devri)

Siegel, Mary: Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty- First Century, Harvard J. On Legislation, V. 32, I. 1, 1995, s. 79- 143. (Twenty- First Century)

Siegel, Mary: The Model Business Corporation Act at Sixty: An Appraisal of the Model Business Corporation Act's Appraisal Rights Provisions, Law and Contemporary Problems, V. 74, I. 1, 2011, s. 231- 252.

Sipahi, Barış/ Yanık, Serhat/ Aytürk, Yusuf: Şirket Değerleme Yaklaşımları- İlkeler, Yöntemler, Uygulamalar, 2. B., Ankara 2016.

Smith, Adam: An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, MetaLibri. https://www.ibiblio.org/ml/libri/s/SmithA_WealthNations_p.pdf.

Soederberg, Susanne: Corporate Power and Ownership in Contemporary Capitalism: The Politics of Resistance and Domination, New York 2010.

Soydemir, Selim / Akyüz, Abdullah: Sermaye Piyasası ve Borsa, İstanbul 2015.

Sönmez, Yusuf Z.: Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, İstanbul 2009.

Spindler, Gerald / Stilz, Eberhard (Hrsg.): Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Aufl., 2015.

Von Steiger, Fritz: İsviçre’de Anonim Şirketler Hukuku, Çev. T. Çağa, İstanbul 1968.

Stockburger, Jochen: Umwandlungsgesetz (Heidelberg Kommentar), Heidelberg 2009.

Stout, Lynn A.: The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation, Michigan L. Rev., V. 87, I. 3 1988-1989, s. 613- 709.

Şahin, Ayşe: Limited Şirkette Ortağın Ortaklıktan Çıkması ve Çıkarılması, “6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu’nu Beklerken”, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi Özel Sayı, C.18, S.2, 2012, s. 851- 859.

Şahin, Ayşe: Anonim Ortaklığın Haklı Sebep Feshi, İstanbul 2013. (Haklı Sebep)

Şahin, İrfan: Sözleşme Özgürlüğü ve Sözleşme Özgürlüğünün Sınırları, İstanbul 2008, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

Şehirali Çelik, Feyzan Hayal: Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, Ankara 2008.

Tanner, Brigitte: Zürcher Kommentar Band Nr. V/5b (Die Generalverwammung zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Obligationenrecht, 5. Teil: Die Aktiengesellschaft), 2. Aufl., 2003.

Tanör, Reha: Hisse Senetleri Borsada İşlem Gören Ortaklıklarda Denetim Mekanizmalarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Model Önerisi, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2005/2, s. 231- 267.

Tarhan, Damla Gül: Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşme İşlemleri Açısından Ayrılma Hakkı ve Ayrılma Akçesi, Batider, C. XXXIII, S.1, Mart 2017, s. 211- 258.

Taşdelen, Nihat: Limited Ortaklıklarda Çıkma, Çıkarılma ve Fesih, Ankara 2011.

Tekil, Fahiman: Anonim Şirketler Hukuku, 2. B., İstanbul 1998.

Tekinalp, Ünal: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları, İstanbul 1979.

Tekinalp, Ünal: Anonim Ortaklıklara İlişkin Yeni Hukuk Politikalarının Dinamikleri ve Bunlar Arasındaki İlişki, Turgut Kalpsüz'e Armağan, Ankara 2003, s. 227- 252.

Tekinalp, Ünal: Çıkmaya Katılma, Arslanlı Bilim Arşivi, 2011, s. 1-7.

(<http://arslanlibilimarsivi.com/sites/default/files/makale/UnalTekinalp-CikmayaKatilma.pdf>)

Tekinalp, Ünal: Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları, Pay Defteri Hukuku İle, İstanbul 2012. (Bağlam)

Tekinalp, Ünal: Birleşmede Ayrılma Akçesi, REGESTA, C. 2, S. 1, 2012, s. 21- 28. (Ayrılma Akçesi)

Tekinalp, Ünal: Emredici Hükümler Açısından Genel Kurul Kararlarının İptali ve Butlanı Sorunu, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Saygı Sempozyumu, 2013/ 2, s. 13-18.

Tekinalp, Ünal: Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, Değişiklik ve İkincil Düzenlemelerle Güncellenmiş 4. B., İstanbul 2015. (Sermaye Ortaklıkları)

Tekinay, Selahattin Sulhi/ Akman, Sermet/ Burcuoğlu, Haluk/ Altop, Atilla: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 7. B., İstanbul 1993.

Teoman, Ömer: Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu, Ankara 1983. (Oy Hakkından Yoksunluk)

Teoman, Ömer: Yeni Türk Ticaret Kanunu ile Yürürlük Kanununun Anonim ve Limited Ortaklık Genel Kurullarında Toplantı Nisabı Aranmayacağını Öngören Hükümleri, REGESTA, C. 2, S.2, 2012, s. 3-7.

Thomas, Randall S.: Revising the Delaware Appraisal Statute, Delaware L. Rev., V. 3, I. 1, 2000, s. 1-8.

Thompson, Larry D.: The Responsible Corporation: Its Historical Roots and Continuing Promise, Notre Dame J. of L., Ethics & Public Policy, V. 29, I. 1, 2015, s. 199- 230.

Thompson, Robert B.: Squeeze-Out Mergers and the “New” Appraisal Remedy , Washington Uni. L. Quarterly, V. 62, I. 3, 1984, s. 415- 434. (Squeeze-Out)

Thompson, Robert B.: Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal’s Role in Corporate Law, Georgetown L. J., V. 84, I. 1, 1995-1996, s. 1-60. (Exit)

Thompson, Robert B.: The Case for Iterative Statutory Reform: Appraisal and the Model Act, Georgetown Uni. L. Center, Georgetown Business, Economics and Regulatory L. Res. Paper Nr. 10-20, 2010, s. 1- 16.

Turan, Gökçen: 6362 Sayılı Kanun’da Halka Açık Ortaklık Pay Sahiplerine Tanınan Ayrılma Hakkı, Legal Hukuk Dergisi, C. 12, S. 139, 2014, s. 76- 116.

Turgut, Melis: Borsaya Kote Anonim Ortaklıklarda Elektronik Genel Kurul, İstanbul 2015.

Türk, Ahmet: Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi, Ankara 2016.

Türk, Hikmet Sami: Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesinde “Nevilerin Aynı Olması” Koşulu, Ankara 1968.

Türkyılmaz, İsmail: Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, İstanbul 2015.

Ulaş Kısa, Seda: Anonim Ortaklıkta Yaşanan Çıkar Çatışmasının Azınlıkta Kalanlara Zarar Vermemesi İçin Öngörülen Önleyici Hukuki Araçlar, Ünal Tekinalp’e Armağan, C. I, İstanbul 2003, s. 507- 536.

Uysal, Esra: Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar, İstanbul 2016.

Uzunallı, Sevilay: Anonim Şirkette İşletme Konusu, Ankara 2013.

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

Veasey, E. Norman/ Di Guglielmo, Christine T.: What Happened In Delaware Corporate Law and Governance From 1992-2004? A Retrospective On Some Key Developments, University of Pennsylvania L. Rev., V. 153, I. 5, 2005, s. 1399- 1512.

Ventoruzzo, Marco: Cross- Border Mergers, Change of Applicable Corporate Laws and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Rights under Italian Law, European Company and Financial L. Rev., V. 4, I. 1, 2007, s. 47- 75. (Withdrawal)

Ventoruzzo, Marco: Freeze- Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals, Virginia J. of International L., V. 50, I. 4, 2009- 2010, s. 841- 918. (Freeze- Outs)

Vogel, Alexander/ Heiz, Christoph/ Behnisch, Urs R./ Sieber, Andrea: Fusionsgesetz- Orell Füssli Kommentar, 2. Aufl., 2012.

Vorenberg, James: Exclusiveness of the Dissenting Stockholder's Appraisal Right, Harvard L. Rev., V. 77, I. 7, 1964, s. 1189- 1217.

De Vries, Paul Pieter: Exit Rights of Minority Shareholders in a Private Limited Company, Deventer 2010.

Weiner, Joseph L.: Payment of Dissenting Stockholders, Columbia L. Rev., V. 27, I. 5, 1927, s. 547- 565.

Weiss, Elliott J.: The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective, New York Uni. L. Rev., V. 56, I. 4, 1981, s. 624- 693.

Weiss, Elliott J.: Balancing Interests in Cash- Out Mergers: The Promise of Weinberger v. OUP, Inc., Delaware J. of Corporate L., V.8, I. 1, 1983, s. 1- 58. (Promise)

Wertheimer, Barry M.: The Purpose of the Shareholders' Appraisal Remedy,
Tennessee L. Rev., V. 65, I. 3, 1997-1998, s. 661- 690. (Purpose)

Wertheimer, Barry M.: Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine
Fair Value, Duke L. J., V. 47, I. 4, 1998, s. 613- 716. (Fair Value)

Wiedemann, Herbert: Das Abfindungsrecht- ein gesellschaftsrechtlicher
Interessenausgleich, ZGR, 7. Jahrgang, N. 2, 1978, s. 477- 497. (Abfindungsrecht)

Wiedemann, Herbert: Gesellschaftsrecht, Band I- Grundlagen, München 1980.

Woo, Angie: Appraisal Rights in Mergers of Publicly-Held Delaware Corporations:
Something Old, Something New, Something Borrowed and Something B.L.U.E.,
Southern California L. Rev., V. 68, I. 3, 1994- 1995, s. 719- 744.

Wootten, Charles H./ Roszkowski, Christie L.: Legal Aspects of Corporate
Governance in Early American Railroads, Business and Economic History, V. 28, N. 2,
1999, s. 325- 336.

<http://www.thebhc.org/sites/default/files/beh/BEHprint/v028n2/p0325-p0336.pdf>

Worthington, Sarah: Sealy and Worthington's Text, Cases and Materials in Company
Law, Eleventh Ed., Oxford 2016.

Yanlı, Veliye: Anonim Ortaklıklarda Kârın Tamamen Devrine İlişkin Bir Tasarruf
Yapılabilir mi?, İÜHFM, C. LV, S. 4, 1997, s. 201- 216. (Kârın Devri)

Yanlı, Veliye: Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul 2005.

Yanlı, Veliye: Halka Açık Şirketlerde Önemli Nitelikteki İşlemler, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 6, S. 2, 2015, s. 459- 472. (Önemli Nitelikteki İşlemler)

Yanlı, Veliye: Halka Açık Anonim Şirketler ve Bağlı Şirketlerinin Teminat İşlemleri, Prof.Dr. Seza Reisoğlu Armağanı, Ankara 2016, s. 355- 392. (Teminat İşlemleri)

Yeşiltepe, Salih Önder: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakları, Güncellenmiş 2. B., Ankara 2015.

Yiğit, İlhan: Anonim Ortaklık Genel Kurulunun İşleyişi ve Ortaya Çıkan Sorunlar, İstanbul 2005.

Yüksel, Sinan Hüdai: Borsaya Kote Edilmemiş Bağlı Nama Yazılı Payların Devrinde Şirketin Alım Önerisinde Bulunarak Onay İstemini Reddetme Hakkı, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Prof.Dr. Oğuz İmregün'e Saygı Sempozyumu, 2013/ 2, s. 159- 217.

Zobl, Dieter/ Kramer, Stefan: Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004.

İNTERNET KAYNAKLARI

6362 sayılı SPKn Genel Gerekçe ve Madde Gerekçeleri: TBMM, Yasama Dönemi: 24, Yasama Yılı: 3, Sıra Sayısı: 337.

<https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf>

6102 sayılı TTK Genel Gerekçe ve Madde Gerekçeleri: TBMM, Yasama Dönemi: 23,
Yasama Yılı: 2, Sıra Sayısı: 96.

<http://www2.tbmm.gov.tr/d22/1/1-1138.pdf>

6362 sayılı SPKn İngilizce Metni:

[http://www.cmb.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=87&fn=87.p
df&submenuheader=null](http://www.cmb.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=87&fn=87.pdf&submenuheader=null)

Türk Dil Kurumu Resmi İnternet Sitesi- Güncel Türkçe Sözlük:

[http://tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.57011
565bf07a2.63905589](http://tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.57011565bf07a2.63905589)

25&26 VICT. c. 89 (1862)- An Act for the Incorporation, Regulation and Winding-up of
Trading Companies and Other Associations:

<http://www.irishstatutebook.ie/eli/1862/act/89/enacted/en/print>

Insolvency Act (1986): <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/45/contents>

Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to
Takeover Bids, 10.01.2012:

[http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-
report_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf)

Report of The High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 04.11.2002:

http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf

82/891/EEC- 6. Direktif:

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX:31982L0891>

2004/25/EC sayılı Pay Alım Teklifi Direktifi :

<http://eur->

[lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:142:0012:0023:EN:PD](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:142:0012:0023:EN:PDF)

[F](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:142:0012:0023:EN:PDF)

2005/56/EC sayılı Sınır Ötesi Birleşmelere İlişkin Direktif:

<http://eur->

[lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:310:0001:0009:en:PD](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:310:0001:0009:en:PDF)

[F](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:310:0001:0009:en:PDF)

2011/35/EU sayılı Birleşmeye İlişkin Direktif:

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32011L0035>

European Private Company- Societas Privata Europea (SPE)- Öneri Metni:

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/epc/proposal_en.pdf

77/91/EEC- 2. Direktif Değişiklik Önerisi:

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A52004PC0730>

2011/35/EU Direktifi:

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32011L0035>

2157/2001 sayılı 8.10.2001 tarihli Konsey Tüzüğü:

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32001R2157&from=EN>

Pay Alım Teklifine İlişkin 13. Direktif Tasarısı:

<http://aei.pitt.edu/10077/1/10077.pdf>

Ortaklıklar Hukukunun Belirli Yönlerine İlişkin Direktif Önerisi:

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52015PC0616>

2017/828 sayılı Direktif:

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A32017L0828>

2007/36/EC Pay Sahipliği Hakları Direktifi'nde Değişiklik Yapılmasına İlişkin Direktif Tasarısı:

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2014%3A213%3AFIN>

OECD Corporate Governance Factbook, 2017.

<http://www.oecd.org/daf/ca/corporate-governance-factbook.htm>

Borsa Trendleri Raporu, TÜYİD, Sayı: XXI, Nisan- Haziran 2017.

https://www.tuyid.org/files/Borsa_Trendleri_Raporu_XXI.pdf

Delaware General Corporation Law:

<http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc09/index.shtml>

Model Business Corporation Act:

http://www.lexisnexis.com/documents/pdf/20080618091347_large.pdf

“Macrotron” Entscheidung- Bundesgerichtshof, 25.11.2002, II ZR 133/01:

<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi->

[bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=f4668e27a5d62c8365f76ce345868da2&nr=25332&pos=0&anz=1](http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=f4668e27a5d62c8365f76ce345868da2&nr=25332&pos=0&anz=1)

“Frosta” Entscheidung - Bundesgerichtshof, 08.10.2013, II ZB 26/12:

<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi->

[bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=1896414dff9e4b58bc551de9670d73d2&nr=65834&pos=0&anz=1](http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=1896414dff9e4b58bc551de9670d73d2&nr=65834&pos=0&anz=1)

“DAT/Altana” Entscheidung- Bundesverfassungsgericht, 27. 4. 1999, 1 BvR 1613/94:

<http://lexetius.com/1999,1669>

“Holzmüller” Entscheidung- Bundesgerichtshof, 25.02.1982, II ZR 174/80:

https://www.jurion.de/urteile/bgh/1982-02-25/ii-zr-174_80/

“Gelatine” Entscheidungen- Bundesgerichtshof, 20.04.2004, II ZR 154/02; 26.04.2004, II ZR 155/02:

https://www.jurion.de/urteile/bgh/2004-04-26/ii-zr-154_02/

<http://lexetius.com/2004,847>

16.02.2012 tarihli 2012/7 sayılı SPKr Bülteni’nde yayımlanan 5/136 sayılı SPKr Kararı:

[http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2012&sayi=7
&submenuheader=null](http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2012&sayi=7&submenuheader=null)

Kurumsal Yönetim İlkeleri- 2003:

http://www.ecgi.org/codes/documents/kyy_tr.pdf

OECD Corporate Governance Rules- 1999:

http://www.ecgi.org/codes/documents/principles_en.pdf

OECD Corporate Governance Rules- 2004:

<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>

SPKr Kanun Tasarısı Taslağı (09.03.2012):

<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?pageid=859&action=displayfile&fn=859.pdf&submenuheader=null>

Türkiye Yatırımcı İlişkileri Derneği (TÜYİD)'nin SPKn Kanun Tasarısı Taslağı
Hakkında Görüşü:

http://www.tuyid.org/files/mevzuat_sunumlar/SPK_Kanun_Taslagina_iliskin_Tuyid_Yazisi.pdf

30.07.2010 tarihli 22/675 sayılı toplantıda verilen SPKr karar (2010/31 sayılı Haftalık Bülten):

<http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2010&sayi=31>

SPKr 21.07.2016 ve 24.07.2016 tarihli Basın Duyuruları:

<http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20160721&subid=0&ct=c&submenuheader=null>

<http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20160725&subid=0&ct=c&submenuheader=null>

IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, Das Institut der Wirtschaftsprüfer, 2008:

<http://d-nb.info/989531880/04>

Botschaft zum Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung,

<https://www.admin.ch/opc/de/federal-gazette/2000/4337.pdf>

<http://www.gesetze-im-internet.de/index.html>

<http://www.gesetze.ch/>

www.swisslex.ch

www.beck-online.beck.de

<http://www.kazanci.com/kho2/ibb/giris.htm>

Yargıtay 11 HD., 8.2.1991, E.1991/528, K. 1991/716, Kazancı İçtihat Bilgi Bankası.

Yargıtay 11 HD., 13.02.2006, E.2005/1362, K. 2005/1253, Kazancı İçtihat Bilgi Bankası.

Yargıtay 11. HD., 14.03.2006, E. 2005/2750, K. 2006/2644, Kazancı İçtihat Bilgi Bankası.

Yargıtay 11. HD., 30.09.1997, E. 1997/5843, K. 1997/6431, Kazancı İçtihat Bilgi Bankası.

Danıştay 10. D., 19.04.2005, E. 2003/3334, K. 2005/1967, Kazancı İçtihat Bilgi Bankası.

Danıştay İdari Dava Daireleri Genel Kurulu, 12.11.2009, E. 2008/1357, K. 2009/2191, Kazancı İçtihat Bilgi Bankası.

www.danistay.gov.tr

Danıştay 10 D., 30.09.1998, E. 1996/3286, K. 1998/4670.

