

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

**HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA
ORTAKLIKTAN ÇIKARMA HAKKI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Seda PALANDUZ

Tez Danışmanı: Doç. Dr. S. Anlam ALTAY

AĞUSTOS 2017

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

**HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA
ORTAKLIKTAN ÇIKARMA HAKKI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Seda PALANDUZ

Tez Danışmanı: Doç. Dr. S. Anlam ALTAY

AĞUSTOS 2017

ÖNSÖZ

Öncelikle bu çalışma ile sınırlı olmaksızın, her koşulda bana büyük bir sabır ve hoşgörü ile yaklaşan, hem akademik hem de manevi desteğini esirgemeyen Sayın Hocam Doç. Dr. S. Anlam Altay’a teşekkürlerimi sunarım. Ağır iş yükü arasında bana ayırdığı zaman ve harcadığı emeğe yeterince teşekkür etmem mümkün değildir.

Tüm akademik çalışmalarımıza verdikleri manevi destek ve bize sağladıkları huzurlu çalışma ortamı için MEF Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dekanı Prof. Dr. Havva Karagöz ve Dekan Yardımcısı Yrd. Doç. Dr. Emine Karacaoğlu’na; medeni hukuk alanındaki sorularımı büyük bir sabırla cevaplayan Yrd. Doç. Dr. Kadir Berk Kapancı’ya; değerli zamanını ayırarak deneyimlerini benimle paylaşan Av. Y. Özge Okat’a teşekkür borçluyum.

Günün her saatinde hiçbir sıkılma belirtisi göstermeksizin üzerinde düşündüğüm konular hakkında benimle birlikte beyin fırtınası yapan ve fikirlerimi geliştirmeme yardımcı olan sevgili arkadaşlarım Ecem Çetinyılmaz, Akın Egemen, Eren Ayanlar, Nesli Şen Özçelik ve Ece Alpay’a; benden kısa bir süre önce aynı yollardan geçen, kaynaklarını ve deneyimlerini sormama gerek kalmaksızın paylaşan, çok uzaklarda olmasına rağmen manevi desteğini esirgemeyen sevgili Leyla Orak Çelikboya’ya; en zor ve sıkışık zamanımda kendi işlerini bir kenara bırakarak büyük bir özveriyle tezi okuyan ve görüşlerini paylaşan sevgili Işıl Yelkenci ve Başak Erdoğan’a; her türlü ricamı büyük bir nezaketle karşılayan Mehmet Emin Alpaslan’a destek ve yakınlıklarından ötürü ne kadar teşekkür etsem azdır. Umarım bir gün benim de çalışmalarında onlara yardım etme ve zor zamanlarında yanlarında olma imkânım olur.

Kaynakların temin edilmesinde gösterdikleri yardımlardan ötürü MEF Üniversitesi Kütüphanesi çalışanları Ramazan Çelik ve İpek Yazar’a; en uykusuz anlarda kahveleri ile yardıma yetişen Sena Karaman’a teşekkür ederim. Yüksek lisans eğitimim boyunca destek aldığım Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu’na (TÜBİTAK) da çalışmanın hazırlanması sürecinde verdikleri destekten ötürü teşekkürlerimi sunarım.

Tezlerimizi aynı anda yazıp bitirdiğimiz, gece gündüz birlikte çalıştığımız, yeri geldiğinde kendi dertlerini unutup beni teselli eden sevgili Ceren Mermutluoğlu ve Atagün Mert Kejanlıoğlu’na bir önsözde teşekkür etmem mümkün değil. Yardımlarının büyüklüğünü ifade etmek için belirtmek isterim ki sayelerinde en zor anları bile mutlulukla anıyorum.

Son olarak, verdikleri sonsuz desteğe, gösterdikleri sevgi ve hoşgörüye teşekkür etmeye nereden başlayacağımı bilemediğim sevgili annem Ayşe Palanduz’a, babam Şükrü Palanduz’a ve kardeşim Ahmet Palanduz’a çok teşekkür ederim. İyi ki varlar.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	ii
İÇİNDEKİLER	iii
KISALTMALAR.....	vii
RÉSUMÉ.....	ix
ABSTRACT	xv
ÖZET.....	xxi
GİRİŞ	1
I. HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA PAY SAHİBİNİN ŞİRKETTEN ÇIKARILMASININ KAVRAMSAL TEMELLERİ VE ÇEŞİTLİ KAVRAMLARLA KARŞILAŞTIRILMASI	5
A. Kavram.....	5
1. Terminoloji	7
a. Anonim Ortaklıklarda Çıkma, Ayrılma ve Satma Kavramları	9
b. Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satın Alma Kavramları	10
2. Çıkarma Hakkının Yabancı Pozitif Hukuklarda Gelişimi	14
a. ABD Hukuku’nda Çıkarma Hakkı.....	14
b. AB Hukuku’nda Çıkarma Hakkı	19
c. İsviçre Hukuku’nda Çıkarma Hakkı	23
3. Türk Hukuku’ndaki Gelişmeler	24
B. Çıkarma Hakkının Öngörülmesinin Nedenleri	26
1. Menfaat İhtilaflarının Çoğunluk Pay Sahibi Lehine Giderilmesi.....	26
2. Halka Açık Şirket Statüsünün Getirdiği Yükümlülüklerden Kurtulmak... 30	
3. Şirketler Topluluğunda Tam Hâkimiyetin Sağladığı İmkanlardan Faydalanmak.....	32

4. Ekonomik Açıdan Pay Sahibinin Şirketten Çıkarılması.....	33
---	----

C. Pay Sahibinin Şirketten Çıkarılmasının Çeşitli Kavramlarla

Karşılaştırılması	39
1. SerPK’da Düzenlenen Kurumlar	39
a. Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkı.....	39
b. Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Zorunlu Pay Alım Teklifi.....	41
c. Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Satma Hakkı	42
2. TTK’da Düzenlenen Kurumlar.....	43
a. Şirket Birleşmelerinde Ortaklıktan Ayrılma Akçesi	44
b. Şirketler Topluluğunda Hâkim Şirketin Satın Alma Hakkı.....	47
c. Hâkim Şirketin Hâkimiyetini Hukuka Aykırı Kullandığı Hâllerde Pay Sahibinin Payını Satma Hakkı	48
d. Hâkim Teşebbüsün Haksız Önemli İşlemlerinde Pay Sahibinin Payını Satma Hakkı.....	49
e. Haklı Sebeplerle Fesih Davasında Azınlığın Mahkemece Şirketten Çıkarılması	50
f. Iskat	50
3. Sözleşmesel Haklar.....	51

II. HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA ÇIKARMA HAKKI AÇISINDAN HAK SAHİBİ VE ÇIKARILAN TARAF KAVRAMLARI VE HAKKIN HUKUKİ NİTELİĞİ.....

A. Karşılaştırmalı Hukuktaki Yaklaşımlar	52
B. Çıkarma Hakkı Sahibi	57
1. Halka Açık Anonim Ortaklıkta Pay Sahibi Olmak.....	58
a. Fiili Halka Arz.....	58
b. Varsayımsal Halka Arz	59
c. Halka Açıklık Statüsünden Çıkarılmamış Olmak	61
2. Hâkimiyet	61
a. Çıkarma Hakkı Bakımından Hâkimiyet Kavramı.....	62
b. Hâkimiyet Eşiğinin Hesaplanması.....	66
i. Payların ve Oy Haklarının Hesaplanması ve İmtiyazlı Payların Durumu.....	66
ii. Oy Haklarının Donması ve Oydan Yoksunluk	72

iii. Pay Üzerindeki İntifa ve Alım Haklarının Etkisi.....	74
iv. Dolaylı Olarak Sahip Olunan Paylar	76
v. Birlikte Hareket Eden Kişiler	78
3. Kamu Kurum ve Kuruluşlarının ve Yatırım Ortaklıklarının Durumu.....	80
C. Çıkarılan Taraf.....	82
D. ÇIKARMA HAKKININ HUKUKİ NİTELİĞİ.....	84
1. Yenilik Doğuran Hak	84
2. Vazgeçilmez Hak	88
 III. HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA PAY SAHİBİNİN ŞİRKETTEN ÇIKARILMASININ MADDİ KOŞULLARI VE BEDELİN BELİRLENMESİ SORUNU	 90
A. Çıkarma Hakkının Maddi Koşulları	90
1. Hâkimiyet Eşiğine Ulaşma İmkânı Veren Hukuki İşlemler	90
a. Pay Alım Teklifi.....	90
b. Birleşme	92
c. Diğer İktisap Halleri.....	93
d. Eşiğe Ulaştıktan Sonra Ek Pay Alımı	94
2. Satma Hakkının Kullanılmasına İlişkin Sürenin Dolması.....	95
3. Payların İki Yıl Süreyle Borsada İşlem Görmesi	95
B. Bedelin Belirlenmesi Sorunu	96
1. Bedelin Belirlenmesine İlişkin Karşılaştırmalı Hukuktaki Yaklaşımlar ...	97
2. Türk Hukuku'nda Bedelin Belirlenmesi.....	100
a. Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklarda Hakkın Kullanım Bedeli	102
b. Payları Borsada İşlem Gören Ortaklıklarda Hakkın Kullanım Bedeli	106
3. Teminat	108
4. Bedele İtiraz İmkânı	108
 IV. ÇIKARMA HAKKININ KULLANILMASI USULÜ	 111
A. Yabancı Hukuk Sistemlerinde Takip Edilen Usuller	111
B. Türk Hukuku'nda Çıkarma Hakkının Kullanılması Usulü.....	114
1. Kamunun Aydınlatılması.....	115

2. Satma Haklarının Kullanılması.....	118
3. Hâkim Ortağın Ortaklığa Başvurusu	119
4. Ortaklık Tarafından Yerine Getirilmesi Gereken İşlemler	123
a. Yönetim Kurulu Kararı ve Sermayenin Eş Zamanlı Olarak Artırılması ve Azaltılması.....	123
b. SPK Onayı	132
c. Çıkarma Bedelinin Çıkarılan Pay Sahiplerine Verilmesi.....	134
5. Hakkın Kullanılmasından Vazgeçilmesi	137
6. Çıkarma Hakkının Kullanılmasının Sonuçları.....	137
a. Payın İptali ve Pay Sahipliğinin Sona Ermesi.....	137
b. Ortaklığın SerPK Kapsamından Çıkarılması	138
SONUÇ.....	140
KAYNAKÇA	145
ÖZGEÇMİŞ.....	154

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AİHM	Avrupa İnsan Hakları Mahkemesi
AİHS	Avrupa İnsan Hakları Sözleşmesi
aşa.	aşağıda
BATİDER	Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
bkz.	bakınız
C.	Cilt
Ch.	Chancery Court
CO	Code des Obligations
Del.	Delaware
DGCL	Delaware General Corporation Law
dn.	dipnot
E.	Esas numarası
e.t.	Erişim Tarihi
EBK	818 sayılı mülga Borçlar Kanunu
ed.	editör
ETK	6762 sayılı mülga Türk Ticaret Kanunu
HD	Hukuk Dairesi
İYUK	2577 sayılı İdari Yargılama Usulü Kanunu
K.	Karar numarası
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
Kararname	Finansal Piyasalar ve Bu Piyasalarda Menkul Kıymetler ve Türev Araçlar Üzerinde Yapılan İşlemler Hakkında Kararname (<i>Ordonnance sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés</i>)
karş.	karşı görüşte
KoopK.	1163 sayılı Kooperatifler Kanunu
LBVM	1995 tarihli Borsa ve Menkul Kıymet İşlemleri Hakkında Federal Kanun (<i>Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières</i>)
LFus	Birleşme, Bölünme, Tür Değıştirme ve Malvarlığı Devri Kanunu (<i>Loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de</i>

	<i>patrimoine)</i>
LIMF	Sermaye Piyasalarının Altyapısı ve Piyasalarda Menkul Kıymetler ve Türev Araçlar Üzerinde İşlemler Hakkında Federal Kanun (<i>Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés</i>)
m.	madde
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu
no.	numara
p.	paragraf
RG	Resmî Gazete
s.	sayfa
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SerPK	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
T.	Karar tarihi
Taslak	Ortaklıktan Çıkarma ve Satma hakları Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ Taslağı
TBK	6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu
TTK	6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
UDS	Uluslararası Değerleme Standartları
vd.	ve devamı
yuk.	yukarıda
Tebliğ	II-27.2 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği
TTSG	Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
Yönerge	Avrupa Parlamentosu ve Konseyinin Pay Alım Tekliflerine İlişkin 2004/25/EC sayılı Yönergesi
§	Bölüm (Section)

RÉSUMÉ

Le sujet de cette étude est le droit d'exclusion des associés dans les sociétés ouvertes aux publique. Ce droit est le corollaire du « *squeeze-out* » qui a ses racines dans le droit anglo-américain. Le « *squeeze-out* » est souvent utilisé pour désigner le droit d'un actionnaire majoritaire qui a atteint un certain seuil de contrôle pour exclure les autres actionnaires de la société sans justes motifs.

Le droit d'exclusion a entré en droit turc avec l'article 27 de la loi sur le marché des capitaux n° 6362. Conformément à cette disposition, «dans le cas où les actions acquises à la suite d'une offre publique d'achat ou d'une manière différente, y compris en agissant de concert avec d'autres, atteignent ou dépassent un ratio des droits de vote de la société publique sur laquelle le Conseil détermine, les personnes détenant ces actions auront le droit d'exprimer les actionnaires devenus minoritaires». En Turquie, le droit d'exclusion est applicable aux seules sociétés ouvertes aux publique. Dans les entreprises privées, l'élimination des actionnaires minoritaires avec la volonté de la majorité n'est possible que dans l'existence d'un juste motif (article 208 du Code de commerce turc).

L'importance du droit d'exclusion résulte de ses fonctions juridiques et économiques. Principalement, ce droit est un moyen de résoudre les conflits d'intérêts entre les actionnaires majoritaires et minoritaires. Deuxièmement, ce droit permet à l'entreprise d'échapper aux obligations découlant du statut de la sociétés ouvertes aux publique en supprimant la minorité et, en même temps, de bénéficier des opportunités de contrôle total dans un groupe de sociétés. La fonction économique de ce droit est liée aux offres publiques d'achat. Il est communément admis que le droit d'exclusion peut contribuer à la formation d'un marché efficace pour le contrôle de l'entreprise en rendant les offres plus attractives.

Les règles relatives aux conditions de l'existence et à l'exercice du droit d'exclusion sont réglementées par le Communiqué n ° II-27.2 sur le droit d'exclusion et de vente («Communiqué») du Conseil du Marché des Capitaux.

Déterminer les conditions de l'apparition du droit est l'une des questions les plus importantes pour protéger les droits des actionnaires majoritaires et minoritaires d'une manière équilibrée et, en même temps, pour la réalisation des fonctions économiques du droit du «squeeze-out». Conformément à l'article 4 du Communiqué, le droit d'exclusion existe « lorsque les droits de vote d'un actionnaire atteignent 98% du droits de vote total de la société ou lorsque l'actionnaire achète des actions supplémentaires ». Les actions que l'actionnaire de contrôle possède indirectement ou en concert avec d'autres personnes sont également prises en compte dans le calcul du seuil de contrôle. Le ratio indiqué dans le Communiqué ne peut être augmenté ou diminué.

Conformément à l'article 4 du Communiqué, les votes privilégiés et les votes découlant du droit d'usufruit ou le droit de préemption ne peuvent être pris en considération lors de la détermination du ratio lié aux droits de vote. Par conséquent, pour chaque action, le seul vote que l'action fournit sera pris en compte. Toutes les actions privilégiées dans la société, non seulement les actions de l'actionnaire majoritaire, devraient être calculées comme des actions ordinaires avec un droit de vote unique. La discussion sur la pertinence de ne pas prendre en compte les privilèges de vote lors du calcul du seuil est étroitement liée au but du droit d'exclusion. L'inclusion des privilèges de vote dans le calcul entraînerait l'élimination des actionnaires minoritaires qui ont moins de droits de vote par rapport à leurs actions réelles en raison des privilèges de l'actionnaire majoritaire, quel que soit leur degré d'investissement. Prendre en compte uniquement des droits de vote sert à protéger le contrôle des actionnaires majoritaires mais cela ne parvient pas à équilibrer les intérêts de la minorité avec ceux de la majorité.

Le seuil de 98% à l'article 4 du Communiqué reste élevé par rapport aux seuils similaires dans d'autres systèmes juridiques. La première fonction est de rendre difficile la fermeture des entreprises au public ou de la retarder. Cependant, l'anticipation de cette difficulté peut aussi provoquer la réticence de certaines

entreprises à se rendre publiques au début. Il est également soutenu dans la doctrine que le droit de retrait et le droit de vente entraîneront un décalage à long terme vers un système d'actionnariat dispersé, dans les systèmes où la participation concentrée est commune. Faire difficilement l'utilisation du droit d'exclusion ne peuvent pas fournir une profondeur sur le marché des capitaux. Nous soutenons qu'en ce sens, ce n'est pas un outil efficace. Le deuxième effet de la détermination d'un seuil élevé peut être la protection des actionnaires minoritaires et des petits investisseurs, en rendant difficile l'achat de leurs actions contre leur volonté. Toutefois, conformément à l'article 27 de la loi sur le marché des capitaux, puisque le droit de vente se produira dans les mêmes conditions que le droit d'exclusion, la détermination d'un seuil élevé rendra difficile pour les actionnaires minoritaires de quitter l'entreprise. Lorsque toutes ces données sont prises en compte, force est de constater que le seuil de 98% est très élevé et qu'il diminue la fonction du droit de retrait et du droit de vente. À notre avis, il conviendrait de diminuer le seuil.

Le droit d'exclusion s'inscrit dans la réalisation du seuil de contrôle spécifié à l'article 4 du Communiqué. Toutefois, pour exercer le droit, la période de trois mois relative à l'exercice du droit de vente doit expirer (article 5/6 du Communiqué). En outre, conformément à l'article 9 du Communiqué, les droits de retrait et de vente ne peuvent pas être exercés pendant deux ans à compter de la date d'inscription de la société.

En droit turc, l'acte juridique menant à l'atteinte du seuil de contrôle n'a aucune incidence sur le droit d'exclusion. À cet égard, le droit turc est plus souple que l'UE et la Suisse. À notre avis, le choix du législateur turc est approprié. Principalement, dans les systèmes où la participation concentrée est commune, il n'est pas réaliste que le contrôle se modifie sans la volonté de l'actionnaire majoritaire par le biais d'une offre publique d'achat. En outre, en droit turc, où la participation est concentrée, l'effet réglementaire des offres publiques d'achat sur le marché n'est pas aussi important que dans les systèmes où la participation dispersée est commune. Donc, la réglementation du droit d'exclusion uniquement sur la base des offres publiques d'achat ne créera pas autant de bénéfices en droit turc que d'autres systèmes et limitera inutilement l'exercice des droits d'exclusion et de vente. Dans le système turc, l'offre publique d'achat peut permettre à l'actionnaire de contrôle de

parvenir au seuil requis pour l'apparition du droit de retrait en augmentant sa part et ses droits de vote, plutôt que de permettre le changement de contrôle. En plus, les actions peuvent également être acquises par le biais d'achats de blocs ou d'achats individuels, ou par succession, par exécution ou par application de dispositions sur les biens matrimoniaux.

Le moyen de déterminer le prix à payer aux actionnaires supprimés pour leurs actions est l'un des facteurs les plus importants. Il est seulement possible d'exercer le droit d'exclusion, ce qui est essentiellement un droit en faveur de l'actionnaire majoritaire, d'une manière qui profiterait également au petit investisseur en déterminant un prix équitable comme il a été visé dans l'exposé des motifs de l'article 27 de la Loi sur le marché des capitaux, en paient un prix juste.

Dans une société non cotée, le prix d'exercice du droit d'exclusion est déterminé dans le rapport d'évaluation préparé conformément aux Normes internationales d'évaluation, dans le but de déterminer le prix pour chaque groupe de parts (article 6/2.b du Communiqué). Les approches d'évaluation de base sont l'approche du marché, l'approche du revenu et l'approche des coûts. Chacune de ces approches comprend des méthodes de mise en œuvre différentes et détaillées. Il n'est pas possible qu'une méthode soit adaptée à toutes les situations. La méthode devrait être choisie selon les circonstances de l'espèce (Normes internationales d'évaluation 105, 10.2-10.3). La valeur que l'entreprise peut posséder dans un avenir prévisible devrait également être prise en compte dans la détermination du prix, car l'actionnaire expulsé est non seulement privé de la valeur actuelle de ses actions, mais aussi de la valeur que ses actions aurait pu atteindre à l'avenir s'il n'avait pas été exclu de l'entreprise. Cependant, il est admis que l'actionnaire expulsé ne devrait pas pouvoir bénéficier de l'augmentation de valeur résultant du changement de contrôle de l'entreprise.

Le prix d'exclusion dans les sociétés cotées, pour chaque groupe d'actions cotées, est la moyenne arithmétique des prix moyens pondérés dans le marché boursier pendant 30 jours avant la date d'acquisition du statut d'actionnaire de contrôle ou la date de divulgation à Publique (Communiqué art. 6/2.a.1). S'il existe des titres de participation non cotés dans ces sociétés, le prix de ces actions devrait

également être déterminé en fonction du prix des titres de participations cotées. Comme il a été indiqué par la doctrine, le prix sur le marché ne peut pas toujours refléter correctement la valeur réelle. Cependant, selon l'opinion dominante dans la littérature financière, même si le prix du marché ne reflète pas toujours la valeur réelle, il est encore l'indicateur le plus précis par rapport à ses alternatives. D'autres auteurs critiquent ce point de vue en précisant qu'en raison de la brièveté de la période de 30 jours, le prix peut être affecté par les fluctuations du marché et que l'actionnaire de contrôle peut exercer le droit dans une période où les prix du marché boursier sont faibles. À notre avis, cette critique est pertinente. Des intervalles très longs et très courts présentent le risque de produire des résultats irréalistes.

L'article 27 de la Loi sur le marché des capitaux ne fournit aucun recours pour faire appel du prix des droits d'exclusion ou de vente. Il est admis dans la doctrine qu'une action peut être intentée au motif que le prix n'est pas déterminé conformément aux règles de la législation et que l'article 191 du Code de commerce turc peut être appliqué à la présente action par analogie. Nous sommes d'accord avec ce point de vue, mais nous croyons qu'il serait utile que cette action soit explicitement prévue dans l'article 27 de la Loi sur le marché des capitaux.

La procédure d'exercice du droit d'exclusion est conçue pour être tout à fait différente d'autres institutions qui entraînent l'exclusion des actionnaires minoritaires de la société. Donc, le transfert d'actions des actionnaires exclus ne se déroule pas, mais ces actions seront annulées et les actions nouvelles en émission des actions annulées seront vendues aux actionnaires de contrôle. L'exposé des motifs pour l'article 27 de la Loi sur le marché des capitaux ne contient pas une explication concernant ce choix du législateur. À notre avis, cette procédure vise à faciliter le processus en éliminant les problèmes pouvant survenir lors du transfert d'actions, tels que les restrictions aux transferts d'actions, le transfert de certificats d'actions et l'enregistrement des actions dans le registre des actions; Et donc, c'est une disposition appropriée.

Le droit d'exclusion est un droit formatif. Une déclaration unilatérale d'intention de l'actionnaire de contrôle dirigée à la société afin d'exercer le droit de retrait n'exerce pas d'office l'annulation des actions des actionnaires minoritaires.

L'exercice du droit apporte à l'entreprise l'obligation d'annuler les actions des actionnaires exclus, d'émettre les nouvelles actions et de les vendre à l'actionnaire majoritaire. Par conséquent, l'exercice du droit ne met pas fin à une relation juridique existante. Au contraire, une nouvelle situation juridique se pose. C'est la raison pour laquelle le droit de dissémination est un droit formateur.

La demande faite par l'actionnaire de contrôle à la société afin d'exercer son droit d'exclusion oblige le conseil d'administration à effectuer les opérations indiquées dans le Communiqué. Lors de la demande, le conseil d'administration demandera d'abord au Conseil d'approuver le document d'émission «avec sa décision d'annuler les actions des autres actionnaires et d'émettre de nouvelles actions en échange des actions annulées» (article 5/7 du Communiqué). Si les conditions du droit de retrait sont atteintes, le conseil d'administration n'a pas de pouvoir discrétionnaire.

À notre avis, l'augmentation et la diminution du capital devraient se faire simultanément alors que le droit de retrait est exercé. Comme mentionné ci-dessus, la seule façon dont le capital de l'entreprise ne change pas numériquement en raison de l'exercice du droit d'exclusion est que l'augmentation de capital requise par le Communiqué est effectuée avec une diminution de capital équivalente. Bien qu'il y ait techniquement une baisse de capital ici, ni le capital écrit de l'entreprise ni les actifs de l'entreprise ne sont réduits.

Le droit d'exclusion doit être exercé pour toutes les actions détenues par tous les actionnaires minoritaires. Les titres en dehors des actions ne sont pas dans le champ d'application du droit d'exclusion retrait. Avec l'exercice du droit d'exclusion, les actions des actionnaires dissoutes cessent d'exister et leur statut de participation prend fin. De cette façon, la société devient privée.

ABSTRACT

The subject of this study is the right of squeeze-out in public companies. This right, as it is provided under Turkish law, has its roots in Anglo-american law. Squeeze-out often refers to the right of a controlling shareholder that has reached a certain control threshold to exclude other shareholders from the company irrespective of lack of just cause.

Turkish law first recognized the right of squeeze-out with Article 27 of the Capital Markets Law numbered 6362. Pursuant to this provision, “in case shares acquired as a result of a takeover bid or in any other different way, including acting in concert with others, reach or surpass the ratio of the voting rights of the public company to be determined by the Capital Markets Board, the persons holding these shares shall gain the right to squeeze out minority shareholders”. In Turkey, squeeze-out applies exclusively to public joint-stock companies. In private companies, squeeze-out of minority shareholders by the majority is only possible in the existence of just cause (Article 208 of the Turkish Commercial Code).

Importance of the right of squeeze-out arises from both its legal and economic functions. Primarily, this right serves as an important tool for resolving the conflicts of interest between majority and minority shareholders. Secondly, it allows the company to avoid the obligations arising from public company status as well as to enjoy the benefits of total control of a corporate group. The economic function of squeeze-out is closely related to takeover bids: It is widely accepted that the right of squeeze-out can potentially contribute to the formation of an efficient market for corporate control by making takeover bids more attractive.

Rules regarding the use of squeeze-out right are provided by the Communiqué numbered II-27.2 on Squeeze-out and Sell-out Rights of the Capital Markets Board (“Communiqué”).

Conditions of the squeeze-out right is significant for balancing the rights of majority and minority shareholders while also realizing the economic functions the right is aimed to serve. Pursuant to Article 4 of the Communiqué, the right of squeeze-out arises “when voting rights of a shareholder reaches 98% of the total voting rights of the company or when the shareholder buys additional shares after having already reached this threshold”. Shares that the controlling shareholder holds indirectly or in concert with other persons are also taken into account while calculating the control threshold. This threshold is determined in the Communiqué, and it cannot be increased or decreased by the articles of association.

In accordance with Article 4 of the Communiqué, neither voting privileges nor votes arising from usufruct rights nor rights of pre-emption can be taken into consideration when calculating the threshold. In other words, a one share-one vote principle applies: All privileged shares in the partnership (and not only the privileged shares of the controlling shareholder) should be considered ordinary shares carrying a single voting right. The question of whether disregarding voting privileges is beneficial is closely related to the question of purpose(s) squeeze-out rights primarily serves. Inclusion of voting privileges in the calculation would result in exclusion of minority shareholders that have relatively small number voting rights compared to their share of capital irrespective of the size of their investment. Such approach would fail to strike a balance between majority and minority interests.

The 98% threshold set forth in Article 4 of the Communiqué remains high compared to other legal systems. Such a high threshold could be presumed to prevent or at least delay going private. However, anticipation of this difficulty may also cause reluctance among private companies against going public. It is suggested in the literature that in legal systems where concentrated ownership structure is common, both squeeze-out sell-out rights are expected to trigger a shift in the long-term towards more dispersed shareholding structures. Aggravating the conditions of squeeze-out right in order to increase the free float rate could prevent companies with low free float rate from entirely going private but it cannot provide depth in the capital markets. In this sense, we conclude that this strategy is not effective. The second potential function of a high threshold could be protection of minority shareholders and small investors, by making it difficult to exclude them from the

company against their will. However, according to Article 27 of the Capital Markets Law, since the sell-out right arises on the same conditions as the squeeze-out right, this makes it equally more difficult for the minority shareholders to quit the company. In light of the above, we conclude that the 98% threshold is too high to be effective and that it decreases the function of both squeeze-out and sell-out rights. It would thus be appropriate to decrease it.

The right of squeeze-out arises with the attainment of the threshold of control specified in Article 4 of the Communiqué. However, in order to use the right, the three-month period allocated to the utilization of sell-out rights should first expire (Article 5/6 of the Communiqué). Furthermore, pursuant to Article 9 of the Communiqué, the rights of squeeze-out and sell-out cannot be used for two years starting from the date when the company is first listed.

Under Turkish law, any legal act may enable the majority shareholder to reach threshold of control. In this respect, Turkish law is more flexible than the EU and Switzerland. This is a successful policy choice. Primarily, in legal systems where concentrated shareholding is common, it is not realistic for corporate control to change hands through a hostile takeover bid against the majority shareholder's will. In addition, in Turkey, where shareholding structures are mostly concentrated, the efficiency triggering role of takeover bids on the market is not as significant as it is in systems with predominantly dispersed shareholding. Consequently, limiting the right of squeeze-out to post takeover bids would not create as much benefit in our legal system as it does in the USA. Under Turkish law, block purchases, individual purchases, inheritance, compulsory execution, and division of matrimonial property are, among others, methods that could help reach the threshold.

Determination of the squeeze-out price to be paid to the minority shareholders is a crucial aspect of the legal analysis of squeeze-out. It is not possible to use the right of squeeze-out without violating minority shareholders' property rights without paying a fair price.

In a non-listed company, the squeeze-out price for each class of shares is determined in the valuation report prepared in accordance with International

Valuation Standards (“IVS”) (Article 6/2.b of the Communiqué). Valuation methods provided by IVS are the market approach, income approach, and cost approach; each of which includes different and detailed methods of implementation. It is not possible for each method to be suitable for every situation. Circumstances of each case dictate which method or methods are more relevant and appropriate (IVS 105, 10.2-10.3). The value that the company is expected to have in the foreseeable future should also be taken into account in determining the price. This is because the excluded minority shareholders are not only deprived of the current value of their shares, but also of the value they were expected to have had they been able to stay in the company. On the other hand, the excluded shareholders should not be able to benefit from the increase in value resulting from the change of corporate control that triggered the threshold.

Squeeze-out price for each class of shares traded on the exchange is the weighted average price in the stock exchange calculated over a period of 30 days before the date on which the control threshold is reached (Communiqué m 6/2.a.1). If there are non-listed classes of shares in these companies, the price of these shares are determined according to the price of the listed shares. It is frequently affirmed in the finance literature that market price does not always accurately reflect the real value of the shares. However, according to the prevalent opinion, although it does not always fully reflect the real value, market value is still the most accurate indicator compared to its alternatives. However, the 30-day period over which the price is calculated is too short and thus susceptible to fluctuations in the market and exploitation by the majority. Both very long and very short intervals have the risk of producing unrealistic results.

Article 27 of the Capital Markets Law does not provide any course of action against determination of squeeze-out and sell-out price. It is argued in the doctrine that an action can be brought if the price is not determined in accordance with the rules in the Capital Markets Law or the Communiqué. Provisions of Article 191 of the Turkish Commercial Code would be applied by analogy to these actions.

Procedure relevant to the exercise of squeeze-out rights is designed to be quite different from other similar rights and institutions, which result in the exclusion of

minority shareholders from a company. When minority is squeezed-out, its shares are not transferred to the majority but are rather annulled. Then, new shares are issued and sold to the controlling shareholders. This procedure seems to be aimed at facilitating legal complications that may come up during transfer of shares such as transfer restrictions, the question of transfer of share certificates, and registration of the shares with the share ledger. We thus conclude that this is a successful policy choice.

The right of squeeze-out is a formative right. However, a unilateral declaration of the controlling shareholder directed to the company in order to exercise the squeeze-out right does not *ex officio* result in the annulment of minority shares. This declaration only puts the company under an obligation to annul the shares of the squeezed out shareholders, issue new shares, and sell them to the controlling shareholder. Therefore, the use of this right does not end an existing legal relationship but rather helps arise a new legal situation arises. For this reason, the right of squeeze-out is not a disruptive, but a constituent formative right.

The application made by the controlling shareholder to the company in order to exercise his/her right of squeeze-out brings up the obligation of the board of directors to carry out the transactions stated in the Communiqué. Upon this application, the board of directors should firstly apply to the Capital Markets Board for the approval of the issuance document along “with its decision to annul the shares of minority shareholders and to issue new shares in exchange for the annulled ones” (Article 5/7 of the Communiqué). If the conditions for the right of squeeze-out are fulfilled, the board of directors has no discretion whether to carry out these operations.

In our opinion, when squeeze-out right is used, the company should go through simultaneous capital increase and decrease. In order for the total corporate capital to stay the same despite annulment of minority shares is to accompany it with a capital increase in the same amount.

The right of squeeze-out must be used for all shares held by all minority shareholders. Securities other than shares are not in the scope of the right of squeeze-out. With the exercise of this right, shares of the squeezed out shareholders cease to

exist and their shareholding status ends. Consequently, the company goes private. When squeeze-out right is used a listed company, all shares in the company, and not only those that belonged to the minority end up delisted.



ÖZET

Bu çalışmanın konusunu, halka açık anonim ortaklıklarda ortaklıktan çıkarma hakkı oluşturmaktadır. Çıkarma hakkı, yabancı hukuklarda *squeeze-out* olarak ifade edilen Angloamerikan hukuku kökenli bir müessesenin Türk hukukundaki karşılığıdır. *Squeeze-out* çoğunlukla, belirli bir hâkimiyet eşiğine ulaşan hâkim ortağın başkaca bir sebep göstermeye gerek olmaksızın kalan pay sahiplerini şirketten çıkarma hakkı anlamında kullanılmaktadır.

Çıkarma hakkı Türk Hukuku'na 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ("SerPK") m. 27 ile girmiştir. Bu hüküm uyarınca "pay alım teklifi" sonucunda veya birlikte hareket etmek de dâhil olmak üzere başka bir şekilde sahip olunan payların halka açık ortaklığın oy haklarının Kurulca belirlenen orana veya daha fazlasına ulaşması durumunda, paya sahip olan bu kişiler açısından azınlıkta kalan pay sahiplerini ortaklıktan çıkarma hakkı doğar". Türkiye'de çıkarma hakkı sadece halka açık anonim ortaklıklarda geçerlidir. Kapalı ortaklıklarda ise azınlık pay sahiplerinin çoğunluğun arzusuyla şirketten uzaklaştırılması, ancak haklı sebeplerin varlığında mümkündür (TTK m. 208).

Çıkarma hakkının önemi, hem hukuki hem de iktisadi işlevlerinden kaynaklanmaktadır. Bu hak öncelikle, çoğunluk ve azınlık pay sahipleri arasındaki menfaat ihtilaflarını gidermenin bir aracıdır. İkinci olarak, bu hak kullanılarak azınlığın şirketten uzaklaştırılması ile şirketin hem halka açık şirket statüsünün getirdiği yükümlülüklerden kurtulması hem de şirketler topluluğunda tam hakimiyetin sağladığı imkanlardan faydalanması mümkün olur. Çıkarma hakkının iktisadi işlevi ise pay alım teklifleri ile bağlantılıdır. Çıkarma hakkının pay alım tekliflerini cazip hale getirerek verimli bir ortaklığın kontrolü pazarının oluşmasına katkıda bulunabileceği kabul edilmektedir.

Çıkarma hakkının doğumu koşullarına ve kullanılması usulüne ilişkin esaslar SPK'nın II-27.2 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği'nde ("Tebliğ") düzenlenmiştir.

Çoğunluk ve azınlık pay sahiplerinin menfaatlerini dengeli bir şekilde gözetebilmesi ve aynı zamanda çıkarma hakkının ekonomik işlevlerinin gerçekleştirilmesi için en önemli hususlardan biri, çıkarma hakkının doğumu koşullarının belirlenmesidir. Tebliğ m. 4 doğrultusunda çıkarma hakkı, "sahip olunan paylara ilişkin oy haklarının, ortaklığın oy haklarının %98'ine ulaşması veya bu konumda iken ek pay alınması durumunda" doğar. Hâkimiyet eşiğinin hesaplanmasında hâkim ortağın dolaylı olarak veya başka kişilerle birlikte sahip olduğu paylar da dikkate alınır. Tebliğ'de belirtilen oran, esas sözleşmeye koyulacak hükümle artırılmaz ve azaltılamaz.

Tebliğ m. 4 uyarınca oy haklarına ilişkin oranın tespitinde imtiyazlar ve üzerinde intifa ve alım hakkı olan paylardan doğan oylar dikkate alınmaz. Dolayısıyla her bir pay için payın sağladığı bir oy hesaplamaya katılacaktır. Yalnız hâkim ortağın sahip olduğu payların değil, ortaklıktaki tüm imtiyazlı payların birer oy hakkına sahip adi pay gibi hesaplanması gerekmektedir. Eşiğin hesaplanmasında oy hakkında imtiyazların dikkate alınmamasının yerindeliğine ilişkin tartışma, çıkarma hakkının yöneldiği amaçla yakından ilişkilidir. Oy hakkında imtiyazların hesaplamaya dahil edilmesi, sahip oldukları oy hakları hakim pay sahibinin imtiyazları nedeniyle ellerinde bulundurdıkları sermaye payından daha düşük olan azınlık pay sahiplerinin, yatırımlarının genişliğine bakılmaksızın çıkarılması sonucunu doğuracaktır. Sadece oy haklarının esas alınması çoğunluğun hâkimiyetinin korunmasına hizmet etse de, çoğunluk-azınlık menfaatlerini dengelemede başarısız olmaktadır.

Tebliğ m. 4'te yer alan %98'lik eşik, karşılaştırmalı hukuka bakıldığında yüksek kalmaktadır. Bunun ilk işlevi, şirketlerin halka kapanmasını zorlaştırmak veya geciktirmektir. Ancak bu zorluğun öngörülmesi, bazı şirketlerin en baştan halka açılmaktan çekinmesine de neden olabilir. Ayrıca doktrinde, hem çıkarma hem de ayrılma hakkının, yoğunlaşmış pay sahipliğinin yaygın olduğu sistemlerde uzun vadede dağınık pay sahipliği yönünde bir değişime neden olacağı savunulmaktadır.

Halka açıklık oranını artırmak için çıkarma hakkının kullanılmasının zorlaştırılması, halka açıklık oranı düşük şirketleri Kanun kapsamında kalmaya zorlayabilir; ancak sermaye piyasasında derinliği sağlayamaz. Bu anlamda kanaatimizce etkili bir araç değildir. Eşiğin yüksek belirlenmesinin ikinci etkisi, azınlığın paylarının rızası hilâfına elinden alınmasını zorlaştırarak azınlık pay sahiplerinin ve küçük yatırımcının korunması olabilir. Ancak SerPK m. 27'ye göre, satma hakkı da çıkarma hakkının doğduğu koşullarda doğacağından eşiğin yüksek belirlenmesi, zaten şirkette etki gösterme ihtimali kalmamış azınlığın şirketten ayrılmasını güçleştirecektir. Bütün bu veriler dikkate alındığında %98'lik eşiğin çok yüksek olduğu ve hem çıkarma hem de satma hakkının işlevini azalttığı kanaati kuvvetlenmektedir. Kanaatimizce eşiğin düşürülmesi yerinde olacaktır.

Çıkarma hakkı, Tebliğ m. 4'te belirtilen hâkimiyet eşiğine ulaşılmasıyla birlikte doğar. Ancak hakkın kullanılabilmesi için satma hakkının kullanımına ilişki üç aylık sürenin sona ermesi gerekir (Tebliğ m. 5/6). Ayrıca Tebliğ m. 9 uyarınca ortaklık paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren iki yıl süreyle çıkarma ve satma hakları kullanılamaz.

Hukukumuzda, hâkimiyet eşiğine ulaşılmasını sağlayan hukuki işlemin, çıkarma hakkının doğması bakımından bir önemi yoktur. Bu açıdan Türk hukuku, AB'den ve İsviçre'den daha esnek bir anlayışa sahiptir. Kanaatimizce kanun koyucunun bu tercihi isabetlidir. Öncelikle yoğunlaşmış pay sahipliğinin hâkim olduğu sistemlerde, pay alım teklifi yoluyla çoğunluk pay sahibinin rızası olmaksızın hâkimiyetin el değiştirmesi gerçekçi bir olasılık değildir. Ayrıca pay sahipliğinin yoğunlaşmış olduğu Türk hukukunda, pay alım tekliflerinin piyasayı düzenleyici etkisi, dağınık pay sahipliğinin baskın olduğu sistemlerdeki kadar mühim değildir. Bu nedenle çıkarma hakkının sadece pay alım teklifleri ekseninde düzenlenmesi, hukukumuzda hem o sistemlerde olduğu kadar büyük bir menfaat yaratmayacaktır hem de çıkarma ve satma haklarının kullanılmasını gereksiz yere sınırlandıracaktır. Hukukumuzda, pay alım teklifi, kontrolün el değiştirmesinden ziyade, mevcut hâkim pay sahibinin sermaye payını ve oy haklarını artırmasını sağlayarak çıkarma hakkının doğumu için aranan eşiğe ulaşmasını sağlayabilir. Bunun yanı sıra paylar, blok alım veya münferit alım yöntemleriyle veya miras, icra, eşler arası mal rejimi hükümlerinin uygulanması ile de kazanılmış olabilir.

Çıkarılan pay sahiplerine payları karşılığında ödenecek bedelin nasıl belirlendiği, çıkarma hakkının amaçlarına ulaşip ulaşmayacağını etkileyen en önemli unsurlardan biridir. Esasen hâkim pay sahibinin menfaatine olan çıkarma hakkının SerPK m. 27'nin gerekçesinde de hedeflendiği üzere küçük yatırımcının da haklarını koruyacak şekilde hayata geçirilmesi ancak adil bir bedelin öngörülmesi ile mümkündür. Gerçekten de, azınlık pay sahibinin malvarlığına dahil bir unsur olan payın, kendisinin rızası hilafına elinden alınması, mülkiyet hakkına aykırılık teşkil edebilir.

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda hakkın kullanım bedeli, her bir pay grubuna ilişkin fiyatın tespiti amacıyla Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak hazırlanan değerleme raporunda belirlenir (Tebliğ m. 6/2.b). Temel değerleme yaklaşımları, pazar yaklaşımı, gelir yaklaşımı, ve maliyet yaklaşımıdır. Bu yaklaşımların her biri farklı ve ayrıntılı uygulama yöntemleri içerir. Bir yöntemin her duruma uygun olması söz konusu değildir. Hangi yöntemlerin uygulanacağına somut olayın özelliklerine göre karar verilir (UDS 105, 10.2-10.3). Bedelin belirlenmesinde ortaklığın öngörülebilir gelecekte ulaşabileceği değer de hesaba katılmalıdır; çünkü çıkarılan ortak, payın sadece mevcut değerinden değil, ortaklıktan çıkarılmasaydı gelecekte ulaşacağı değerden de mahrum kalmaktadır. Ancak çıkarılan pay sahibinin, şirketin hâkimiyetindeki değişiklikten kaynaklanan değer artışından yararlanamaması gerektiği kabul edilmektedir.

Payları borsada işlem gören ortaklıklarda çıkarma bedeli, borsada işlem gören pay gruplarının her biri için, hâkim ortak konumunun kazanıldığı veya hâkim ortak konumunda bulunup ek pay alındığının kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalamasıdır (Tebliğ m. 6/2.a.1). Bu ortaklıklarda borsada işlem görmeyen pay grupları varsa bunların değeri de borsada işlem gören pay gruplarının fiyatından hareketle belirlenmektedir. Doktrinde de isabetle belirtildiği üzere, piyasada oluşan fiyatın, payın gerçek değerini her zaman doğru olarak yansıtacağı söylenemez. Ancak finans literatüründeki baskın görüş, her ne kadar borsa fiyatının payın gerçek değerini her zaman tam olarak yansıtacağı söylenemese de, bunun yine de alternatiflerinden daha isabetli bir gösterge olduğudur. Doktrinde 30 günlük sürenin kısalığı nedeniyle

fiyatın piyasadaki dalgalanmalardan etkilenebileceği, ayrıca hâkim pay sahibinin hakkı borsadaki fiyatın düşük olduğu dönemde kullanabileceği eleştirisi yapılmaktadır. Kanaatimizce bu eleştiri yerindedir. Hem çok uzun hem de çok kısa aralıkların gerçekçi olmayan sonuçlar doğurma riski vardır.

SerPK m. 27’de satma ve çıkarma hakkı bedeline itiraz edilebilmesi amacıyla herhangi bir başvuru veya dava imkânı öngörülmemiştir. Doktrinde bedelin mevzuattaki esaslara uygun olarak belirlenmediği gerekçesiyle dava açılabilceği, bu davaya TTK m. 191 hükmünün kıyasen uygulanacağı kabul edilmektedir. Bu görüşe katılıyor; ancak bu davanın SerPK m. 27’de açıkça düzenlenmesinin faydalı olacağını düşünüyoruz.

SerPK m. 27 uyarınca çıkarma hakkının kullanılması usulü, azınlık pay sahiplerinin şirketten uzaklaştırılması sonucunu doğuran diğer kurumlardan oldukça farklı şekilde tasarlanmıştır. Buna göre çıkarılan pay sahiplerinin paylarının devredilmesi değil; bu payların iptal edilmesi ve bunlar karşılığında çıkarılacak yeni payların hâkim pay sahiplerine satılması söz konusu olur. SerPK m. 27’nin gerekçesi, kanun koyucunun çıkarma hakkının kullanılması usulüne ilişkin bu tercihinin nedenlerine dair bir açıklama içermemektedir. Kanaatimizce bu usul, pay devrinin gündeme getirebileceği bağlam, pay senetlerinin devri ve pay defterine kayıt gibi hususları bertaraf ederek süreci kolaylaştırma amacındadır ve bu açıdan isabetlidir.

Çıkarma hakkı, kanundan doğan ve pay sahipliği sıfatına bağlı bir yenilik doğuran haktır. Hâkim ortağın çıkarma hakkını kullanmak için ortaklığa yönelteceği tek taraflı bir irade beyanı, azınlık pay sahiplerinin paylarının iptali sonucunu kendiliğinden doğurmaz. Hakkın kullanılması, sadece, ortaklığın çıkarılan pay sahiplerinin paylarını iptal etme ve yeni payları çıkartıp hâkim pay sahibine satma yükümlülüğünü gündeme getirir. Dolayısıyla hakkın kullanılmasıyla mevcut bir hukuki ilişki sona ermez. Aksine, yeni bir hukuki durum doğar. Bu nedenle çıkarma hakkı bozucu değil kurucu yenilik doğuran hak niteliğindedir.

Hâkim ortağın çıkarma hakkını kullanmak üzere ortaklığa yaptığı başvuru, yönetim kurulunun Tebliğ’de belirtilen işlemleri yapması yükümlülüğünü gündeme

getirmektedir. Başvuru üzerine öncelikle ortaklık yönetim kurulu, “diğer ortakların paylarının iptali ile söz konusu paylar karşılığında çıkarılacak yeni payların ihracı amacıyla karar alarak” ihraç belgesinin onaylanmasını teminen Kurula başvuracaktır (Tebliğ m. 5/7). Çıkarma hakkının koşulları gerçekleşmişse, yönetim kurulunun bu işlemleri yapmak konusunda takdir yetkisi bulunmamaktadır.

Kanaatimizce çıkarma hakkı kullanılırken eş zamanlı olarak sermaye artırım ve azaltımı yapılmalıdır. Yukarıda da değinildiği gibi, çıkarma hakkının kullanılması neticesinde şirket sermayesinin rakamsal olarak değişmemesinin tek yolu, Tebliğ’in öngördüğü sermaye artırımının eş değerde bir sermaye azaltımı ile birlikte gerçekleştirilmesidir.

Payları borsada işlem gören ortaklıklarda, Kurula yapılacak başvuru ile eş zamanlı olarak payların borsa kotundan çıkarılması için borsaya da başvurulur (Tebliğ m. 5/7). Başvuru, sadece çıkarılan pay sahiplerinin paylarının değil tüm payların kottan çıkarılmasına yöneliktir. SPK’nın başvuru üzerine yapacağı denetim sadece mevzuatta hakkın kullanılması için aranan koşulların gerçekleşip gerçekleşmediği, hakkın kullanım bedelinin usulüne göre belirlenip belirlenmediği ile sınırlı olmalıdır.

Çıkarma hakkı, tüm azınlık pay sahiplerinin elindeki bütün paylar için kullanılmalıdır. Pay dışındaki menkul kıymetler ise çıkarma hakkı kapsamına girmez. Çıkarma hakkının kullanılmasıyla çıkarılan pay sahiplerinin payları ortadan kalkar ve pay sahipliği sona erer. Böylece şirket de halka kapanmış olur.

GİRİŞ

Konunun Takdimi

Bu çalışmanın konusunu, halka açık anonim ortaklıklarda ortaklıktan çıkarma hakkı oluşturmaktadır. Bu müessese Türk Hukuku'na 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu¹ ("SerPK") m. 27 ile girmiştir. Hukukumuzda yeni olan çıkarma hakkının, karşılaştırmalı hukukta hem ortaklıklar hem de sermaye piyasası hukuku alanında önemli bir yeri bulunmaktadır.

Çıkarma hakkı, yabancı hukuklarda *squeeze-out* olarak ifade edilen Angloamerikan hukuku kökenli bir müessesenin Türk Hukuku'ndaki karşılığıdır. SerPK m. 27 doğrultusunda "*pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dâhil olmak üzere başka bir şekilde sahip olunan payların halka açık ortaklığın oy haklarının Kurulca belirlenen orana veya daha fazlasına ulaşması durumunda, paya sahip olan bu kişiler açısından azınlıkta kalan pay sahiplerini ortaklıktan çıkarma hakkı doğar*". Görüldüğü gibi çıkarma hakkı, halka açık anonim ortaklıklarda belirli bir hâkimiyet eşiğine erişen pay sahiplerine, başkaca bir sebebe gerek olmaksızın kalan pay sahiplerini şirketten uzaklaştırma imkânı vermektedir.

Çıkarma hakkının doğumu koşullarına ve kullanılması usulüne ilişkin esaslar SPK'nın II-27.2 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği'nde² ("Tebliğ") düzenlenmiştir. Bu çalışmada, Tebliğ hükümleri, hakkın öngörülme amaçları göz önünde bulundurularak karşılaştırmalı hukuk ve doktrin ışığında ele alınacaktır.

Çıkarma hakkının önemi, hem hukuki hem de iktisadi işlevlerinden kaynaklanmaktadır. Bu hak öncelikle, çoğunluk ve azınlık pay sahipleri arasındaki menfaat ihtilaflarını gidermenin bir aracıdır. İkinci olarak, bu hak kullanılarak azınlığın şirketten uzaklaştırılması ile şirketin hem halka açık şirket statüsünün

¹ 30.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı RG.

² 12.11.2014 tarihli ve 29173 sayılı RG.

getirdiği yükümlölüklerden kurtulması hem de şirketler topluluğunda tam hâkimiyetin sağladığı imkânlardan faydalanması mümkün olur. Çıkarma hakkının iktisadi işlevi ise pay alım teklifleri ile bağlantılıdır. Çıkarma hakkının pay alım tekliflerini cazip hale getirerek verimli bir ortaklığın kontrolü pazarının oluşmasına katkıda bulunabileceğı kabul edilmektedir.

Çıkarma hakkı halka açık ortaklıklar özelinde düzenlendiğinden bu ortaklıklara ve sermaye piyasasına dair açıklamalar çalışmanın merkezinde yer almaktadır. Bu doğrultuda çıkarma hakkının halka açık ortaklıklarda karşıladığı ihtiyaçların tespit edilmesi, mevzuatın bu yönde yorumlanması ve eleştirilmesi önem kazanmaktadır. Ancak bu hususlar, konunun anonim ortaklıklar hukukuna özgü yönünden bağımsız olarak düşünölemez. Halka açık anonim ortaklıklar da birer anonim ortaklık olup sermaye piyasası mevzuatındaki ayırık düzenlemeler dışında anonim ortaklıklar hukukunun kurallarına tabidir. Dolayısıyla çalışmanın konusu, anonim ortaklıklar hukukuna özgü birtakım hukuki sorunlara değinmeyi de gerektirmektedir. Bu nedenle özellikle çıkarma hakkının doğmasını sağlayan hâkimiyet eşiğinin hesaplanmasına ve hakkın kullanılması usulüne ilişkin II. ve IV. bölümlerde, konunun şirketler hukuku alanında arz ettiğı hukuki sorunlar da ele alınmıştır.

Çıkarma hakkının sermaye piyasasının işleyişine yönelik sonuçları incelenirken mutlaka ilgili piyasanın özellikleri ve ihtiyaçları göz önünde bulundurulmalıdır. Bu husus, özellikle de karşılaştırmalı hukuktan faydalanırken önem kazanmaktadır. Bu çalışmada ABD, AB ve İsviçre Hukuku'ndaki düzenlemelere Türk Hukuku ile karşılaştırmalı olarak kısaca değinilmiştir. Sağlıklı bir karşılaştırma yapılabilmesi için, öncelikle bu hukuk sistemleri arasındaki farklılık ve benzerlikler vurgulanmıştır. Yabancı doktrinden faydalanılırken de bu farklılık ve benzerlikler göz önünde bulundurulmaya çalışılmıştır.

İnceleme Planı

Çalışmanın ilk bölümü, halka açık anonim ortaklıklarda pay sahibinin şirketten çıkarılmasının kavramsal temellerini ortaya koymak amacındadır. Bu kapsamda öncelikle tezde kullanılacak terminoloji netleştirilecektir. Bunu takiben çıkarma hakkının yabancı pozitif hukuklardaki ve Türk Hukuku'ndaki gelişimi kısaca ele

alınacaktır. Amaç, sonraki bölümlerde yer alacak karşılaştırmalı değerlendirmeler öncesinde her bir hukuk sistemindeki düzenlemeleri ana hatlarıyla tanıtabilmektir. Daha sonra, çıkarma hakkının öngörülmesinin nedenleri açıklanacaktır. Bu açıklamalar, ilerleyen bölümlerde hukukumuzdaki düzenlemeler hakkında yapılacak değerlendirmelerde esas alınacaktır. Bu bölümde son olarak SerPK’da ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda³ (“TTK”) yer alan ve anonim şirketlerde iradi pay devrinden farklı olarak şirketten ayrılma ve çıkarmaya ilişkin düzenlemelere kısaca değinilecektir.

İkinci bölüm, çıkarma hakkı sahibinin ve çıkarılan tarafın tespitine ayrılmıştır. Bu bağlamda, çıkarma hakkının doğumu için aranan halka açık anonim ortaklıkta belirli bir hâkimiyet eşiğine erişme kriteri açıklanacaktır. SerPK m. 27 ve Tebliğ’de yer alan düzenlemeler, karşılaştırmalı hukuktaki yaklaşımlar ışığında değerlendirilecektir. Bunu takiben çıkarma hakkının hukuki niteliğine değinilecektir.

Üçüncü bölümde, çıkarma hakkının kullanılması için aranan koşullar ve bu kapsamda özellikle çıkarma bedelinin belirlenmesi sorunu ele alınacaktır. Bedelin belirlenmesi, karşılaştırmalı hukukta ve doktrinde çokça tartışılan bir husustur. Çıkarma hakkının çıkarılan pay sahiplerinin mülkiyet hakkına orantısız bir saldırı teşkil etmemesi için en önemli olan paylar karşılığında adil bir bedelin belirlenmesidir. Bu bölümde borsada işlem gören ve görmeyen paylar için adil bedelin belirlenmesinde esas alınabilecek kriterlere değinilecektir.

Dördüncü bölümde, çıkarma hakkının kullanılması usulü açıklanacaktır. Bu bağlamda hem hâkim ortağın hem de şirketin yerine getirmesi gerekenler sırasıyla incelenecektir. Tebliğ hükümlerinin yorumlanmasında uygulamadaki örneklerden faydalanılacaktır. Bu amaçla Tebliğ yürürlüğe girdikten sonra hâkim ortağın çıkarma hakkını kullandığını tespit ettiğimiz halka açık anonim ortaklıkların KAP’ta yer alan özel durum açıklamalarındaki verilere değinilecektir.

Sonuç bölümünde ise her bir bölümde varılan sonuçlar özetlenecek ve kısa bir değerlendirme yapılacaktır.

³ 14.02.2011 tarihli ve 27846 sayılı RG.

Konunun Sınırlandırılması

SerPK m. 27’de düzenlenen çıkarma hakkı, sadece halka açık anonim ortaklıklarda uygulanmaktadır. Hakkın halka açık anonim ortaklıklar ve sermaye piyasaları bakımından rolünü açıklamak için yeri geldikçe bu konularda genel açıklamalar yapılacaktır.

Çıkarma hakkı doktrinde sıklıkla TTK m. 208’de düzenlenen satın alma hakkı ile birlikte ele alınmaktadır. TTK m. 208, bir sermaye şirketinin payların ve oy haklarının en az yüzde doksanına sahip olan hâkim şirkete, haklı sebeplerin varlığında, azlığın paylarını satın alma hakkı tanımaktadır. Bu açıdan iki hakkın yöneldiği sonuç ve hizmet ettiği amaç benzer görülmektedir. Ancak SerPK m. 27/3, TTK m. 208’in halka açık anonim ortaklıklarda uygulanmayacağını belirtmektedir. Dolayısıyla iki hükmün uygulama alanı tamamen ayrılmıştır. Bu nedenle satma hakkının detaylı analizi, çalışmanın kapsamının dışında bırakılmıştır. Satma hakkına sadece çıkarma hakkıyla karşılaştırmak amacıyla yeri geldikçe kısaca değinilecektir.

I. HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA PAY SAHİBİNİN ŞİRKETTEN ÇIKARILMASININ KAVRAMSAL TEMELLERİ VE ÇEŞİTLİ KAVRAMLARLA KARŞILAŞTIRILMASI

A. Kavram

Anonim ortaklıklar hukukunda merkez kavram paydır⁴. Esas sermayenin belirli itibari değerdeki her bir parçasını ifade eden pay, ortaklıktaki hak ve borçların kaynağıdır. Diğer bir deyişle, anonim ortaklıkta haklar ve borç, pay sahibine değil paya bağlanmıştır⁵. Payın iktisabı neticesinde pay sahipliği sıfatının kazanılması ile edinilen haklar, pay sahipliği sıfatının kaybedilmesi sonucunda da yitirilir⁶. Eğer pay sahipliği yitirilmesine rağmen pay varlığını sürdürüyorsa, paydan doğan hak ve borçlar payın yeni sahibine ait olur.

Anonim ortaklıklarda payın devri kural olarak serbesttir⁷. Bu, anonim ortaklığın bir sermaye ortaklığı olmasının sonuçlarından biridir: Pay sahibinin kişiliği kural olarak önemli olmadığından payın devredilip devredilmediği ve devralacak gerçek veya tüzel kişinin kişisel özellikleri, ortaklık açısından önemli olmayacaktır⁸. Dolayısıyla pay ve bunun uzantısı olarak pay sahipliği sıfatı, iradi olarak kazanılır ve kaybedilir. Bu ilke doğrultusunda anonim ortaklıklarda pay sahipliğinin sona ermesine yol açan hallerin başında pay sahibinin iradi olarak paylarının tamamının mülkiyetini üçüncü kişilere devretmesi gelmektedir. İkinci

⁴ Ünal Tekinalp (Reha Poroy/ Ersin Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2014, p. 757; Hasan Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2015, s. 1267.

⁵ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, p. 760-761; Pulaşlı, C. II, s. 1272.

⁶ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, p. 849.

⁷ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, p. 772b; Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), **Anonim Şirketler Hukuku C. I**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2013, s. 111; Pulaşlı, C. II, 1611; Ali Murat Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004, s. 53.

⁸ Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. I, s. 89. Buna karşılık, uygulamadaki ihtiyaçlar doğrultusunda kanuni tipten sapan “kişiselleştirilmiş” anonim ortaklıklar da mevcuttur. Kişiselleştirilmiş ifadesi ile kastedilen, pay sahiplerinin kişisel özelliklerinin önem kazanmasıdır. Ancak anonim ortaklıklar hukuku kişiselleştirmeye sadece sınırlı olarak izin vermektedir. Bu sınırın ötesinde kişiselleştirme ihtiyacına pay sahipleri sözleşmeleri cevap vermektedir (Gül Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Payscaleleri Sözleşmeleri**, İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2004, s. 50 vd.).

olarak, sermayenin azaltılması veya payların birleştirilmesi⁹ nedeniyle payın itfası da tüm payları itfa edilen pay sahiplerinin bu sıfatını sona erdirecektir¹⁰. Üçüncü bir ihtimal, TTK m. 482 ve 483 uyarınca pay bedelini ifa borcunu yerine getirmeyen pay sahibinin paylara ilişkin haklarından yoksun bırakılarak ıskat edilmesidir. ıskat sadece bedeli ödenmemiş paylara ilişkin olduğundan eğer pay sahibinin ıskat edilenler dışında payı yoksa, pay sahipliği sona erer¹¹. Sayılan durumlarda, şirket devam ediyor olmasına rağmen belirli bir pay sahibinin pay sahipliği sıfatı sona ermiş olur¹². Görüldüğü gibi şirket devam ettiği sürece pay sahipliği sıfatının sona ermesi kural olarak pay sahibinin rızası ile olmaktadır. Bu ana ilkenin en önemli istisnası, pay sahibinin sermaye koyma borcunu yerine getirmemesinin yaptırımı olan ıskat müessesesidir.

Bunlara ek olarak 6102 sayılı TTK ve 6362 sayılı SerPK, ve pay sahipliğinin payın iradi devri dışında sonra ermesi sonucunu doğuran birtakım kurumlar düzenlemektedir¹³: Birleşme işleminde zorunlu veya seçimlik ayrılma akçesi öngörülmesi (TTK m. 141), şirketler topluluğunda davacı pay sahibinin paylarının hâkim şirket tarafından satın alınmasına karar verilmesi (TTK m. 202/1-2), şirketler topluluğunda hâkim şirketin haklı sebebe dayanarak azınlığın paylarını satın alması (TTK m. 208), açılan haklı sebeple fesih davasında mahkemenin davacı pay

⁹ TTK m. 477/2 uyarınca payların birleştirilmesi için her pay sahibinin bu işleme onay vermesi gerekmektedir. Payların itibari değerinin düşürülmesi yoluyla sermayenin azaltılması ise itfa anlamına gelmemektedir. Bkz. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, p. 850; Heinzmann (in Pierre Tercier/Marc Amstutz (ed.), **Code des obligations II**, Basel: Helbing & Lichtenhahn, 2008), s. 1279-1280; Hayrettin Çağlar, **Anonim Şirketlerde Esas Sermayenin Azaltılması**, Ankara: Turhan Kitabevi, 2010, s. 59.

¹⁰ Sermaye azaltımında sadece bazı pay sahiplerine ait payların onların rızasıyla itfa edilmesi de mümkündür (Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, p. 850).

¹¹ Cenker Değirmenci, **Anonim Ortaklıkta ıskat**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2006, s. 59; Ali Murat Sevi, **Anonim Ortaklıkta Sermayenin Oluşturulması ve Pay Sahiplerine İade Edilmesi Yasağı**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2013, s. 357.

¹² Bunlara ek olarak fesih veya infisah sonucunda anonim şirketin tüzel kişiliğinin sona ermesi ile de tüm pay sahiplerinin pay sahipliği sıfatı ortadan kalkar.

¹³ Sevi, payın serbestçe devredilebilirliği ilkesine getirilen sınırlamaları olumlu ve olumsuz sınırlamalar olarak iki grupta ele almıştır (Sevi, **Payın Devri**, s. 55-56). Bu tasnife göre olumsuz sınırlamalar, payın devrinin yasaklandığı veya sınırlandırıldığı halleri ifade eder. Olumlu sınırlamalar ise belirli şartlara bağlı olarak payın devralınması veya devredilmesi hakkı veya yükümlülüğü anlamındadır. Sönmez, Sevi'nin tasnifinde olumlu sınırlamalar olarak yer alan grubu payın devredilmesi zorunluluğu ve pay alım yükümlülüğü olarak ikiye ayırarak ele almıştır (Yusuf Z. Sönmez, **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı**, İstanbul: Beta Yayınları, 2009, s. 3). Karş. Okutan Nilsson ise pay devir kısıtlamalarını sadece bağlam kurallarını kapsamında ele almıştır (Okutan Nilsson, **Pay Sahipleri Sözleşmeleri**, s. 208-209). Bağlam hakkında detaylı bilgi için bkz. Ünal Tekinalp, **Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2012, p. 1.05 vd.; Necdet Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 23 vd.; Murat Yusuf Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, İstanbul: Vedat, 2014, s. 35 vd.; Tamer Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)-Die Vinkulierung**, İstanbul: XII Levha Yayıncılık, 2016, 61 vd..

sahibinin paylarının bedeli ödenerek şirketten çıkarılmasına karar vermesi (TTK m. 531), halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkı (SerPK m. 24), zorunlu pay alım teklifi (SerPK m. 26), çıkarma hakkı ve satma hakkı (SerPK m. 27)¹⁴.

SerPK m. 27 uyarınca, “pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dâhil olmak üzere başka bir şekilde sahip olunan payların halka açık ortaklığın oy haklarının Kurulca belirlenen orana¹⁵ veya daha fazlasına ulaşması durumunda, paya sahip olan bu kişiler açısından azınlıkta kalan pay sahiplerini ortaklıktan çıkarma hakkı doğar”. Görüldüğü gibi çalışmamızın konusunu teşkil eden çıkarma hakkı, payın serbestçe devredilebilirliği ilkesine getirilen kanuni istisnalardandır¹⁶.

Bölümün geri kalanında öncelikle, çalışmamızda kullanılacak kavramların netleştirilmesi amacıyla, çıkarma hakkına ve çıkarma hakkı ile benzer yönleri olan kavramlara ilişkin terminoloji ele alınacaktır. Daha sonra hakkın karşılaştırmalı hukuk ve Türk Hukuku’ndaki gelişimi kısaca özetlenecek ve öngörülme nedenleri tartışılacaktır. Son olarak çıkarma hakkının yukarıda sayılan haklardan ayrılan ve bunlarla benzeşen yönlerine değinilecektir. Böylece çıkarma hakkının kavramsal temellerinin sunulması amaçlanmaktadır.

1. Terminoloji

TTK ve SerPK’da tanınan, belirli şartların gerçekleşmesi halinde anonim şirketlerde iradi pay devrinden farklı olarak payları satma, şirketten ayrılma, payları satın alma ve diğer pay sahiplerini çıkarma konulu haklar, kanunda farklı terimler ile ifade edilmiştir. Önceki dönemde de şahıs ortaklıkları hakkındaki yasal düzenlemelerde ve diğer sistemlerdeki benzer müesseseleri konu alan karşılaştırmalı hukuk çalışmalarında, daha sonra kanuna alınan bu terimler yeknesaklıktan uzak biçimde kullanılmaktaydı. Bu da ilgili düzenlemelerin yürürlüğe girmesinden sonra bile doktrinde bu haklara ilişkin terminoloji üzerinde fikir birliği sağlanamamasına

¹⁴ SerPK m. 27 ile karşılaştırmalı olarak bu düzenlemelerle ilgili kısa açıklamalar için bkz. aşağı. I.C.

¹⁵ Bu oran, II-27.2 sayılı Tebliğ m. 4/1’de %98 olarak belirlenmiştir.

¹⁶ Serdar Karababa, **(Mukayeseli Hukuk ve Türk Hukuku Açısından) Anonim Ortaklıkta Satın Alma (Squeeze-out) ve Çıkarma Hakları**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2016, s. 136; Sönmez, s. 7. SerPK m. 27’de düzenlenen çıkarma hakkı, çıkarılan pay sahiplerinin paylarının hâkim ortağa devri yoluyla kullanılmamaktadır. Ancak yine de payların sadece serbestçe devredilebileceği ilkesinin bir istisnasını teşkil etmektedir. Hakkın kullanılması usulüne ilişkin detaylı açıklamalarımız için bkz. aşağı. IV.B.

neden olmuştur. Çalışmamızın odağını teşkil eden ve SerPK m. 27’de düzenlenen çıkarma hakkının benzer kavramlardan ayırt edilebilmesi ve kapsamının belirlenmesi için öncelikle kullanılacak terminolojinin netleştirilmesi gerekmektedir.

TTK ve TBK yürürlüğe girmeden önceki dönemde çıkma ve çıkarma kurumları; kooperatifler, şahıs ortaklıkları ve şahıs unsuru ağır basan bir sermaye ortaklığı¹⁷ olan limited ortaklıklar bağlamında gündeme gelmekteydi. TTK ve TBK’da da söz konusu şirketler ile ilgili çıkma ve çıkarma hakkına ilişkin düzenlemeler bulunmaktadır¹⁸.

Bahsi geçen hakları, kullanılmalarının pay sahipliği sıfatı sona eren ve şirketle ilişkisi kesilen kişinin inisiyatifinde olup olmaması bakımından tasnif ettiğimizde çıkma, ayrılma ve satma haklarının bir grupta; çıkarma ve satın alma kavramlarının ise diğer grupta birleştiğini görürüz. Öncelikle ilk gruptaki haklar kısaca incelenecek; daha sonra çalışmamızın merkezindeki SerPK m. 27’nin sistemdeki konumunun tespit edilebilmesi amacıyla çıkarma kavramı üzerinde detaylıca durulacaktır.

¹⁷ TTK m. 124/2 uyarınca limited şirket bir sermaye şirkettir. Ancak şahıs şirketlerine özgü bazı niteliklere sahiptir. Bu nedenle çıkma ve çıkarma hakları bağlamında limited ortaklıklar, bir diğer sermaye ortaklığı olan anonim ortaklıkla değil, şahıs ortaklıkları ile aynı grupta değerlendirilecektir. Zira bu haklar, limited şirkette, şahıs şirketlerine hâkim olan esaslar ekseninde düzenlenmiştir. Bkz. Reha Poroy/Ünal Tekinalp/Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010, p. 1638a; Aytekin Çelik, **Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2016. s. 74; Engin Erdil, **Limited Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma**, İstanbul: Vedat Kitabevi, 2010, s. 65.

¹⁸ EBK’da adi ortaklıkta kanuni bir çıkma ve çıkarma hakkı bulunmamakla birlikte, çıkma ve çıkarmanın ortaklık sözleşmesinde düzenlenmesi veya tüm ortakların oybirliği ile gerçekleşmesi mümkündür. Bkz. Poroy (Tekinalp/Çamoğlu), **ETK Ortaklıklar**, p.98-98.a; Oruç Hami Şener, **Adi Ortaklık**, Ankara: Yetkin, 2008, s. 387-389. TBK m. 633’te hem çıkma hem de çıkarma hakkı açıkça hükme bağlanmıştır. Ne ETK ne de TTK kolektif ortaklıkta çıkmayı açıkça düzenlemiştir; ancak çıkarılmaya ve hem çıkma hem de çıkarılmanın hukuki sonuçlarına ilişkin düzenlemeler ETK m. 201 vd. ve TTK m. 253 vd. ile m. 259 vd.nda yer almaktadır. Bu konuda detaylı açıklamalar için bkz. Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), **Ortaklıklar**, p. 301-319. ETK m. 267 ve TTK m. 328 gereği komandit ortaklıklarda da kolektif ortaklıklara ilişkin hükümler uygulanır. Limited ortaklıklarda çıkma ve çıkarılma, ETK m. 551’de düzenlenmekteyken TTK m. 638 vd.da yer almaktadır. TTK m. 577 uyarınca şirket sözleşmesinde çıkma ve çıkarılma hakkında özel şartların bulunması da mümkündür. Son olarak kooperatiflerde çıkma ve çıkarılma, 1163 sayılı Kooperatifler Kanunu m. 10 vd ve m. 16 vd.nda düzenlenmiştir.

a. Anonim Ortaklıklarda Çıkma, Ayrılma ve Satma Kavramları

Adi ortaklık, şahıs ortaklıkları ve limited ortaklıklar bakımından çıkma, ortağın kendi iradesiyle ortaklıktan ayrılması olarak tanımlanmaktadır¹⁹. Anonim ortaklıklarda ise TTK ve SerPK’da ortağın kendi iradesi ile şirketten ayrılması sonucunu doğuran yeni birtakım haklar getirilmiş olmasına rağmen bu düzenlemelerde yer alan hakların hiçbirinin kanun koyucu tarafından çıkma hakkı olarak nitelendirilmediğini görmekteyiz²⁰.

Tekinalp, anonim ortaklıkta şahıs ortaklıkları anlamında çıkma olmadığını ve limited ortaklıktaki gibi pay sahibine esas sözleşmeyle çıkma hakkı tanınmayacağını; SerPK ve TTK’daki yeni düzenlemelerin “çıkma benzeri haller” olduğunu belirtmiştir²¹. Tekinalp’in çıkma benzeri haller olarak ele aldığı düzenlemeler; pay sahibinin paylarının satın alınmasını hâkim ortaklıktan talep etmesi (TTK m. 202/1-2), haklı sebeple fesih davasında mahkemenin alternatif bir çözüm olarak davacının paylarının satın alınmasına karar vermesi (TTK m. 531) ve halka açık anonim ortaklıklarda hâkimiyetin el değiştirmesi durumunda gündeme gelen zorunlu çağrıdır (SerPK m. 26). Kanaatimizce halka açık anonim ortaklıklarda önemli nitelikte işlemler sonrası doğan ayrılma hakkı (SerPK m. 24) ve belirli bir hâkimiyet eşiğinin aşılması durumunda söz konusu olan satma hakkı (SerPK m. 27) da ortağın kendi iradesiyle ortaklıktan ayrılması sonucunu doğurması bakımından Tekinalp’in saydığı haklarla benzer niteliktedir. Ancak kanun koyucu bu hakları düzenlerken çıkma hakkı ifadesi yerine farklı terimleri tercih etmiştir. Bu haklar konusunda doktrinde de terim birliği bulunmamaktadır.

Doktrinde ayrılma ifadesini SerPK m. 24’te açıkça “ayrılma hakkı” ismiyle düzenlenen haktan daha geniş bir anlamda, ortağın şirketten iradi pay devri dışında herhangi bir nedenle çıkması hallerinin tamamını kapsayacak şekilde kullanan

¹⁹ Fatih Bilgili/Ertan Demirkapılı, **Şirketler Hukuku**, Bursa: Dora, 2013, s. 764; Serdar Hızır, “6098 Sayılı (Yeni) Borçlar Kanunu’nun 633. Maddesine Göre Adi Şirketten Çıkmanın ve Çıkarılmanın Genel Şartları ve Usulü”, **Prof. Dr. Sarper Süzek’e Armağan**, Ankara, C. III, s. 2819; Hasan Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi I**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2015, s. 58-59. Ayrıca bkz. dn. 18’de yer alan hükümler ve kaynaklar.

²⁰ Ancak doktrinde, anonim ortaklıklar bağlamında da çıkma hakkı ifadesinin kullanıldığı görülmektedir. Örnek olarak bkz. Çelik, s. 67-68; Salih Önder Yeşiltepe, **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakları**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2015, s. 128.

²¹ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, p. 848.

yazarlar bulunmaktadır²². Bu anlamda ayrılma, yukarıda açıklanan ve doktrinde bazı yazarların çıkma, bazılarının ise çıkma benzeri haller olarak nitelendirdiği hakları ve tabii SerPK m. 24'ü içine alacak şekilde kullanılmaktadır. Bazı yazarlar ise ayrılmayı, şirketin sona ermesi söz konusu olmaksızın ortağın şirket ile ilişkisinin kesilmesi anlamında, pay sahipliğinin hem ortağın iradesiyle hem de iradesi dışında sona erdiği halleri kapsayan bir çatı kavram olarak kullanılmaktadırlar²³.

Kanaatimizce hem ETK hem de TTK'da farklı şirket türleri ile ilgili düzenlemelere ve doktrindeki baskın yaklaşıma paralel olarak çıkma, pay sahibinin kendi iradesi ile şirket ile pay sahipliği ilişkisini sona erdirmesi anlamına gelmektedir²⁴. Bu anlamda çıkma, anonim ortaklıklar hukuku bağlamında da, TTK ve SerPK'da düzenlenen ve yukarıda sayılan birçok hakkı kapsayan bir çatı kavramdır. Kanun koyucunun SerPK m. 24'te düzenlenen hakkı ayrılma hakkı olarak nitelendirmesi ile birlikte, ayrılma hakkının çıkma hakkının halka açık anonim şirketlerdeki özel bir görünümü olduğunu kabul etmek ve çatı kavram olarak çıkma hakkı terimini kullanmak gerektiği kanaatindeyiz²⁵. Satma hakkı da bir tür çıkma hakkı olan ve SerPK m. 27'de düzenlenen hakkı ifade etmektedir²⁶.

b. Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satın Alma Kavramları

Çıkarma kavramı da TTK ve SerPK öncesi dönemde şahıs şirketleri, şahıs unsuru baskın sermaye şirketleri ve kooperatifler bağlamında kullanılmaktaydı. Adı

²² Sönmez, s. 7. Yeşiltepe ise çatı kavram olarak çıkmayı kullanmaktadır. Yazara göre çıkma, SerPK m. 25, 26 ve 33'teki zorunlu pay alım teklifini ve TTK m. 202/2'yi kapsayan bir çatı kavramdır. Yazar, TTK m. 202/1.b, 531 ve 141/1'deki müesseseleri ise teknik olarak çıkma olmayan "çıkarma ve satma haklarına benzeyen" düzenlemeler olarak saymıştır. Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 127-128.

²³ Burak Adıgüzel, "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı", **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2014, C. XVIII, S. 2, s. 3; Çelik, s. 67; Sönmez, s. 1. Bektaş ise ayrılma hakkını SerPK m. 24, 26 ve 27'de düzenlenen tüm hakları kapsayan anlamda kullanmış, m. 24'te düzenlenen hakkı ise teknik ayrılma hakkı olarak nitelendirmiştir. Bkz. İbrahim Bektaş, "Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı ve Pay Alım Teklifi Zorluğu" **Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 60. Yıl Armağanı**, Murat Gürel, Ufuk Tekin ve İbrahim Bektaş (haz.), Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2015, s. 752.

²⁴ Sönmez, s. 2; Karababa, s. 139; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 20, dn. 9; Leyla Orak Çelikboya, **Türk Ticaret Kanunu Madde 208 Uyarınca Anonim Şirketlerde Satın Alma Hakkının Koşulları**, Bilgi Üniversitesi Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2017, s. 15.

²⁵ Aynı yönde bkz. Karababa, s. 139.

²⁶ Yeşiltepe de satma hakkını da bir tür çıkma hakkı olarak nitelendirmiştir. Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 20, dn. 9.

ortaklık, şahıs ortaklıkları ve limited ortaklıklar bakımından çıkarma, ortağın ortaklık ile ilişkisinin kendi rızası olmaksızın sona ermesi sonucunu doğuran bir haktır²⁷.

ETK’da anonim ortaklıklarda çıkarma hakkı öngörülmemiş²⁸ olmakla birlikte TTK ve SerPK’da pay sahipliği ilişkisinin ortağın rızası olmaksızın sona ermesi sonucunu doğuran yeni haklar getirilmiştir. Bu hakların nitelendirilmesi ile ilgili öğretide farklı yaklaşımlar bulunmaktadır.

TTK m. 141/2’de düzenlenen durumu çıkarma hakkı²⁹, çıkarma imkânı³⁰ ve ihraç³¹ olarak adlandıranlar yazarlar mevcuttur. Benzer şekilde, haklı sebeple fesih davasında azınlığın şirketten çıkarılması (TTK m. 531) da kanundaki ifadeyi takiben çıkarma³² olarak anıldığı gibi çıkma³³ veya çıkarılma³⁴ olarak da isimlendirilmektedir. TTK m. 202/1.b de bazen çıkarma³⁵ olarak nitelendirildiği halde bazen bu niteleme reddedilmektedir³⁶. TTK m. 208’de düzenlenen haklı sebeplerin varlığı halinde oy haklarında belirli bir eşiği aşan hâkim şirkete tanınan azınlığın paylarını satın alma hakkı kanunda açıkça satın alma hakkı olarak geçmekte ve doktrinde de genellikle bu şekilde nitelendirilmektedir³⁷. Bu hakkı çıkarma hakkı

²⁷ Ünal Tekinalp, **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku Anonim ve Limited Ortaklıklar, Tek Kişi Ortaklığı, Ortaklıklar Topluluğu, Birleşme, Bölünme, Tür Değiştirme**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2013, p. 21-43; Bilgili/Demirkapılı, s. 764; Erdil, s. 45; Pulaşlı, C. I, s. 58-59. Ayrıca bkz. dn. 18’de yer alan hükümler ve kaynaklar. Çıkarma hakkının kullanılması, bazı şirket türlerinde haklı sebeplere bağlanmışken bazı şirketlerde ise şirket sözleşmesinde farklı çıkarma sebeplerinin düzenlenmesine imkân tanınmıştır. Adi ortaklıkta TBK m. 633’te belirtilen ve iradi olarak çıkmaya imkân tanıyan haller, aynı zamanda diğer ortakların ortağı ortaklıktan çıkarabileceği haller olarak düzenlenmiştir. Kollektif şirketlerde TTK m. 254-256’da sayılan hallerde ortağın şirketle ilişkisi, rızası aranmaksızın diğer ortakların kararı ile kesilebilecektir. Komandit şirketler için de kollektif şirket hükümlerine atıf yapılmıştır (TTK m. 328). Kooperatiflerde KoopK m. 16 uyarınca ana sözleşmede belirtilen sebeplere dayanılarak ortağın çıkarılması mümkündür. Limited ortaklıklarda TTK m. 640 uyarınca ortak şirket sözleşmesinde öngörülen sebeplerle çıkarılabileceği gibi haklı sebeplerin varlığında mahkeme kararı ile de çıkarılabilir.

²⁸ 11. HD, 14.03.2006, E. 2005/2750, K. 2006/2644 (www.kazanci.com, e.t.: 11.07.2017).

²⁹ İrfan Akın, “TTK M.208 Kapsamında Anonim Şirketlerde azınlığın Ortaklıktan Çıkarılması”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi** 2013, C. XVII, S. 1-2, s. 9-10; Bilgili/Demirkapı, s. 77; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 167.

³⁰ Sevi, **Payın Devri**, s. 145.

³¹ Karababa, s. 180.

³² Akın, **Çıkarılma**, s. 8; Çelik, s. 287.

³³ Şahin, s. 395.

³⁴ Çelik, s. 287; Orak Çelikboya, s. 23; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 175.

³⁵ Çelik, s. 287.

³⁶ Gül Okutan Nilsson, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’na Göre Şirketler Topluluğu Hukuku**, İstanbul: XII Levha Yayıncılık, 2009, s. 409 vd.; Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, 23.108-23.109; Kürşat Göktürk, **Şirketler Topluluğunda Sorumluluk Esasları**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2015, s. 265; Orak Çelikboya, s. 24. Yeşiltepe, mahkemenin verdiği kararı çıkarma kararı olarak nitelendirmiş; ancak kanun koyucunun çıkarma hakkı tanımadığını ifade etmiştir (Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 128, 146 vd.).

³⁷ Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 437-439; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, p. 848;

olarak nitelendirenlerin³⁸ yanı sıra çıkarma olmadığını açıkça belirtip ihraç diyenler de mevcuttur³⁹.

Terim hakkında hâlihazırda egemen olan algıyı anlamak için, sayılan hakların daha önce düzenlendiği hukuk sistemlerindeki duruma kısaca bakmakta fayda bulunmaktadır. Karşılaştırmalı hukukta çıkarma hakkının karşılığı olarak sıklıkla *squeeze-out*'un kullanıldığı görülmektedir. *Squeeze-out*, çok farklı hukuk sistemlerinde kullanılan bir kavram olduğu için, bu kurumun küçük farklar içeren birçok tanımı bulunmaktadır⁴⁰. Ancak genel olarak belirli koşullara tabi olarak, çoğunluk pay sahibinin, şirketin tek pay sahibi olmak amacıyla azınlığı paylarını

Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, p. 23.151; Nesrin Akın Sunay, “Hâkim Şirketin Azlık Paylarını Satın Alma Hakkı (TTK m. 208)”, **Hukuk ve Adalet Eleştirel Hukuk Dergisi**, C. 5, S. 14, 2013, s. 82 vd..

³⁸ Akın, **Çıkarılma**, s. 2; Bilgili/Demirkapılı, s. 136; Çelik, s. 188-189; Sevi, **Payın Devri**, s. 134 vd..

³⁹ Karababa, s. 158.

⁴⁰ Subramanian, *squeeze-out*'u, hâkim pay sahibinin azınlık pay sahibinin paylarını para veya kendi payları karşılığında satın alması olarak tanımlamıştır (Guhan Subramanian, “Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory and Evidence”, **The Journal of Legal Studies** 2007, C. 36, S. 1, s. 2-3; Guhan Subramanian, “Fixing Freezeouts”, **Yale Law Journal**, 2005, C. 115, S. 1, s. 5). Elst/Steen, hâkim pay sahibinin tam hâkimiyeti elde etmek amacıyla (belirli koşullara tabi olarak) azınlığı, menkul kıymetlerini kendisine devre zorlama hakkı tanımını kullanmıştır (Christoph Van Der Elst/ Lientje Van Den Steen, “Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights”, **European Company&Financial Law Review**, 2009, C. 6, S. 4, s. 391-439, s. 392-393). Ventrizzo ise *squeeze-out*'un hâkim pay sahibinin şirketten mümkün olduğunca menfaat elde etmek ve bu amaçla azınlığın menfaatlerini azaltmak için kullandığı yöntemler anlamına geldiğini ifade etmiştir. Hâkim pay sahibinin kendisi şirkette yönetici veya çalışan olarak yüksek kazanç sağlarken şirketin kâr dağıtmasına engel olması bu yöntemlere örnektir (Marc Ventrizzo, “Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals”, **Virginia Journal of International Law**, 2010, C. 50, S. 4, s. 2, dn. 1). Yazar, *squeeze-out*'un hâkim pay sahibinin azınlığı kendisine paylarını satmaya zorlamak amacıyla kullandığı tüm yöntemleri kapsayacak şekilde de kullanıldığını belirtmiştir. Bu durumda mevzuatta yer alan çıkarma hakkı ve benzeri haklar kadar, azınlığı zor durumda bırakmak ve payını devretmeye zorlamak amacıyla yaratılan fiili durumlar da bu kapsamda yer alacaktır. Ancak yazar bu hâlleri isabetli olarak ifade eden terimin *freezeout* olduğu kanaatindedir. Terimler ile ilgili bu karışıklık baskın olarak ABD Hukuku'nda görülmektedir. AB'de ise *squeeze-out* çoğunluk pay sahibinin azınlığı, paylarını uygun bir fiyattan kendisine satmaya zorlama hakkı anlamında ve daha istikrarlı bir şekilde kullanılmaktadır (Jaap Winter/José Maria Garrido Garcia/Klaus J. Hopt/Jonathan Rickford/Guido Rossi/ Jan Schans Christensen/Joëlle Simon, Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Brüksel, 2002 (http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf, e.t.: 15.07.2017), s. 11; Christian A. Krebs, “Freeze-Out Transactions in Germany and the U.S.: A Comparative Analysis”, **German Law Journal**, 2012, C. 13, S. 8, s. 941-978, s. 941, dn. 1). Daha azınlıkta olmakla birlikte buy-out kavramı da tercih edilebilmektedir (Forum Europaeum Corporate Group Law, “Corporate Group Law for Europe”, Çev. Austin Dunne, **European Business Organization Law Review**, 2000, C. 1, s. 225).

kendisine devretmeye zorlama hakkı olarak tanımlanabilir⁴¹. *Squeeze-out* hakkının doğumu, belirli bir hâkimiyet eşiğinin sağlanması koşuluna tabi tutulmaktadır⁴².

Görüldüğü gibi yabancı literatürde ve mevzuatta *squeeze-out*, çoğunlukla, belirli bir hâkimiyet eşiğine ulaşan hâkim ortağın başkaca bir sebep göstermeye gerek olmaksızın kalan pay sahiplerini şirketten çıkarma hakkı anlamında kullanılmaktadır. Bu anlamda *squeeze-out*, sonuçları itibarıyla haklı sebeple çıkarma hallerine benzese de hakkın doğum koşulları ve hizmet ettiği amaçlar farklıdır. Buna göre SerPK m. 27’de düzenlenen çıkarma hakkı, kanımızca *squeeze-out* ile örtüşmektedir.

TTK m. 208’deki satın alma hakkı ise ancak haklı sebebin bulunduğu durumlarda azınlığın paylarının alınmasına imkân tanımaktadır. Nitekim doktrinde de *squeeze-out*’un karşılığının çıkarma hakkı olduğu ve TTK m. 208’deki satın alma hakkının bu niteliğe sahip olmadığı görüşü mevcuttur⁴³. TTK Gereğesinde ise bu ayırım tam olarak yansıtılamamış, *squeeze-out*’un bölünme (TTK m. 141/2) ve tam hâkimiyet (TTK m. 208) hâlinde tanındığı belirtilmiştir⁴⁴. TTK m. 531’de ve TTK m. 202/1.b’de düzenlenen davaların da çıkma veya çıkarılma sonucu doğuracağı kesin olmadığından bunların da hâkim pay sahibinin azınlığı şirketten çıkarma hakkı şeklinde adlandırılması doğru olmayacaktır⁴⁵.

Bu nedenlerle kanundaki terminolojiyi birebir takip ederek sadece SerPK m. 27’de düzenlenen hakkın “çıkarma hakkı” olarak nitelendirilmesi gerektiği kanaatindeyiz. Ancak pay sahipliğinin pay sahibinin iradesi olmaksızın sona erdirildiği tüm halleri kapsayacak başka bir kavram bulunamadığından, bu bölümde tartışılan diğer hakları da içeren çatı kavram olarak “çıkarma” kullanılabilir. Bu

⁴¹ Elst/Steen, *A Comparative Analysis*, s. 392; Subramanian, *Post Siliconix*, s. 2-3; Subramanian, *Fixing Freezeouts*, s. 5; *Winter Report I*, s. 11. Yabancı literatürdeki kavramlara ilişkin Türkçe açıklamalar için bkz. Ali Paşlı, *Anonim Ortaklığın Devralınması*, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009, s. 320-321; Karababa, s. 49-51; Orak Çelikboya, s. 18 vd..

⁴² Elst/Steen, *A Comparative Analysis*, s. 404.

⁴³ Orak Çelikboya, s. 38-39, Karababa, s. 150 dn. 471. Karababa da *squeeze-out*’un SerPK m. 27’de düzenlenen çıkarma hakkına tekabül ettiğini belirtmekte; ancak bu hakkı satın alma hakkı olarak isimlendirmektedir (Karababa, s. 50). Yazara göre, TTK m. 208’de düzenlenen hakkın kanunda satın alma hakkı olarak isimlendirilmiş olması yanlıştır. Yazar buna ihraç hakkı demek ve satın alma hakkı benzeri bir düzenleme olarak nitelendirmektedir (Karababa, s. 158). Karş. Akın, *Çıkarılma*, s. 1, Pulaşlı, C. I, s. 343-344; Yeşiltepe, *Çıkarma ve Satma*, s. 127.

⁴⁴ TTK Genel Gereğçe, p. 134.

⁴⁵ Bkz. aşı. I.C.2.

sebeple çıkarma kavramı SerPK m. 27’de düzenlenen hakkı ifade etmek üzere kullanıldığında dar anlamıyla, çatı kavram olarak kullanıldığında geniş anlamıyla kullanılmış olur. Çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde, aksi açıkça belirtilmedikçe çıkarma hakkı, dar anlamıyla kullanılacaktır.

2. Çıkarma Hakkının Yabancı Pozitif Hukuklarda Gelişimi

Çalışmanın bu bölümünde, konuyla ilgili değişik bakış açılarının değerlendirilebilmesi amacıyla çıkarma hakkı ile ilgili diğer hukuk sistemlerindeki düzenlemelere de örnek teşkil eden ABD ve AB’deki durum ile SerPK m. 27 düzenlemesini etkilemiş olan İsviçre örnekleri ele alınacaktır. Öncelikle hakkın düzenlenme amacının açıklanabilmesi için tarihsel gelişim kısaca aktarılacak, daha sonra günümüzde geline durum özetlenecektir. Hak sahibinin ve hakkın kullanım bedelinin belirlenmesine ve hakkının kullanılma usulüne ilişkin detaylar ilgili başlıklar altında ileri bölümlerde incelenecektir⁴⁶.

Üç sistem bakımından da çıkarma hakkı, hâkim pay sahibinin diğer pay sahiplerini adil bir bedel karşılığında ve rızaları hilafına paylarından mahrum bırakma hakkını ifade etmektedir. Bu temel tanımın ötesinde sistemler, hakkın doğmasının koşulları ve kullanılmasının yolları gibi birçok noktada oldukça farklıdır.

a. ABD Hukuku’nda Çıkarma Hakkı

Amerikan Hukuku’nda her ne kadar sermaye piyasaları ile ilgili federal düzenlemeler bulunsa da, birleşmeler ve çoğunlukla birleşmeyi takiben gerçekleşen ortaklıktan çıkarma, şirketler hukuku alanına girmekte ve sermaye piyasaları hakkındaki düzenlemelerin kapsamına giren yönleri haricinde eyaletlerin yetki alanında kalmaktadır⁴⁷. Birçok büyük şirket Delaware eyaletinde tescilli olduğundan ve sözleşmelerdeki hukuk seçimlerinde genellikle Delaware Hukuku tercih edildiğinden, hem uygulama hem de akademik çalışmalar Delaware Hukuku üzerinde yoğunlaşmaktadır. Delaware Hukuku’nun çeşitli açılardan Alman ve AB

⁴⁶ Çıkarma hakkı sahibi bakımından karşılaştırmalı hukuktaki yaklaşımlar için bkz. aşağı. II.A. Çıkarma bedelinin belirlenmesine ilişkin yaklaşımların karşılaştırmalı bir değerlendirmesi için bkz. aşağı. III.B.1. Çıkarma hakkının kullanılması usulüne ilişkin İsviçre örneği ağırlıklı bir inceleme için bkz. aşağı. IV.A.

⁴⁷ Krebs, s. 945.

şirketler hukukunu etkilediği de söylenebilecektir⁴⁸. Bu nedenle bu çalışmada da Amerikan Hukuku, Delaware örneği üzerinden incelenecektir.

19. yüzyılda ve 20. yüzyılın başlarında Amerikan şirketler hukukunun ilk geliştiği dönemlerde pay sahiplerinin şirketten çıkarılması mümkün değildi. Bu, şirketin temelde sözleşmesel bir ilişki olmasından ve tarafların sadece bir bölümünün isteğiyle diğerlerinin ilişkiden dışlanmasının bu yapıyla bağdaşmamasından kaynaklanıyordu. Aynı gerekçeyle, şirket sözleşmesinde değişiklik yapılması, fesih, birleşme gibi önemli nitelikte kararlar da ancak oy birliği ile alınabiliyordu⁴⁹.

20. yüzyılın başlarında, sermaye payı oldukça düşük olan pay sahiplerinin bireysel çıkarları için önemli kararları bloke etmesi veya bloke etme tehdidinde bulunması ile bu katı anlayışın pratik zorluklara neden olduğu görülmüştür. Azınlığın diktatörlüğü⁵⁰ olarak da ifade edilen bu sorunun önlenmesi için kanun koyucular, eskiden oy birliği gerektiren bazı kararların oy çokluğu ile alınmasını sağlayan düzenlemeler yapmaya başlamıştır⁵¹. Bunun karşılığında da önemli birtakım kararlara muhalif kalan pay sahiplerinin korunması sorunu ortaya çıkmış ve ayrılma hakkı (*appraisal right*)⁵² gündeme gelmiştir⁵³. Bu kavram, pay sahiplerinin paylarının değerini nakit olarak alarak şirketten ayrılması anlamına gelmektedir ve tarihsel olarak bakıldığında, oy birliği kuralının kendisine sağladığı avantajı kaybeden pay sahibinin, bu kayıp karşısında elde ettiği bir dengeleme mekanizması görünümündedir⁵⁴. 20. yüzyılın ilk yarısında ABD’de birçok eyalette şirket içinde pay sahipleri arasındaki azınlık-çoğunluk dengesini değiştiren düzenlemelerin bir sonucu olarak ortaya çıkmış ve yaygınlaşmıştır.

Ayrılma hakkı bu şekilde ortaya çıktıktan sonra, oy çokluğuyla karar alma imkânı mevcut olmasına rağmen hâkim pay sahiplerinin diğer pay sahiplerini şirketten çıkarma talepleri ortaya çıkmış ve uygulamaya geçirilmiş, bunlardan doğan

⁴⁸ Krebs, s. 942.

⁴⁹ Ventrizzo, s. 853.

⁵⁰ Mary Siegel, , “Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century”, **Harvard Journal on Legislation**, 1995, C. 32, S. 79, s. 93.

⁵¹ Ventrizzo, s. 853.

⁵² Kavramın ayrılma hakkı olarak çevrilmesi konusunda aynı yönde bkz. Sönmez, s. 9 vd.

⁵³ Siegel, s. 86 vd; Robert B. Thompson, **Squeeze-out Mergers**, “Squeeze-Out Mergers and the ‘New’ Appraisal Remedy”, **Washington University Law Review**, 1984, C. 62, S. 3, s. 416-7.

⁵⁴ Ayrılma hakkının detaylı tarihsel gelişimi ve bugünkü işlevleri için bkz. Siegel, s. 86 vd.; Konuyla ilgili Türkçe açıklamalar için bkz. Sönmez, s. 9 vd., 20 vd.; Ali İhsan Karacan, **Ortaklıktan Çıkarma – Sermaye Piyasası Hukuku Açısından Bir İnceleme**, İstanbul: Legal Yayıncılık, 2015, s. 26 vd..

uyuşmazlıklar mahkemelerin önüne gelmiştir. Adil olmayan bir bedel karşılığında şirketten çıkarıldığını iddia eden bazı azınlık pay sahipleri, çıkarmanın hukuka aykırılığını dava etmektense payın bedelinin belirlenmesi konusunda daha avantajlı olduğunu düşündükleri ayrılma hakkını kullanmayı seçmiş ve böylece ayrılma hakkının işlevi, değişime uğramıştır⁵⁵. Mahkemeler de yer yer koşullardan memnun olmayan çıkarılan pay sahiplerinin tek alternatifinin ayrılma haklarını kullanmak olduğu yönünde karar verirken bazen de çıkarma işlemini farklı ve daha sıkı kriterler ışığında denetlemişlerdir⁵⁶. Çıkarma ve ayrılma hakları ve bunların kullanılmasına ilişkin kriterler süreç içinde içtihatlar aracılığıyla netleşmiş ve birbirlerini etkilemişlerdir.

Çıkarma hakkının kullanılması amacıyla uygulamada başvurulmuş iki yöntemin temelinde de birleşme vardır⁵⁷. Bu düzenlemeler, birleşmelerde bazı pay sahiplerine yeni şirketin paylarını vermek yerine nakit ödeme⁵⁸ yapılmasına imkân tanımaktadır.

İlk yöntem DGCL § 251’de düzenlenen ve “uzun birleşme” (*long-form merger*), “nakit ödemeyle çıkarmalı birleşme” (*cash-out merger*) veya “tek basamaklı çıkarma” (*one-step freeze-out*) olarak adlandırılan ortağı çıkararak birleşmedir⁵⁹. Bu yöntemde hâkim pay sahipleri, tek pay sahibi oldukları göstermelik

⁵⁵ Thompson, **Squeeze-Out Mergers**, s. 418.

⁵⁶ Thompson, **Squeeze-Out Mergers**, s. 418.

⁵⁷ Ventoruzzo, s. 851. Başlarda, teknik olarak çıkarma olarak nitelendirilmemekle birlikte pay sahiplerinin şirketten çıkmasını tetikleyen çeşitli yöntemlere başvurulmaktaydı. Bu yöntemlerin ilki, malvarlığı satışı anlamına gelen “*asset sale*”dır (aktif satımı). Bu kapsamda, DGCL § 271 doğrultusunda şirketin tüm veya büyük miktarda malvarlığı, şirketin hâkim ortağının hâkimi olduğu başka bir şirkete devredilmektedir. Malvarlığı devredilen şirket de ya tasfiye edilmekte ya da faaliyeti ve neredeyse hiç malvarlığı olmaksızın “kabuk” olarak kalmaktadır. Bkz. Ventoruzzo, s. 851. Türkçe açıklamalar için bkz. Karacan, s. 30. “*Reverse stock split*” adı verilen ve payların birleştirilmesi şeklinde Türkçeleştirilebilecek ikinci yöntemde ise payların nominal değeri artırılmakta ve mevcut paylar daha yüksek değerli paylara dönüşmek üzere birleştirilmektedir (DGCL § 242). Örneğin 1 Lira nominal değerinde 100 pay, 100 Lira değerinde tek bir paya dönüştürülecektir. Bu dönüşümde oran yeterince büyük belirlenirse, sadece hâkim pay sahiplerinin tek başlarına bir veya daha fazla paya sahip olması mümkün olup, diğer pay sahipleri ise ya bir paya birlikte sahip olmakta ya da paylarının nakit karşılığını almaktadır. Ventoruzzo, s. 851. Çeviri ve açıklamalar için bkz. Karacan, s. 30.

⁵⁸ Türk Hukuku’nda bu ödeme, ayrılma akçesi olarak adlandırılmaktadır. TTK m. 141’de birleşme sözleşmesinde birleşmeye katılan şirketlerin, ortaklara, devralan şirkette pay ve ortaklık haklarının iktisabı ile payların gerçek değerine denk gelen bir ayrılma akçesi arasında seçim yapma hakkı tanıyabilecekleri veya sadece ayrılma akçesinin verilmesini öngörebilecekleri belirtilmektedir. Bu konudaki açıklamalarımız için bkz. aşa. I.C.2.a.

⁵⁹ Karacan, “*cash out merger*” kavramının çevirisini benimseyerek bu kavramı “nakit ödemeyle çıkarmalı birleşme” olarak ele almıştır (Karacan, s. 31). Sönmez, “azınlığı ortaklıktan çıkarmaya yönelik birleşme” çevirisini tercih etmiştir (Sönmez, s. 12-13, dn. 47.). Yeşiltepe ise “ihraçlı birleşme” ifadesini kullanmıştır. Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 167. Bu çalışmada “*squeeze-out merger*” ve “*freeze-out merger*” ifadelerini karşılayan “ortağı çıkararak birleşme” terminolojisi kullanılacaktır.

bir şirket kurarak ilk şirketin tüm paylarını ona devrederler ve bu şirket de ilk şirketi devralır. Devralan şirket daha sonra paylarının nakit karşılığını vererek diğer pay sahiplerini şirketten çıkarır. Hâkim pay sahibi zaten bir şirket ise ilk aşamadaki göstermelik şirket kurma adımını atlamak ve doğrudan birleşmeye geçmek mümkündür⁶⁰.

Mahkemeler, ilk dönemlerde çıkarma ve birleşmeyi hem geçerli ticari amaç (*purpose*)⁶¹ hem de bütünüyle hakkaniyete uygunluk (*entire fairness review*)⁶² incelemesine tabi tutmuş ve birleşmelere, ancak azınlığın çıkarılması dışında da makul bir ekonomik amaç varsa izin vermiştir⁶³. Daha sonra geçerli ticari amaç ölçütünden vazgeçilmiş, hem müzakere sürecinin hem de çıkarılan pay sahiplerine ödenecek karşılığın dürüstlük kuralına uygun olması gerekliliğini içeren (*fair dealing and fair price*)⁶⁴ bütünüyle hakkaniyete uygunluk incelemesi (*entire fairness review*) ile sınırlı tutulmuştur. Bu gereklilikler yerine getiriliyorsa birleşmenin farklı bir ekonomik veya ticari amacı olup olmadığı araştırılmaksızın çıkarma hukuka uygun olmaktadır⁶⁵. Taraflar bu konularda yürütülen müzakerede bir sonuca varamazsa, ayrılma hakkı (*appraisal right*) ve buna ilişkin kurallar gündeme gelecektir. Daha sonra *Kahn v. Lynch*⁶⁶ ve *Rosenblatt v. Getty Oil*⁶⁷ davalarında *Weinberger v. UOP*⁶⁸ ile getirilen bu kriterler, özellikle de işlemin bağımsız yöneticilerden oluşan bir komite tarafından onaylanmasına ilişkin açıklamalar detaylandırılmış, ölçütlerin içeriği konusunda daha somut kriterler oluşmuştur.

⁶⁰ Ventrizzo, s. 851. Kural olarak birleşme anlaşmasının pay sahiplerinin onayına sunulacağı bir genel kurul toplantısı düzenlenmesi ve payların salt çoğunluğunun olumlu oyunun alınması gerekmele birlikte (DGCL § 251-c), şirket sözleşmesinde aksi belirtilmiyorsa pay sahiplerinin onayının alınmasının gerekmediği haller de bulunmaktadır (DGCL § 251-h).

⁶¹ Sönmez, ifadeyi “meşru ticari amaç” olarak çevirmektedir (Sönmez, s. 15).

⁶² Bu kavram doktrinde, “bütünüyle dürüstlük kurallarına uygunluk” (Sönmez, s. 15) ve “tam dürüstlük incelemesi” (Karacan, s. 32) olarak çevrilmiştir. Ancak dürüstlük kuralı hukukumuzda farklı anlama sahip yerleşik bir terim olduğundan ve *fairness* kelimesi, anlam itibarıyla hakkaniyete daha yakın olduğundan bu tercüme tercih edilmiştir.

⁶³ Bu ölçütün yerleşmesinde etkili olan ve sürekli atıf yapılan karar için bkz. *Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969 (Del. 1977).

⁶⁴ Bu ilkeleri gündeme getiren *Weinberger* ve *Kahn* davaları hakkında daha detaylı bilgi için bkz. Krebs, s. 945 vd; Ventrizzo, s. 861.

⁶⁵ Thompson, s. 422. Türk Hukuku’nda da benzer bir yaklaşım benimsenmiştir. TTK m. 141’e göre, birleşmeye katılan şirketler birleşme sözleşmesinde, ortaklara, devralan şirketin payları yerine bu payların gerçek değerine denk gelen bir ayrılma akçesi verilmesini öngörebilirler. Ayrılma akçesi öngörerek ortakların birleşmenin dışında bırakılmasının haklı bir sebebe dayanmasına gerek yoktur. Bu konudaki görüşlerimiz için bkz. aşa. I.C.II.a. Türk Hukuku’nda birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesi öngörülmesi için aranan oy hakkı eşikleri Delaware Hukuku’ndan farklıdır. Bu konudaki açıklamalar için bkz. aşa. I.C.2.a.

⁶⁶ *Kahn v. Lynch Communication Sys. Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

⁶⁷ *Rosenblatt v. Getty Oil*, 493 A.2d 929 (Del. 1985).

⁶⁸ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

Açıklanan prosedürlerden kaçınabilmek amacıyla, 1990’larda “kısa birleşme” (*short-form merger*), “pay alım teklifi neticesinde çıkarma” (*tender offer freeze-out*) veya “iki basamaklı çıkarma” (*two-step freeze-out*) olarak adlandırılan bir düzenleme yapılmıştır. Bu yöntemin düzenlendiği DGCL § 253, bir şirkette %90 oranında payı olan hâkim pay sahibi şirketin, diğer pay sahiplerinin onayına gerek olmaksızın bu şirketle birleşme kararı alabileceğini, diğer pay sahiplerini şirketten çıkarabileceğini ve bunun karşılığında yapacağı ödemeyi ve ödemenin çeşidini tayin edebileceğini belirtmektedir. Hâkim şirketin yönetim kurulunun kararı ile birleşme gerçekleşecek, genel kurulun toplanmasına gerek olmayacaktır. Bu imkândan yararlanmak amacıyla %90 oranında payı ele geçirmek için pay alım teklifi yapılmaktadır. Pay alım teklifi şirketin tüm payları için yapılmakta, hâkim pay sahibi sermayenin %90’ını veya daha fazlasını elinde toplayabilirse DGCL § 253’te düzenlenen kısa birleşme gerçekleştirilmekte ve diğer pay sahipleri şirketten çıkarılabilmektedir⁶⁹. Dolayısıyla ilk aşamada gerçekleştirilen pay alım teklifi, ikinci aşamadaki birleşmeyi sağlayacak payı elde etmeye yöneliktir. Teklif genellikle sermayenin %90’ının alınabilmesi şartına bağlanmaktadır⁷⁰. Hâkim pay sahibinin payı %90’ın altında kalırsa yine yukarıda açıklanan uzun birleşme kullanılabilir. ABD’de pay alım teklifi yapılmış olması tek başına ortağı çıkarma imkânı vermemekte, sadece kolaylaştırılmış birleşme usulü takip edecek eşige ulaşmayı sağlamaktadır.

Görüldüğü gibi, Delaware’da çıkarma hakkına ilişkin sınırlamalar büyük oranda mahkemenin *ex post* denetimine dayanmaktadır. Dava genellikle çıkarılan pay sahiplerinin bir araya gelerek açtıkları bir topluluk davası (*class action*) ile başlamakta ve hâkim pay sahibi veya yönetim kurulunun özen ve sadakat borcuna dayandırılmaktadır⁷¹. Hukuki niteliği ve kullanılma usulü bakımından SerPK m. 27’de düzenlenen çıkarma hakkından farklı⁷² olmakla birlikte, özellikle hakkın hizmet ettiği amaç ve bedelin belirlenmesi gibi yönlerden bu yöntemin hukukumuzla karşılaştırılmasında fayda olduğu kanaatindeyiz.

⁶⁹ Krebs, s. 948; Ventrone, s. 852.

⁷⁰ Krebs, s. 948.

⁷¹ Krebs, s. 952.

⁷² Sönmez, s. 51, dn. 183.

b. AB Hukuku'nda Çıkarma Hakkı

AB Müktesebatı ile uyum, SerPK tasarısının hazırlanmasında belirleyici olan temel faktörler arasında sayılmıştır⁷³. Bu nedenle sistemin ana hatlarının incelenmesi, çalışmamız bakımından önem taşımaktadır.

Çıkarma ve ayrılma hakkı, AB düzeyinde, pay alım teklifleri ile ilişkili olarak öngörülmüştür. AB'nin pay alım tekliflerine ilişkin mevcut düzenlemelerinin çıkış noktası, Şirketler Hukuku Uzmanları Üst Düzey Çalışma Grubu'nun (*High Level Group of Company Law Experts*) çalışmalarıdır⁷⁴. Grup ilk raporunu⁷⁵ hazırladığı dönemde AB düzeyindeki şirketler hukuku düzenlemelerin hiçbirinde çıkma (*sell-out*) ve çıkarma hakkı (*squeeze-out*) yer almadığından⁷⁶ üye devletler konuyu istedikleri şekilde düzenlemekte serbestti. Ancak üye devletlerin iç hukukunda yer alan düzenlemeler, çıkarmanın hangi şirket türlerinde mümkün olduğu, pay alım teklifleri ile bağlantılı olup olmadığı, hakkın kullanılması için ulaşılması gereken eşikler ve çıkarılan pay sahiplerine ödenecek karşılık konularında farklılık göstermekteydi⁷⁷.

⁷³ SerPK Gerekçesi, IV.1. SerPK m. 27'nin gerekçesinde de ortaklıktan çıkarma ve satma haklarının AB mevzuatına uyum sağlanması ve pay sahiplerinin haklarının korunması amacıyla düzenlendiği belirtilmiştir.

⁷⁴ Konu 1970'lerde incelenmeye başlanmış (Mike Burkart/Fausto Panunzi, **Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process**, ECGI-Law Working Paper No. 10/2003 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=420940, e.t.: 15.07.2017), s. 2), bu konuda bir Yönerge çıkarılacağı 1985 yılında açıklığa kavuşmuş; Yönerge 2004 yılında yürürlüğe konulana kadar birçok taslak hazırlanmıştır. Süreçle ilgili detay için bkz. Klaus J. Hopt, "Takeover Regulation in Europe – The battle fort he 13th directive on takeovers", **Australian Journal of Corporate Law**, 2002, C. 15, s.9 vd.. AB Hukuku'ndaki düzenlemelerin gelişimi hakkında Türkçe açıklamalar için bkz. Çelik, s. 201 vd; Çağlar Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Takeover Bid)**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1997, s. 34-38; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 5 vd.

⁷⁵ **Winter Report I**. Bu rapordan önce Avrupa'da ayrılma ve çıkarma haklarının düzenlenmesinin önerildiği bir diğer kapsamlı çalışma, Forum Europaeum Şirketler Topluluğu Hukuku çalışmasıdır. Bu, şirketler topluluğu hukuku ile ilgili tavsiyeler içeren akademik bir çalışmadır. Çalışmanın kapsamı şirketler topluluğu olduğundan çıkarma hakkı da bu düzlemde ele alınmıştır. Çalışmada çıkarma hakkı, hâkim teşebbüsün diğer pay sahiplerinin yaratacağı sorunlar ve masraflarla baş etmek zorunda kalmaması amacına ve iktisadi sebeplere dayandırılmıştır (**Forum Europaeum**, s. 225, 231). Ancak öneriler AB düzeyinde hukuki bir düzenlemeye dönüşmemiştir.

⁷⁶ AB 2. Şirketler Hukuku Yönergesi m. 36 ve m. 37'de düzenlenen haklar, hâkim pay sahibinin malvarlığından değil, şirket malvarlığından finanse edildiği için bu çalışma kapsamındaki çıkarma hakkından ayrılmaktadır. 9. Şirketler Hukuku Yönergesi Taslağı'nda şirketler topluluğunda doğrudan veya dolaylı olarak bir şirketin paylarının en az %90'ını elinde bulunduran teşebbüsün diğer pay sahiplerini şirketten çıkarma hakkı düzenlenmişti. Ancak bu taslak kabul edilmediğinden düzenleme yürürlükte bulunmamaktadır. Detaylı açıklamalar için bkz. **Winter Report I**, s. 55-56.

⁷⁷ **Winter Report I**, s. 56-58. Bazı hukuk sistemlerinde çıkarma hakkının kullanımı, şirket türü bakımından sınırlamaya tabi tutulmuştur. Bu sınırlama, hakkın sadece sermaye şirketlerinde veya payları borsada işlem gören şirketlerde tanınması şeklinde ortaya çıkmaktadır. Ayrıca çıkarma hakkı sahibinin elde etmesi gereken sermaye payı/oy hakkı eşiği de farklılık göstermekte, genellikle %90-98

Raporda gözetilen temel hedef, yatırımcılara tüm üye devletlerde benzer düzeyde korumanın sağlanması ve verimli bir ortaklığın kontrolü pazarı (*efficient market for corporate control*) oluşturulmasıdır⁷⁸. Çıkarma hakkı da zorunlu pay alım teklifi (*mandatory bid*) kuralının karşılığını teşkil etmekte ve pay alım tekliflerini cesaretlendirme amacına yönelmektedir. Bu çalışma neticesinde 21 Nisan 2004 tarihinde kabul edilen Yönerge'nin⁷⁹ 15. maddesi çıkarma, 16. maddesi de ayrılma hakkını düzenlemektedir:

Yönerge m. 15-Çıkarma Hakkı:

1. Üye devletler, hedef şirketin tüm menkul kıymetlerine yönelik olarak yapılan alım teklifi neticesinde, bu maddenin 2-5. paragraflarının uygulanacağını temin etmek zorundadır.

2. Üye devletler, pay alım teklifini takiben aşağıdaki koşullardan birini sağlayan teklifte bulunanlara, diğer menkul kıymet sahiplerinin menkul kıymetlerini adil bir bedel karşılığında satın alma hakkı tanımak zorundadır:

(a), teklifte bulunanın hedef şirketin sermayesinin en az %90'ını temsil eden (ve oy hakkı veren) menkul kıymetlerini ve oy haklarının %90'ını elinde bulundurması veya,

(b) teklif dahilinde olup hedef şirketin sermayesinin en az %90'ını temsil eden (ve oy hakkı veren) menkul kıymetleri ve oy haklarının %90'ını iktisap etmesi ya da bunun için sözleşme yapması.

Üye devletler, (a) bendinde belirtilen durum için sermayenin ve oy haklarının %95'inin üzerinde olmamak üzere daha yüksek bir eşik belirleyebilirler.

3. Üye devletler, eşişe ne zaman ulaşıldığını tespit etmeyi sağlayacak

arası bir oran tercih edilmektedir. Çıkarma hakkının sadece pay alım tekliflerini takiben doğacağı kuralını benimseyen hukuk sistemleri de mevcuttur. Bu farklar hakkında detaylı bilgi ve örnekler için bkz. **Forum Europaeum**, s. 226-228 ve dn. 285-295.

⁷⁸ **Winter Report I**, s. 63. Verimli bir ortaklığın kontrolü pazarı kavramının çıkarma hakkının ekonomik analizi bakımından önemi için bkz. I.B.IV.

⁷⁹ Avrupa Parlamentosu ve Konseyinin Pay Alım Tekliflerine İlişkin 2004/25/EC sayılı Yönergesi 21.04.2004 tarihinde kabul edilmiş ve 30.04.2004 tarihli Avrupa Birliği Resmi Gazetesinde ilan edilmiştir. Yönerge doktrinde Türkçe'ye farklı şekillerde çevrilmiştir: "Kontrolün Ele Geçirilmesi için Yapılan Pay Alım Önerilerine İlişkin Yönerge" (Sibel Hacımahmutoğlu, "Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi ve Ortaklık Yöneticileri Üzerindeki Etkileri", **BATİDER C. XXIII**, S. 31, 2016, s. 276), "Ele Geçirme için Aleni Pay Alım Teklifleri Hakkındaki Direktif" (Karacan, s. 68), "Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması İlişkin AB Direktifi" (Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 17).

kurallar koymalıdır.

Hedef şirketin birden fazla menkul kıymet grubu çıkardığı durumlarda, Üye devletler, çıkarma hakkının sadece 2. paragrafta düzenlenen eşğin aşıldığı gruptaki menkul kıymetler için kullanılmasına izin verebilir.

4. Teklifte bulunan, çıkarma hakkını m. 7’de belirtilen ve teklifin kabul edilmesi için tanınan sürenin sonundan itibaren 3 ay içinde kullanmalıdır.

5. Üye devletler, adil bir bedelin ödenmesini temin etmelidir. Bedel, teklifte belirlenen karşılık cinsinden veya nakit olarak ödenmelidir. Üye devletler, nakit ödemenin en azından bir alternatif olarak sunulması gerektiğini düzenleyebilirler.

Gönüllü pay alım teklifini takiben, 2(a) ve (b)’de belirtilen durumlarda, eğer teklif sahibi teklif kapsamındaki oy hakkı veren sermaye paylarının %90’ını elde etmişse, teklifte belirlenen karşılığın adil olduğu farz edilir. Zorunlu pay alım teklifinde belirlenen karşılığın adil olduğu farz edilmelidir.

Yönerge m. 16-Satma Hakkı:

1. Üye devletler, hedef şirketin tüm menkul kıymetlerine yönelik olarak yapılan alım teklifi neticesinde, bu maddenin 2-3. paragraflarının uygulanacağını temin etmek zorundadır.

2. Üye devletler, m. 15(2)’de belirtilen durumlarda, kalan menkul kıymetlerin sahiplerine, teklif sahibini menkul kıymetlerini adil bir bedel karşılığında almaya zorlama hakkı tanımak zorundadır.

3. M. 15(3)-(5) mutatis mutandis uygulanır.

Yönerge’nin uygulama alanı, menkul kıymetlerinin⁸⁰ bir kısmı veya tamamı bir veya daha fazla üye devletin organize piyasalarında işlem gören şirketler ile sınırlıdır (Yönerge m. 1/1). Yönerge kapsamındaki çıkarma hakkının doğması için, belirli süre öncesinde pay alım teklifinde⁸¹ bulunulmuş olması (Yönerge m. 15/4) ve

⁸⁰ Yönerge’de pay değil, “menkul kıymet” olarak çevrilebilecek “securities” kavramı kullanılmaktadır. Yönerge m. 2’de bu kavram, bir şirketin oy hakkı veren ve devredilebilir nitelikteki menkul kıymetleri olarak tanımlanmıştır.

⁸¹ Yönerge m. 2/1-a’da bu çalışmada “pay alım teklifi” olarak çevrilen “takeover bid”, “ulusal hukuka uygun olarak hedef şirketin kontrolünü ele geçirmeyi takiben ya da ele geçirmek amacıyla, zorunlu ya da isteğe bağlı olarak hedef şirketin menkul kıymetlerinin tümünü ya da bir kısmını ele geçirmek için

pay ve oy haklarında belirli bir eşiğe ulaşılması gerekmektedir. Üye devletler bu durumda teklifte bulunana, kalan pay sahiplerini paylarını adil bir bedel karşılığında satmaya zorlama hakkını tanıyacak düzenlemeler yapmak zorundadır. Ayrıca Yönerge, üye devletlerin pay alım teklifi ile bağlantılı olmayan hallerde çıkarma hakkını tanıyan düzenlemeler yapmasına da imkân tanımaktadır⁸².

Bu imkân, üye devletlere tanınan geniş hareket alanı nedeniyle Yönerge'nin uyumlaştırma bakımından sınırlı bir etki yaratmasına neden olmuştur. Nitekim doktrinde, üye devletlerin düzenlemeleri arasındaki farklılıklar, çok değişik ve uyumsuz parçaların bir araya gelmesi ile oluşturulmuş bir kırkyama (*patchwork*) olarak nitelendirilmiştir⁸³. Gerçekten de birçok üye devlette korporatif çıkarma (*corporate squeeze-out*) olarak adlandırılan ve pay alım teklifleri dışında da çıkarma hakkını tanıyan düzenlemeler mevcuttur. Bu düzenlemeler, hangi tür şirketlerin kapsamda olduğu, hakkın doğumu için aşılması gereken eşikler, karşılığın hesaplanması yönlerinden birbirinden farklıdır⁸⁴.

bu şirketin ortaklarına (hedef şirket dışında bir kişi tarafından) yapılan çağrı" olarak tanımlanmıştır.

⁸² Yönerge, Başlangıç hükümleri, p. 24. Aslında Yönerge'nin kabul edilmesinden önce, Kasım 2002'de Şirketler Hukuku Uzmanları Üst Düzey Çalışma Grubu ikinci raporunu sunmuştur: Jaap Winter/José Maria Garrido Garcia/Klaus J. Hopt/Jonathan Rickford/Guido Rossi/Jan Schans Christensen/Joëlle Simon, Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brüksel, 2002 (http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf, e.t.: 15.07.2017). Ancak bu, ilk rapordan farklı olarak münhasıran pay alım teklifleri ile ilgili olmadığından Yönerge'nin oluşumuna doğrudan katkıda bulunmamıştır. Bu raporda çıkarma hakkının pay alım teklifleri ile sınırlı olmaksızın tanınması önerisi de tartışılmıştır (**Winter Report II**, s.109).

⁸³ Elst/Steen, **A Comparative Analysis**, s. 393. Dolayısıyla Yönerge'nin hayata geçirilme süreci sıklıkla eleştirilmektedir. Bkz. 13. Yönerge'nin Uygulanmasına Dair Komisyon Raporu, SEC(2007) 268.

⁸⁴ Üye devletler arasındaki farklılıkları kısaca sınıflandırmak gerekirse, ilk olarak, çıkarma hakkının kullanılmasına izin verilen şirketlerin özelliklerine değinilmelidir. Çıkarma hakkı bazı devletlerde halka kapalı şirketlerde bile tanırken, bazı devletlerde sadece payları borsada işlem gören şirketlerde mümkündür. İkinci olarak hakkın doğumu için aranan hâkimiyet eşiği farklıdır. Korporatif çıkarma için genellikle şirketin tüm pay ve oyları üzerinden %95'lik bir oran aranmaktadır. Pay alım teklifine bağlı çıkarma hakkı için istisnalar bulunmakla birlikte çoğunlukla %90-95 arası oranlar tercih edilmekte; ancak bunların hesaplanma usulü değişiklik göstermektedir. Bu oranı şirketteki toplam sermaye ve oy üzerinden arayan devletler olduğu gibi, pay alım teklifi kapsamındaki menkul kıymetlerin elde edilme oranını da alternatif olarak kabul eden devletler vardır. Hatta bir adım ileriye gidilerek bu iki oranı bir arada arayan bir örnek de bulunmaktadır. Ayrıca pay dışındaki oy hakkı veren menkul kıymetlerin hesaplama dâhil edilmesi hususunda yeknesak bir uygulama bulunmamaktadır. Bedelin belirlenmesi sürecinde bilirkişi veya mahkemenin rolü olup olmadığı ve tüm bu sürece herhangi bir idari otoritenin müdahale edip etmediği de farklılık göstermektedir. Detaylı açıklamalar ve karşılaştırmalı tablolar için bkz. Elst/Steen, **A Comparative Analysis**, s. 400, 404-406 413-416, 422-423, 433, 435-439.

c. İsviçre Hukuku'nda Çıkarma Hakkı

İsviçre Hukuku'nda çıkarma hakkı ile ilgili uzun süredir uygulanmakta olan düzenleme, 1995 tarihli Borsa ve Menkul Kıymet İşlemleri Hakkında Federal Kanun⁸⁵ (*Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières*)⁸⁶ ("LBVM") m. 33'tü⁸⁷. 19 Haziran 2015 tarihinde, 1 Ocak 2016 tarihinden itibaren yürürlüğe girmek üzere bu hüküm iptal edilmiş, yerine Sermaye Piyasalarının Altyapısı ve Piyasalarda Menkul Kıymetler ve Türev Araçlar Üzerinde İşlemler Hakkında Federal Kanun (*Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés*)⁸⁸ ("LIMF") m. 137'de küçük değişikliklerle aynı müessese düzenlenmiştir. Bu Kanun'un uygulanması amacıyla yürürlüğe koyulan Finansal Piyasalar ve Bu Piyasalarda Menkul Kıymetler ve Türev Araçlar Üzerinde Yapılan İşlemler Hakkında Kararname (*Ordonnance sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés*)⁸⁹ ("Kararname") ile eski kararnamedeki hükümler küçük ifade değişiklikleri hariç muhafaza edilmiştir.

LIMF m. 137 uyarınca, pay alım teklifi neticesinde hedef ortaklığın oy haklarının en az %98'ine sahip olan teklif sahibi, 3 ay içinde mahkemeden şirketteki diğer katılma hakkı veren menkul kıymetlerin (*titres de participation*)⁹⁰ iptalini

⁸⁵ Kanun daha önce "Borsa ve Menkul Kıymetler Ticaretine İlişkin Federal Kanun" olarak da çevrilmiştir. Bkz. Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 38.

⁸⁶ RO 1996 68, 24 Mart 1995.

⁸⁷ LBVM m. 33:“(1) Pay alım teklifi neticesinde hedef ortaklığın oy haklarının en az %98'ine sahip olan teklif sahibi, 3 ay içinde mahkemeden şirketteki diğer katılma hakkı veren menkul kıymetlerin iptal edilmesini talep edebilir. Bunun için, şirkete karşı bir dava açması gerekmektedir. Diğer pay sahipleri davaya katılabilirler. (2) Şirket bu menkul kıymetleri yeniden ihraç eder ve teklifte geçerli olan bedelin, menkul kıymetleri iptal olanlara ödenmesi karşılığında teklifte bulunana verir.”

⁸⁸ RO 2015 5339, 19 Haziran 2015.

⁸⁹ RO 2015 5413, 25 Kasım 2015.

⁹⁰ LIMF'de "*titres de participation*" ile ne ifade edildiği, m. 2/1.i'de açıklanmıştır. Buna göre "*titres de participation*", pay (*actions*), katılma intifa senedi (*bons de participation*), intifa senedi (*bons de jouissance*) ve benzer nitelikteki diğer menkul kıymetleri kapsayan bir şemsiye kavramdır. Yeşiltepe, "*titres de participation*" ifadesini pay şeklinde çevirmiş, çıkarma hakkının da payların hükümsüz bırakılması yoluyla kullanıldığını belirtmiştir (Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 38). Karababa ise bu ifadeyi pay olarak çevirmekle birlikte, çıkarma hakkının çıkarılan pay sahiplerinin paylarının hükümsüz bırakılarak hâkim pay sahibine devredilmesi yoluyla kullanıldığını ifade etmiştir (Karababa, s. 131). Bu çalışmada bu şemsiye terimi karşılamak amacıyla katılma hakkı veren menkul kıymetler ifadesi kullanılacaktır. Ancak bu menkul kıymetlerin tamamının tüm ortaklık haklarından yararlanma imkânı tanımadığının, bazılarının sadece kâra katılma gibi malvarlıksal haklar bahşettiğinin altını çizmek gerekmektedir. Bu bölümde çıkarılan tarafı ifade etmek üzere çıkarılan pay sahipleri ifadesi kullanılacaktır. Ancak bu ifade, tüm katılma hakkı veren menkul kıymet sahiplerini kapsama amacındadır.

isteyebilir. Oy haklarının nasıl hesaplanacağına ve hakkın kullanılması usulüne ilişkin detaylar, Kararname m. 120 ve 121’de düzenlenmiştir. Ancak detaylara girmeksizin LIMF m. 137 hükmünden de anlaşılabileceği gibi, İsviçre’deki düzenleme, SerPK m. 27’de düzenlenen çıkarma hakkına birçok açıdan çok yakındır. Öncelikle hakkın doğumu için aranan hâkimiyet eşiğinin çok yüksek olması dikkat çekicidir. İkinci olarak, iki sistemde de azınlığın çıkarılması, payların devri değil iptali yoluyla gerçekleşmektedir.

İsviçre’de ayrıca Birleşme, Bölünme, Tür Değiştirme ve Malvarlığı Devri Kanunu (*Loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine*)⁹¹ (LFus) m. 8’de TTK m. 141’in mehzazı niteliğinde bir düzenleme yer almaktadır. Bu da azınlık pay sahiplerinin ortaklıktan çıkarılması sonucunu doğurmakla birlikte niteliği itibarıyla SerPK m. 27’den farklı olduğundan detaylı incelemesi çalışmamızın kapsamı dışında kalmaktadır⁹².

Göröldüğü gibi ABD’de mahkeme kararları ile gelişen ve şekillenen bir sistem ağırlıktayken AB’de ve İsviçre’de Türkiye’de olduğı gibi kanun koyucunun getirdiğı *ex ante* düzenleyici kurallar mevcuttur⁹³. İsviçre ve Türkiye’de ikincil düzenlemeler de hakkın nasıl kullanılacağınaın tespiti konusunda önemli bir rol oynamaktadır.

3. Türk Hukuku’ndaki Gelişmeler

Çıkarma hakkı ilk olarak 06.12.2012 tarihli 6362 sayılı SerPK’nın⁹⁴ 27. maddesinde düzenlenmiştir. Bu düzenlemede, pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dâhil olmak üzere başka bir şekilde sahip olunan payların halka açık ortaklığın oy haklarının SPK tarafından belirlenecek olan oranına veya daha fazlasına ulaşması halinde, hâkim ortak açısından azınlıkta kalan pay sahiplerini ortaklıktan çıkarma hakkının doğacağı öngörölmüştür.

⁹¹ RO 2004 2617, 3 Ekim 2003.

⁹² LFus m. 8, tıpkı TTK m. 141 gibi, şirket birleşmelerinde ayrılma akçesi öngörölerek azınlıkta kalan pay sahiplerinin birleşmenin dışında bırakılmasına imkân tanımaktadır. Bu hakkın doğumu koşulları ve kullanılması usulü SerPK m. 27’den farklıdır. Ancak bu hükümler halka açık anonim ortaklıklarda da uygulama bulduğundan, hem Türk hem de İsviçre Hukuklarında iki müessese arasında bağlantı bulunmaktadır. LFus m. 8’in çıkarma hakkı ile bağlantılı olarak kullanılabileceğı durumlar için bkz. aşı. II.A. TTK m. 141 ve SerPK m. 27 karşılaştırması için bkz. aşı. I.C.2.a.

⁹³ Ventoruzzo, s. 878.

⁹⁴ 30.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı RG.

SerPK m. 27’de yer alan çıkarma ve satma haklarına ilişkin usul ve esaslar öncelikle II-27.1 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği’nde⁹⁵ düzenlenmiştir. Tebliğ’in yürürlüğe girmesinden sonra çıkarma hakkının kullanılması için SPK’ya yapılan başvurular ile birlikte çıkarılacak pay sahiplerine ödenecek bedelin düşük olduğu bu nedenle küçük yatırımcıya zarar verileceği eleştirileri gündeme gelmiştir⁹⁶.

Eleştirileri takiben SPK, "ortaklıktan çıkarma hakkının kullanılmasına ilişkin sürecin belirlenmesinde, azınlık ve hâkim ortak arasında oluşan bilgi asimetrisinin giderilmesi ve azınlığın fiyata itiraz hakkını sağlayacak bir mekanizma oluşturulması amacıyla” Ortaklıktan Çıkarma ve Satma hakları Tebliği’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ Taslağı’nı (“Taslak”) hazırlamış ve 08.08.2014 tarihinde kamunun görüş ve önerilerine sunmuştur⁹⁷. Ancak Taslak’ın hakların kullanım bedelinin belirlenmesine ilişkin hükümleri SerPK m. 27 ile çeliştiğinden öncelikle bu hükümde değişiklik yapılmasının gerektiği anlaşılmıştır. Bu amaçla hazırlanan 20.10.2014 tarihli “Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı”nın⁹⁸ 40. maddesi ile, SerPK m. 27’nin değiştirilmesi ve adil bedelin hesaplanmasına ilişkin usul ve esasların belirlenmesi konusunda SPK’nın yetkilendirilmesi hedeflenmiştir.

SerPK’da beklenen değişiklik yapılmamış olmasına rağmen SPK, II-27.2 sayılı “Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği”ni (“Tebliğ”) yayımlamış⁹⁹ ve II-27.1 sayılı Tebliğ’i yürürlükten kaldırmıştır. Tebliğ’de hâkimiyet eşliğine, eşğin hesaplanmasına ve hakların kullanılması usulüne ilişkin önemli değişiklikler getirilmiştir; çıkarma ve satma haklarının kullanılması II-27.1 sayılı Tebliğ’e nazaran zorlaştırılmıştır. Çalışmanın sonraki bölümlerinde çıkarma hakkı, yürürlükteki Tebliğ hükümleri üzerinde durularak incelenecek; yer yer kısaca II-27.1 sayılı Tebliğ ile karşılaştırma yapılacaktır.

⁹⁵ 02.01.2014 tarihli ve 28870 sayılı RG. Tebliğ, 01.07.2014 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

⁹⁶ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 24.

⁹⁷ <http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20140808&subid=0&ct=c&submenuheader=null> (e.t.: 15.07.2017).

⁹⁸ Tasarı metni için bkz. <http://www2.tbmm.gov.tr/d24/1/1-0982.pdf> (e.t.: 15.07.2017).

⁹⁹ 12.11.2014 tarihli ve 29173 sayılı RG.

B. Çıkarma Hakkının Öngörülmesinin Nedenleri

Çıkarma hakkının öngörülme nedenlerini incelemek için öncelikle hakkın hangi koşullarda kullanıldığının tespit edilmesi gerekmektedir. Çıkarma hakkı, AB düzeyinde ve İsviçre’de sadece pay alım teklifleri ile bağlantılı olarak düzenlenmiştir. ABD’de ise pay alım tekliflerini takip eden süreç, çıkarma hakkının iki yoğun kullanım alanından biridir. Ancak Türkiye’de olduğu gibi birçok Avrupa ülkesinde, çıkarma hakkı pay alım tekliflerini de içeren daha geniş bir kullanım alanına sahiptir. Dolayısıyla hakkın öngörülme sebepleri, pay alım tekliflerinin ekonomik analizini aşmaktadır. Bu bölümde de konu, halka açık şirketlerin ve pay alım tekliflerinin üzerinde özellikle durulmakla birlikte hakkın kullanımının her cephesini kapsayacak şekilde ele alınacaktır.

İncelenen sebeplerin bir bölümü sadece halka açık şirketleri ve dolayısıyla SerPK m. 27’deki çıkarma hakkını ilgilendirmektedir. Bazıları ise TTK m. 208’de yer alan satın alma hakkının öngörülme sebepleri arasında da yer almaktadır¹⁰⁰.

1. Menfaat İhtilaflarının Çoğunluk Pay Sahibi Lehine Giderilmesi

Anonim ortaklıklar, farklı menfaat grupları tarafından çevrelenmiştir¹⁰¹. Bir taraftan pay sahipleri, yöneticiler, alacaklılar ve çalışanlar gibi farklı grupların menfaatleri çatışırken bir taraftan da pay sahipleri kendi aralarında menfaat çatışmasına girebilmektedir¹⁰². Ancak hangi gruplar arasındaki menfaat çatışmasının baskın olacağı, farklı hukuk sistemleri arasında değişiklik göstermektedir.

¹⁰⁰ SerPK m. 27/3, TTK m. 208’in halka açık ortaklıklara uygulanmayacağını belirtmektedir. Dolayısıyla iki hükmün uygulama alanı farklıdır.

¹⁰¹ Oğuz İmregün, **Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunların Telif Çareleri**, İstanbul: 1962, s. 1-4; Tuğrul Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku**, Ankara, 1975, s. 16-17; Füsün Nomer, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Sadakat Yükümlülüğü**, İstanbul: Beta, 1999, s. 19 vd; Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. I, s. 246 vd; Feyzan Hayal Şehirali Çelik, **Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler**, Ankara: Bankacılık Enstitüsü Yayınları, 2008, s. 6 vd.; Marc Bauen/Robert Bernet/Nicolas Rouiller, **La société anonyme suisse: Droit commercial, Loi sur la fusion, Droit boursier, Droit fiscal** Bale: Schulthess, 2007, s. 271-272.

¹⁰² ABD ve İngiliz Hukuklarında şirketler hukukunu ilgilendiren menfaat ihtilafları, ekonomik bir yaklaşımla ve ekonomi biliminden alınan kavramlar ile ifade edilmektedir. “Agency theory” veya “agency problem” olarak anılan bu kavram, Türkçe’ye “temsil sorunu” olarak çevrilebilir. Burada hukuki bir temsil ilişkisinden değil, işlem ve eylemleri ile diğer menfaat sahiplerini etkileyen farklı menfaat gruplarından söz edilmektedir. Bkz. Michael C. Jensen/William H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, **Journal of Financial Economics**, 1976, C. 3, S. 4, s. 308 vd.; Reinier Kraakman/John Armour/Paul Davies/Luca

Doktrinde hukuk sistemleri, şirketlerde çoğunlukla görülen pay sahipliği yapısına göre ikiye ayrılmaktadır. Dağınık pay sahipliğinin (*dispersed ownership*) baskın olduğu sistemlerde, birçok şirketin sermayesi çok sayıda farklı pay sahibine yayılmış durumdadır. Bu sistemlerdeki temel hukuki sorun, yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki menfaat ihtilaflarının çözülmesidir. Yoğunlaşmış pay sahipliği (*concentrated ownership*) ise genellikle her bir şirketin sermayesinin fazla sayıda kişiye yayılmak yerine az sayıda pay sahibinin elinde toplandığı sistemleri ifade etmektedir. Bu sistemlerde ise temel kaygı, hâkim pay sahipleri ile diğer pay sahiplerinin arasındaki menfaat ihtilaflarının giderilmesidir. Hâkim pay sahibi yöneticileri büyük oranda kendisi belirlemekte ve şirketle ilgili önemli kararları alabilecek bir sermaye ve oy çoğunluğuna sahip olmaktadır. Dağınık pay sahipliği ABD başta olmak üzere İngiltere’de, yoğunlaşmış pay sahipliği ise hâkim olarak Kıta Avrupası’nda görülmektedir¹⁰³. Türkiye’de de Kıta Avrupası’ndaki genel eğilime paralel olarak, pay sahipliği yüksek oranda yoğunlaşmıştır¹⁰⁴ ve menfaat ihtilafları ağırlıklı olarak azınlık ve çoğunluk pay sahipleri arasındadır¹⁰⁵.

Anonim ortaklıklar hukukunun temel ilkelerinden biri olan çoğunluk ilkesi, genel kurulda ve yönetim kurulunda kararların çoğunluk tarafından alınması ve bu sayede şirketin çoğunluğun iradesi doğrultusunda idare edilmesi anlamına gelmektedir¹⁰⁶ (TTK m. 418, 421). Ancak TTK hazırlanırken, azınlıktaki pay sahiplerine haklarını korumaları için imkânlar tanınmış ve “gücünü sakınarak

Enriques/Henry Hansmann, et.al. **The Anatomy Of Corporate Law: A Comparative And Functional Approach**. Oxford University Press, 2009. Türkçe açıklamalar için bkz. Sibel Hacımahmutoğlu, “AT Komisyonu’nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme”, **BATİDER C. XXI**, S. 1, 2001, s. 19 vd.; Şehirali Çelik/Kırca/Manavgat, C. I, s. 255 vd.; Pashı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, s. 30 ve dn. 72.

¹⁰³ Luca Enriques/Paolo Volpin, “Corporate Governance Reforms in Continental Europe”, **Journal of Economic Perspectives**, 2007, C. 21, S.1, s. 117. Hem ekonomi ve finans hem de hukuk alanlarında hangi pay sahipliği yapısının ekonomik gelişim için daha elverişli olduğunun belirlenmesi ve sistemlerin ortak bir noktaya evrilip evrilmediğinin tespit edilmesi amacıyla çok sayıda çalışma yapılmış; ancak ortak bir sonuca varılmamıştır. Bu çalışmaların bazıları için bkz. Henry Hansmann/Reiner Kraakman, “The End of History for Corporate Law”, **Georgetown Law Journal**, 2001, C. 89, S. 2, s. 257 vd.; Toru Yoshikawa/Abdul A. Rasheed, “Convergence of Corporate Governance: Critical Review and Future Directions”, **Corporate Governance: An International Review**, 2009, C. 17, S. 3, s. 388 vd..

¹⁰⁴ İstemi S. Demirağ/Mehmet Serter, “Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies”, **Corporate Governance: An International Review**, 2003, C. 11, s. 41 vd..

¹⁰⁵ Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. I, s. 255. Ancak İmregün, 1962 yılında yayınladığı eserinde, Türkiye’deki anonim şirketler genellikle aile şirketi şeklinde olduğundan azınlık-çoğunluk mücadelesinin pek görülmediğini belirtmiştir (İmregün, s. 4).

¹⁰⁶ İmregün, s. 1-4; Pulaşlı, C. I, s. 593; Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. I, s. 116.

kullanan çoğunluk anlayışı” yerleşmiştir¹⁰⁷. Çoğunluk pay sahipleri ile diğer pay sahipleri arasındaki ihtilaflar, genellikle, azınlık pay sahiplerinin menfaatlerinin çoğunluğa karşı korunması ekseninde ele alınsa da şirket içinde adil bir hak ve çıkar dengesinin sağlanması ve korunması, zaman zaman çoğunluk pay sahiplerinin de korunmasını gerektirmektedir¹⁰⁸. Bu korumanın en önemli araçlarından biri de çıkarma hakkıdır¹⁰⁹.

Öncelikle, azınlıktaki pay sahiplerinin kanunla veya esas sözleşmeyle kendilerine tanınan hakları, çoğunluğu taviz vermeye zorlamak için kötüye kullanması mümkündür¹¹⁰. Çoğunluk, yatırımının büyüklüğü ile orantılı olarak şirkete ilişkin risklerin de büyük kısmını üstlendiğinden olası bir değer kaybı kendisini azınlıktan daha çok etkileyecektir¹¹¹. Genel kurul kararlarının iptali veya butlanının tespiti için kötüniyetle dava açılması hakkının kötüye kullanılması bunun bir örneğidir. Burada kötü niyet, şirkete zarar verme kastı veya kişisel istekleri şirkete zorla kabul ettirebilmek için davayı baskı ve yıldırma aracı olarak kullanmak şeklinde ortaya çıkabilir¹¹². Kural olarak, iptali için dava açılmış olan bir genel kurul kararının yönetim kurulu tarafından uygulanmasının önünde bir engel yoktur. Aksine, kararın uygulanmasının hukuki sorumluluğa yol açacak olması gibi haklı bir

¹⁰⁷ Poroy/Tekinalp (Çamoğlu), **Ortaklıklar**, p. 465; Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, 14-03.

¹⁰⁸ Çelik, s. 61; Erdoğan Moroğlu, “Anonim Ortaklıkta Çoğunluk Paysahiplerinin Azınlık ve İmtiyazlı Paysahiplerine Karşı Korunması”, **BATİDER**, C. XVII, S. 3, 1994, s. 47-55, s. 47.

¹⁰⁹ Doktrinde çıkarma hakkının tanınmasının sebeplerinden birinin de azınlık pay sahiplerinin şirkette korunmasız bir şekilde kalmalarının önlenmesi olduğu belirtilmektedir (Akın, **Çıkarılma**, s. 4; Çelik, s. 197-198; Orak Çelikboya, s. 47). Bu görüş, pay sahibini koruyucu düzenlemelerin çoğunun azlık hakkı niteliği olduğundan azlık oluşturmamayan pay sahiplerinin bu haklardan faydalanamamasına dayandırılmıştır. Çıkarma hakkının söz konusu olduğu durumda azlık oluşturmamayan ve şirkette etkinliği çok azalan pay sahipleri de şirkette kalmaktan kurtulacaktır. Ancak kanaatimizce amaç bu pay sahiplerinin korunması olsaydı, şirketten çıkma inisiyatifinin de onlara tanınması, dolayısıyla hakkın bir ayrılma hakkı şeklinde düzenlenmesi gerekirdi. Halbuki düzenleme, pay sahibi olarak kalmak isteyenlerin çıkarılmasına da imkân tanımaktadır. Ayrıca halka açık anonim ortaklıklarda pay sahiplerinin paylarını devretme imkânı da daha yüksektir. Amaç şirketteki etkinliği azalan pay sahiplerinin şirketten ayrılmasına imkân tanımak olsaydı, çıkarma hakkının özellikle de halka açık olmayan anonim ortaklıklar bakımından düzenlenmesi gerekirdi. Bu nedenlerle çıkarma hakkının esas olarak hâkim pay sahibi lehine olduğu; ancak somut olayın özellikleri nedeniyle çıkarılan pay sahiplerinin lehine sonuç doğurmasının da mümkün olduğu kabul edilmelidir. Ayrılma hakkı ise ayrılan pay sahibinin lehine bir çözümdür ve pay sahibinin iradesi ile kullanılan bir haktır. Bu konuda bkz. Sönmez, s. 21 vd. Nitekim Orak Çelikboya da çıkarma hakkının doğduğu durumlarda azınlığa da çıkma hakkının tanınmasını gerektiğini belirtmiştir (Orak Çelikboya, s. 47).

¹¹⁰ Yaşar Karayalçın, “Anonim Şirkette Çoğunluk Azınlık İlişkisi Bakımından Kontrol Satışı ve Genel Alım Önerisi”, **Prof. Dr. Halûk Tandoğan’ın Hâtırasına Armağan**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1990, s. 361; Erdoğan Moroğlu, **Çoğunluk Paysahiplerinin Korunması**, s. 47; Orak Çelikboya, s. 45; **Winter Report I**, s. 60 vd.; Akın, **Çıkarılma**, s. 3; Çelik, s. 62, 194; Karababa, s. 69 vd..

¹¹¹ Çelik, s. 198; Orak Çelikboya, s. 45.

¹¹² Erdoğan Moroğlu, **6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, İstanbul: XII Levha Yayıncılık, 2012, s. 290.

neden yokken genel kurul kararını uygulamayan yönetim kurulu, sorumlu olur¹¹³ (TTK m. 553). Ancak sonradan genel kurul kararlarının mahkemece iptal edilmesi halinde giderilmesi güç sonuçlar doğması ihtimaline karşı, TTK m. 449'da, mahkemenin yönetim kurulu üyelerinin görüşünü aldıktan sonra, dava konusu kararın yürütülmesinin geri bırakılmasına karar verebileceği düzenlenmiştir. Kötü niyetle ve hukuki temelden yoksun olarak açılan iptal davalarında yönetim kurulunun kararın yürütülmesinin geri bırakılması yönünde görüş bildirmesi ve mahkemenin bu doğrultuda karar vermesi ihtimali düşük olsa da, mümkündür¹¹⁴. Dolayısıyla kötü niyetle açılan iptal davası zaman ve enerji kaybına ve masraflara neden olabilecektir¹¹⁵.

Diğer pay sahiplerinin çoğunluk pay sahibiyle özellikle paylarının devri için müzakere edebilmek amacıyla yöneldiği bu gibi davranışlar karşısında çoğunluk pay sahibi ya TTK m. 451'deki gibi özel nitelikte tazminat hükümlerinden faydalanacak ya da genel hükümler çerçevesinde zararın tazminini sağlayacaktır¹¹⁶. Ancak bu da gecikme ve masraflara neden olacaktır. Görüldüğü gibi, tek pay sahibi olmanın, her konuda karar alabilecek pay ve oy oranına sahip bir hâkim pay sahibi olmaya nazaran dahi avantajları bulunmaktadır¹¹⁷.

Bunlara ek olarak, azınlıktaki pay sahiplerinin varlığı, ortaklık düzenini bozmaya çalışmasalar da genel kurulların düzenlenmesi, toplam sermaye ve oy oranı az olsa da pay sahiplerinin çağırılması, toplantının yapılacağı yerin bulunması, bilgi alma taleplerinin karşılanması gibi masraflara yol açmaktadır¹¹⁸. Nitekim TTK m. 208'den farklı olarak, SerPK m. 27'de düzenlenen hak, çıkarılan pay sahiplerinin

¹¹³ Moroğlu, **Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, s. 276.

¹¹⁴ Örneğin azlığın aynı zamanda yönetim kurulunda temsil edilme imtiyazını taşıyan payları elinde bulundurduğu hallerde, azlık tarafından aday gösterilerek seçilen yönetim kurulu üyesi, bu yönde görüş bildirebilir.

¹¹⁵ Dava hakkının kötüye kullanılması da himaye edilmediğinden kötünietle açılmış bir iptal davasının dinlenmemesi gerekir. Ancak bu durumun davanın başında tespiti her zaman mümkün olmamaktadır. Moroğlu, **Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, s. 291 ve dn. 542.

¹¹⁶ Moroğlu, **Çoğunluk Paysahiplerinin Korunması**, s. 52. Doktrinde bu davanın pay sahiplerinin sadakat yükümlülüğüne ve dolayısıyla şirket sözleşmesine dayandığı, sözleşmeye aykırılık hükümlerine gidilebileceği görüşü mevcuttur. Bkz. Nomer Ertan, **Sadakat**, s. 86, 106 vd.. Azınlığın haklarını kötüye kullanmasına karşı başvurulabilecek hukuki çareler için bkz. Alihan Aydın, "Anonim Ortaklıkta Çoğunluk Pay Sahiplerinin Azınlığa Karşı Korunması", **Erdoğan Moroğlu 65. Yaş Armağanı**, İstanbul: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, 1999, s. 35 vd..

¹¹⁷ Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s. 127.

¹¹⁸ Moroğlu, **Çoğunluk Paysahiplerinin Korunması**, s. 47 vd.; Aydın, s. 34; Çelik, s. 196-197; Karababa, s. 75-77; Elst/Steen, **Squeezing Out and Selling Out**, s. 198-199; **Forum Europeaum**, s. 225; **Winter Report I**, s. 60. Halka açık şirketlere özgü yükümlülükler için bkz. aşa. I.B.2.

şirketin çalışmasını engellemesi, dürüstlük kuralına aykırı davranması, fark edilir sıkıntı yaratması veya pervasızca hareket etmesi şartlarına bağlı değildir. Bu hakkın öngörülmesiyle, çıkarılan pay sahiplerinin dürüstlük kuralına aykırı davranması veya haklarını kötüye kullanması söz konusu olmasa da hem bu risklerden hem de sadece varlıkları nedeniyle doğabilecek masraflardan koruma amacı güdülmüştür. SerPK m. 27’de düzenlenen çıkarma hakkı, menfaat ihtilaflarını çözmeye olduğu kadar önceden engellemeye de yöneliktir¹¹⁹.

2. Halka Açık Şirket Statüsünün Getirdiği Yükümlülüklerden Kurtulmak

Halka açık şirketlerin, kapalı şirketlerde olmayan birtakım yükümlülükleri bulunmaktadır. Kamuyu aydınlatma, raporlama gibi yükümlülüklerle uymak, düzenleyici idari otoritenin denetim ve gözetimine uğramak, halka açık şirketler için insan gücü, zaman ve masraf harcanması anlamına gelmektedir¹²⁰. Hukukumuzda bu yükümlülüklerle kurumsal yönetim ilkeleri ile ilgili Kurulca belirlenen usul ve esaslara uymak (SerPK m. 17), genel kurul toplantılarına ilişkin daha detaylı usulleri takip etmek (SerPK m. 29), kamuyu aydınlatma¹²¹ yükümlülüklerine uymak (SerPK m. 14-15) ve bundan doğan sorumluluk rejimine tabi olmak (SerPK m. 32) örnek olarak verilebilir.

Halka açık olmanın, geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşabilmek ve bu sayede düşük maliyetle sermaye elde etmek gibi avantajları bulunmaktadır. Ancak bazı durumlarda yukarıda açıklanan masraflar bu avantajları aşmakta ve hâkim pay sahibi, şirketi kapalı hale getirmeyi ve hatta yukarıda açıklanan sebeplerin de etkisiyle, diğer tüm pay sahiplerini şirketten çıkararak tek pay sahibi olarak kalmayı

¹¹⁹ Aynı yönde bkz. Çelik, s. 193.

¹²⁰ Tolga Ayoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2008, s. 103-104; Senem Mutlu Uşaklı, **Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010, s. 92 vd.;

Çelik, s. 200; Karababa, s. 83, dn. 177; Karacan, s. 61.

¹²¹ Kamuyu aydınlatmanın çıkarma hakkı bakımından önemi ile ilgili açıklamalar için bkz. aşağıda. IV.B.1. Kamuyu aydınlatma hakkında bilgi için bkz. Veliye Yanlı, **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, İstanbul: Beta, 2005, s. 95 vd.; Çağlar Manavgat, **Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2016, s. 187 vd.; Tekin Memiş/Gökçen Turan, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2015, s. 33 vd..

tercih etmektedir¹²². Nitekim ABD’de de 2002 yılında Serbanes-Oxley Kanunu ile halka açık şirket olmanın maliyetleri artınca, halka kapalı hale gelme örneklerinin sayısı artmıştır¹²³. Bu durum, Angloamerikan Hukuku’nda “*going private*” olarak adlandırılmaktadır¹²⁴. Çıkarma da halka açıklık statüsünden çıkmayı sağlayarak hâkim pay sahibini bu masraflardan kurtarır¹²⁵. Çıkarma hakkının tanınmadığı sistemlerde halka kapalı hâle gelmenin yolu, diğer pay sahiplerinin ellerindeki payların toplanmasıdır; ancak bu da mümkün olsa bile çok fazla zaman kaybı ve maliyete neden olacaktır¹²⁶.

Bu durumlara ek olarak, bazen, halka açık şirketlerin belirli bir andaki piyasa değerinin gerçeği yansıtmaması ve dolayısıyla şirketin halka açık olmanın avantajlarından faydalanamaması söz konusu olabilmektedir. Bu hallerde halka kapanma, borsadaki anlık değişimlerden daha az etkilenmek ve şirketi uzun vadeli bir bakış açısıyla yönetebilmek bakımından da faydalı olabilecektir¹²⁷.

Belirtilmelidir ki çıkarma hakkının sıklıkla kullanılmasının yoğunlaşmış pay sahipliğinin olduğu sistemlerde olumsuz etkiler doğurabileceğine ilişkin çalışmalar mevcuttur. Bu çalışmaları yürütenler, durumun sebeplerine odaklanmamakla birlikte, halka kapanmanın şirketin bilinirliğini ve güvenilirliğini azaltarak değerini düşürdüğü gibi iddialar ileri sürmüştür¹²⁸. Dolayısıyla halka kapanmanın her zaman

¹²² Ayşegül Aslan, **Hakim Ortağın Azınlık Paylarını Satın Alma Hakkı (Squeeze-Out Right)**, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2005 (<http://spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=378&ct=f&action=displayfile>, e.t.: 15.07.2017); s. 7; Ventrizzo, s. 848. Ancak pay sahipleri ile şirket arası hukuki ihtilafların sık görüldüğü sistemlerde, kanun kapsamından çıkma kararının da çok sayıda uyuşmazlığı tetikleyebileceği gözden kaçırılmamalıdır. Bkz. Ventrizzo, s. 848.

¹²³ Karacan, s. 61; Subramanian, **Post-Silicon Freeze-Outs**, s. 2.

¹²⁴ Halka açık anonim ortaklıkların kanun kapsamından çıkarılması, hukukumuzda SPK’nın II-16.1 sayılı Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği’nde düzenlenmektedir. Buna göre şirketler kanunda yer alan şartların gerçekleşmesi halinde genel kurul kararı ile (m. 5), SPK’ya başvurarak (m. 6-9) kanun kapsamından çıkabileceği gibi, kurulca re’sen de çıkarılabilirler (m. 10).

¹²⁵ Bkz. aşı. IV.B.6.b.

¹²⁶ Karababa, s. 85.

¹²⁷ Aslan, s. 7. Doktrinde bu durumda çıkarmanın hem hâkim pay sahibi için hem de paylarını piyasa değerinin üzerinde satma imkânı bulacak diğer pay sahipleri için avantajlı olacağı belirtilmektedir (Ventrizzo, s. 848). Ancak bunun gerçekleşmesi, çıkarma bedelinin nasıl belirlendiği ile ilgilidir. Bedel, çıkarılan pay sahiplerinin paylarının çıkarma anındaki borsa değeri olarak kabul ediliyorsa söz konusu yarar gerçekleşemez. Eğer belirli bir süre içindeki borsa değerlerinin ortalaması alınıyorsa bu durumda sonuç sürenin uzunluğuna bağlı olacaktır. Türk Hukuku’ndaki durum için bkz. aşı. III.B.2.b.

¹²⁸ Fernan Restrepo, **Do Freezeouts Affect the Performance of the Controlling Shareholder?: An Empirical Analysis**, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper Series, s. 21 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2418846, e.t.: 1 Ocak 2017).

olumlu sonuçlar doğuracağı düşünülmemeli, somut olayın koşulları iyi değerlendirilmelidir.

3. Şirketler Topluluğunda Tam Hâkimiyetin Sağladığı İmkanlardan Faydalanmak

TTK m. 203, bir sermaye şirketinin paylarının ve oy haklarının doğrudan veya dolaylı olarak yüzde yüzüne sahip olan ticaret şirketlerinin, topluluğun belirlenmiş ve somut politikalarının gereği olmak şartıyla, bağlı şirketin kaybına sebep verebilecek sonuçlar doğurabilecek nitelik taşısa bile, bağlı şirketi yönlendirmesine ve yönetime ilişkin talimat vermesine imkân tanımaktadır¹²⁹. Talimat bağlı şirketin ödeme gücünü açıkça aşan, varlığını tehlikeye düşürebilecek veya önemli varlıklarını kaybetmesine yol açabilecek nitelikte değilse bağlı şirketin organları buna uymak zorundadır (TTK m. 204). Ancak şirketin tüm paylarını elinde bulundurmayan hâkim pay sahibi bu imkândan faydalanamayacaktır. Bu nedenle şirketi istediği şekilde yönlendirememesi ve hedeflediği sinerjiyi yakalayamaması ihtimali bulunmaktadır¹³⁰.

Karşılaştırmalı hukuka bakıldığında da hâkim şirkete, pay ve oy haklarının tamamına sahip olduğu iştiraklerini tamamen kendi stratejileri doğrultusunda yönlendirme imkânının tanındığı ve bu imkânın hâkim pay sahiplerini, diğer pay sahiplerini şirketten çıkarmaya yönelttiği görülmektedir¹³¹.

Diğer pay sahiplerinin haklarının korunabilmesi amacıyla hâkim pay sahibinin devralınan şirketi kendi şirketler topluluğuna tam anlamıyla entegre etmesinin engellenmesi, ekonomi bilimindeki anlamıyla bir fırsat maliyetine neden olmaktadır. Diğer bir deyişle bu durum, hâkim pay sahibinin tek pay sahibi olsaydı faydalanabileceği birtakım imkânlardan faydalanamaması anlamına gelecektir¹³². Bu

¹²⁹ Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 421 vd; Göktürk, s. 100 vd..

¹³⁰ Burkart/Panunzi, **Tender Offer Process**, s. 17; Çelik, s. 195; Karababa, s. 79; Orak Çelikboya, s. 48-49.

¹³¹ Elst/Steen, "Opportunities in The Merger and Acquisition Aftermarket: Squeezing Out and Selling Out", **Corporate Governance and Regulatory Impact on Mergers and Acquisitions**, Greg N. Gregoriou/Luc Renneboog (ed), USA: Elsevier Inc, 2007, s. 198.

¹³² **Winter Report I**, s. 60.

da her ne kadar alınacak kararları etkileyemeyecek oranda olsa da azınlık pay sahiplerinin hâkim pay sahibinin hareket alanını daraltabileceğini göstermektedir¹³³.

4. Ekonomik Açıdan Pay Sahibinin Şirketten Çıkarılması

Halka açık anonim ortaklıklarda çıkarma hakkının kullanım alanlarından önemli birini de pay alım teklifleri oluşturmaktadır. Çıkarma hakkı, AB düzeyinde sadece pay alım teklifleri ile bağlantılı olarak düzenlendiğinden özellikle Avrupa'daki çalışmaların büyük çoğunluğu, çıkarma hakkının ekonomik boyutlarını münhasıran pay alım teklifleri özelinde değerlendirmiştir¹³⁴. Bu bölümde de hakkın öngörülmesinin ekonomik nedenleri ve kullanılmasının ekonomik sonuçları, öncelikle pay alım teklifleri¹³⁵ bağlamında ele alınacaktır.

Finans, işletme ve hukuk alanında gerçekleştirilen birçok çalışmada, başarıya ulaşan pay alım tekliflerinin, şirket hâkimiyetinin verimli bir şekilde el değiştirmesini sağladığı (*efficient transfer of control*) ve bu sayede şirketin kârlılığını artırdığı kabul edilmektedir¹³⁶. Bu, şirketi yeterince etkin şekilde yönetemeyen yöneticilerin bulunduğu şirkette pay sahiplerinin paylarını satmak istemesi nedeniyle pay alım tekliflerinin başarılı olması, böylece yöneticilerin daha verimlileri ile yer değiştirmesi, diğer yöneticilerin de bu rekabet nedeniyle yerlerini korumak için daha etkin olmaya teşvik edilmesi ve kaynakları daha iyi kullanması yoluyla olmaktadır¹³⁷. Böylece pay alım teklifleri, piyasa güçlerinin ortaklık içi disiplini sağlamasının aracı olarak işlev görmektedir.

¹³³ Çelik, s. 195, dn. 76; Karababa, s. 79.

¹³⁴ AB'deki pay alım teklifi ve birleşmeler ile ilgili düzenlemeler, bu bölümde açıklanan kaygılara ek olarak özellikle AB piyasalarında rekabet düzeninin korunmasına ilişkin hedefler de dikkate alınarak yapılmıştır. Ancak aynı zamanda küresel düzeyde rekabet edebilecek AB şirketlerinin oluşması, AB içindeki rekabetin biraz da olsa kısıtlanmasıyla mümkün olmaktadır. AB'nin pay alım tekliflerine ilişkin düzenlemeleri de bu kaygıları yansıtan birçok farklı perspektiften değerlendirilmesi gereken bir konudur. Aynı yönde bkz. Jonathan R. Macey/Clas Bergström/Peter Högfeld/Per Samuelsson, "The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform", *Columbia Business Law Review*, 1995, S. 2, s. 496, dn. 5. Bu yaklaşımların çoğu, tezin kapsamını aşmaktadır.

¹³⁵ Pay alım teklifi, temel olarak, hedef şirketin hâkimiyetinin ele geçirilmesi amacıyla hedef şirketin tüm ortaklarına paylarını devralmak için açık bir teklifte bulunulmasıdır. Bu konudaki açıklamalarımız için bkz. aşa. III.A.1.a.

¹³⁶ Burkart/Panunzi, *Tender Offer Process*, s. 8; Manavgat, *Aleni Pay Alım Teklifi*, s. 15; Hacımahmutoğlu, *Ortaklığın Kontrolü Pazarı*, s. 261; Şehirli Çelik, *Önlemler*, s. 70-71.

¹³⁷ Burkart/Panunzi, *Tender Offer Process*, s. 8; Manavgat, *Aleni Pay Alım Teklifi*, s. 15; Hacımahmutoğlu, *Ortaklığın Kontrolü Pazarı*, s. 261; Şehirli Çelik, *Önlemler*, s. 70-71; *Winter Report I*, s. 19.

Pay alım tekliflerinin bu işlevi görmesi, verimli bir ortaklığın kontrolü pazarının (*efficient market for corporate control*) varlığına bağlıdır¹³⁸. Bu nedenle pay alım tekliflerinin artmasını hedefleyen düzenlemeler yaygınlaşmakta ve genellikle desteklenmektedir¹³⁹. Ancak bu varsayım her zaman gerçekleşmemektedir; çünkü yeni gelecek yöneticilerin etkinliği kesin olmadığı gibi, pay alım teklifinin de (aile şirketlerini mümkün olduğunca genişletmek ve bu şirketlerin hâkimiyetini ne olursa olsun elinde tutmak gibi) kâr maksimizasyonu dışında saiklerle gerçekleşmiş olma ihtimali vardır¹⁴⁰. Pay alım tekliflerinin piyasada yarattığı etkilerle ilgili daha detaylı bir analiz, bu çalışmanın kapsamını aşmaktadır. Bu bölümde pay alım tekliflerinin piyasada olumlu bir etki yaratabileceği; ancak bunun için tekliflerinin verimliliğinin artması gerektiği varsayımından hareket edilecek ve çıkarma hakkının verimliliği artırmak yönündeki rolüne değinilecektir.

Altını çizmek gerekir ki verimliliği artırma amacına yönelik pay alım teklifleri, aşağıda detaylıca açıklanacak menfaat ihtilafları neticesinde başarılı olamayabilir¹⁴¹. Çıkarma hakkı işte bu aşamada önemli bir rol üstlenmektedir. Çıkarma hakkının işlevini ortaya koyabilmek için pay alım teklifi sırasında farklı menfaat gruplarının muhtemel karar alma mekanizmalarına değinmek gerekmektedir.

İlk aşamada, pay alım teklifi neticesinde teklif sahibinin şirkette hâkim olmasını sağlayacak miktarda pay edinmesi durumu değerlendirilmelidir. Çoğu hâlde, yukarıda açıklanan gerekçelerle, teklifte bulunan, tek pay sahibi olmayı hâkim

¹³⁸ Ortaklığın kontrolü pazarı teorisi (*theory of the market for corporate control*), payların serbestçe devrinin, payların piyasa değerini yöneticilerin performansı ile bağlantılı hale getirdiği ve bunun da yöneticiler üzerinde bir denetim mekanizması teşkil ettiği teorisidir. Hacımahmutoğlu, **Ortaklığın Kontrolü Pazarı**, s. 257 vd..

¹³⁹ Klaus J. Hopt, "Obstacles to Corporate Restructuring: Observations from a European and a German Perspective", **Perspectives In Company Law And Financial Regulation**, Michel Tison/Hans de Wulf/Christoph Van der Elst/Reinhard Steennot (ed.), Cambridge, 2009, s. 373–78. Devralmaların artmasının faydaları hakkında özet bir ekonomik analiz için bkz. Arıcı/Veziroğlu, s. 15-20. Pay alım tekliflerinin lehindeki görüşlerin bir özeti için bkz. Hacımahmutoğlu, **Ortaklığın Kontrolü Pazarı**, s. 261; Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s. 14-16. Kurumun makro düzeyde ekonomik verimlilik ile bağlantılı olduğu yönünde açıklamalar için bkz. Aslan, s. 26. Macey/Bergström/Högfeldt/Samuelsson, s.510.

¹⁴⁰ Burkart/Panunzi, **Tender Offer Process**, s. 8; Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s. 17-18; Hacımahmutoğlu, **Ortaklığın Kontrolü Pazarı**, s. 261; Şehirali Çelik, **Önlemler**, s. 77-79; Beate Sjåfjell, **Towards a Sustainable European Company Law**, Kluwer Law International, 2009, s. 119-120. Doktrindeki tartışmalardan anlaşılabileceği üzere, pay alım tekliflerinin pazarda doğurduğu etki, mutlak olarak tespit edilebilmiş değildir. Çalışmaların genelde pay alım tekliflerinin kısa vadeli etkisine odaklandığı, bu nedenle tartışmanın henüz nihai bir sonuca ulaşmadığı hakkında bkz. Sjåfjell, s. 119-120.

¹⁴¹ Burkart/Panunzi, **Tender Offer Process**, s. 8; Sjåfjell, s. 119-120.

pay sahibi olmaya tercih edecektir¹⁴². Bu da pay alım teklifi sırasında olmasa da sonrasında, teklifte bulunanın, tek pay sahibi olabilmek amacıyla, şirkette kalan pay sahiplerinin paylarını almaya istekli olacağı ve hatta bu payları almak için tekliftekinden daha yüksek bir fiyat vermeye razı olacağı anlamına gelmektedir. Ancak şirkette kalan pay sahipleri de teklifi yapanın tek pay sahibi olmak için teklif sonrası kendilerine daha yüksek bir bedel ödemeye gönüllü olacağını düşünecek ve bundan faydalanmak için pay alım teklifini kabul etmeyecektir. Bu da pay alım teklifinin başarıya ulaşmasını engelleyecek veya ancak daha yüksek bir bedel karşılığında başarılı olmasına yol açarak pay alım tekliflerinin sayısını da azaltacaktır¹⁴³. Ancak çıkarma hakkının öngörülmesi, bu mekanizmayı kıracaktır. Bu durumda pay alım teklifinin çıkarma hakkı için öngörülen eşiğin aşılması ile sonuçlanması halinde, teklifi kabul etmese de şirketten çıkarılabileceğini bilen pay sahipleri, teklifi şimdiden kabul etmeye hazır olacaklardır. Böylece bir hukuk sisteminde çıkarma hakkının öngörülmesi, somut olayda kullanılmayacak olsa da pay alım tekliflerinin gerçekleşmesini kolaylaştıracak ve başarı oranını yükseltecektir.

Buna ek olarak, hedef şirketteki pay sahiplerinin, paylarının gerçek değerinin pay alım teklifinde önerilenden yüksek olduğunu veya pay alım teklifi sonrası yönetimdeki değişim sayesinde artacağını varsaymaları ihtimali değerlendirilmelidir. Bu varsayım çoğunlukla doğrudur; çünkü aksi takdirde zaten teklifi yapmak kârlı olmayacaktır. Dolayısıyla her bir pay sahibi, teklifi kabul etmemek ve böylece kontrol ve yönetim değişikliği sonrasında şirkette kalmak eğiliminde olacaktır. Bu durumun ise iki olası sonucu vardır. Bu eğilim yaygınsa, pay alım teklifi gerçekleşmeyecektir. Gerçekleşirse de bu yöntemi izleyerek şirkette kalan pay sahipleri ya ileride daha yüksek bir bedelle paylarını devredecek ya da teklifi yapan ve şirketin yeni hâkimi olan pay sahibinin şirketin değerini artırma çabalarından faydalanma imkânı bulacaktır. Ekonomide bu durum, “bedavacılık sorunu” (*free-rider problem*) olarak adlandırılmaktadır¹⁴⁴. Çıkarma hakkının öngörülmesi, her pay

¹⁴² Tekliflerin çoğunlukla çıkarma hakkı eşiğine ulaşılması şartıyla yapılması da bu gerçeği desteklemektedir. Elst/Steen, **Squeezing Out and Selling Out**, s. 199.

¹⁴³ Aslan, s. 26; Burkart/Panunzi, **Tender Offer Process**, s. 18-19; Elst/Steen, **Squeezing Out and Selling Out**, s. 196-197.

¹⁴⁴ Bu sorunu pay alım teklifleri bağlamında ilk ele alan eser için bkz. Sanford J. Grossman/Oliver D. Hart, “The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration”, **Journal of Political Economy**, 1986, C.94, s. 4, s. 691 vd.; Elst/Steen, **Squeezing Out and Selling Out**, s. 199; Bahar, bu taktiği “*hold-out*” olarak isimlendirmektedir (Bahar, (in Tercier/Amstutz (ed.), **Code des obligations II**), s. 2885).

sahibinin teklif ve dolayısıyla hâkimiyet değişimi sonrası şirkette kalan azınlık olma imkânını azaltacağı için bedavacılık sorununu da azaltmaktadır.

Hedef şirketin pay sahipleri, payların teklif sonrası piyasa değerinden yararlanmaları imkânının, şirketten çıkarılmaları ihtimali karşısında oldukça sınırlı olduğunu fark edeceklerinden, paylarını teklif sonrası piyasa değerinden daha düşük bir bedel karşılığında satmayı kabul edeceklerdir. Bu da pay alım tekliflerinin, payların teklif sonrası değerinin altında bir bedelle başarılı olmasını sağlayarak teklifleri kolaylaştırıp teşvik edecektir¹⁴⁵. Dikkat edilmelidir ki bu sonuç, önerilen bedelin, payların teklif öncesi değerinden de düşük olmasını gerektirmemekte veya teşvik etmemektedir. Sadece payların teklif sonrası hâkimiyet ve muhtemelen yönetim değişimi neticesinde oluşacak yeni fiyatı ile teklifte önerilen bedele ilişkin bir karşılaştırma yapılmaktadır. Dolayısıyla bu mekanizma, paylarını satan veya sonraki aşamada çıkarılan pay sahiplerinin yatırımlarının karşılıksız kalmasını gerektirmemektedir. Bu, piyasadaki farklı değişkenler ile ilgili olup çıkarma hakkından bağımsız bir durumdur.

Çıkarma hakkı, pay alım teklifi sonrası gerçekleşen değer artışından teklif sahibinin münhasıran veya en azından daha büyük oranda yararlanmasının da önünü açacak, diğer pay sahiplerinin varlığının doğurabileceği kayıpları ortadan kaldıracak ve pay alım tekliflerini bu açıdan da cesaretlendirecektir¹⁴⁶. Ancak çıkarma hakkının bu sonuçları yaratması, çıkarma bedelinin nasıl hesaplanacağına da bağlıdır¹⁴⁷.

Çıkarma hakkının tamamlayıcı ve dengeleyicisi ise satma hakkıdır¹⁴⁸. Bu simetri, Yönerge’de iki hakkın doğumu ve kullanılması için aranan şartların aynı olmasında da gözlemlenebilir¹⁴⁹. Satma hakkı, azınlıktaki pay sahiplerini koruyucu bir mekanizmadır. Bu hak öncelikle, azınlıktaki pay sahiplerine, hâkim pay sahibinin hâkimiyetini hukuka aykırı kullanması durumunda başka hukuki yollara başvurmaya

¹⁴⁵ Burkart/Panunzi, **Tender Offer Process**, s. 18

¹⁴⁶ **Winter Report I**, s. 61.

¹⁴⁷ Marc Goergen/Marina Martynova/Luc Renneboog, “Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms in Europe”, **Oxford Review of Economic Policy**, C. 21, S. 2, 2005, s. 252. Çıkarma bedeli hesaplanırken kontrol priminin tam tersi nitelikte bir azınlık indirimi yapılması, bu amaca hizmet edecektir. Bu konudaki tartışmalar ve SerPK m. 27’nin eleştirisi için bkz. aşa. III.B.

¹⁴⁸ Satma hakkı, çıkarma hakkının karşılığını teşkil ettiğinden, mülkiyet hakkının sınırlandırılmasında ölçülülük ilkesine uygun davranıldığından göstergelerinden biridir. Bkz. **Winter Report I**, s. 62.

¹⁴⁹ Burkart/Panunzi, **Tender Offer Process**, s. 20.

gerek kalmaksızın kolayca şirketten ayrılma imkânı sağlamaktadır. Bu hak, özellikle de payın piyasada kolayca devredilemediği dönemlerde hâkim pay sahibinin keyfi davranışlarına karşı bir emniyet ağı olmaktadır¹⁵⁰.

Pay alım teklifleri özelinde ise satma hakkı, pay sahibinin, teklif sonrası şirkette azınlık olarak haklarının mütemadiyen ihlal edilmesine mahkum kalmaktan korkarak teklifi kabul etmek zorunda hissetmesinin önüne geçer¹⁵¹. Doktrinde bu, teklife katılma baskısı (*pressure to tender problem*) olarak adlandırılmaktadır. Özellikle de şirket değerini artırmayan pay alım tekliflerinde aslında tüm pay sahipleri teklifin başarısız olmasını istemekte; ancak teklif başarılı olacaksa şirkette kalmaktansa paylarını devretmiş olmayı tercih etmektedirler. Diğer bir deyişle en tercih edilir senaryo teklifin başarısız olması ise de, teklif başarılı olduğunda şirkette kalma riskindense teklifi kabul etmek daha makul gelmektedir. Daha sonra bir çıkış imkânı daha olacağını bilen pay sahibi, teklifin koşullarının yeterince iyi olduğunu düşünmezse, teklifi kabul etmeyecektir¹⁵².

Açıklanan durumlar, dağınık pay sahipliğinin hâkim olduğu sistemlerde daha baskın olarak görülmektedir. Bunun nedeni, düşmanca ele geçirme¹⁵³ amacıyla yapılan pay alım tekliflerinin gerçekleşme ihtimalinin bu sistemlerde çok daha yüksek olmasıdır. Yoğunlaşmış pay sahipliğinin hâkim olduğu sistemlerde, mevcut yönetimi destekleyen bir hâkim pay sahibi vardır ve hâkimiyet ancak kendisinin payları edinilerek ele geçirilebilir. Bu da ancak tarafların anlaşması veya iradi bir pay devri yapmaları halinde mümkündür¹⁵⁴. Ancak doktrinde bu sistemlerde bile pay alım tekliflerini kolaylaştıracak düzenlemelerin yapılmasının faydalı olduğu; çünkü pay sahipliği yapısının yavaş yavaş da olsa değişmesinin mümkün olduğu belirtilmektedir¹⁵⁵.

¹⁵⁰ SerPK m. 24 Gerekçesi; Bektaş, s. 755; Sönmez, s. 23; **Winter Report I**, s. 62. Ayrılma hakkının bunun dışında da işlevleri bulunmaktadır. Bkz. Sönmez, s. 19 vd..

¹⁵¹ Burkart/Panunzi, **Tender Offer Process**, s. 14; Elst/Steen, **Squeezing Out and Selling Out**, s. 196-199. Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s. 125-126.

¹⁵² Burkart/Panunzi, **Tender Offer Process**, s. 20-21.

¹⁵³ Düşmanca ele geçirme, hedef şirket yöneticilerinin kontrol değişikliğine onay vermediği şirket ele geçirmelerini ifade eder. Kavram İngilizce’de “*hostile takeover*”, “*unfriendly takeover*” olarak geçmektedir. Bkz. Şehirli Çelik, **Önlemler**, s. 66-69; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, p. 841b.

¹⁵⁴ Bergström/Högfeldt/Macey/Samuelsson, s. 505; Paslı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, s. 209; Şehirli Çelik, **Önlemler**, s. 61.

¹⁵⁵ Bergström/Högfeldt/Macey/Samuelsson, s. 507. Pay alım tekliflerine ilişkin normatif düzen, ilgili sistemdeki pay sahipliği yapısı üzerinde de etkili olacaktır. Goergen/Martynova/Renneboog, s. 248. Bu mekanizmanın detayları çalışmamızın kapsamını aşmaktadır; ancak bu alandaki ampirik

Buna ek olarak, dağınık pay sahipliğinin hâkim olduğu sistemlerde yöneticilerin denetlenmesi büyük oranda piyasadaki rekabetten kaynaklanan kontrol mekanizmaları tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu ortaklıklarda çok sayıda küçük pay sahibi olup bunların yöneticileri denetlemek için yeterli teşvik ve kaynağı bulunmadığından denetim genellikle piyasanın işleyişine bırakılmıştır¹⁵⁶. Bu nedenle bedavacılık (*free-rider*) sorunu ve pay alım tekliflerini azaltıcı etkisi, pay sahipliğinin yoğunlaşmış olduğu şirketlerde diğerleri kadar büyük bir verimsizlik sorununa yol açmamaktadır¹⁵⁷. Pay sahipliğinin yoğunlaşmış olduğu Türk Hukuku'nda, çıkarma hakkının pay alım teklifleriyle sınırlı olmaksızın düzenlenmiş olmasının yerinde olduğu söylenebilir. Çünkü hem bu sınırlı çerçevede diğer sistemlerde olduğu kadar büyük bir menfaat sağlamamaktadır; hem de yukarıda açıklandığı gibi çıkarma hakkının pay alım tekliflerinin dışında da faydaları vardır. Hukukumuzdaki sınırlı olmayan yaklaşım, ekonomik açıdan yerindedir.

Özet olarak, çıkarma hakkı ve ayrılma hakkının işlev ve önemi iki boyutludur: İlk olarak çoğunluk pay sahipleri ile diğer pay sahipleri arasındaki menfaat ihtilaflarını gidermek; ikinci olarak ise, pay alım teklifleri özelinde, yukarıda açıklanan teşvikleri yaratarak ve pay alım teklifi sonrası kazanç dağılımını etkileyerek teklifin verimsiz bir sonuç doğurmasının veya verimli tekliflerin başarısız olmasının önüne geçmek. Bu doğrultuda hem içinde bulunulan sistem ve sistemde hâkim pay sahipliği yapısı, hem de çıkarma hakkının kullanılması için ulaşılmaması gereken eşikler ve pay karşılığı ödenen bedel etkili olmaktadır. Nitekim doktrinde sıklıkla üzerinde durulan husus, pay alım tekliflerine ilişkin düzenlemelerin, ilgili hukuk sistemindeki şirketler hukuku hükümleri ve pay sahipliği yapısı dikkate alınarak yapılması gerektiğidir¹⁵⁸. Çalışmamızın ilerleyen bölümlerinde SerPK m. 27 ve Tebliğ hükümleri, bu açılardan değerlendirilecektir.

çalışmaların kısa bir değerlendirmesi için bkz. Restrepo, **An Empirical Analysis**. Bu çalışmalarla ilgili Türkçe açıklamalar için bkz. Karacan, s. 53 vd..

¹⁵⁶ Elst/Steen, **Squeezing Out and Selling Out**, s. 196.

¹⁵⁷ Burkart/Panunzi, **Tender Offer Process**, s. 22.

¹⁵⁸ Goergen/Martynova/Renneboog, s. 263; Mike Burkart/Fausto Panunzi, ECGI-Finance Working Paper No. 118/2006 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=912477##, e.t.: 15 Temmuz 2017), s. 25-26. Bazı yazarlar bir adım daha ileriye giderek bu konudaki hukuki düzenlemelerin etkisinin her bir şirketin özelliklerine bağlı olarak bile değişeceğini; bu nedenle hukuk düzeninin ele geçirmelere karşı nötr bir tavır benimsemesi ve inisiyatifi şirket yönetimine bırakması gerektiğini savunmaktadırlar. Örnek olarak bkz. Luca Enriques/Ronald J. Gilson/Alessio M. Paces, "The Case For an Unbaised Takeover Law", **Harvard Business Law Review**, 2014, C. 4, S. 1, s. 91 vd..

C. Pay Sahibinin Şirketten Çıkarılmasının Çeşitli Kavramlarla Karşılaştırılması

Yukarıda kısaca açıklandığı üzere, TTK ve SerPK’da anonim şirketlerde iradi pay devrinden farklı olarak payları satma, şirketten ayrılma, payları satın alma ve pay sahibini çıkarmaya ilişkin haklar ve yükümlülükler düzenlenmiştir. Bunların doğma şartları, kullanılma usulü ve yöneldiği hukuki ve iktisadi menfaatler ise farklılık göstermektedir. Çalışmamızın konusu olan çıkarma hakkının sistem içindeki konumunun tespit edilebilmesi amacıyla bu bölümde bu haklar kısaca ele alınacaktır.

1. SerPK’da Düzenlenen Kurumlar

a. Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkı

SerPK m. 24, halka açık anonim ortaklıklarda (SerPK m. 23’te sayılan) birtakım önemli nitelikte işlemlere¹⁵⁹ ilişkin genel kurul toplantısına katılıp da olumsuz oy kullanan ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen¹⁶⁰ pay sahiplerinin paylarını ortaklığa satarak ayrılma imkânını düzenlemektedir¹⁶¹.

Ayrılma hakkı, çıkarma hakkından farklı olarak, hâkim ortağın belirli bir hâkimiyet eşiğine ulaşmasına değil, Kanun’un önemli nitelikte saydığı bir işlemin gerçekleşmesine bağlıdır. Amaç, işlem neticesinde şirketin uğradığı veya uğrayabileceği dönüşüme bağlı olarak şirketteki yatırımından beklentisi değişen ve şirketteki konumu etkilenen pay sahibine bir çıkış yolu yaratmaktır¹⁶². Nitekim payların satış bedeli, önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması olarak

¹⁵⁹ Bunlar, birleşme, bölünme, tür değiştirme, sona erme, mal varlığının tümünün veya önemli bölümünün devredilmesi, üzerinde aynı hak tesis edilmesi veya kiralınması; faaliyet konusunun tümüyle veya önemli ölçüde değişmesi, imtiyaz öngörülmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunun değiştirilmesi; borsa kotundan çıkma gibi hususlardır (SerPK m. 23). SerPK m. 33/4’e göre pay sahibi sayısı nedeniyle halka açık sayılan ortaklıklar, genel kurul kararı ile kanun kapsamından çıkarılarsa, bu karara olumlu oy kullanmayan pay sahiplerine de ayrılma hakkı tanınır.

¹⁶⁰ Pay sahibinin 23. maddede belirtilen 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 hallerinde, genel kurul kararlarına muhalif kalma ve muhalefet şerhini tutanağa kaydettirme şartı aranmaksızın ayrılma hakkı doğar (SerPK m. 24).

¹⁶¹ Ayrılma hakkına ilişkin usul ve esaslar, II-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği’nde yer almaktadır (24.12.2013 tarihli ve 28861 sayılı RG).

¹⁶² Adıgüzel, **Ayrılma**, s. 4; Sönmez, s. 23-24; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 129.

belirlenmiş; böylece şirketten ayrılan ortağın, payının bedelinin önemli nitelikteki işlemten etkilenmeden önceki halini elde etmesi öngörülmüştür (SerPK m. 24/1).

Hükümde geçen “önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarih” ifadesi, kapalı bir ifadedir. Önemli nitelikteki işlem tamamlanana kadar işlemin yapılma niyetine ve aşamalarına dair kamuya açıklama yapılması mümkündür. Diğer bir deyişle, işlemin kamuya açıklanması tek bir adımda gerçekleşmeyebilir. Payın bedelinin önemli nitelikteki işlemten etkilenmeden önceki halinin tespit edilebilmesi için, önemli nitelikteki işlemin yapılması niyetinin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması esas alınmalıdır¹⁶³. Ancak bu şekilde pay sahibi, karşı çıktığı işlemin olumlu veya olumsuz tüm etkilerinden soyutlanmış şekilde payının borsadaki değerini alacaktır.

Hüküm, özellikle paylarını borsada satmakta zorlanan küçük ortakların paylarına likidite sağlama amacındadır¹⁶⁴. Doktrinde, kapalı ortaklıklarda azınlığın paylarını satmasının daha zor olması nedeniyle ayrılma hakkının halka açık ortaklıklarla sınırlanmasının isabetli olmadığı yönünde görüşler mevcuttur¹⁶⁵.

Ayrılma hakkını, şirketten ayrılmak isteyen ortak, şirkete karşı tek taraflı irade beyanıyla kullanır. Hak bu anlamda da hâkim pay sahibinin inisiyatifi ile kullanılan çıkarma hakkından ayrılmaktadır. Ayrılma hakkı kullanıldığında pay sahibinin talebi üzerine payları almakla yükümlü olan, şirkettir. Çıkarma hakkında ise bedeli hâkim pay sahibi ödeyeceği gibi çıkarılan pay sahiplerinin payları itfa edildikten sonra yeni çıkarılacak paylar da hâkim pay sahibine ait olacaktır¹⁶⁶. Ayrılma hakkını kullanan pay sahipleri, bu hakkı sahip oldukları payların tamamı için kullanmak zorundadırlar. Böylece bu hakkı kullanan kişilerin pay sahipliği sıfatları sona erer¹⁶⁷.

¹⁶³ Bektaş da payın değerinin tespit edileceği anın, önemli nitelikteki işlemin piyasada bilinmesinden önceki bir tarih olmasının yerinde olacağını ifade etmiştir (Bektaş, s. 817, dn. 151). Karş. Sönmez ise payın değerinin belirlenmesi gereken zamanın kararın etkilerini doğurmasından önceki bir zaman olması gerektiğini belirtmekle birlikte değerlendirme anının en geç ilgili kararın alındığı tarih olması gerektiğini belirtmiştir (Sönmez, s. 124). Kanaatimizce kararın etkilerini doğurması, alınmasından çok daha önce başlayabilir.

¹⁶⁴ Gerekçe m. 24.

¹⁶⁵ Bektaş, s. 759-760.

¹⁶⁶ Bkz. aşı. IV.B.4.a.

¹⁶⁷ Bektaş, s. 820; Adıgüzel, **Ayrılma**, s. 39; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 132.

b. Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Zorunlu Pay Alım Teklifi

SerPK m. 26 uyarınca halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesi hâlinde diğer ortakların paylarını satın almak üzere teklif yapılması zorunludur¹⁶⁸. Bu yükümlülük doktrinde zorunlu çağrı olarak da adlandırılmaktadır¹⁶⁹. SerPK m. 27 ve Tebliğ m. 4'ten farklı olarak, hakkın doğumu için belirli bir sermaye payı veya oy eşiği öngörülmemiş, yönetim kontrolünün elde edilmesi kriteri kullanılmıştır¹⁷⁰.

Pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunun amacı, hedef ortaklıkta azınlık konumuna gelen ve etkinliği kalmayarak ortaklığa yabancılaşan pay sahiplerinin zarara uğramadan şirketle ilişkilerini sona erdirebilmeleridir¹⁷¹. Gerçekten de yönetim kontrolü değişen bir ortaklıkta azınlık pay sahipleri, paylarını, gerçek değerinden düşük bir değerle elden çıkarmaları yönünde baskıya maruz kalabileceklerdir¹⁷². Hüküm bu anlamda azınlık-çoğunluk arası menfaat ihtilafını azınlık lehine çözme amacına yönelmesi bakımından satma hakkına yakındır.

Ortaklıkta kalmak istemeyen pay sahiplerinin teklifi, paylarının tamamı için kabul etmeleri gereklidir¹⁷³. Ayrılma hakkından farklı olarak burada payları ortaklık değil teklifte bulunacak pay sahibi alacaktır¹⁷⁴.

¹⁶⁸ Pay alım tekliflerine ilişkin usul ve esaslar, II-26.1 sayılı Tebliğ'de yer almaktadır (23.1.2014 tarihli ve 28891 sayılı RG). Bunlara ek olarak SerPK m. 33/4'te, Kurulun, ortaklığın SPK tarafından re'sen halka açıklık statüsünden çıkarılması durumunda pay alım teklifi zorunluluğu getirebileceği düzenlenmiştir. Bu zorunluluk, II-16.1. sayılı Tebliğ m. 10/9'da yer almaktadır. Kurul, SerPK m. 26/4 ve 5'teki durumlarda da pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğü getirebilecektir. Son olarak, II-23.1 sayılı Tebliğ m. 11'de sayılan bazı önemli nitelikte işlemler neticesinde pay alım teklifinde bulunulması zorunludur. Bu hükümde sayılan önemli nitelikteki işlemlerde pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunun doğması, şirketin yönetim kontrolünün değişmesine değil doğrudan işlemin gerçekleşmesine bağlanmıştır. Bkz. Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 137, dn. 314. Bu düzenlemelerle ilgili açıklamalar için bkz. Sevi, **Payın Devri**, s. 112 vd..

¹⁶⁹ Örnek olarak bkz. Sönmez, s. 40 vd.; Karababa, s. 150.

¹⁷⁰ Yine aynı hükme göre, "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 edilmesi olarak kabul edilir. Ancak, imtiyazlı payların mevcudiyeti nedeniyle yönetim kontrolünün elde edilemediği hâller bu madde kapsamında değerlendirilmez" (SerPK m. 26/2). Ortaklığın pay sahipliğinde herhangi bir değişiklik olmasa bile, bazı ortakların kendi aralarında yapacakları özel anlaşmalarla yönetim kontrolünü ele geçirmeleri de bu madde kapsamında değerlendirilir (SerPK m. 26/3).

¹⁷¹ Karababa, s. 151.

¹⁷² Sevi, **Payın Devri**, s. 110.

¹⁷³ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 139.

¹⁷⁴ Sönmez, s. 47.

c. Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Satma Hakkı

SerPK m. 27/2'ye ve Tebliğ m. 4'e göre, pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dâhil olmak üzere başka bir şekilde sahip olunan payların halka açık ortaklığın oy haklarının %98'ine veya daha fazlasına ulaşması durumunda azınlıkta kalan pay sahipleri, paylarının adil bir bedel karşılığında satın alınmasını hâkim pay sahibinden talep edebilirler.

Satma hakkı, çıkarma hakkının doğduğu koşullarda doğar. Bu koşullar oluştuğunda Tebliğ m. 5 doğrultusunda, satma haklarının kullanılması için öngörülen 3 aylık sürede çıkarma hakkı kullanılamaz. Sürenin bitiminde, eğer satma hakkını kullanmayarak şirkette kalmayı seçmiş azınlık pay sahipleri varsa, çoğunluk pay sahibi çıkarma hakkını kullanabilir. Bu anlamda satma hakkı, çıkarma hakkının azınlık-çoğunluk arası menfaat ihtilaflarına çoğunluk lehine getirdiği çözümün, azınlığı koruyan karşılığını teşkil etmektedir¹⁷⁵.

Hakkın amacı, kontrol değişikliği neticesinde artık ortaklıkta kalmak istemeyen azınlık pay sahiplerinin menfaatlerinin korunmasıdır. Böylece pay sahiplerinin şirkette etki göstermelerine yetmeyecek azınlıktaki payları için piyasada alıcı bulamamaları riskinin önüne geçilmektedir. Eğer %98'lik eşiğe ulaşılırken şirketin hâkimiyeti el değiştirmişse, bu durumda kontrol değişikliği neticesinde ortaklıkta kalmak istemeyen azınlığın menfaati de aynı anda korunmaktadır.

SerPK'da düzenlenen bu haklar, çeşitli aşamalarda devreye girerek azınlık-çoğunluk arası menfaat dengesinin tesisinde rol oynamaktadır¹⁷⁶. Azınlık pay sahipleri öncelikle önemli nitelikteki işlemlerin gerçekleşmesi ihtimalinde hâkimiyet eşiği şartına bağlı olmayan ayrılma hakkını kullanacaktır (SerPK m. 24). Bu hakkın doğmuş veya kullanılmış olup olmamasına bakılmaksızın yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisabı halinde, hâkim pay sahibinin azınlıktaki payların sahiplerine pay alım teklifinde bulunması gerekir (SerPK m. 26). Eğer hâkimiyet, doğrudan %98'lik eşiğe erişilmesi ile elde edilmişse bu durumda SerPK m. 27'de düzenlenen satma ve çıkarma hakları gündeme gelecektir. Eğer hâkimiyet

¹⁷⁵ Karababa, s. 145.

¹⁷⁶ Karababa, s. 135.

daha düşük bir eşikle elde edildikten sonra ek pay alımı ile %98'lik eşiğe ulaşıldıysa bu durumda süreç içinde önce pay alım teklifi zorunluluğu, sonra satma ve çıkarma hakları gündeme gelecektir. Görüldüğü gibi hâkim pay sahibine ve azınlığa inisiyatif veren haklar bir arada düzenlenmektedir. Doktrinde bu düzenlemelerin azınlık-çoğunluk arası menfaat dengesinin sağlanması bakımından önemi vurgulanmaktadır¹⁷⁷.

Türkiye'nin de dâhil olduğu yoğunlaşmış pay sahipliğine dayalı sistemlerde, çıkarma hakkının koşulları belirlenirken en önemli hususlardan biri, azınlıktaki pay sahiplerinin haklarının korunmasına dikkat edilmesidir¹⁷⁸. Çünkü yukarıda da açıklandığı gibi bu sistemlerde azınlık pay sahipleri, hâkim pay sahiplerinin sömürüsüne açık durumdadır. Bu nedenle doktrinde, bu sistemlerde çıkarma hakkından ziyade zorunlu pay alım teklifi mekanizmasının etkinliğinin araştırılmasının gerektiği savunulmaktadır¹⁷⁹. Bu açıdan bakıldığında ayrılma hakkı, zorunlu pay alım teklifi ve satma hakkının bir arada öngörülmesi azınlığın menfaatlerinin korunması bakımından önemlidir¹⁸⁰. Süreç, menfaatler dengesi değiştikçe azınlığın şirkette kalma kararını yeniden gözden geçirmesine izin verecek şekilde kurgulanmıştır. Ancak aşağıda da üzerinde durulacağı gibi SerPK düzenlemeleri sayesinde halka açık anonim ortaklıklarda söz konusu olan bu denge, halka kapalı anonim ortaklıklar bakımından TTK'da bulunmamaktadır.

2. TTK'da Düzenlenen Kurumlar

Azınlık pay sahiplerinin şirketle ilişkilerinin sona ermesine ilişkin müesseseler özellikle birleşme ve şirketler topluluğu konuları bağlamında düzenlenmiştir. Bunlara ek olarak TTK m. 531 uyarınca açılan haklı sebeple fesih davasında hâkimin paylarının gerçek değeri ödenerek pay sahiplerinin şirketle ilişkilerinin sona erdirilmesine hükmetmesi ve TTK m. 482 ve 483 uyarınca pay bedelini ifa borcunu yerine getirmeyen pay sahibinin paylara ilişkin haklarından yoksun bırakılarak ıskat edilmesi hallerine kısaca değinilecektir.

¹⁷⁷ Karababa, s. 135, dn. 376.

¹⁷⁸ Aslan, s. 29.

¹⁷⁹ Burkart/Panunzi, **Tender Offer Process**, s. 22.

¹⁸⁰ Kanaatimizce satma ve dolayısıyla çıkarma haklarının doğumunu sağlayan eşiğin çok yüksek olması, bu hakkın kullanım alanını ve sağlayabileceği korumayı azaltmaktadır. Bu konuda bkz. aşağıda II.B.2.

a. Şirket Birleşmelerinde Ortaklıktan Ayrılma Akçesi

TTK m. 141'e göre, birleşmeye katılan şirketler, birleşme sözleşmesinde, ortaklara, devralan şirkette pay ve ortaklık haklarının iktisabı ile iktisap olunacak şirket paylarının gerçek değerine denk gelen bir ayrılma akçesi arasında seçim yapma hakkı tanıyabilir veya sadece ayrılma akçesinin verilmesini öngörebilirler. Birleşme sözleşmesindeki hükümlere göre pay sahiplerine şirketten ayrılma imkânı tanınması veya iradelerine bakılmaksızın şirketten ihraçlarının öngörülmesi şeklinde iki ihtimal bulunmaktadır¹⁸¹.

Birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesi öngörülmesi için bunun, devreden şirkette mevcut oy haklarının %90'ının olumlu oylarıyla onaylanması gerekmektedir (TTK m. 151/5). Bu iki hüküm birlikte ele alındığında, devreden şirkette sermayenin %10'u içinde kalan azınlık pay sahiplerinin devralan şirkette pay sahibi olmalarının engellenmesi söz konusu olmaktadır.

Seçimlik olarak öngörülen ayrılma akçesinden yararlanmak için birleşme kararına olumlu veya olumsuz oy verme gerekliliğine ilişkin bir hüküm TTK'da yer almamaktadır. Konu doktrinde tartışmalıdır. Ayrılma akçesinin sadece birleşme kararına muhalif kalan pay sahiplerine tanınması gerektiği kabul eden yazarlar¹⁸² olduğu gibi böyle bir sınırlamanın savunulamayacağını belirten yazarlar da bulunmaktadır¹⁸³. Bu soru, ayrılma akçesinin öngörülme nedeninden hareketle cevaplanmalıdır. Ayrılma akçesi, şirketle ilgili önemli bir değişikliğe karşı çıkan azınlık pay sahiplerinin korunmasına yönelik bir araç değildir. Bu anlamda SerPK m. 24'te düzenlenen ayrılma hakkından ve TTK m. 202/2 uyarınca hâkim teşebbüsün haksız önemli işlemleri neticesinde pay sahiplerine tanınan satma hakkından ayrılmaktadır¹⁸⁴. Gerçekten de, birleşme kararına olumlu oy kullanan pay sahipleri,

¹⁸¹ TTK m. 141/2'de yer alan zorunlu ayrılma akçesi düzenlemesi, uluslararası literatürde *squeeze-out merger*, *cashout merger* ya da *freezeout merger* denilen kuruma tekabül etmektedir. Bkz. TTK m. 141 Gerekçesi.

¹⁸² Pulaşlı, C. I, s. 139; Nevzat Akbilek, **Türk ve Avrupa Birliği Hukukunda Anonim Şirket Birleşmelerinde Pay Sahibinin Korunması**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2009, s. 183; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 163.

¹⁸³ İpek Kayalı, **Türk Ticaret Kanunu'na göre Birleşmeler**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2014, s. 253; Özatlan, s. 125.

¹⁸⁴ Aynı yönde bkz. Trigo Trindade, (in Henry Peter/Trigo Trindade(ed.), **Commentaire LFus**, Schulthess, 2005), s. 132; İpek Kayalı, s. 253-254.

aynı zamanda kendilerine ayrılma hakkı bahşeden projeyi de onaylamaktadır. Bu anlamda karara muhalefet etmemenin şirkette kalmak istemek anlamına geleceği söylenemez. Dolayısıyla hakkın kullanılmasının, birleşme kararına muhalif kalma şartına bağlanamaması gerektiği kanaatindeyiz.

TTK m. 141'deki imkân, halka açık anonim ortaklıklar için de geçerlidir¹⁸⁵. Hatta, ayrılma akçesi öngörmek suretiyle azınlığı şirketten uzaklaştırmak için birleşmeyi onaylaması gereken %90'lık çoğunluk, çıkarma hakkının kullanılması için aranan %98'lik eşikten daha düşüktür. Nitekim İsviçre'de de, LIMF m. 137'de düzenlenen çıkarma hakkını kullanmak amacıyla %98'lik eşiğe ulaşamayan hâkim pay sahiplerinin, LFus m. 8 ve 18 uyarınca birleşme yapıp diğer pay sahiplerini şirketten uzaklaştırabileceği kabul edilmektedir. Birleşme için aranan şartlar daha zorlu olmasına rağmen eşiğin düşük olması bu yolu uygulanabilir kılmaktadır¹⁸⁶. Benzer şekilde, SerPK m. 23/1.a uyarınca önemli nitelikte işlem sayılan birleşme kararına muhalif kalan pay sahiplerinin hem ayrılma hakkından (SerPK m. 24) hem de TTK m. 141'den faydalanabilecekleri kabul edilmektedir¹⁸⁷. Devrolunan ortaklığın halka açık, devralan ortaklığın ise halka kapalı ortaklık olduğu durumda, ayrılma akçesi öngörerek yapılan bu birleşmeler, çıkarma hakkının yöneldiği sonuca ulaşma amacıyla kullanılmış olacağından, çıkarma hakkının kullanılması için aranan koşulların burada da aranması gerektiği görüşü öğretide mevcuttur¹⁸⁸. Kanaatimizce bu yorum isabetli değildir. Kanun koyucu eğer TTK m. 141'in hala açık şirketlerde uygulanmasını istemeseydi, tıpkı TTK m. 208'e yaptığı gibi açıkça devre dışı bırakabilir veya SerPK m. 27'deki koşulların aranacağını belirtebilirdi.

II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği m. 12/3 uyarınca taraflardan en az birinin halka açık ortaklık olduğu birleşmelerde TTK m. 141 çerçevesinde ayrılma akçesinin öngörülmesi durumunda, bunun Türk Lirası cinsinden nakit, menkul

¹⁸⁵ SerPK ve II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği'nde birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesine yer verilmesine ilişkin özel bir nisap öngörülmemiştir. Bu nedenle TTK m. 151/5'in halka açık ortaklıklarda da uygulanacağı kabul edilmektedir. Çelik, s. 266; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 161, dn. 389.

¹⁸⁶ Bahar (in Tercier/Amstutz (ed.), **Code des obligations II**), s. 2885-2886.

¹⁸⁷ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 166.

¹⁸⁸ Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 59.

kıymet veya kısmen nakit kısmen menkul kıymet olarak¹⁸⁹ belirlenmesi mümkündür. Ancak pay sahibinin talebi halinde ayrılma akçesinin nakden ödenmesi zorunludur.

Ayrılma akçesinin sadece bazı pay sahipleri için öngörülmesinin mümkün olup olmadığı da doktrinde tartışmalıdır. Birleşme sözleşmesi hükümleri, eşit işlem ilkesine aykırı olmamalıdır¹⁹⁰. Ancak ayrılma akçesinin seçimlik veya zorunlu olarak tanındığı durumlarda, objektif haklı sebepler varsa, pay sahipleri arasında fark yaratılması kanaatimizce eşit işlem ilkesine aykırı olmayacaktır¹⁹¹. Özellikle zorunlu ayrılma akçesi söz konusu olduğunda, şirketin belirli pay sahiplerini birleşme dışında tutmak yönünde meşru bir menfaati olduğu daha kolaylıkla kabul edilebilir¹⁹².

Bu konuyla bağlantılı diğer bir sorun, sadece bazı pay sahiplerini çıkarmak amacıyla birleşme yapılmasının hukuka uygun olup olmadığıdır. İsviçre ve Türk doktrininde, sadece azınlıkta kalan pay sahiplerini çıkarmak amacıyla yapılan birleşmelerin her zaman şirket menfaati gerekçesiyle meşrulaştırılamayacağı savunulmuş¹⁹³; ancak hakkın kötüye kullanıldığının ispatının çok zor olduğu da kabul edilmiştir¹⁹⁴. Gerçekten, devralan şirket, azınlık-çoğunluk pay sahipleri arasındaki menfaat ihtilaflarını ve bunların yaratacağı sorunları önlemeyi haklı ve objektif bir sebep olarak sunabilir¹⁹⁵. Bu nedenle bazı ortaklara zorunlu ayrılma akçesi vererek gerçekleştirilen birleşmelerin, hakkın kötüye kullanılması anlamına

¹⁸⁹ Ayrılma akçesinin tamamen veya kısmen menkul kıymet cinsinden belirlenmesi durumunda, menkul kıymetin borsada işlem görmesi zorunludur. Ayrılma akçesi olarak önerilen menkul kıymet için esas alınan birim fiyat veya değişim oranı ile bu fiyatın veya değişim oranının tespitinde uzman kuruluş görüşü dikkate alınır ve hesaplanan birim fiyat veya değişim oranı duyuru metninde açıklanır.

¹⁹⁰ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, p. 146g; Phillippin Edgar, “Le Dédommagement Obligatoire Dans la Loi sur la Fusion”, **GesKR-Gesellschafts-und Kapitalmarktrecht**, Daniel Daenier/Frank Gerhard/Karim Maizar/Till Spillmann/Rudolf Tschäni/Hans-Ueli Vogt/Watter Rolf/Matthias Wolf (ed.), Dike Verlag AG, 2008, s. 336; Çelik, s. 265.

¹⁹¹ Jean Luc Chenaux, “La Protection des Actionnaires et Associés dans Fusions D’entreprise”, **Coopération et fusion d’entreprises**, Mathieu Blanc/Laure Devalles(ed.), Lausanne CEDIDAC, 2005, s. 123; Philippin, s. 336; İpek Kayalı, s. 255, 264-265.

¹⁹² Philippin, s. 336-337; İpek Kayalı, s. 264-265; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 169. Özatlan, eşit işlem ilkesi bakımından ayrılma akçesinin zorunlu ve ihtiyari öngörülmesi arasında ayırım yapmakta, sadece ayrılma akçesinin zorunlu olarak öngörülmesinin eşit işlem ilkesinin bir istisnası olduğunu ve bu ilkenin ihlalinin gündeme gelmeyeceğini savunmaktadır (Yurdal Özatlan, **Anonim Şirket Birleşmelerinde Ortaklık Paylarının ve Ortaklık Haklarının İncelenmesi Davası (Denkleştirme Davası)**, İstanbul: XII Levha Yayıncılık, 2014, s. 125 ve dn. 15).

¹⁹³ Trindade, s. 142; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, p. 146g. Tekinalp, haklı sebebin gerektiğine ilişkin bir hükmün TTK’da yer almadığını; ancak bunun ortağın keyfi sebeplerle ihraç edilmesini haklı göstermeyeceğini belirtmiştir.

¹⁹⁴ Trindade, s. 143; Chenaux, s. 123.

¹⁹⁵ Chenaux, s. 123. Menfaat ihtilafları ve bunların yaratacağı sorunlarla ilgili açıklamalar için bkz. yuk. I.B.1.

gelmediği kanaatindeyiz¹⁹⁶. Aynı nedenle, sırf pay sahiplerini şirketten çıkarma amacıyla birleşme yapılması da hakkın kötüye kullanılması sayılmamalıdır¹⁹⁷. Bu nedenle kural olarak, pay sahiplerini çıkararak birleşme, TTK m. 151/5'te öngörülen çoğunlukla kararlaştırılmışsa, çıkarılan pay sahipleri itirazlarını sadece ayrılma akçesinin miktarı bakımından gündeme getirebileceklerdir. Ancak bu durum, istisnai bazı durumlarda ayrılma akçesi öngörerek birleşmenin, hakkın kötüye kullanılması teşkil edebileceği ihtimalini ortadan kaldırmaz¹⁹⁸. İsviçre doktrininde özellikle, bu kararın alınması için aranan %90'lık eşiğin, örneğin rüçhan haklarının hukuka aykırı şekilde kaldırılması suretiyle dürüstlük kuralına aykırı şekilde elde edilmesi halinde kabul edilmektedir¹⁹⁹.

Açıklanan nedenlerle, ayrılma akçesi öngörüldüğü durumlarda tüm azınlık pay sahipleri şirketten uzaklaştırılmış olmayabilir. Ayrılma akçesinin kullanılması neticesinde şirketin halka kapanması mümkün olmakla birlikte, zorunlu değildir²⁰⁰. Çıkarma hakkı ise, sadece bazı pay sahiplerinin çıkarılması yoluyla kullanılamaz (Tebliğ m. 4/2).

b. Şirketler Topluluğunda Hâkim Şirketin Satın Alma Hakkı

TTK m. 208'de düzenlenen satın alma hakkı, şirketler topluluğuna ilişkin düzenlemeler arasında yer almaktadır. Bu hüküm doğrultusunda doğrudan veya dolaylı olarak bir sermaye şirketinin paylarının ve oy haklarının en az yüzde doksana sahip olan hâkim şirket²⁰¹, haklı sebeplerin varlığı hâlinde azlığın paylarını varsa borsa değeri, yoksa TTK m. 202/1'de öngörülen şekilde belirlenen değer ile satın alabilir. Haklı sebepler, azlığın şirketin çalışmasını engellemesi, dürüstlük kuralına aykırı davranması, fark edilir sıkıntı yaratması veya pervasızca

¹⁹⁶ İpekel Kayalı, s. 265.

¹⁹⁷ Philippin, s. 337-338; Chenaux, s. 123; Henry Peter/Paul-Benoît Duvoisin, "Loi sur la fusion, loi sur les cartels, loi sur les bourses: quels rapports?" *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier*, Schulthess, 2011, s. 345.

¹⁹⁸ Philippin, s. 338.

¹⁹⁹ Philippin, s. 338.

²⁰⁰ Yeşiltepe, *Çıkarma ve Satma*, s. 170.

²⁰¹ TTK m. 195/5 düzenlemesi kapsamına girdiği sürece teşebbüslerin de TTK m. 208'deki satma hakkından yararlanabileceği görüşünü savunan yazarlar vardır. Bkz. Karababa, s. 168; Orak Çelikboya, s. 85; Karş. Çelik, s. 224; Akın Sunay, s. 90; Yeşiltepe, *Çıkarma ve Satma*, s. 156.

hareket etmesi olarak sayılmıştır. Kanun'da açıklık olmamakla birlikte hakkın mahkeme aracılığıyla kullanılabileceği kabul edilmektedir²⁰².

Azınlığın şirketten uzaklaştırılmasının hem belirli bir oy oranının elde edilmesine hem de haklı sebeplerin gerçekleşmesine bağlanması nedeniyle satın alma hakkı SerPK m. 27'den farklı niteliktedir²⁰³. Ancak doktrinde, halka kapalı anonim ortaklıklarda da SerPK m. 27'nin eşdeğeri bir çıkarma hakkının öngörülmesi gerektiğini savunan yazarlar vardır²⁰⁴. SerPK m. 27/3, TTK m. 208'in halka açık anonim ortaklıklarda uygulanmasını engellemektedir. Bu nedenle iki hükmün doğumu koşulları ve kullanılma usulü gibi uygulama alanları da farklıdır.

c. Hâkim Şirketin Hâkimiyetini Hukuka Aykırı Kullandığı Hâllerde Pay Sahibinin Payını Satma Hakkı

Şirketler topluluğu hükümleri doğrultusunda hâkim şirket²⁰⁵, hâkimiyetini bağlı şirketi kayba uğratacak şekilde kullanırsa bu kayıp o faaliyet yılı içinde fiilen denkleştirilmeli veya kaybın nasıl ve ne zaman denkleştirileceği belirtilmek suretiyle en geç o faaliyet yılı sonuna kadar bağlı şirkete denk değerde bir istem hakkı tanınmalıdır (TTK m. 202/1.a). Eğer kayıp denkleştirilmez veya istem hakkı tanınmazsa bağlı şirketin her bir pay sahibi, hâkim şirketten ve onun kayba sebep olan yönetim kurulu üyelerinden şirketin zararını tazmin etmelerini isteyebilir. Kanunda bu davada hâkime, istem üzerine veya re'sen somut olayda hakkaniyete uygun düşecekse, tazminat yerine davacı pay sahiplerinin paylarının hâkim şirket tarafından satın alınmasına veya duruma uygun düşen ve kabul edilebilir başka bir çözüme karar verme yetkisi verilmiştir (TTK m. 202/1.b).

Payların satın alınmasına hükmedilirse, davacı pay sahibinin tüm payları satın alınmalıdır²⁰⁶. Mahkeme, bu dava neticesinde yalnızca davacı pay sahiplerinin şirketten çıkarılmasına hükmedebilir. Halka açık bir anonim ortaklıkta hâkim şirket

²⁰² Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 442; Orak Çelikboya, s. 131; Sevi, **Payın Devri**, s. 138; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 155.

²⁰³ Karababa, s. 158.

²⁰⁴ Karababa, s. 146.

²⁰⁵ Hâkim şirket ifadesinin teşebbüs olarak okunması gerektiği yönünde bkz. Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 147.

²⁰⁶ Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 385.

dışındaki pay sahiplerinin tamamının davacı olma ihtimali düşük olduğundan bu kararın şirketin halka açıklık statüsünü sona erdirmeye ihtimali düşüktür²⁰⁷.

d. Hâkim Teşebbüsün Haksız Önemli İşlemlerinde Pay Sahibinin Payını Satma Hakkı

Hâkimiyetin uygulanması ile gerçekleştirilen ve bağlı şirket bakımından açıkça anlaşılabilir haklı bir sebebi bulunmayan birtakım genel kurul ve yönetim kurulu kararlarına²⁰⁸ muhalif kalan pay sahipleri, zararlarının tazminini veya paylarının varsa en az borsa değeriyle, böyle bir değer bulunmuyorsa veya borsa değeri hakkaniyete uygun düşmüyorsa, gerçek değerle veya genel kabul gören bir yöntemle göre belirlenecek bir değerle satın alınmasını mahkemeden isteyebilirler (TTK m. 202/2). TTK m. 202/1 uyarınca açılan davadan farklı olarak burada, pay sahipleri doğrudan şirketten çıkarılmayı talep edebilmektedir. Talep, ilgili pay sahibinin tüm paylarını kapsamalıdır²⁰⁹.

Tıpkı SerPK m. 24'te olduğu gibi bu hak da alınan önemli nitelikteki kararlar nedeniyle yatırım yaptığı ortaklığa yabancılaşan hatta belki şirkette kalması katlanılamaz hâle gelen pay sahiplerinin, şirkette kalmamaları veya paylarını piyasada ucuza satmaya mecbur olmamaları amacıyla tanınmıştır²¹⁰. Hakkın kullanılıp kullanılmaması, pay sahibinin tasarrufundadır. Böylece azınlığın hâkim şirketin etkisiyle alınan kararlara karşı dava açmakla uğraşması gerekmeyecek, hâkim şirket de bu davaların yaratacağı zaman kaybı ve masraftan kurtulmuş olacaktır²¹¹.

TTK m. 202/5 ile, birleşme, bölünme ve tür değiştirmede pay sahiplerine ve ortaklara tanınmış bulunan diğer haklar saklı tutulmuştur. Koşulları varsa pay sahipleri TTK m. 141 ve SerPK m. 24'teki imkânlardan da faydalanabilirler²¹².

²⁰⁷ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 150.

²⁰⁸ Hükümde birleşme, bölünme, tür değiştirme, fesih, menkul kıymet çıkarılması ve önemli esas sözleşme değişikliği, önemli kararlara örnek olarak sınırlı olmaksızın sayılmıştır.

²⁰⁹ Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 409.

²¹⁰ Karababa, s. 143, Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 409.

²¹¹ Karababa, s. 144.

²¹² Genel kurulda alınan kararın SerPK m. 23 bağlamında önemli nitelikte işlem teşkil etmese de TTK m. 202 anlamında önemli esas sözleşme değişikliği sayılabileceği yönünde bkz. Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 153.

e. Haklı Sebeplerle Fesih Davasında Azınlığın Mahkemece Şirketten Çıkarılması

TTK m. 531, sermayenin en az onda birini ve halka açık şirketlerde yirmide birini temsil eden payların sahiplerinin haklı sebeplerin varlığında şirketin feshi için açtığı davada, hâkime, şirketin feshi yerine, davacı pay sahiplerine, paylarının karar tarihine en yakın tarihteki gerçek değerlerinin ödenip davacı pay sahiplerinin şirketten çıkarılmalarına veya duruma uygun düşen ve kabul edilebilir diğer bir çözüme karar verme yetkisi tanımıştır. Payları satın almakla yükümlü olan hâkim pay sahibi değil, şirkettir²¹³.

Mahkeme çıkarmaya karar verirse davacı ortakların pay sahipliği sıfatı son bulmakla birlikte şirketin tek pay sahipli kılması zorunlu bir sonuç değildir. Ayrıca mahkeme, bu yönde bir talep olsa da çıkarmaya karar vermek zorunda olmadığı gibi, talep olmasa da çıkarma yönünde karar verebilir²¹⁴. Bu nedenle burada pay sahiplerinin inisiyatifinde olan bir çıkma veya çıkarma hali bulunduğu söylenemez.

f. Iskat

Sermaye koyma borcunu süresinde yerine getirmeyen pay sahipleri, ıskat sonucu ile karşılaşılır. Iskat, temerrüde düşen pay sahibinin pay sahipliğinin sona ermesini sağlamakta; pay sahibi ile pay ve dolayısıyla ortaklık arasındaki hukuki ilişkiyi kesmektedir. Pay mevkii ise yeniden doldurulması ihtimaliyle muhafaza edilir²¹⁵ (TTK m. 482-483).

²¹³ Nomer Ertan, **Haklı Sebeple Fesih**, s. 431; Ayşe Şahin, **Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2013, s. 416 vd.; Nuri Erdem, **Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2012, s. 176; Tolga Ayoğlu, “Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi”, **Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2013, S. 2, s. 224. Halka kapalı anonim ortaklıklarda ve özellikle aile şirketlerinde husumetin davalı şirketin yanı sıra diğer pay sahiplerine de yöneltilmesinin uygun olduğu yönünde bkz. Sinan Yüksel, “Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi Davasında Davalı Sıfatı Üzerine Düşünceler”, **Prof. Dr. Hamdi Yasaman’a Armağan**, İstanbul: XII Levha Yayıncılık, 2017, s. 875 vd..

²¹⁴ Nomer Ertan, **Haklı Sebeple Fesih**, s. 432; Şahin, s. 396, 427-428; Erdem, s. 265; Ayoğlu, **Haklı Nedenle Feshi**, s. 237; Çelik, s. 283-284, 295; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 173-175. Karş. Çamoğlu, **Haklı Sebeple Fesih**, s. 11. Tekinalp, TTK m. 531 hükmünün haklı sebeplerle feshi ihbar hakkı şeklinde nitelendirilmesinin tartışılabilirliğini belirtmiştir (Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, p. 14-11 ve dn. 7’deki eserler).

²¹⁵ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **ETK Ortaklıkları**, p. 1068; Sevi, **Sermayenin İadesi**, s. 349-350; Pulaşlı, C. II, s. 1865; Çelik, s. 95.

İskatın amacı, belirli pay sahibi gruplarının korunması veya şirket için menfaat ihtilaflarının çözülmesi değil, sermayenin temini ve korunmasıdır. Bu açıdan ıskat, yukarıda açıklanan haklardan farklı bir amaca yönelmektedir. Ayrıca ıskat neticesinde pay sahipliği sıfatının sona ermesi, ancak bir kişinin sahip olduğu tüm paylara ilişkin olarak temerrüde düşmesi ve hepsi için ıskat yaptırımının uygulanması halinde mümkündür²¹⁶. Iskata konu olan paylar karşılığında eski pay sahibine herhangi bir ödeme yapılmamaktadır²¹⁷.

3. Sözleşmesel Haklar

Uygulamada, ortaklık paylarının yabancıların veya rakiplerin eline geçmesini önlemek ve/veya ortaklık içindeki güç dengelerini koruyabilmek amacıyla pay sahiplerinin, bağlam hükümlerinin de ötesinde payın devrini kısıtlayıcı ve mevcut pay sahiplerine payı öncelikle elde etme imkânı tanıyıcı sözleşmeler yaptıkları görülmektedir²¹⁸. Bu kapsamda, pay sahipleri sözleşmesinde yer alan ve opsiyona sahip olan tarafa karşı tarafın paylarını satın alarak onu ortaklıktan uzaklaştırma hakkı tanıyan alım opsiyonunun, SerPK m. 27'deki çıkarma hakkı ile benzer bir sonuca yöneldiği söylenebilir.

Ancak bu tür sınırlamaları konu alan sözleşmelerin, bazı pay sahipleri bakımından sermaye koyma borcunu aşan davranış yükümlülükleri içerdikleri için tek borç ilkesine aykırı olacakları kabul edilmektedir. Alım hakkı da irade dışı bir satma borcu doğurduğundan, bu kapsamdadır²¹⁹. Dolayısıyla pay sahiplerinin bir borç sözleşmesi ile bu tür borçlar altına girebilecekleri; ancak bunların esas sözleşme ile korporatif etkiye sahip paya bağlı yükümlülükler olarak düzenlenemeyeceği kabul edilmektedir²²⁰. Bunun bir uzantısı olarak da, alım opsiyonuna aykırılık durumunda genel hükümlerdeki sözleşmeden doğan borca aykırılık hükümleri devreye girecektir²²¹. Çıkarma hakkı ise Kanun'dan kaynaklanan bir haktır.

²¹⁶ Çelik, s. 168-169; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 178.

²¹⁷ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 179.

²¹⁸ Okutan Nilsson, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 209.

²¹⁹ Okutan Nilsson, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 242-243.

²²⁰ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, p. 859; Okutan Nilsson, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 244; Mehmet Bahtiyar, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi**, İstanbul: Beta, 2001, s. 252.

²²¹ Pay alım sözleşmesinin ifasının cebri icra yoluyla sağlanması hakkında bkz. Gül Okutan Nilsson/Oğuz Atalay, "Anonim Ortaklık Paysahipleri Sözleşmelerinde Öngörülen Pay Alım ve Satım Opsiyonlarının Hukuki Niteliği ve Cebri İcrası", **Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2007, s. 416 vd..

II. HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA ÇIKARMA HAKKI AÇISINDAN HAK SAHİBİ VE ÇIKARILAN TARAF KAVRAMLARI VE HAKKIN HUKUKİ NİTELİĞİ

Çıkarma hakkının ilk bölümde açıklanan öngörülme amaçlarını gerçekleştirebilmesi için, hakkın doğumu ve kullanılmasına ilişkin kuralların ilgili hukuk sisteminin ve o sistemde görülen iktisadi ve finansal yapının özelliklerine uygun olması gerekmektedir. Nitekim isabetli olarak, incelediğimiz sistemlerde hakkın hem doğumuna hem de kullanılmasına ilişkin koşullar oldukça farklıdır. Bu bölümde öncelikle karşılaştırmalı hukuktaki yaklaşımlara kısaca değinilecek, daha sonra Türk Hukuku'nda yürürlükte olan düzenleme detaylıca incelenecek ve karşılaştırmalı hukuktaki yaklaşımlar ışığında eleştirilecektir.

A. Karşılaştırmalı Hukuktaki Yaklaşımlar

Karşılaştırmalı hukukta çıkarma hakkı sahibinin belirlenmesi için aranan temel koşul genellikle, herhangi bir yolla veya belirli bir hukuku işlem neticesinde yine mevzuatta belirlenmiş oy veya sermaye payı oranına ulaşmış olmaktır. Ancak bu ana ilkedен az veya çok oranda sapan sistemler de bulunmaktadır.

Yukarıda da belirtildiği gibi, ABD'de çıkarma hakkı, sadece ortağı çıkararak birleşme (*squeeze-out merger*, *freezeout merger*) yoluyla kullanılabilir²²². DGCL § 251'de düzenlenen uzun birleşme yönteminde birleşecek şirketlerin yönetim kurulları, çıkarılan pay sahiplerinin payları karşılığında alacakları ödeme miktarını da içeren bir birleşme sözleşmesi yaparlar. Bu sözleşme, daha sonra birleşen şirketlerin genel kurullarında sermayenin çoğunluğunu temsil eden pay sahiplerinin oylarıyla onaylanmalıdır. Kanun koyucu ayrılma akçesi niteliğindeki bu ödemenin öngörülebilmesi için belirli bir hâkimiyet eşiği aramamıştır. Sadece sözleşmenin genel kurulda onaylanabilmesi şartı vardır. Diğer pay sahiplerini çıkarmak isteyen

²²² Bkz. yuk. I.A.2.a.

pay sahibinin şirket sermayesinin yarısından fazlasına sahip olması durumunda bu imkânın kullanılabileceğinde tereddüt yoktur. Ancak pay sahibinin sermaye payı böyle bir orana ulaşamamış olsa da diğer pay sahiplerinin olumlu oyu alınabilirse, diğer ortakları çıkararak birleşme yapılabilir.

DGCL § 253'te düzenlenen kısa birleşme yönteminde ise hedef şirketin sermayesinin %90'ını temsil eden payları elinde bulunduran hâkim pay sahibi şirket, diğer pay sahiplerinin onayına gerek olmaksızın hedef şirketle birleşme kararı alarak diğer pay sahiplerini belirli bir ödeme karşılığında çıkarabilmektedir. Birleşme hâkim şirketin yönetim kurulu kararı ile gerçekleşeceğinden genel kurulun toplanmasına gerek olmayacaktır. Bu imkândan yararlanmak amacıyla %90 oranında payı ele geçirmek için yapılan pay alım teklifi, ikinci aşamadaki birleşmeyi sağlayacak payı elde etmeye yöneliktir ve çıkarma hakkının kullanılması için zorunlu değildir²²³. Hâkim pay sahibinin payı, pay alım teklifi sonrasında %90'ın altında kalırsa yine yukarıda açıklanan uzun birleşme yöntemine başvurulabilecektir.

2014 yılında DGCL § 251'e eklenen h bendi, istisnai durumlarda uzun birleşmelerde genel kurul onayının aranmadığı istisnai durumları düzenlemiştir. Pay alım teklifi neticesinde sermayenin %90'ına ulaşamasa da sermayenin çoğunluğunu elde eden pay sahipleri, genel kurulun çağırılması, toplanması ve onayın alınması gibi uzun prosedürlerle uğraşmak zorunda kalıyordu. Halbuki oylama neticesinde aranacak salt çoğunluk, pay alım teklifi neticesinde zaten elde edilmiş oluyordu. DGCL § 251'e eklenen h bendi ile bu durumda ortaya çıkan zorluk ve masrafların önüne geçilmesi hedeflenmiştir. Amaç, DGCL § 253'teki eşiğe ulaşılmasa da çıkarma işleminin ikinci aşamasını teşkil eden birleşmenin mümkün olduğunca basit bir şekilde tamamlanabilmesidir. Bu yöntemin uygulanabilmesi için hedef şirketin paylarının en azından bir bölümü borsaya kote olmalı veya iki binden fazla pay sahibi bulunmalıdır. Ayrıca, DGCL § 251-h düzenlemesi olmasaydı diğer bentler uyarınca genel kurulda birleşmenin onaylanmasını sağlayacak çoğunluğun, ki bu kural olarak sermayenin çoğunluğu olacaktır, pay alım teklifi neticesinde elde edilmiş olması gerekir.

²²³ Krebs, s. 948; Ventoruzzo, s. 852.

Görüldüğü gibi, ABD Hukuku'nda elde edilmesi gereken sermaye payı eşiği, hakkın kullanılabilmesi için şirketin paylarının borsaya kote olması şartı veya pay alım teklifi gerekliliği sadece takip edilecek birleşme ve dolayısıyla çıkarma yöntemi açısından önem taşımakta; çıkarma hakkının kullanılması bakımından zorunlu şartlar teşkil etmemektedir.

AB'ye baktığımızda, Yönerge m. 15'te yer alan çıkarma hakkının (*squeeze-out*) zorunlu uygulama alanının daha dar olduğu dikkati çekmektedir. Yönerge, sadece menkul kıymetlerinin bir kısmı veya tamamı bir veya daha fazla üye devletin organize piyasalarında işlem gören şirketler ile sınırlıdır (Yönerge m. 1/1). Üye devletler, bir hedef şirketin tüm menkul kıymetlerine yönelik olarak yapılan pay alım teklifini takiben m. 15/2.a ve b'de belirtilen eşiğe ulaşan teklifte bulunanlara, diğer menkul kıymet sahiplerinin menkul kıymetlerini adil bir bedel karşılığında satın alma hakkı tanımak zorundadır (Yönerge m. 15/1-2).

Çıkarma hakkının doğması için aranan eşiğin belirlenmesi konusunda üye devletlerin iki alternatifi bulunmaktadır. Hedef şirketin tüm menkul kıymetleri için yapılan pay alım teklifi neticesinde, teklifte bulunanın, (a) hedef şirketin sermayesinin en az %90'ını temsil eden (ve oy hakkı veren) menkul kıymetleri ve oy haklarının %90'ını elinde bulundurması; veya (b) teklif dâhilinde olup hedef şirketin sermayesinin en az %90'ını temsil eden (ve oy hakkı veren) menkul kıymetleri ve oy haklarının %90'ını iktisap etmesi ya da bunun için sözleşme yapması gerekmektedir²²⁴ (Yönerge m. 15/2.a ve b). İlk ihtimalde üye devletlere eşiği %95'e kadar yükseltebilmeleri için serbesti tanınmıştır (Yönerge m. 2). Şirketin menkul kıymetleri birden fazla gruba bölünmüşse çıkarma hakkının sadece eşiğe ulaşılan gruptaki menkul kıymetler için kullanılması da mümkündür (Yönerge m. 15/3). Bu asgari koşullara uyan düzenlemeler yapıldığı müddetçe, üye devletler bir adım ileri giderek çıkarma hakkını pay alım teklifi ile bağlantılı olmayan hallerde de tanıyabilirler²²⁵.

²²⁴ Eşiğin teklif kapsamındaki paylar üzerinden hesaplanması, sadece İngiltere ve İrlanda'da benimsenmiştir. Portekiz ve İspanya'da ise iki eşiğin de bulunduğu görülmektedir. Bkz. Ventoruzzo, s. 895-896.

²²⁵ Yönerge, Başlangıç hükümleri, p. 24.

İsviçre’ye baktığımızda ise çıkarma hakkının doğumunun AB’ye nazaran bir yönden daha kolay bir yönden ise daha zor olduğu görülmektedir. İsviçre’de çıkarma hakkının kullanılabilmesi için, teklifte bulunanın pay alım teklifi neticesinde şirketteki oy haklarının %98’den fazlasına sahip olması gerekmektedir (LIMF m. 137/1). Eşik yüksek olmakla birlikte sadece oy hakları dikkate alınmakta, bunun tekabül ettiği sermaye payı ise doğrudan hesaplamaya etki etmemektedir. Çıkarma hakkının kullanılmasıyla birlikte iptal edilen menkul kıymetler, sadece paylarla sınırlı değildir. Katılma hakkı veren menkul kıymetlerin tamamı (*titres de participation*)²²⁶ bu kapsamdadır. Bu menkul kıymetlerin tamamı sahiplerine oy hakkı vermese ve dolayısıyla çıkarma hakkının doğumuna esas teşkil edemese de çıkarma hakkının kullanılmasıyla birlikte hepsinin iptal edilmesi mümkün olduğu gibi, aralarından bir grubun seçilmesi de olasıdır²²⁷.

Oy haklarının nasıl hesaplanacağı, Kararname m. 120’de açıklanmıştır. Buna göre, doğrudan sahip olunan paylara ek olarak teklifte bulunanın dolaylı olarak ve çıkarma talebinin yapıldığı tarihte üçüncü kişilerle birlikte elinde bulundurduğu paylar dikkate alınır. Oy hakları CO m. 659a/1 uyarınca donmuş olsa bile hesaplamaya dâhil edilir²²⁸. Bu hesaplama neticesinde belirtilen oy haklarına sahip olunması gereken an, mahkemenin iptal kararını verdiği andır²²⁹.

Tartışmalı olan bir diğer husus, hangi şirketlerin bu hakkın kullanılmasına müsait olduğudur. Hakkın düzenlendiği LIMF’in 4. bölümünün uygulama alanı, sadece pay gruplarından en az biri İsviçre borsalarından birine kote olan şirketler ile sınırlıdır (LIMF m. 125/1). Ancak bu sınırlamanın m. 137’ye de aynen uygulanıp uygulanmayacağı tartışmalıdır²³⁰. Kotasyonun gerekli olmadığını belirten mahkeme kararı ve görüşler bulunmakla birlikte²³¹ bu yaklaşımın ancak istisnai durumlarda olabileceğini savunan yazarlar da vardır²³².

²²⁶ Açıklama için bkz. yuk. I.A.2.c.

²²⁷ Bahar (Der. Tercier/Amstutz, **Code des obligations II**), s. 2886-2887.

²²⁸ Bahar (Der. Tercier/Amstutz, **Code des obligations II**), s. 2887.

²²⁹ Philippin, s. 136.

²³⁰ Tartışmanın kısa özeti için bkz. Andreas Rötheli/Jacques Iffland, “La décotation”, **Revue suisse de droit des affaires et du marché financier**, Schulthess, 2004, s. 305, dn. 3.

²³¹ Jacques Iffland/Julie Vaisy, “Développements récents du droit suisse des marchés financiers (offres publiques d’acquisition - annonce des participations importantes - squeeze out)”, **Revue suisse de droit des affaires et du marché financier**, Schulthess, 2000, s. 138.

²³² Bahar (Der. Tercier/Amstutz, **Code des obligations II**), s. 2886.

Hâkim pay sahibinin pay alım teklifi neticesinde şirketteki oy haklarının %98'sine sahip olmadığı hâllerde diğer pay sahiplerini şirketten uzaklaştırmak için birleşme yapıp LFus m. 8'den faydalanabileceği kabul edilmektedir²³³. Bunun için oy haklarının en az %90'ına sahip olduğu²³⁴ (LFus m. 18/5) hedef şirketi, hâkimiyeti altındaki başka bir şirketle birleştirmeli ve birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesi öngörmelidir²³⁵. Doktrinde işlevleri bakımından birbirlerinin eşdeğeri olarak da nitelendirilen bu iki kurumun farklı oy hakkı eşiklerine ulaşılması neticesinde gündeme gelmesi uygulamacıların aradaki farktan yararlanmasını sağlamaktadır²³⁶. Hatta doktrinde, sadece bu birleşmeyi sağlamak amacıyla bir şirket kurulması ve işlemin gerçekleştirilmesi de kabul edilmektedir²³⁷. Ancak bu durumda birleşme neticesinde çıkarılan pay sahiplerine ödenen bedel, pay alım teklifinde ödenenden fazlaysa hepsine en yüksek ve aynı bedelin ödenmesi gerekir²³⁸.

Bu örneklerle baktığımızda, çıkarma hakkının kullanılabileceği şirketlerin belirlenmesi bakımından ortak bir eğilim tespit etmek mümkün olmamaktadır. ABD'de ne şirketin paylarının borsada işlem görmesi ne de hakkın bir pay alım teklifi kapsamında kullanılması zorunludur. İsviçre'de AB'de Yönerge'nin gerektirdiği asgari müşterek bu olmakla birlikte üye devletlerdeki uygulamanın bunu aşabildiği görülmektedir²³⁹. Türkiye'de çıkarma hakkı sadece halka açık anonim ortaklıklarda geçerlidir. Kapalı ortaklıklarda ise azınlık pay sahiplerinin çoğunluğun arzusuyla şirketten uzaklaştırılması, ancak haklı sebeplerin varlığında mümkündür (TTK m. 208). Kanun koyucunun bu tercihinin yerindeliği tartışmaya açıktır. Çıkarma hakkının yukarıda açıklanan amaçlarının tamamının halka kapalı şirketler için geçerli olmadığı açıktır. Ancak özellikle azınlık-çoğunluk arası menfaat ihtilaflarının giderilmesi, halka kapalı şirketlerde de en az halka açık şirketler kadar,

²³³ Bu konudaki açıklamalar için bkz. yuk. I.C.2.a.

²³⁴ Hükmün lafzında oy haklarının değil pay sahiplerinin %90'ı ifadesi geçmektedir. Ancak doktrinde bunun kanun koyucunun ifade hatası olduğu ve sermaye şirketleri için pay sahiplerinin değil şirketteki toplam oy haklarının %90'ının aranacağı kabul edilmektedir. Bkz. Peter/Duvoisin, s. 345; Bauen/Bernet/Rouiller, s. 325-326.

²³⁵ Bahar (Der. Tercier/Amstutz, **Code des obligations II**), s. 2885-2886; Bauen/Bernet/Rouiller, s. 325-326; Chenaux, s. 122; Trindade, s. 146.

²³⁶ Chenaux, s. 123.

²³⁷ Peter/Duvoisin, s. 345.

²³⁸ Peter/Duvoisin, s. 345. Bunun nedeni Pay Alım Teklifleri Hakkında Kararname (*Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition*) m. 10'da yer alan "best price rule" isimli kuraldır. Buna göre bir pay alım teklifini takiben 6 ay içinde şirketin menkul kıymetlerini tekliftekenden daha yüksek bir bedelle alan teklif sahibi, aradaki farkı teklif kapsamında menkul kıymetlerini satanlara da vermek zorundadır.

²³⁹ Est/Steen, **Squeeze-out and Sell-out**, s. 404.

hatta daha da önemli bir hedeftir. Zira halka kapalı şirketin paylarının pay serbestisi dâhilinde devredilmesi, halka açık şirketlerdekinden daha zor olmaktadır. Bu durumda özellikle de marjinal azınlığın çoğunluğun sömürüsüne açık olmaması için bir satma hakkının ve bunun karşılığını teşkil ederek menfaatleri dengeleyecek bir çıkarma hakkının gerekli olduğu savunulabilir.

Karşılaştırmada dikkat çeken bir diğer husus, çıkarma hakkına işlerlik kazandıran eşik düzeyi ve nasıl hesaplandığıdır. ABD’de kısa birleşme yöntemi haricinde belirli bir eşik öngörülmemiştir. AB üyesi devletlerde ise genellikle hem oy haklarının hem de sermaye payının %90-95’i arasında bir oranın benimsendiği görülmektedir²⁴⁰.

B. Çıkarma Hakkı Sahibi

SerPK m. 27, sahip oldukları paylar halka açık ortaklığın oy haklarının Kurulca belirlenen oranına veya daha fazlasına sahip olan kişilerin, diğer pay sahiplerini ortaklıktan çıkarabileceğini belirtmektedir. SerPK m. 27 kapsamında bir çıkarma hakkından söz edilebilmesi için öncelikle halka açık bir ortaklık söz konusu olmalı, daha sonra hak sahibinin sahip olduğu paylara ilişkin oy haklarının bu şirketin oy haklarının belirli bir oranına ulaşp ulaşmadığı hesaplanmalıdır. Kurul, Tebliğ’de bu oranı %98 olarak belirlemiş ve oy haklarının hesaplanma usulünü düzenlemiştir. Hak sahibinin tespit edilmesi amacıyla aşağıda bu iki koşul SerPK ve Tebliğ hükümleri ışığında ayrı ayrı açıklanacaktır²⁴¹.

²⁴⁰ Est/Steen, **Squeeze-out and Sell-out**, s. 413. Her sistem bakımından doğru dengenin farklı bir noktada kurulması doğaldır. Önemli olan eşik belirlenirken o sistem içerisindeki menfaatlerin ve sistemin özelliklerinin doğru değerlendirilmesidir. Özellikle Avrupa Birliği’nde karşılaşılan sorun, birlikteki devletlerin piyasa ve pay sahipliği yapısı bakımından farklılık arz etmesidir. Bu ise ortak hukuk kurallarının istenen sonuca ulaşabilmesini zorlaştırmaktadır (Burkart/Panunzi, **Tender Offer Process**, s. 7-8).

²⁴¹ Bu bölümde, hak sahibinin tespit edilmesi amacıyla çıkarma hakkının doğumunu sağlayan bu iki kriter incelenmektedir. Çıkarma hakkının kullanılması için aranan diğer maddi koşullar için bkz. aşağıda III.A.

1. Halka Açık Anonim Ortaklıkta Pay Sahibi Olmak

Halka açık ortaklık, SerPK m.3.e’de “payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklık”²⁴² olarak tanımlanmıştır²⁴³. Bu tanım, iki farklı olasılığı kapsamaktadır. Halka açık ortaklık statüsü kazanmak için ortaklığın paylarının ya fiilen halka arz edilmiş olması gerekir ya da halka arz söz konusu olmamasına rağmen Kanun’un halka arzedilmiş sayılma sonucu bağladığı durumlardan biri gerçekleşmelidir. Doktrinde ilk durum “fiili halka arz”, ikinci durum ise “varsayımsal halka arz” olarak nitelendirilmiştir²⁴⁴.

Halka açık anonim ortaklık niteliği kazanan ortaklıklar, SerPK m. 16-33 arasındaki halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olur (SerPK m. 16/1)²⁴⁵. Bu çalışmanın konusunu teşkil eden ve SerPK m. 27’de düzenlenen çıkarma hakkı da bu hükümler arasında yer almaktadır.

a. Fiili Halka Arz

İlk olasılığın gerçekleşmesinin koşulu olan halka arz, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı ifade eder (SerPK m. 3/1.f). Ortaklık paylarının tamamı halka arz edilebileceği gibi, halka arz sadece payların bir kısmı ile sınırlı olabilir. Halka arz ile birlikte paylar geniş bir yatırımcı kitlesine açılmış olur²⁴⁶.

²⁴² Mülga 2499 sayılı SerPK m. 3/1.g’den farklı olarak SerPK m. 27’de ve SerPK m. 3’te esas alınan terim, “halka açık anonim ortaklık” değil, “halka açık ortaklık”tır. Ancak terimin Kanun’daki tanımdan da anlaşıldığı üzere halka açık ortaklık kapsamında zaten sadece anonim ortaklıklar yer almaktadır. Doktrinde de halka açık ortaklık ve halka açık anonim ortaklık kavramları, aynı anlama gelecek şekilde kullanılmaktadır. Bu çalışmada da aynı yaklaşım benimsenmiştir.

²⁴³ SerPK m. 3.e’de halka açık ortaklık için verilen tanım, II-27.2 sayılı Tebliğ m. 3.g’de “ortaklık” kavramının karşılığı olarak verilmiştir; çünkü Tebliğ kapsamındaki tüm ortaklıklar zaten halka açık ortaklıktır.

²⁴⁴ Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 49.

²⁴⁵ Halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olmak SerPK kapsamına girmekle aynı anlama gelmeyebilir; çünkü halka açılma dışında bazı olgular da SPK kapsamına girme sonucu doğurur. Örneğin borçlanma araçlarının ihracı, ortaklığın halka açıklık statüsü kazanmasını sağlamayacak; ancak SerPK’daki ilgili hükümlere tabi olacaktır. Bkz. Memiş/Turan, s. 52.

²⁴⁶ Ayoğlu, **Halka Arz**, s. 86-87; Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 41.

Hem ortaklığın hem de ortakların halka arzı, ortaklığın halka açıklık statüsüne geçmesini sağlayacaktır²⁴⁷. Anonim ortaklığın kendi paylarını halka arz edebilmesi için ya sermaye artırımını yoluyla yeni pay çıkarması ya da kendi paylarını iktisap etmesi gereklidir. Ortaklar da kendi ellerinde bulunan payları halka arz edebilirler. Halka arzın kim tarafından gerçekleştirildiği, halka açıklık statüsünün kazanılma anı bakımından önem taşır. Sermaye artırımını neticesinde çıkarılan paylar ortaklık tarafından halka arz ediliyorsa, halka açıklık statüsü sermaye artırımının ticaret siciline tesciliyle gerçekleşir; çünkü pay sahipliği bu anda kazanılacaktır. Eğer halka arz ortaklık değil ortaklar tarafından gerçekleştiriliyorsa halka açıklık statüsü, satış sürecinin sonunda payların mülkiyeti alıcılara geçtiği an kazanılacaktır²⁴⁸.

Halka açıklık statüsü ortaklığa faydalar sağlamakla birlikte birtakım yükleri de beraberinde getirir²⁴⁹. Ortaklığa bu şekilde sürekli yükler getiren bir statü değişikliğinin ortaklığın iradesi olmaksızın, sadece pay sahibinin paylarını halka arz etmesi neticesinde gerçekleşmesi, doktrinde eleştirilmiştir²⁵⁰. Ancak kendi paylarını halka arz etmenin pay sahibinin ortaklıktan ayrılması ve payının parasal karşılığını alması için önemli bir yol olduğu ve bu nedenle ortaklık iradesine bağlı olmaksızın gerçekleştirilebilmesi gerektiği görüşü de savunulmuştur²⁵¹. Nitekim SerPK'da ve ilgili tebliğlerde pay sahibinin kendi paylarını halka arz etmesine imkân tanınmakta ve ortaklığa pay sahibinin bu hakkı kullanmasını kolaylaştırma yükümlülüğü yüklenmektedir. (SerPK m.4/5, VII-128.1 sayılı Tebliğ m.6/4).

b. Varsayımsal Halka Arz

Halka açık anonim ortaklıkların ikinci grubunu ise payları fiilen halka arz edilmiş olmamakla birlikte kanunen halka arz edildiği varsayılan ortaklıklar teşkil etmektedir. Bu varsayımın gerçekleşmesi için SerPK m. 16'da yer alan iki şarttan biri meydana gelmelidir: Ya ortaklığın payları borsada işlem görmeli ya da ortaklığın

²⁴⁷ Yanlı, s. 31-33; Ayoğlu, **Halka Arz**, s. 97-98; Mutlu Uşaklı, s. 82-83; Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 45. Karş. Burak Adıgüzel, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2017, s. 23-24.

²⁴⁸ Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 48.

²⁴⁹ Bkz. yuk. I.B.2.

²⁵⁰ Yanlı, s. 34, dn. 139.

²⁵¹ Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 47.

pay sahibi sayısı beş yüzü aşmalıdır²⁵². Bu iki halde de ortaklık payları halka arz olunmuş sayılır ve ortaklık, halka açık ortaklık hükümlerine tabi olur²⁵³. Bu ihtimalde paylar fiilen halka arz edilmemektedir. Ancak tıpkı payların fiilen halka arz edildiği durumdaki gibi geniş bir yatırımcı kitlesinin menfaat sahibi haline gelmesi nedeniyle böyle bir varsayım getirilmiştir²⁵⁴.

Payları borsada işlem gören ortaklıklar için halka açık ortaklık statüsünün kazanıldığı an, payların borsada işlem görmeye başlama anıdır. Ancak pay sahibi sayısının beş yüzü aşması nedeniyle halka açık ortaklık statüsü elde eden ortaklıklar için bu anın tespitinin üzerinde durmak gerekmektedir.

Belirtmek gerekir ki, ortaklığın pay sahibi sayısı beş yüzü aştığında paylar borsada işlem görmeye başlamayabilir. SerPK m. 16/2, ortaklıklara halka açıklık statüsünü kazandıktan sonra paylarının işlem görmesi amacıyla borsaya başvurmaları için iki yıl tanımaktadır²⁵⁵. Bu başvuru henüz yapılmamış olsa da pay sahibi sayısının beş yüzü aşması ile birlikte halka açıklık statüsü kazanılmış olur. Nitekim VII-128.1 sayılı Tebliğ m. 34/3'te "payları halka arz olunmuş *sayılan* ortaklıkların Kurula, halka açık ortaklık statüsünün kazanıldığını öğrendikleri tarihten itibaren otuz gün içinde bu Tebliğ'in 12 numaralı ekinde yer alan bilgileri içeren bir beyannameyi halka açık ortaklık statüsüne kavuştuğunun Kurulca onaylanması amacıyla vermeleri" gerektiği düzenlenmiştir²⁵⁶. Bu ifadeden anlaşılabileceği üzere Kurula onay için başvurulduğunda halka açıklık statüsü zaten kazanılmıştır. SPK'ya 30 gün içinde başvurulmaması, halka açıklık statüsünün kazanılmasını

²⁵² Doktrinde payları fiilen halka arz edilmemiş şirketlerin de sadece pay sahibi sayısının fazlalığı nedeniyle halka açık kabul edilmesi eleştirilmektedir. Özellikle de, tıpkı pay sahiplerinin kendi ellerindeki payları halka arz etmesi halinde olduğu gibi, mevcut pay sahiplerinin paylarını farklı kişilere satması halinde çoğunluk iradesi aranmaksızın bu değişiklik gerçekleştirilmiş olacaktır. Yanlı, s. 39, dn. 159, s. 41-42.

²⁵³ Bu kriterler neticesinde birbirinden çok farklı paysahipliği yapılarında anonim ortaklıklar, bu halka açıklık tanımının kapsamına girebilir. Yönetim kontrolünün bir veya birkaç ortağa ait olması mümkün olduğu gibi paylar hâkim bir pay sahibi olmaksızın çok sayıda pay sahibine dağılmış da olabilir. Bu ortaklıklar aynı kurallara tabidir; ancak bünyelerindeki menfaatler dengesi tamamen farklıdır.

²⁵⁴ Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 42.

²⁵⁵ Ortaklıklar, ortaklık pay defteri, genel kurul toplantısında hazır bulunanlar listesi, kar payı dağıtımına dair muhasebe kayıt ve belgeleri, kuruluş ve sermaye artırımında başvuran ortaklara ilişkin kayıt ve belgelerle ve ortaklığın ortaklarla ilişkilerine ait diğer işlemler sırasında herhangi bir şekilde ortak sayılarının beş yüzden fazla olduğunu belirleyebilirler (VII-128.1 sayılı Tebliğ m. 34/2).

²⁵⁶ Benzer bir hüküm de SerPK m. 33/1'de yer almaktadır. Buna göre, sermaye piyasası araçlarının herhangi bir şekilde halka satıldığını veya yukarıda sayılan diğer kriterlerin herhangi biri doğrultusunda halka açık ortaklık statüsünün kazanıldığını öğrenen ortaklıklar, bunu öğrendikleri tarihten itibaren on iş günü içinde Kurul'a bildirmek zorundadırlar. Ancak bu bildirim de halka açık ortaklık statüsünün kazanılması açısından belirleyici değildir.

engellemeyecektir. Dolayısıyla kriter, pay sahibi sayısının beş yüzü aşması olup pay sahipliği sıfatının kazanılma anı TTK hükümlerine uygun olarak belirlenecektir.

c. Halka Açıklık Statüsünden Çıkarılmamış Olmak

Pay sahibi sayısının beş yüzü geçmesi nedeniyle halka açıklık statüsü kazanan ortaklıkların belirli koşulların gerçekleşmesi halinde SerPK kapsamından çıkarılması mümkündür. SerPK m.33/5, bu ortaklıklara, bilanço ve sermaye büyüklüğü, faaliyetlerinin devamlılığı, ortak olmanın belirli özellikleri taşıyan kişilerle sınırlı tutulması, sermayenin ortaklar arasındaki dağılımı gibi şartların varlığı hâlinde talepleri üzerine veya SPK tarafından re'sen SerPK'dan kaynaklanan yükümlülüklerden kısmen veya tamamen muaf tutulabilme veya tamamen Kanun kapsamından çıkarılabilme imkânı vermektedir²⁵⁷. Bu hüküm, halka açık anonim ortaklık olmaya, Kurul kararıyla halka açıklık statüsünden çıkarılmamış olma şeklinde menfi bir şart getirmektedir.

Yukarıda ele alınan kriterlerden birisi doğrultusunda halka açık ortaklık statüsünü kazanan; ancak payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar, halka açık ortaklık statüsünü kazandıktan sonra en geç iki yıl içinde paylarının işlem görmesi için borsaya başvurmak zorundadırlar. Aksi durumda, Kurul, bu payların borsada işlem görmesi veya ortaklığın halka açık ortaklık statüsünden çıkarılması için, ortaklığın talebini aramaksızın gerekli kararları alır (SerPK m. 16/2; VII-128.1 sayılı Tebliğ m. 35/1; II-16.1 sayılı Payların Borsada İşlem Görmesi Tebliği m. 4/2).

2. Hâkimiyet

Çıkarma hakkı sahibi, SerPK m. 27'de Kurulca belirlenen oranın üzerinde paya sahip olan kişi olarak anılmakla birlikte II-27.2 sayılı Tebliğ'de "hâkim ortak" olarak geçmektedir. Kavramın netleştirilmesi için öncelikle şirketler hukukunda hâkimiyet kavramı açıklanacak ve SerPK m. 27 ve Tebliğ m. 3/1.ç anlamında hâkim ortak olma durumunun sistem içindeki yeri tespit edilecek, daha sonra ise hâkimiyetin nasıl elde edileceğine değinilecektir.

²⁵⁷ Detaylar, II-16.1 sayılı Tebliğ'de düzenlenmiştir.

a. Çıkarma Hakkı Bakımından Hâkimiyet Kavramı

Şirketler hukuku literatüründe hâkimiyet, bir ortaklık üzerinde, o ortaklığın iradesini belirleyebilecek bir etkinliğe sahip olmak anlamına gelir²⁵⁸.

Payların çoğuna tek bir kişi veya menfaatleri aynı yönde olup birlikte hareket eden kişiler birlikte sahipse, kural olarak ortaklığa bu çoğunluk pay sahibi/pay sahipleri hâkimdir. Zira anonim ortaklıklarda kararlar genel kurulda ve yönetim kurulunda çoğunluk tarafından alınır (TTK m. 418, 421). Nitekim TTK m. 195’te de bu karine benimsenmiştir. Eğer böyle bir dağılım söz konusu değilse, genel kurulda ve yönetim kurulunda karar alacak çoğunluğa ulaşılması, payların dağılımına ve pay sahiplerinin hâkimiyeti ele geçirmek amacıyla işbirliği yapıp yapmadığına göre belirlenecektir²⁵⁹. Örneğin payları atomize olmuş ortaklıklarda, özellikle çok düşük oranda payı olan pay sahiplerinin şirket yönetimine kayıtsız kalması durumuna güç boşluğu oluşacağından azınlık konumunda olan bir pay sahibi, şirketin kontrolünü ele geçirebilir²⁶⁰. Ancak payların çoğunluğuna sahip olunmasına rağmen imtiyazlı payların varlığı halinde yönetim kontrolü tek başına elde edilemeyebilir. Hatta ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasının elde edilmesi bile, yönetime katılma haklarında imtiyaz (TTK m. 360) olması halinde tek başına hâkimiyeti sağlamayabilir²⁶¹.

TTK’da hâkimiyet, şirketler topluluğunun oluşmasını sağlayan merkez kavramdır²⁶² ve şirketler topluluğuna ilişkin hükümlerin uygulama alanı bulup bulmayacağını belirler. Hâkimiyetin niteliği bakımından iki farklı anlayış ortaya çıkmıştır. Bazı sistemlerde tercih edilen kontrol kavramı; oy çokluğu veya yönetime katılma haklarında imtiyaz gibi bir şirkete diğerinin karar alma mekanizmasına etki

²⁵⁸ S. Anlam Altay, **Anonim Ortaklıklar Hukuku’nda Sermaye Katılmalı Ortak Girişimler**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009, s. 338; Ünal Tekinalp, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Şirketler Topluluğuna İlişkin Düzenlemesinde Kontrol İlkesi”, **Prof. Dr. Hüseyin Hatemi’ye Armağan**, C. II, 2009, s. 1548. Pashı, “kontrol” terimini tercih etmiş, bunu, şirket yönetimi üzerindeki hâkimiyet ve anonim ortaklık işlerinin belli bir yönde yürütülmesinin sağlanması olarak açıklamıştır (Ali Pashı, “Anonim Ortaklıkta Kontrol Sahibinin Özel Durumu”, **İÜHF**, C. LXVI, S. 2, 2008, s. 345-346). Karababa, hâkimiyeti, “bir organizasyonda karar verme ve uygulama gücünü elde etmek için yapılan iktidar mücadelesi” olarak tanımlamıştır. Karababa, s. 204. Ancak hâkimiyet, ancak bu mücadele kazanıldıktan ve etkinlik elde edildikten sonra söz konusu olur. Aynı yönde bkz. Karayalçın, s. 351.

²⁵⁹ Altay, s. 357.

²⁶⁰ Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 97.

²⁶¹ Nitekim SerPK m. 26/2’de bu ihtimal düzenlenmiştir.

²⁶² Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 81.

etme imkânı veren hukuki araçlara sahip olunmasını ifade eder. Bu araçlara sahip olmayla birlikte yönetimin kontrol edildiği ve hâkimiyetin mevcut olduğu varsayılır. Diğer sistemlerde ise bir şirketin, diğerinin yönetimini, işletme politikalarını ve önemli nitelikteki kararlarını fiilen yönlendirip yönlendirilmediğine bakılmaktadır. Diğer bir deyişle kriter, hâkimiyetin fiilen kullanılıp kullanılmadığıdır²⁶³. TTK m. 195'te, bu iki anlayışın da izlerine rastlanmaktadır.

Çıkarma hakkı açısından ise hâkimiyet, şirketler topluluğu bağlamındaki tanımdan farklı bir anlama sahiptir. Tebliğ m. 4'te, sahip olduğu paylara ilişkin oy hakları ortaklığın oy haklarının %98'ini aşan çıkarma hakkı sahibi, hâkim ortak olarak nitelendirilmiştir. Diğer bir deyişle, oy haklarında belirtilen eşişe ulaşılması olgusu, çıkarma hakkı bağlamında hâkimiyet olarak adlandırılmıştır. Burada hâkimiyet, ortaklığın iradesini belirleyebilmeyi oldukça aşan şekilde, ortaklığın oy haklarının nitelikli bir çoğunluğuna sahip olmayı ifade etmektedir. Bu oranın içeriğinin oy hakkına mı, sermayeye mi, yoksa ikisine birden mi dayandığı konusunda tartışma mevcut olup konu aşağıda değerlendirilecektir²⁶⁴.

Hâkimiyet eşişinin yüksek belirlenmesi, Gerekçe'de açıkça belirtilmemekle birlikte, bu eğilim iki farklı gerekçeye dayanabilir. Öncelikle, eşişin yüksek olması şirketlerin halka kapanmasını zorlaştırır. Amaçların birinin bu olabileceğinin diğer bir göstergesi, Tebliğ m. 9'da yer alan ortaklık paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren iki yıl süreyle ortaklıktan çıkarma veya satma haklarının kullanılamayacağı kuralıdır. Ancak bunun, bazı şirketlerin en baştan halka açılmaktan çekinmesine neden olması da olasıdır. Ayrıca kanaatimizce hâkimiyet oranının %95 ve üzerinde olduğu bir şirketin gerçek anlamda halka açık olduğu söylenemez. Eşişin bunun da üzerinde olması, gerçek anlamda halka açık olmayan bir şirkette dahi bu hakların kullanılmasını engelleyecektir²⁶⁵. Son olarak, hem çıkarma hem de ayrılma hakkının, yoğunlaşmış pay sahipliğinin yaygın olduğu sistemlerde uzun vadede dağılık pay sahipliği yönünde bir değişime neden olacağı savunulmaktadır. Halka açıklık oranını asıl artırabilecek olan budur. Ancak bu etki, hâkimiyetin sağladığı menfaatler (*private benefits of control*) nedeniyle sınırlı

²⁶³ Altay, s. 338; Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 81-82.

²⁶⁴ Bkz. aşağı. II.B.2.b.

²⁶⁵ Aynı yönde bkz. Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 65.

olacaktır²⁶⁶. Halka açıklığın artması ve pay sahipliğinin dağılması isteniyorsa esas gereken, hâkimiyetin sağladığı menfaatlerin azalması için düzenlemeler yapmaktır²⁶⁷. Mevcut düzenleme, halka açık şirket sayısının azalmasını engelleyebilecek olsa da sermaye piyasasında derinliği sağlayamaz.

İkinci gerekçe, azınlık pay sahiplerinin ve küçük yatırımcının korunması olabilir²⁶⁸. Gerçekten de, çıkarma hakkı eşiğinin yüksek olması, azınlığın paylarının rızası hilâfına elinden alınmasını da zorlaştıracaktır. Ancak SerPK m. 27'ye göre, satma hakkı da çıkarma hakkının doğduğu koşullarda doğar. Çıkarma hakkı eşiği yüksek olduğunda, satma hakkı eşiği de yüksek olmaktadır. Dolayısıyla mevcut düzenlemenin özellikle azınlığın korunması amacına yöneldiğini söylemek de isabetli değildir. Doktrinde eşiğin yüksek olmasını yatırımcıları koruma amacına uygun bulan ve bu nedenle de isabetli gören yazarlar vardır²⁶⁹. Bu görüşe göre azınlığın paylarını rızası hilâfına elinden almanın dayanağı hâkimiyet olduğundan, eşiğin yüksek belirlenmesi, bu dayanağı da sağlamlaştırmakta ve çıkarma hakkının mülkiyet hakkına orantısız bir saldırı teşkil etmemesini engellemektedir²⁷⁰. Ancak kanaatimizce eşiğin sadece biraz daha aşağıda belirlendiği durumda da bu haklar, menfaat ihtilaflarının engellenmesine aynı derecede katkıda bulunacaktır²⁷¹. Kaldı ki sermayenin ve oy haklarının %90'ına veya üstüne ulaşmış bir ortağın yatırımının ve üstlendiği riskin büyüklüğü ile orantılı şekilde çıkarma hakkını elde etmesi adalete aykırı bir sonuç da değildir²⁷².

Hem çoğunluk pay sahibinin şirketi etkin bir şekilde yönetebilmesini sağlamak hem de uzun vadede küçük yatırımcıları korkutmamak amacıyla dengeli bir yaklaşım benimsemek gerekmektedir. Zira kanun koyucunun menfaat ihtilaflarını çözerken dikkate alması gereken tek husus hangi pay sahibi grubunun korunacağı olmayıp

²⁶⁶ Goergen/Martynove/Renneboog, s. 260. Karacan da bu eseri alıntılararak aynı yönde görüş ifade etmiştir (Karacan, s. 18-19).

²⁶⁷ Bu düzenlemelerle ilgili azınlık haklarının geliştirilmesi, kamuya açıklama yükümlülüklerinin artırılması ve bunların hayata geçirilmesinin garanti altına alınması gibi örnekler ve etkinlikleri hakkında tartışmalar için bkz. Alexander Dyck/Luigi Zingales, "Private Benefits of Control: An International Comparison", *The Journal of Finance*, 2004, C. 59, S. 2, s. 575 vd..

²⁶⁸ Karababa, s. 119.

²⁶⁹ Karababa, s. 220.

²⁷⁰ Karababa, s. 204. Kanaatimizce çıkarma hakkının mülkiyet hakkı ile bağdaştırılmasındaki en önemli unsur eşiğin belirlenmesi değil, bedelin belirlenmesidir. Bu konudaki tartışmalar için bkz. aşa. III.B.

²⁷¹ Elst/Steen, *Squeezing-Out and Selling-Out*, s. 203.

²⁷² Çelik, s. 64.

aynı zamanda bu tercihin şirketin yönetimine ve daha büyük çerçevede sermaye piyasalarının ve ekonominin işleyişine yapacağı etkidir²⁷³. Diğer bir deyişle çıkarma hakkına ilişkin düzenlemeler, kanun koyucunun etkinlik ve pay sahipleri arası adalet arasındaki dengede nasıl bir noktada durduğunu gösterecektir²⁷⁴. Bu kaygılarla farklı hukuk sistemlerinde eşğin genellikle %90-98 arasında belirlendiği görülmektedir²⁷⁵.

Kanaatimizce %98, bu dengeyi sağlamak için fazlasıyla yüksektir. Nitekim doktrinde de eşğin %95'e²⁷⁶ veya TTK m. 208'de olduğu gibi %90'a²⁷⁷ çekilmesi önerilmektedir. %95'lik bir oran, azlık haklarının kullanılması ile ilişkisi bakımından da savunulmaktadır. Halka açık şirketlerde azlık haklarını, sermayenin yirmide birini (%5'ini) oluşturan pay sahipleri kullanır (TTK m. 411/1). Hâkimiyet %95'i geçtiğinde azlık haklarının kullanılması imkânsız hale geldiğinden bu duruma gelinmeden satma ve çıkarma haklarının kullanılabilir olması gerektiği dile getirilmiştir²⁷⁸. Ancak özellikle halka açık şirketlerde muhtemelen birbirini tanımayan pay sahiplerinin birlikte hareket etmesi çok güç olduğundan, mevcut %5'lik azlığın tamamının koordine olması pek olası görünmemektedir. Bu gerekçe ile eşik belirlenecekse, %95'ten aşağıda belirlenmelidir. SPK ise bu görüşümüzün aksine bir eğilim benimsemiş ve II-27.1 sayılı Tebliğ m. 4'te eşik %95 olarak belirlenmişken, bu oranı artırarak %98'e yükseltmiştir.

Ayrıca, oranın kural olarak %95 olması; ancak halka açıklık oranı belirli bir eşğin üstündeki ortaklıklarda %95'in altına inmesi görüşü de savunulmaktadır²⁷⁹. Kanaatimizce bu değişken yapı, hem çoğunluk hem de azınlık pay sahipleri için belirsizlik yaratmaya elverişli olacaktır.

²⁷³ Karayalçın, ekonomi ve hukuk siyasetinin amaçları arasında büyük işletmeler içinde huzuru sağlayarak rekabet güçlerinin düşmesini önlemek, yoğunlaşma işlemlerini desteklemek ve aynı şirket grubu içinde bulunan şirketlerin tam olarak bütünleşmesine elverişli hukuki ortamı sağlamak olduğunu belirtmiştir (Karayalçın, s. 387).

²⁷⁴ Ventrizzo, s. 850.

²⁷⁵ Elst/Steen, **Squeezing-Out and Selling-Out**, s. 203.

²⁷⁶ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 80, dn. 181.

²⁷⁷ Karacan, s. 185.

²⁷⁸ Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 65.

²⁷⁹ Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 65.

b. Hâkimiyet Eşiğinin Hesaplanması

Hâkimiyet eşiğinin hesaplanma usulü, Tebliğ m. 4'te göstermiştir. Buna göre, “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 veya bu konumda iken ek pay alınması durumunda, hâkim ortak açısından sahip oldukları payların imtiyazlı olup olmadığı dikkate alınmaksızın diğer pay sahiplerinin tamamını ortaklıktan çıkarma hakkı doğar.”

Tebliğ Geçici m.3, %98'lik oy hakkı oranının 31/12/2014 tarihine kadar doğmuş olan ve doğacak hakların kullanımında %95, 31/12/2017 tarihine kadar doğacak hakların kullanımında ise %97 olarak dikkate alınacağını belirtmektedir. Dolayısıyla bu yüksek eşiğe kademeli bir geçiş sağlanması amaçlanmıştır.

Tebliğ'de belirtilen oran, esas sözleşmeye koyulacak hükümle artırılamaz ve azaltılamaz²⁸⁰. Öncelikle bu oran, sadece somut ortaklık içerisindeki menfaat dengelerini korumaya değil, aynı zamanda daha büyük ölçekte, sermaye piyasalarında birtakım ekonomik ve finansal amaçlar elde etme amacına yöneliktir²⁸¹. Dolayısıyla bu hakkın koşullarının değiştirilmesi, kullanılmasının kolaylaştırılması veya zorlaştırılması şirketlerin inisiyatifine bırakılamaz. Düzenlemenin doğası, bu nedenle emredici niteliktedir. İkinci olarak, çıkarma hakkı eşiğinin hâkim pay sahibi inisiyatifi ile aşağıya çekilmesi ihtimali, yatırımcıların yatırımlarının sürekliliğine olan güvenini azaltabilecektir. Aynı gerekçelerle, eşiğin hesaplanması usulüne ilişkin aşağıda açıklanacak hesaplama esaslarının da aksinin kararlaştırılamayacağı kabul edilmelidir²⁸².

i. Payların ve Oy Haklarının Hesaplanması ve İmtiyazlı Payların Durumu

SerPK m. 27, %98'lik eşiğin hesaplanmasında pay sahibinin sahip olduğu paylar ile ortaklığın oy haklarının oranlanmasını öngörmüştür. Ancak örneğin oy hakkında imtiyazlı veya oydan yoksun paylarda, sahip olunan paylar ve bu payların

²⁸⁰ Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 68-69.

²⁸¹ Çıkarma hakkının ekonomik analizi hakkında bkz. yuk. I.B.4.

²⁸² Karababa, s. 217.

temsil ettiği oylar farklı sayılara tekabül edeceğinden iki farklı ölçüt birbirine oranlanmış olacaktır²⁸³. Bu farklılık, Tebliğ m. 4/2’de giderilmiştir. Tebliğ m. 4 doğrultusunda çıkarma hakkı, “sahip olunan paylara ilişkin oy haklarının, ortaklığın oy haklarının %98’ine ulaşması veya bu konumda iken ek pay alınması durumunda” doğar. Dolayısıyla sahip olunan paylara ilişkin oy hakları ile ortaklıktaki toplam oy hakları oranlanacaktır.

Ancak sahip olunan sermaye payının bu hesaplamadaki konumunu tam anlamıyla tespit edebilmek için, oy hakkında imtiyazların etkisini değerlendirmek gerekir. Tebliğ m. 4/2’de oy haklarına ilişkin oranın tespitinde imtiyazların dikkate alınmayacağı öngörülmüştür. Dolayısıyla her bir pay için payın sağladığı bir oy hesaplama katılacaktır²⁸⁴.

Bu kural, bazı yazarlarca Tebliğ’de hâkimiyetin kriteri olarak oy haklarının değil pay sayısının dikkate alınmasının mutlak olarak kabul edildiği şeklinde yorumlanmıştır²⁸⁵. Ancak kanaatimizce bu yorum isabetli değildir. Öncelikle sahip olunan her pay, sahibine oy hakkı bahşetmez²⁸⁶. Dolayısıyla imtiyazlar dikkate alınmaksızın sahip olunan paylara ilişkin oy haklarının toplamı, her koşulda sahip olunan pay sayısına eşit olmayacaktır. Bu nedenle Tebliğ’in hâkimiyet için şirketin toplam paylarının %98’ine sahip olmayı aradığı söylenemez. İmtiyazların dikkate alınmaması, sermaye payının ön plana çıkarıldığı anlamına gelebilir; ancak mutlak bir kriter olduğunu göstermez²⁸⁷. Nitekim üzerinde intifa veya alım hakkı olan

²⁸³ Aynı yönde eleştiri için bkz. Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 65.

²⁸⁴ Karababa, s. 218; Karacan, s. 185; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 60.

²⁸⁵ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 74, dn. 155. Ancak yazar daha sonra bu ifade ile çelişecek şekilde, hâkim ortak konumunun kazanılması için ortaklıktaki payların *en az* %98’inin elde edilmesi gerektiğini belirtmiştir (Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 80). Karababa da hâkimiyetin belirli nitelikte sermaye çoğunluğuna sahip olma olgusunun hukuki karşılığı olduğunu, zaten hukuk sistemimizde her sermaye payının aynı zamanda oy hakkı bahşettiğini belirtmiştir (Karababa, s. 207). Açıkladığımız gerekçelerle bu ifadeye de katılmıyoruz.

²⁸⁶ Bu konudaki açıklamalarımız için bkz. aşa. II.B.2.b.ii.

²⁸⁷ KAP’ta satma ve çıkarma haklarının doğumuna ilişkin yapılan açıklamalarda hâkimiyet, bazen şirketin oy haklarının belirli bir oranına hâkimiyet, bazen ise şirketin pay/oy oranının belirli oranına sahip olmak şeklinde ifade edilmektedir. Örnek olarak bkz. Türk Ekonomi Bankası A.Ş.’nin 17.11.2014 tarihli KAP Özel Durum Açıklaması (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/396611>, e.t.: 15.07.2017): “- Sermaye Piyasası Kurulu’nun II-27.2 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği ("Tebliğ") çerçevesinde birlikte hareket eden "Hâkim Ortaklar" olarak Türk Ekonomi Bankası A.Ş. oy hakkının %96.005 'ine sahip olan hâkim ortaklardan BNP Paribas Fortis Yatırımlar Holding A.Ş.’nin 14.11.2014 tarihinde yaptığı ek bir pay alımı ile Tebliğ Geçici Madde 1 çerçevesinde satma ve ortaklıktan çıkarma hakkının kullanılabilir hale geldiği, ...”. Karş. Uyum Gıda ve İhtiyaç Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin 28.04.2016 tarihli KAP açıklaması (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/526307>, e.t.: 15.07.2017): Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)’nin Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği (Tebliğ) çerçevesinde 27.04.2016 tarihi itibarıyla

paylardan kaynaklanan oylar hesaplamaya dâhil edilmeyeceğinden, bu durumda hâkimiyet eşiğini aşmak için üzerinde intifa veya alım hakkı olmayan paylardan da edinmek ve %98'in üzerinde sermaye payına sahip olmak gerekecektir²⁸⁸.

Tebliğ m. 3/1.ç'de yer alan tanıma göre hâkim ortak, "birlikte veya tek başına ortaklığın oy haklarının en az %98'ine sahip olan gerçek ya da tüzel kişileri" ifade etmektedir. Tebliğ m. 4'ü, hâkim ortak konumunun kazanılması için sahip olunan oyların ve sermaye payının birlikte dikkate alınması gerektiği yönünde yorumlayan yazarlar, Tebliğ m. 3/1.ç'de yer alan hâkim ortak tanımının bu hüküm ile çeliştiğini savunmaktadırlar²⁸⁹. Kanaatimizce yukarıda açıkladığımız nedenlerle iki hüküm birbiriyle uyumludur.

Doktrinde Tebliğ'de belirlenen hesaplama esaslarının SerPK m. 27'ye aykırı olduğu ileri sürülmüştür. Bu görüşe göre Kanun hâkimiyetin göstergesi olarak oyu esas almasına rağmen Tebliğ m. 4, payı esas almış; böylece hakkın doğumunu ve kullanılmasını oldukça zorlaştırmıştır²⁹⁰. Kanaatimizce SerPK m. 27'deki ifade,

Uyum Gıda ve İhtiyaç Maddeleri San. ve Tic. A.Ş. (Şirket)'nin toplam paylarının %92,24'üne sahip olduğu açıklanmıştır. Tebliğ uyarınca Birlikte Hareket Eden Kişiler kapsamındaki Makro Market A.Ş.'nin Grup Şirketler Başkanı Şeref Songör'ün %5,8333 payı ile beraber, Birlikte hareket eden ortakların Şirket'in toplam pay/oy oranının %98,08'sine tekabül ettiği ve bu nedenle hâkim ortak konumuna ulaşıldığı bilgisi paylaşılmıştır." Bu hususta en ilginç örnek, Akfen Holding A.Ş.'nin 23.12.2015 tarihli KAP açıklamasında yer almaktadır (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/490752>, e.t.: 15.07.2017): 22.12.2015 tarihinde Hamdi Akın tarafından Kamuyu Aydınlatma Platformu'na ("KAP") iletilen özel durum açıklamasında; - Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği (Tebliğ) çerçevesinde 22.12.2015 tarihi itibarıyla Akfen Holding A.Ş. (Şirket)'nin toplam paylarının; Hamdi Akın'ın %79,36'sına ve oy haklarının %84,12'sine, Selim Akın %3,14'üne ve oy haklarının %3,33'üne, Akın'ın Makina Sanayi ve Ticaret A.Ş. %0,40'ına ve oy haklarının %0,43'üne, Akfen Turizm Yatırımları ve İşletmecilik A.Ş. %0,40'ına ve oy haklarının %0,43'üne, Akfen Altyapı Danışmanlık A.Ş. %8,31'ine ve oy haklarının %8,81'ine sahip olduğu, - Söz konusu hesaplamada; (i) A grubu imtiyazlı hisselerin oy imtiyazları hesaba katılmadığı ve (ii) Şirket'in geri alım programı çerçevesinde edindiği, SPK'nın olumlu kararı uyarınca 20 Ocak 2016'da yapılacak Şirket Olağanüstü Genel Kurulunda sermaye azaltımına dair sermaye maddesi tadili ortakların onayına sunulacak olan 14.819.314 adet payın, pay oranında hesaba katılrsa da, oydan yoksunlukları değerlendirilerek Şirket'in toplam oy hakkı hesaplamasına dâhil edilmediği, - Toplam oy hakkı olarak belirtilen oranların, oy hakkı imtiyazına sahip hisselerin değerlendirmeye alınmadığı oranlarken, oy hakkı olarak belirtilen oranların geri alım programı çerçevesinde alınmış payların dâhil edilmediği oranlar olduğu, - Birlikte hareket eden ortakların Şirket'in toplam pay/oy oranının %97,11'ine, hâkim ortak konumuna ulaşmış, Tebliğ'de düzenlenen satma hakkı ile ortaklıktan çıkarma hakkının kullanılacağı hususları duyurulmuştur." Verilen bilgilerden oy haklarında hâkimiyet eşiği geçildiği anlaşılmaktadır. Ancak oy hakkında imtiyazlar dikkate alınmamasına rağmen birlikte hareket eden ortakların toplam sermaye paylarının toplam oy haklarından nasıl daha az olabildiği anlaşılmamaktadır. Akla gelen ihtimal, şirkette farklı itibari değerlerde paylar bulunması ve KAP açıklamasında "toplam pay" olarak ifade edilen değer payların sermayedeki oranını değil pay sayısını ifade etmesidir.

²⁸⁸ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 80. İntifa ve alım haklarının hesaplamaya etkisi için bkz. aşa. II.B.2.b.iii.

²⁸⁹ Karababa, s. 219; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 74, dn. 156.

²⁹⁰ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 80.

hesaplama yöntemine ilişkin bu derece bir netlik içermediğinden Tebliğ m. 4'ün Kanun hükmünün lafzına aykırı olduğu söylenemez. Kanun koyucu eşiğin belirlenmesi için SPK'yı sınırlayacak bir üst sınır da getirmemiştir. Yukarıda açıklanan nedenlerle Tebliğ'deki düzenlemeyi olumlu bulmamakla birlikte, düzenlemenin bu anlamda SerPK m. 27'ye aykırılık teşkil ettiğini düşünmüyoruz.

Yalnız hâkim ortağın sahip olduğu payların değil, ortaklıktaki tüm imtiyazlı payların birer oy hakkına sahip adi pay gibi hesaplanması gerekmektedir²⁹¹. Oran hesaplanırken imtiyazlar, hem pay hem de paydada etkisini kaybedecektir. Düzenlemeyi aksi yönde yorumlamak ve yalnızca hâkim ortağın sahip olduğu paylara ilişkin oy haklarında imtiyazları etkisiz kılmak, zaten ulaşması çok zor olan hâkim ortak konumunun kazanılmasını iyice imkânsızlaştıracaktır²⁹².

II-27.1 sayılı Tebliğ'de oy hakkında imtiyazların dikkate alınması öngörülüyordu. Ancak bunun için, TTK ve tabi olunan diğer mevzuatlarda belirtilen istisnalar hariç olmak üzere, söz konusu imtiyazların genel kurullarda alınacak tüm kararlara ilişkin oylamalarda kullanılabilmesi gerekiyordu (II-27.1 sayılı Tebliğ m. 4/2). Bu durumda eşiğin hesaplanması için, ortaklıktaki imtiyazlı pay sayısı ile bunlara ilişkin oylar çarpılıyor ve adi paylara ilişkin oylar ekleniyordu. Hâkim pay sahibinin de aynı bu yöntemle elde edilen oy hakları, bu sayının %95'ine eriştiğinde çıkarma hakkı doğuyordu. Böylece sermayenin %95'inden çok daha azına sahip olan pay sahipleri ortak çıkarma imkânı buluyordu. Bu düzenleme, sermaye payından ziyade hâkimiyet anlayışını yansıtmaya daha yakındır.

İmtiyazların hesaba katılmasının yerinde olup olmadığına ilişkin tartışma, çıkarma hakkının yöneldiği amaçla yakından ilişkilidir. Eğer çıkarma hakkının koruduğu esas menfaatin hâkim pay sahibinin azınlığa katlanmadan serbestçe karar alabilmesi olduğu düşünülürse, bu hâkimiyet oy haklarıyla yakından ilişkili olduğundan, imtiyazlar hesaplama dâhil edilmelidir. Ancak sadece oy haklarına dayalı bir hâkimiyet eşiği belirlenirse, bu durumda oy hakları imtiyazlar nedeniyle sınırlı kalan azınlık pay sahipleri, ellerindeki sermaye payına dolayısıyla

²⁹¹ Akfen Holding A.Ş.'nin 23.12.2015 tarihli KAP açıklamasında "Toplam oy hakkı olarak belirtilen oranların, oy hakkı imtiyazına sahip hisselerin değerlendirmeye alınmadığı oranlar" olduğu belirtilmiştir (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/490752>, e.t.: 15.07.2017).

²⁹² Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 80.

yatırımlarının genişliğine bakılmaksızın çıkarılabilir. Bu nedenle sadece oy haklarının esas alınması çoğunluğun hâkimiyetinin korunmasına hizmet etse de bunu azınlığın menfaatlerinin korunması ile dengeleme noktasında yetersiz kalmaktadır. Ancak her hâlükârda yukarıda açıklanan ekonomik işlevlerin sağlanabilmesi, hakkın kullanılabilir olmasına bağlıdır. Bu da eşiğin biraz daha düşürülmesi veya imtiyazların dikkate alınması; ancak bunlara ek olarak sahip olunan sermaye payında da minimum bir eşik aranarak iki kriterin dengelenmesi şeklinde gerçekleşebilir.

Bu noktada akla gelebilecek soru, oy hakkında imtiyaz söz konusu olmaksızın, bir sözleşme ile sahip olunan oy haklarının, sermaye payını aşmasının mümkün olup olmayacağıdır. Tebliğ m. 4'te, "sahip olunan paylara ilişkin oy hakları" ifadesi yer almaktadır. Bu nedenle paya sahip olmaksızın o paya ilişkin oy hakkı üzerinde tasarruf etmek, hâkimiyetin sağlanması bakımından fayda sağlamayacaktır.

Tebliğ, ortaklıkta farklı pay kategorileri olması durumunda hesaplamanın bundan nasıl etkileneceğine ilişkin herhangi bir düzenleme içermemektedir. Bununla bağlantılı ikinci bir sorun, çıkarma hakkının sadece belirli pay grupları içinde kullanılıp kullanılamayacağıdır. Tebliğ'de pay gruplarına ilişkin yapılan tek ayırım, payları borsada işlem gören ve görmeyen pay grupları için çıkarma bedelinin hesaplanmasına ilişkindir (Tebliğ m. 6). Doktrinde eşiğe ulaşıp ulaşılmadığının her bir pay grubu bakımından ayrı ayrı hesaplanıp hakkın şartın sağlandığı tüm pay grupları bakımından kullanılması gerektiği görüşü savunulmaktadır²⁹³. Ancak Tebliğ m. 4'te hâkim pay sahibinin oy haklarının ortaklığın oy haklarına oranlanması öngörülmüşken her bir pay kategorisi için bu oranın ayrı ayrı aranmasını savunmak kanaatimizce hükmün lafzına ve amacına aykırıdır. Bu nedenle pay grupları arasında ayırım gözetilmeksizin şirketin tüm payları bakımından tek bir hesaplama yapılmalı, ve toplam oy hakları üzerinden eşiğe ulaşıldıktan sonra çıkarma hakkı kalan payların tamamı için kullanılmalıdır.

Bu ilkenin aksinin kabul edilmesi, hakkın amacıyla da bağdaşmayacaktır. Çıkarma hakkı, sübjektif birtakım nedenlerle belirli azınlık pay sahiplerinin şirketten uzaklaştırılması amacına değil, şirketin borsa kotundan çıkması ve halka kapanması

²⁹³ Karababa, s. 226-227.

amacına yönelmektedir. Bu nedenle azınlık pay sahiplerinin tamamına karşı kullanılmalıdır²⁹⁴.

Yönerge m. 15/3, üye devletlere, birden fazla pay grubu bulunan şirketlerde çıkarma hakkının sadece eşige ulaşılan pay grubundaki kalan paylar için kullanılabileceğini düzenleme imkânı tanımıştır. Doktrinde bu yaklaşımın, çıkarma hakkının adil ve ölçülü şekilde kullanılmasını sağladığını düşünen yazarlar bulunmaktadır²⁹⁵. Gerçekten de bu yaklaşım kabul edilirse, pay alım teklifi neticesinde sadece belirli bir pay grubunda eşige ulaşan pay sahibi, çıkarma hakkını o grup için kullanabilir hale gelecektir. Çıkarma hakkının sadece pay alım teklifleri bağlamında tanındığı durumlarda hakkın daha kolay kullanılmasının pay alım teklifini teşvik edici bir rol oynayabileceği kuşkusuzdur. Ancak hakkın bu bağlamla sınırlı olmaksızın düzenlendiği ve farklı amaçlara da yöneldiği hukukumuzda, yukarıda da açıklanan nedenlerle hakkın pay grupları ile bağlı olmaksızın kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.

Doktrinde, çıkarma hakkına konu olan payların bir kısmının alımı için pay sahipleri ile ayrıca anlaşılması durumunda bu payların çıkarma hakkı kapsamında tutulup tutulamayacağı ihtimali üzerinde durulmuştur. Hakkın doğumunun ardından üç aylık süre içinde hâkim pay sahibi satma hakkının kullanılması sebebiyle yaptığı alımlar hariç olmak üzere, ek pay alımında bulunamaz (Tebliğ m. 5/1). Bu sürenin dolmasından sonra da çıkarma hakkı kalan tüm paylar için kullanılmalıdır. Aksinin kabulü, çıkarma hakkı koşullarının sözleşme ile bazı pay sahipleri için değiştirilebilmesi veya sözleşmenin ifa edilmemesi neticesinde bu pay sahiplerinin şirkette kalması sonucunu doğurabilir. Bu da SerPK m. 27’de hakkın payın devri yoluyla değil iptali ve yeni payların çıkarılması yoluyla kullandırılmasının mantığına aykırıdır²⁹⁶.

²⁹⁴ Karababa, s. 226-227; Manavgat, **Çıkarma ve Satma**, s. 97; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 99. Karababa, çıkarma hakkının diğer pay sahiplerinin tamamına karşı kullanılması gerekliliğini eşit işlem ilkesine de dayandırmıştır (Karababa, s. 227). Ancak eşit işlem ilkesi her koşulda mutlak olarak uygulanmamaktadır. İlke, eşit şartlarda eşitlik öngördüğünden (TTK m. 357) her pay sahibinin mutlaka eşit yararlanması gereken haklar dışındaki haklarda pay sahiplerinin şirket içi konumlarının farklılığına göre nispi şekilde uygulanma da mümkündür. Farklılık yaratan uygulama keyfi olmadıkça ve objektif gerekçelere dayandıkça farklı uygulamaya gidilebilir. Bkz. Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. I, s. 139 vd.. Ancak eşit işlem ilkesine gitmeye gerek kalmaksızın Tebliğ de böyle bir uygulamaya imkân vermemektedir.

²⁹⁵ Elst/Steen, **A Comparative Analysis**, s. 408; **Winter Report I**, s. 65.

²⁹⁶ Karş. Karababa, s. 227.

ii. Oy Haklarının Donması ve Oydan Yoksunluk

İmtiyazların dikkate alınmadığı durumda, her payın bir oy bahşettiği kuralı mutlak değildir. Her pay sahibi, sadece bir paya sahip olsa da en az bir oy hakkını haizdir. Ancak birden fazla paya sahip olanlara tanınan oy sayısı, esas sözleşmeyle sınırlandırılabilir (TTK m. 434/2). Bu durumda teknik anlamda oydan yoksun pay söz konusu olmamakla birlikte, pay sahibine bağlı olarak bazı paylardan kaynaklanan oy hakları kullanılamamaktadır²⁹⁷. Bu hüküm doğrultusunda oy haklarının kullanılamaması, oydan yoksun paydan farklıdır. Oydan yoksun pay, doğuştan oy hakkı içermeyen pay anlamına gelir²⁹⁸, TTK ve SerPK döneminde bu tip payların çıkarılmasına ilişkin bir düzenleme bulunmamaktadır²⁹⁹.

TTK m. 434/2 doğrultusunda esas sözleşmeye eklenen hükümle oy sayısı sınırlandırılmışsa, bu sınırlandırma çıkarma hakkı eşiğinin hesaplanmasında dikkate alınmalıdır. Zira bu paylardan kaynaklanan oylar, paylar o kişinin elinde oldukça alınacak kararın konusundan bağımsız olarak genel kurulda kullanılamayacaktır. Bu da oy sayısındaki sınırlandırmanın, pay sahibinin hâkimiyet durumunu etkileyeceğini gösterir³⁰⁰.

TTK m. 436/1’de oy hakkından geçici yoksunluk düzenlenmiştir. Buna göre pay sahibi kendisi, eşi, alt ve üstsoyu veya bunların ortağı oldukları şahıs şirketleri ya da hâkimiyetleri altındaki sermaye şirketleri ile şirket arasındaki kişisel nitelikte bir işe veya işleme veya herhangi bir yargı kurumu ya da hakemdeki davaya ilişkin olan müzakerelerde oy kullanamaz. SerPK m. 29/6 atfıyla halka açık ortaklıklarda da oydan geçici yoksunluğa ilişkin TTK düzenlemesi uygulanacaktır. Burada TTK m. 434/2’dekinden farklı olarak belirli konularla sınırlı bir yoksunluk hali vardır. Bu nedenle payların nitelikleri itibarıyla sürekli olarak oydan yoksun olduğu

²⁹⁷ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, p. 145e.

²⁹⁸ Sermaye piyasası hukukunda oydan yoksun pay çıkarılmasının nedeni, oy güç dengesini bozmaksızın ortaklığın sermaye gereksinimini karşılamaktır. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, p. 775b.

²⁹⁹ Seri: I, No: 36 Oydan Yoksun Paylara İlişkin Tebliğ, VII-128.1 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmıştır. Bu Tebliğ’de de oydan yoksun paylara ilişkin bir düzenleme yer almamaktadır. Bu nedenle yürürlükte oydan yoksun paylara izin veren bir düzenleme yoktur. TTK m. 140, 146, 167, 183’te yer alan “oydan yoksun pay” teriminin mülga SerPK m. 14/A’ya dayanarak çıkarılmış payların geçerliliğini koruması nedeniyle getirilmiş düzenlemeler olduğu kabul edilmektedir. Bkz. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, p. 775-775a.

³⁰⁰ Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 115; Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, p 23-39; Orak Çelikboya, s. 99.

söylenemeyecektir. Eşiğin hesaplanmasına bu paylar, kural olarak sağladıkları bir oy ile dâhil edilmelidir³⁰¹.

Son olarak oy haklarının donması durumu incelenmelidir. TTK m. 198/2 uyarınca bir teşebbüsün bir sermaye şirketindeki payı belirli oranları aştığında gündeme tescil ve ilan yükümlülüklerini gündeme getirir ve bunlar yerine getirilmezse, bu paylardan doğan oy hakları donar. Bu hükmün şirketler topluluğu anlamında hâkimiyetin varlığına etkisi tartışmalıdır. Doktrinde bir görüş, oy hakları hesaplama dâhil edilmezse bunun yasal yükümlülüğünü yerine getirmemek suretiyle hâkimiyetin sonuçlarından kaçmaya izin vereceğini savunmakta ve bu nedenle oy haklarının kullanılabilir oy sayılması gerektiğini belirtmektedir³⁰². Aksi görüş ise bunların kullanılabilir oy olarak dikkate alınmaması gerektiğini savunmaktadır³⁰³. SerPK m. 27 bakımından ele alırsak, burada oy ve sermaye payında belirli bir eşiği aşarak hâkimiyetin elde edilmesi ile birlikte kanunun tanıdığı bir hak söz konusudur. Bu durum, şirketler topluluğunun varlığının tespitinden farklı bir analizi gerektirir. Bu hakkın doğumunun, pay sahibinin bu hâkimiyetten kaynaklanan diğer yükümlülüklerine etkisi yoktur. O nedenle kanaatimizce oylar bu anlamda hesaba katılmamalı ve çıkarma hakkı, bildirim yükümlülükleri yerine getirilinceye kadar doğmamış sayılmalıdır³⁰⁴.

Benzer şekilde, TTK m. 201, karşılıklı iştirak bulunması halinde, bu durumu bilerek yaratan pay sahibinin paylarının en çok dörtte birinden doğan oy haklarını kullanabileceğini düzenlemiştir. Aynı gerekçelerle bu sınırlandırma da oy haklarının hesabında dikkate alınmalıdır³⁰⁵.

SerPK’da da oy hakkının donmasına ilişkin bir düzenleme vardır. Kurulca belirlenen sürede pay alım teklifinde bulunma zorunluluğuna uymayanların oy hakları kendiliğinden donar ve genel kurul toplantı nisabında dikkate alınmaz (SerPK m. 26/6, II-26.1 sayılı Tebliğ m. 13/4). Bu paylardan doğan oy hakları da hâkimiyet eşiğinin hesaplanmasında dikkate alınmamalıdır. Bunun tersi bir yorum, çağrıda

³⁰¹ Şirketler topluluğunda hâkimiyetin hesaplanması bakımından aynı yönde bkz. Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 115; Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, p. 23-39; Orak Çelikboya, s. 100. Karş. Akın Sunay, s. 93-95.

³⁰² Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 111.

³⁰³ Pulaşlı, C. I, s. 325; Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, p. 23-39.

³⁰⁴ TTK m. 208’in uygulaması yönünden aynı yönde bkz. Orak Çelikboya, s. 100 ve dn. 425.

³⁰⁵ Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 114; Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, p. 23-39.

bulunmaksızın azınlıkta kalan pay sahiplerinden düşük bedelle pay iktisap ederek hâkimiyet kurmak isteyenlerin önünü açardı³⁰⁶.

TTK m. 389 uyarınca şirketin iktisap ettiği kendi payları ile yavru şirket tarafından iktisap edilen ana şirketin payları, ana şirketin genel kurul toplantı nisabının hesaplanmasında dikkate alınmaz. Kanaatimizce bu oy hakları da hesaplamada dikkate alınmamalıdır³⁰⁷. Zaten şirketin doğrudan veya dolaylı olarak sahip olduğu paylara dayanarak diğer pay sahiplerini şirketten çıkarıp tek pay sahibi olarak kalması düşünülemez (TTK m. 338/3).

Benzer şekilde, TTK m. 196/2 de oy oranının hesaplanmasında göz önünde bulundurulmalıdır. Bu hüküm doğrultusunda, bir ticaret şirketinin bir sermaye şirketindeki oy hakkının yüzdesi, ticaret şirketinin o sermaye şirketinde sahip bulunduğu paylardan doğan kullanılabilen oy haklarının toplamının, sermaye şirketindeki kullanılabilir tüm oy haklarının toplamına oranlanmasıyla bulunur. Hesaplamada, sermaye şirketinin hem kendi hem de onun hesabına alınmış olup da üçüncü kişilerin elindeki paylarından doğan oy hakları düşülür. Görüldüğü gibi TTK m. 196, m. 389'dan daha kapsamlı bir sınırlama düzenlemektedir. Bu hüküm uyarınca, TTK m. 389'a ek olarak, bağlı şirket olmayan üçüncü kişilerin şirket hesabına elinde bulundurduğu paylardan doğan oy hakkı da düşülür.

TTK m. 196, şirketler topluluğunda pay oranlarının ve oy haklarının nasıl hesaplanacağını düzenlemektedir. Ancak SerPK m. 27 uyarınca çıkarma hakkı sahibi bir gerçek kişi de olabilir (Tebliğ m. 3/1.ç). Kanaatimizce bu durumda da TTK m. 196 kıyasen uygulanmalı ve oy hakları bu doğrultuda hesaplanmalıdır.

iii. Pay Üzerindeki İntifa ve Alım Haklarının Etkisi

Tebliğ m. 4/2, oy haklarına ilişkin oranın tespitinde, oy hakkında imtiyazlar ve paylar üzerinde intifa veya alım hakkı olan kişilerin sahip olduğu oy hakkının dikkate alınmayacağını düzenlemektedir.

³⁰⁶ Karababa, s. 225.

³⁰⁷ Akfen Holding A.Ş.'nin 23.12.2015 tarihli KAP açıklaması'nda da, "şirketin geri alım programı çerçevesinde edindiği (...) 14.819.314 adet payın, pay oranında hesaba katılsa da, oydan yoksunlukları değerlendirilerek Şirket'in toplam oy hakkı hesaplamasına dâhil edilmediği" belirtilmiştir. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/490752>, e.t.: 15.07.2017.)

Bu ifade, iki farklı açıdan değerlendirilmelidir. Öncelikle hâkim pay sahibinin başkasının payı üzerinde intifa hakkına sahip olması durumunda, bu paydan kaynaklanan oy haklarının kendisi lehine hâkimiyet eşiği hesaplamasına dâhil edilip edilemeyeceği sorusu cevaplanmalıdır. Yukarıda da belirtildiği üzere, Tebliğ m. 4 doğrultusunda çıkarma hakkı, “sahip olunan paylara ilişkin oy haklarının” belirli bir eşiği aşması durumunda doğar. Pay üzerinde intifa hakkı paya sahip olmak anlamına gelmediğinden intifa hakkı neticesinde sahip olunan oy hakları, hâkimiyet eşiğinin hesaplanmasında hâkim pay sahibi lehine dikkate alınamaz³⁰⁸. Nitekim Tebliğ m. 2’de de paylar üzerinde intifa hakkı olan kişilerin sahip olduğu oy hakkının dikkate alınmayacağı belirtilmiştir.

Üzerinde durulması gereken ikinci ihtimal, üzerinde başkası lehine intifa hakkı kurulmuş paylardan doğan oy haklarının, sahibi lehine hesaplamaya dâhil edilip edilmeyeceğidir. TTK m. 432/2’ye göre payın üzerinde intifa hakkı bulunması hâlinde, aksi kararlaştırılmamışsa, oy hakkı, intifa hakkı sahibi tarafından kullanılır. Doktrinde isabetli olarak bu kuralın aksinin kararlaştırıldığı durumlarda Tebliğ m. 4/2’deki sınırlamanın işletilmemesi ve oy haklarının pay sahibi lehine dikkate alınması gerektiği savunulmaktadır³⁰⁹.

İki ihtimalde de üzerinde intifa hakkı olan paydan doğan oyların, ortaklıktaki toplam oy hakkı kapsamında hesaplamaya dâhil edilmesi gerekmektedir. Diğer bir deyişle, hâkimiyet oranının tespitinde paydada bu oy hakları da yer almalıdır³¹⁰.

Alım hakkının oy hakkına etkisi farklı olmasına rağmen bu hak, Tebliğ’de, çıkarma eşiğinin hesaplanması yönünden intifa hakkı ile birlikte değerlendirilmiştir. Alım hakkı, sahibine, karşı tarafın paylarını onun iradesi olmaksızın devralma hakkı tanır³¹¹. İntifa hakkından farklı olarak, alım hakkı kullanılıp payın mülkiyeti devredilene kadar paya bağlı oy hakları da payın sahibinde kalır. Ayrıca alım hakkının kullanılıp kullanılmayacağı da bu aşamada belli değildir³¹². Tebliğ m. 4’te

³⁰⁸ Karababa, s. 222, dn. 656.

³⁰⁹ Karababa, s. 223.

³¹⁰ Verilen örnekten Yeşiltepe’nin de bu görüşte olduğu anlaşılmaktadır (Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 86).

³¹¹ Okutan Nilsson, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 225.

³¹² Karababa, s. 223; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 89.

de pay sahibinin değil, paylar üzerinde alım hakkı olan kişilerin sahip olduğu oy hakkının dikkate alınmayacağı düzenlendiğinden üzerinde alım hakkı olsa da paylardan doğan oy hakkı, pay sahibi lehine hesaplama dâhil edilecektir. Zaten sadece üzerinde alım hakkı olduğu için bu paylardan doğan oyların hesaba katılmaması, çıkarma hakkının kullanılmasını engelleyebileceği gibi eşiğe ulaşılmasını zorlaştırarak satma hakkının kullanılmasını da engelleyebilirdi. Bu da aslında paydan doğan her hakkı kullanan ve bu anlamda hâkimiyete sahip pay sahibinin, satma hakkının getireceği yükümlülüklerden kurtulabilmesi anlamına gelirdi. Bu nedenle anılan kural isabetli değildir³¹³.

Alım hakkına sahip olan kişi bu hakkı kullanıp payları edinene kadar oy hakkına sahip olamayacağından alım hakkına sahip olması, elinde bulundurduğu oy hakkı oranını da değiştirmeyecektir. Alım hakkı sahibi bakımından yapılacak hâkimiyet eşiği hesaplamasında da alım haklarının bir önemi bulunmamaktadır.

Alım hakkına konu olan paylardan kaynaklanan oy hakları, şirketteki toplam oy haklarının hesaplanmasında ise dikkate alınmalıdır.

iv. Dolaylı Olarak Sahip Olunan Paylar

Şirketler hukukunda dolaylı hâkimiyet, bir hâkim şirketin bir veya birkaç bağlı şirket aracılığıyla bir diğer şirkete hâkim olması olarak tanımlanmıştır (TTK m. 195/3). Doğrudan hâkimiyetten farklı olarak burada hâkimiyet, başka şirketler aracılığıyla kurulmaktadır³¹⁴.

Çıkarma hakkı bağlamında ise dolaylı hâkimiyet, pay sahibinin hâkimiyeti altındaki başka bir şirketin, çıkarma hakkının kullanılacağı şirketin paylarına sahip olması durumunda görülür³¹⁵. Tebliğ m. 4/2 doğrultusunda hâkimiyet eşiğinin hesaplanmasında oy haklarına ilişkin oranın tespitinde, hâkim ortağın dolaylı olarak sahip olduğu paylar da dikkate alınır.

³¹³ Yeşiltepe'nin Tebliğ m. 4'teki hükmü, üzerinde alım hakkı olan paylardan kaynaklanan oy hakkının pay sahibi lehine de dikkate almayacağı şeklinde yorumladığı anlaşılmaktadır (Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 88-89). Ancak Yeşiltepe, bu düzenlemeyi isabetsiz bulmaktadır.

³¹⁴ Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 144-145.

³¹⁵ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 74.

Dolaylı hâkimiyetin sadece tek bir şirket vasıtasıyla sağlanmasına gerek yoktur. Hakkın kullanılacağı hedef şirket paylarına, ana şirket ve onun yavru şirketleri veya birkaç bağımsız şirket aracılığıyla sahip olunması da mümkündür³¹⁶. Ayrıca çıkarma hakkı bağlamında dolaylı hâkimiyet kuran pay sahibinin bir şirket olmasına gerek yoktur, bu pay sahibi gerçek kişi de olabilir.

Dolaylı hâkimiyet halinde sahip olunan paylar ve oy hakları bakımından eşğin nasıl hesaplanacağı önem kazanmaktadır. Ana şirket, bağlı şirketi kontrol ettiği müddetçe bağlı şirketin hedef şirketteki tüm oy haklarını da kontrol edebilecektir³¹⁷. Bu nedenle bağlı şirketin sahip olduğu tüm oy haklarının, hâkimiyet eşğinin hesaplanmasında ana şirket lehine dikkate alınması gerekmektedir. Bu oy hakları şirketin oy haklarının %98'ine ulaşıyorsa çıkarma hakkı bakımından oy hakkı eşğinin gerçekleştiği kabul edilmelidir.

Dolaylı hâkimiyet durumunda pay sahipliği oranının hesaplanması ise farklıdır. Doktrinde, ana şirketin hedef şirketteki pay sahipliği oranının tespit edilebilmesi için, ana şirketin bağlı şirketteki pay oranı ile bağlı şirketin hedef şirketteki pay oranının çarpılması gerektiği ifade edilmektedir³¹⁸. Bu hesaplama, dolaylı hâkimiyet yoluyla kontrol edilen oy hakları ve pay oranının farklı olabileceğini göstermektedir. Hâkimiyet eşğinin hesaplanması bakımından oy hakları esas alındığından³¹⁹, dolaylı pay sahipliği oranı daha az olsa bile, çıkarma hakkı doğacaktır.

Tebliğ m. 4'te hâkimiyet eşğinin belirlenmesi bakımından oy hakkının temel alınması, bu noktada kendisini göstermektedir. Hâkimiyet eşğinin hesaplanmasında oy hakkında imtiyazlar dikkate alınmadığından (Tebliğ m. 4/2), sahip olunan sermaye payı ve oy hakları birlikte dikkate alınır gibi görünmektedir. Nitekim doktrinde, eşik kriterini, sermaye payı ve oy oranının birlikte oluşturduğu görüşü ifade edilmiştir³²⁰. Kanaatimizce, imtiyazların hesaba katılmaması nedeniyle bu hesaplamada dikkate alınan oy haklarının çoğunlukla sermaye payına tekabül ediyor olması, bunun bir kural olduğu anlamına gelmemelidir. Bu nedenle eşğin

³¹⁶ Yeşiltepe s. 74-75.

³¹⁷ Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 117-118.

³¹⁸ Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 438; Akın Sunay, s. 93.

³¹⁹ Bkz. yuk. II.B.2.b.i.

³²⁰ Karababa, s. 217.

hesaplanmasında, Tebliğ m. 4'te belirtildiği gibi, oy haklarının esas alındığı kanaatindeyiz.

Buna ek olarak doktrinde “geniş anlamda dolaylı hâkimiyet” olarak adlandırılan durumda bir aracı şirket vardır; aracı şirket yavru şirket konumunda olmayıp oy sözleşmesi veya hâkimiyet sözleşmesi yoluyla oylarını hâkim şirketin isteği doğrultusunda kullanmayı kabul etmektedir³²¹. Bu şekilde dolaylı oy hâkimiyetinin sağlanması mümkün olmakla birlikte pay sahipliği söz konusu değildir. Bu nedenle anılan araçlar çıkarma hakkının kullanılmasını tek başına sağlayamaz³²².

Üçüncü bir kişinin pay sahibi hesabına elinde bulundurduğu payların da dolaylı hâkimiyeti sağlayacağı kabul edilmektedir³²³.

Dolaylı hâkimiyetin söz konusu olduğu durumlarda, hâkim şirketin hedef şirkette doğrudan sahip olduğu paylar da bulunabilir. Bu durumda eşğin hesaplanması için hem doğrudan hem de dolaylı olarak sahip olunan sermaye payı ve oy hakları toplanıp bir arada değerlendirilecektir.

v. Birlikte Hareket Eden Kişiler

Tebliğ m. 3/1.a’da birlikte hareket eden kişiler, “ortaklığın yönetim kontrolüne sahip olmak amacıyla açık ya da zımnî, sözlü ya da yazılı bir anlaşmaya dayanarak işbirliği yapan gerçek ya da tüzel kişiler” olarak tanımlanmıştır. Dolaylı hâkimiyette bir vasıta aracılığıyla da olsa tek bir şirketin hâkimiyeti söz konusudur. Birlikte hâkimiyet ise, ayrı ayrı hâkimiyet sağlamayacak pay ve oy oranlarına sahip kişilerin birlikte hareket ederek hâkim konuma gelmesidir. Hâkimiyet eşğinin yüksek olması, tek başına eşğe ulaşmayı zorlaştırdığından birlikte hâkimiyetin önemini artırmaktadır.

Tanımdan da anlaşılabilceği üzere, bu işbirliğinin ortaklığın yönetim kontrolüne sahip olma amacını taşıması gerekmektedir. Sadece çıkarma hakkını

³²¹ Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 144-146.

³²² Karş. Çelik, s. 230; Karababa, s. 167-168.

³²³ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 79.

kullanmak amacıyla kurulan işbirlikleri bu kriteri sağlamadığından, pay sahiplerine hâkim ortak konumunu kazandırmayacaktır³²⁴. Nitekim İsviçre doktrininde de birlikte hareket etmek amacındaki grubun, pay alım teklifinin gerçekleşmesinden sonra ve sadece %98'lik eşige birlikte ulaşmak amacıyla kurulabileceğine şüpheyile yaklaşılmaktadır³²⁵.

SerPK m. 26/3, ortaklığın pay sahipliğinde herhangi bir değişiklik olmasa bile, bazı ortakların kendi aralarında yapacakları özel anlaşmalarla yönetim kontrolünü ele geçirmelerinin de pay alım teklifi zorunluluğunu gündeme getireceğini düzenlemiştir. Bu şekilde yapılan alımlar neticesinde hâkimiyet eşğine ulaşırsa satma ve çıkarma hakları doğacaktır.

Şirketler topluluğu anlamında birlikte hâkimiyetin varlığını kabul etmek için işbirliğinin sürekliliği ve sağlam bir temele oturmuş olması aranmaktadır³²⁶. Benzer şekilde, sadece belirli sayıda genel kurul toplantılarında aynı yönde oy kullanılacağına dair yapılacak anlaşmalar ve benzeri geçici birliktelikler, çıkarma hakkı bağlamında birlikte hareket anlamına gelmemektedir.

Tebliğ'de birlikte hareketin temelinde yatan anlaşmanın hukuki niteliğine ilişkin bir açıklama yer almamaktadır. TTK m. 195'in Gerekeçe'sinde şirketler topluluğu bağlamında pay sahipleri sözleşmeleri veya oy sözleşmeleri³²⁷ ile birden fazla kişinin hâkimiyeti birlikte kurmalarından söz edilmiştir. Çıkarma hakkı bakımından da aynı sonuca ulaşılabilir. Bu anlaşma şekle tabi değildir, hatta zımni olarak da yapılabilir³²⁸. İsviçre doktrininde bu anlaşmanın mutlaka borçlar hukuku anlamında bir sözleşme olmasının gerekmediği vurgulanmaktadır. *Gentlemen's agreement* adı verilen ve hukuki bağlayıcılığı olmayan anlaşmaların da birlikte

³²⁴ Karababa, s. 210, 237; Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 67; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 65, 69.

³²⁵ Jacques Iffland, "Groupes et Actions de concert dans la Loi sur les Bourses", **Journée 2003 de droit bancaire et financier**, Christian Bovet/Luc Thevenoz (ed.), Schulthess, 2004, s. 155 ve dn. 69. Grubun pay alım teklifinin gerçekleştirilmesinden sonra kurulmasını sadece uzun vadeli bir anlaşmaya girilmesi halinde kabul eden azınlıktaki görüş için bkz. Bahar, (Der. Tercier/Amstutz, **Code des obligations II**), s. 2887.

³²⁶ Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 149.

³²⁷ Oy sözleşmeleri, oy hakkının belirli bir yönde kullanılması veya kullanılmaması taahhüdünü içeren sözleşmelerdir. TTK'da oy sözleşmeler düzenlenmemiştir; ancak sözleşme serbestisinin bir gereği olarak Türk Hukuku'nda geçerli olduğu kabul edilmektedir. Detaylı bilgi için bkz. Erdoğan Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015, s. 3 vd..

³²⁸ Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 67.

hâkimiyete esas teşkil edilebileceği savunulmaktadır³²⁹. Ancak her uyumlu eylemin anlaşma teşkil etmediği belirtilmelidir³³⁰. Birlikte hareket edenlerin, diğerlerinin onayı olmaksızın davranışlarını değiştirmeme konusunda anlaşmış olması yeterlidir³³¹.

Uygulamada tereddüt yaratabilecek husus, bu durumda çıkarma hakkını kimin kullanacağıdır. Doktrinde, birlikte hareket eden kişilerin hâkimiyete birlikte sahip oldukları için çıkarma iradesini birlikte oluşturacakları ve çıkarma hakkını birlikte kullanacakları kabul edilmektedir. Dolayısıyla bu pay sahiplerinin ortaklığa birlikte başvurmaları ve pay bedelini birlikte ödemeleri gerekmektedir³³². Pay bedeli konusunda uyuşmazlık olması halinde husumet birlikte hareket edenlerin tamamına yöneltilecektir. Birlikte hareket eden kişiler arasında bir adi ortaklık bulunduğu kabul edilebilir³³³. Doktrinde, tarafların çıkarma hakkını kimin kullanacağı ve bedeli kimin ödeyeceği ile ilgili aralarında anlaşma yapmaları mümkün görülmektedir³³⁴. Kanaatimizce bu, taraflardan birinin yönetici ortak olarak hareket etmesi halinde mümkündür.

Ayrıca tarafların, çıkarma hakkının kullanılmasından sonra yeni çıkarılacak payların kime ait olacağını aralarında kararlaştırıp başvuru sırasında şirkete bildirmeleri gerekmektedir³³⁵. Uygulamada birlikte hareket edenlerden birinin çıkarma hakkını kullanmak için seçildiği ve kamuya açıklandığı görülmektedir³³⁶.

3. Kamu Kurum ve Kuruluşlarının ve Yatırım Ortaklıklarının Durumu

Tebliğ m. 8’de, kamu kurum veya kuruluşlarının pay sahibi olduğu ortaklıklarda, ilgili kamu kurum veya kuruluşlarının aksi yönde talepleri olmadığı

³²⁹ Iffland, s. 161.

³³⁰ Karababa, uyumlu eylem iradesinin yeterli kabul edilmesi gerektiğini ifade etmiştir (Karababa, s. 211).

³³¹ Iffland, s. 160.

³³² Karababa, s. 212; Karacan, s. 184; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 94.

³³³ Yeşiltepe, pay sahiplerinin pay senetlerini adi ortaklık niteliğindeki oy konsorsiyumuna sermaye olarak getirmeleri durumunda bu adi ortaklığın hâkim ortak olarak kabul edilmesi gerektiğini belirtmiştir (Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 69).

³³⁴ Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 68; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 68.

³³⁵ Karacan, s. 184.

³³⁶ Bkz. Türk Ekonomi Bankası A.Ş.’nin 17.11.2014 tarihli KAP Özel Durum Açıklaması (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/396611>, e.t.: 15/07/2017).

sürece kamunun sahip olduğu paylar için bu Tebliğ hükümlerinin uygulanmayacağı düzenlenmiştir. Kanaatimizce bu düzenleme iki anlama gelmektedir. Öncelikle hâkim pay sahibi konumunu kazanmış kamu kurum ve kuruluşları, satma hakkını kullanan azınlık pay sahipleri tarafından paylarını almaya zorlanamayacaktır. Diğer yönden ise kamu kurum veya kuruluşları azınlık pay sahibi olduğunda, hâkim pay sahibi, bu kurum ve kuruluşların aksi yönde talebi olmadığı sürece çıkarma hakkını kullanarak bunlara ait payların iptalini sağlayamayacaktır. İlgili kurum ve kuruluşlarının bu yönde talebi veya icazeti olması halinde ise teknik anlamda bir çıkarmadan söz edilemeyeceği kanaatindeyiz.

Tebliğ’de Tebliğ hükümlerinin kamunun sahip olduğu paylar için uygulanmayacağı belirtilmiştir. Hükmün lafzından, ortaklıktaki diğer paylar için Tebliğ hükümlerinin uygulanacağı sonucu çıkmaktadır. Doktrinde de diğer pay sahiplerine karşı çıkarma hakkının kullanılabilmesi ve her pay sahibi çıkarılmış olmasa da şirket paylarının borsa kotundan ve şirketin kanun kapsamından çıkacağı görüşü ileri sürülmektedir³³⁷. Ancak eşit işlem ilkesi nedeniyle kamunun sahip olduğu paylar için çıkarma hakkının kullanılmasına izin verilmediği takdirde diğer pay sahiplerinin de çıkarılamayacağı görüşü de mevcuttur. Bu görüşe göre Tebliğ hükmü TTK’ya aykırı olup normlar hiyerarşisi nedeniyle uygulanamaz³³⁸. Tebliğ hükmünün eşit işlem ilkesine aykırı olduğu ve kamunun sahip olduğu paylar istisna tutuldukça çıkarma hakkının tam anlamıyla amacına ulaşamayacağı doğrudur. Ancak Tebliğ hükmü, yürürlükte olduğu sürece uygulanacaktır³³⁹.

Tebliğ m. 8’de ayrıca yatırım ortaklıklarına ilişkin hükümler saklı tutulmuştur. Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, girişim sermayesi yatırımları ile Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla, paylarını ihraç etmek üzere kurulan sabit veya değişken sermayeli anonim ortaklıklardır (SerPK m. 48/1). Bu ortaklıkların nitelikleri itibarıyla halka açık olarak yapılanmaları gerekir. Tebliğ m. 8/2’deki istisna, çıkarma hakkının

³³⁷ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 106, dn. 244.

³³⁸ Karababa, s. 273, dn. 782. Karş. Yeşiltepe ise tanınan ayrıcalığı eşit işlem ilkesine açıkça aykırı bulmakla birlikte hükmün uygulanmayacağını belirtmemiştir (Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 61). Karacan da hükmün isabetli olmadığını belirtmiştir (Karacan, s. 181).

³³⁹ Kemal Gözler/Gürsel Kaplan, **İdare Hukuku Dersleri**, Bursa: Ekin Yayınevi, 2016, s. 283 vd.. Kamu tüzel kişilerine ayrıcalık tanıyan benzer nitelikte bir hüküm, TTK m. 478’de yer almaktadır. Şirketler hukuku sistematığı bakımından bu hükümlerin isabetli olmadığı kanaatindeyiz. Ancak Tebliğ m. 8’de yer alan ayrıcalık, Kanun’da dayanağı olmaksızın Tebliğ ile getirildiğinden eleştiriye daha açıktır.

kullanılması yoluyla bu ortaklıkların SerPK kapsamından çıkarılmasını engelleme amacıyla olup yerinde bir düzenlemedir³⁴⁰.

Doktrinde yatırım ortaklıklarına ilişkin istisnanın kapsamının net olmaması, isabetli olarak eleştirilmektedir³⁴¹. Düzenlemeyi, yatırım ortaklıklarının hâkim ortaklık konumuna gelmeleri halinde çıkarma hakkını kullanamayacakları yönünde değerlendiren yazarlar olduğu gibi³⁴², yatırım ortaklığı kurucularının şirketten çıkarılmasının önüne geçilmesi amacıyla çıkarma hakkının yatırım ortaklıkları bünyesinde kullanılamayacağı yorumu da mevcuttur³⁴³. Kanaatimizce Tebliğ m. 8/2, bu iki olasılığı da kapsamaktadır.

C. Çıkarılan Taraf

SerPK m. 27, çıkarılan tarafı “azınlıkta kalan pay sahipleri” olarak ifade etmiştir. Maddenin ikinci fıkrasında ise satma hakkı bakımından hak sahibinin azınlıkta kalan pay sahipleri olduğu belirtilmiştir. Azınlıkta kalan pay sahipleri Tebliğ m. 4’teki koşulları sağlayarak hâkim ortak konumuna gelen pay sahibi dışındaki pay sahiplerini ifade etmektedir. Çıkarma hakkının konusunu, azınlıkta kalan pay sahiplerinin payları oluşturacaktır³⁴⁴.

SerPK m. 27’de geçen azınlık, TTK’da yer alan azlıktan farklıdır. TTK’da halka açık olmayan şirketlerde sermayenin onda birine, halka açık şirketlerde ise yirmide birine sahip olan pay sahipleri “azlık” olarak ifade edilmiş (TTK m. 399/4 ve 5, m. 411) ve bu pay sahiplerine çeşitli haklar tanınmıştır. Bu hakları kullanmak için hâkim pay sahibinin karşısında azınlıkta kalan pay sahiplerinden olmak yetmemekte, payların belirli bir yüzdesini elinde bulundurmak gerekmektedir. Diğer bir deyişle, azınlıkta kalan pay sahiplerinin azlık teşkil edeceği kesin değildir. Doktrinde TTK’da geçen azlık için teknik anlamda azınlık, hâkim pay sahibi karşısında daha az paya

³⁴⁰ Karacan, s. 181; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 61.

³⁴¹ Karacan, s. 181.

³⁴² Karababa, s. 201; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 61.

³⁴³ Karacan, s. 181.

³⁴⁴ Tebliğ m. 8’de kamu kurum ve kuruluşları ve yatırım ortaklıkları ile ilgili istisnaya yer verilmiştir. Bu konu hakkında bilgi için bkz. yuk. II.B.3.

sahip olan ve bu nedenle görece azınlıkta kalan pay sahipleri için ise matematiksel azınlık ifadesinin tercih edildiği de görülmektedir³⁴⁵.

Çıkarma hakkının kullanılması bakımından teknik anlamda azlık kavramının bir önemi yoktur. Bu nedenle bu çalışmada çıkarılan taraf, azlıktan farklı olarak, azınlıkta kalan pay sahipleri veya azınlık olarak nitelendirilmektedir. Aslında söz konusu olan, oldukça marjinal bir azınlıktır. Hâkim pay sahibinin en az %98’lik eşiğe ulaşması gerektiğinden, hep birlikte %2’den az sermaye payı ve oy hakkı olan bir azınlıktan söz edilmektedir. Çıkarma hakkı özelinde olmamakla birlikte şirketler hukuku literatüründe bu nitelikte azınlıkların küçük yatırımcı³⁴⁶ veya küçük pay sahibi³⁴⁷ olarak adlandırıldığı da görülmektedir.

Pay dışındaki menkul kıymetler çıkarma hakkı kapsamına girmez³⁴⁸. Nitekim SerPK m. 27’de “azınlıkta kalan pay sahiplerini”, Tebliğ m. 4’te de “diğer pay sahiplerinin tamamını” çıkarma ifadesi geçmektedir. Azınlıkta olmakla birlikte doktrinde katılma intifa senetlerinin sermaye artırımında yeni pay alma hakkı tanıyabildiği, paya dönüştürülebilir tahviller ve değiştirilebilir tahviller de belirli koşullarda paya dönüştürülebildiği için çıkarma hakkına konu olması gerektiği görüşü dile getirilmiştir. Ancak çıkarma hakkının bu menkul kıymetler üzerinde kullanılabilmesi için bunların %98’ine sahip olunması gerektiği belirtilmiştir³⁴⁹. Öncelikle halka açık ortaklıklar tarafından ihraç edilen katılma intifa senetlerine sermaye artırımı yoluyla çıkarılacak yeni payları alma hakkı tanınmaz (VII-128.1 sayılı Tebliğ m. 38/1). Ayrıca, SerPK m. 27 ve Tebliğ’in açık hükmü karşısında pay niteliği taşımayan menkul kıymetlerinin sahiplerinin elinden alınmasının kanuni dayanağının bulunmadığı kanaatindeyiz. Doktrindeki görüş ancak olması gereken hukuk bakımından (*de lege ferenda*) dikkate alınabilir.

³⁴⁵ Erol Ulusoy, “Anonim Şirketlerde Azınlık Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkarılması”, **Anonim Şirketlerde Azınlık Pay Sahibi Hakları**, Ankara: Bilge Yayınevi, 2016, s. 67 vd.. Ancak TTK m. 208’de yer alan azlık ifadesi, bu ayırmadaki teknik azınlığı ifade etmemektedir. Bkz. Orak Çelikboya, s. 6, dn. 20. Gerçekten de, TTK m. 208 uyarınca payları satın alınan azınlık, her zaman sermayenin onda birine sahip olan azınlık değildir. Haklı sebebe yol açan azınlığın daha küçük bir grup olması halinde, payları satın alınan teknik anlamda azlık teşkil etmeyecektir. Satın alma hakkının sadece haklı sebepler hangi pay sahiplerini ilgilendiriyorsa onlara karşı kullanılabileceği yönünde bkz. Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 439; Orak Çelikboya, s. 127-128.

³⁴⁶ İsmail Türkyılmaz, **Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu**, İstanbul: XII Levha Yayıncılık, 2015, s. 27.

³⁴⁷ Paşlı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, s. 316 vd..

³⁴⁸ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 52, 100.

³⁴⁹ Karacan, s. 187.

D. ÇIKARMA HAKKININ HUKUKİ NİTELİĞİ

Çıkarma hakkı, hem ortaklık içindeki menfaat ihtilaflarının giderilmesi hem de değer artırıcı pay alım tekliflerini teşvik ederek sermaye piyasalarının verimliliğini artırma amaçlarına yöneliktir. Bu nedenlerle tarafların iradelerinden bağımsız olarak emredici hükümlerle düzenlenmiştir³⁵⁰. Kanun'dan doğan ve pay sahipliği sıfatına bağlı bu hak, farklı şekillerde nitelendirilebilir. Ancak hakkın doğumu, kullanılma usulü ve kullanılmasının sonuçlarının tespiti bakımından önemi nedeniyle hakkın yenilik doğuran hak ve vazgeçilmez hak özellikleri üzerinde durulacaktır.

1. Yenilik Doğuran Hak

Hak sahibine yeni bir hukuki ilişki kurma, var olan bir hukuki ilişkiyi değiştirme ya da sona erdirmeye yetkisi veren haklara yenilik doğuran hak denir³⁵¹.

Kanunun tanıdığı yenilik doğuran haklar, hak sahibine tek taraflı bir hukuki işlemle başka bir kişinin hukuki durumunda, onun katılmasına gerek olmaksızın³⁵² değişiklik yapma, onun hukuk alanına müdahale etme yetkisi verir ve bu anlamda sözleşme serbestisi ilkesinin bir istisnası olarak sayılır³⁵³. Yenilik doğuran hakların bir bölümü doğrudan doğruya karşı tarafa yöneltilen bir irade beyanıyla, diğerleri ise başta mahkeme olmak üzere bir kamu makamına başvuru ile kullanılırlar³⁵⁴.

Çıkarma hakkı da, kanundan doğan ve pay sahipliği sıfatına bağlı bir yenilik doğuran haktır. Hakkın doğumu için aranan koşullara ve kullanılması usulüne baktığımızda TTK m. 208'de düzenlenen satın alma hakkından önemli farkları olduğu görülmektedir. SerPK m. 27 ve Tebliğ m. 4, çıkarma hakkının doğumu için yukarıda açıklanan %98'lik eşiğin aşılması dışında bir koşul aramamaktadır.³⁵⁵ Dolayısıyla azınlığın şirket içi barışı bozacak davranışlarda bulunması gibi bir haklı

³⁵⁰ Karababa, s. 217; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 54.

³⁵¹ Oğuzman/Barlas, s. 165. Benzer tanımlar için bkz. Eren, s. 61; Serozan, s. 225. Yenilik doğuran hakların tanımına ilişkin tartışmalar ve bu hakların genel özellikleri hakkında detaylı bilgi için bkz. Buz, s. 55-81.

³⁵² Eren, s. 61.

³⁵³ Buz, s. 64. Sözleşmeden doğan yenilik doğuran haklar ise bu anlamda istisna teşkil etmez.

³⁵⁴ Oğuzman/Barlas, s. 167.

³⁵⁵ Çıkarma hakkının doğumu için değil kullanılabilmesi içinse ek birtakım şartlar aranmıştır. Bkz. aşı. III.A.

sebebe gerek duyulmamaktadır. Hakkın kullanılması için de ortaklığa yapılacak başvuru yeterli olup mahkeme kararına ihtiyaç yoktur. Koşulları gerçekleşip hak doğduktan sonra muhatabın yani şirketin hakkın kullanılmasına karşı koyma yetkisi de bulunmamaktadır.

Yenilik doğuran haklara ilişkin en yaygın sınıflandırma, hakkın yöneldiği sonuca göre yapılan ayrımdır³⁵⁶. Buna göre yeni bir hukuki ilişkinin doğmasını sağlayan veya bir hak kazandıranlar kurucu; mevcut bir hakkı veya hukuki ilişkiyi değiştirenler değiştirici; mevcut bir hakkı, hukuki ilişkiyi veya statüyü sona erdirenler ise bozucu yenilik doğuran hak olarak adlandırılmaktadır³⁵⁷. Çıkarma hakkının bu sınıflandırmada hangi başlığa girdiği ise doktrinde tartışmalıdır.

Hâkim ortağın çıkarma hakkını kullanmak için ortaklığa yönelteceği tek taraflı irade beyanı, azınlık pay sahiplerinin paylarının iptali sonucunu kendiliğinden doğurmaz. Hakkın kullanılması, öncelikle ortaklığın çıkarılan pay sahiplerinin paylarını iptal etme³⁵⁸ ve yeni payları çıkartıp hâkim pay sahibine satma yükümlülüğünü gündeme getirir. Hakkın kullanılmasıyla meydana gelen öncelikli sonuç, bu yasal sürecin tetiklenmesidir. Diğer bir deyişle hakkın kullanılmasıyla öncelikle yeni bir hukuki durum doğar. Daha sonra şirket, çıkarılan pay sahiplerinin paylarını iptal edecek ve bunlar karşılığında çıkaracağı payları hâkim pay sahibine verecektir. Bu sonuç da hâkim pay sahibinin bildirimine bir uzantısıdır. Her ne kadar hakkın kullanılmasının ilk etkisi kurucu olsa da, bu ilk aşamanın zorunlu olarak gündeme getirdiği ikinci etki, azınlığın şirketten çıkarılması olmaktadır. Bu iki sonucun da temelinde, hâkim pay sahibinin çıkarma iradesi bulunmaktadır.

Yenilik doğuran hakların yöneldikleri sonuca göre bu tip bir ayrıma tabi tutulması doktrinde eleştiriyle karşılaşmıştır. Bazı yenilik doğuran hakların bozucu, değiştirici veya sona erdirici etkilerin birden fazlasını bünyelerinde barındırdıkları ve bu nedenle bu tür yenilik doğuran hakların söz konusu gruptan birine sokulamayacağı ileri sürülmüştür³⁵⁹. Bu hallerde ayrımı ayakta tutmak için hakkın

³⁵⁶ Guillaume Vionnet, *L'exercice des droits formateurs*, Geneve: Schulthess, 2008, s. 56.

³⁵⁷ Vedat Buz, *Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar*, Ankara: Yetkin Yayınları, 2005, s. 191-193; Kemal Oğuzman/Nami Barlas, *Medeni Hukuk*, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2016, s. 165-167; Fikret Eren, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, s. 63-65; Tercier, s. 72; Vionnet, s. 56 vd..

³⁵⁸ İptal ifadesinin anlamı hakkında açıklamalarımız için bkz. aşa. IV.B.4.a.

³⁵⁹ Buz, s. 194 ve dn. 51'de anılan yazarlar.

kullanılmasının yaratacağı esas etkiden veya ilk etkiden hareket edilerek nitelendirme yapılması önerilmiştir³⁶⁰. Bu yaklaşımı takiben, çıkarma hakkının kullanılmasının ilk ve doğrudan etkisinin şirketin yükümlülüklerini doğurmak olması nedeniyle bu hakkın bozucu değil kurucu bir yenilik doğuran hak olduğu kanaatindeyiz³⁶¹.

TTK m. 208’de düzenlenen satın alma hakkı ise SerPK m. 27 ile benzer bir sonuca yönelmekle birlikte farklı bir biçimde kurgulanmıştır. Öğretideki baskın görüş, satın alma hakkının mahkemeye başvurarak kullanılacağı³⁶² ve payların mülkiyetinin bu dava neticesinde alınacak karar ile davacıya geçeceği yönündedir³⁶³. Altını çizmek gerekir ki çıkarma hakkının dava yoluyla kullanılmaması, şirketin yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumunda mahkemeye başvurmayı engellemez³⁶⁴.

Çıkarma hakkının yenilik doğuran hak olarak nitelendirilmesinin, hakkın kullanılması usulüne ilişkin önemli sonuçları vardır. Yenilik doğuran bir hakkın kullanılması için yöneltilen beyanın hüküm ifade etmesi kural olarak şarta bağlanamaz³⁶⁵. Bu ilkenin istisnası, hakkın şarta bağlanmasının borçluyu hukuki bir belirsizlik içinde bırakmaması ve borçlu için zararlı olmamasıdır³⁶⁶. Doktrinde bu istisnaya örnek olarak muhatabın şarta muvafakat etmesi veya şartın gerçekleşmesinin muhatabın iradesine bağlı olması durumları sayılmaktadır³⁶⁷. Hakkın şarta bağlanması, hem şirket hem de hukuki durumu hakkın kullanılmasından etkilenen azınlık pay sahipleri üzerinde belirsizlik yaratacaktır. Bu nedenlerle hakkın kullanılmasının şarta bağlanamayacağı görüşündeyiz. Nitekim Tebliğ’de de böyle bir imkân öngörülmemiştir. Yenilik doğuran hakkın sonuçlarının

³⁶⁰ Buz, s. 195 ve dn. 52.

³⁶¹ Karababa, s. 197. Karş. Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 53. Çelik de çıkarma hakkını bozucu yenilik doğuran hak olarak nitelendirmiştir; ancak sadece TTK m. 208’deki satın alma hakkından mı yoksa aynı zamanda SerPK m. 27’deki çıkarma hakkından da mı bahsettiği açıkça anlaşılmamaktadır (Çelik, s. 188). İsviçre hukukunda hak dava yoluyla kullanıldığından Türk hukuku bakımından önemli olan bu tartışma gündeme gelmemektedir.

³⁶² Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 442; Orak Çelikboya, s. 131; Çelik, s. 255; Karababa, s. 174; Yeşiltepe, s. 156.

³⁶³ Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 443; Çelik, s. 256; Karababa, s. 176.

³⁶⁴ Buz, s. 67.

³⁶⁵ Eren, s. 69; Rona Serozan, **Medeni Hukuk**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015, s. 226; Tercier, s. 73; Vionnet, s. 317.

³⁶⁶ Buz, s. 259; Oğuzman/Barlas, s. 168.

³⁶⁷ Buz, s. 259; Tercier, s. 73; Vionnet, s. 317.

belirli bir süre sonraya ertelenmesi de şarta bağlanmasına benzer sakıncalar doğuracaktır³⁶⁸. Bu nedenle hakkın sonuçlarını doğurması süreye bağlanamaz.

Yenilik doğuran hakkın kullanılması, kural olarak şekle tabi değildir³⁶⁹. Tebliğ m. 5/6'da hâkim ortağın ortaklığa yapacağı başvuruda adı soyadı/unvanı, adresi, satım bedeli ile banka teminat mektubuna yer vermesi gerektiği belirtilmiştir. Bu ifade, başvurunun yazılı yapılmasının arandığı izlenimini vermektedir.

Yenilik doğuran hak, kullanılmakla sonuçlarını doğurur ve sona erer. Hak bir kez kullanılmakla tükeneyeceğinden, kullanılan hakları sonradan geri almak mümkün değildir³⁷⁰. Bu nedenle ortaklığa başvuru yapıldıktan sonra, çıkarma hakkından vazgeçilemez.

Yenilik doğuran haklar, hak düşürücü süreye tabidir³⁷¹. Tebliğ m. 5/6'da çıkarma hakkının, satma hakkının kullanımına ilişkin üç aylık hak düşürücü sürenin sona ermesini takip eden üç işgünü içinde kullanılması gerektiği belirtilmiştir. Üç günlük bu süre hak düşürücü niteliktedir. Zamanaşımından farklı olarak hak düşürücü sürenin dolmasıyla birlikte hakkın sadece dava edilebilirlik özelliği ortadan kalkmaz; hak tamamen sona erer.

Yenilik doğuran haklar kural olarak devredilebilir. Ancak bağımlı yenilik doğuran hakların devri, sadece bağlı oldukları temel hak veya hukuki ilişki ile birlikteyse mümkündür³⁷². Çıkarma hakkı da pay sahipliği konumuna bağlı bir yenilik doğuran haktır³⁷³. Hatta herhangi bir pay sahibi tarafından kullanılamayacağından SerPK m. 27 ve Tebliğ m. 4'te açıklanan hâkim pay sahipliği konumuna bağlı olduğu kabul edilmelidir. Dolayısıyla çıkarma hakkının bu konumdan bağımsız şekilde devri mümkün değildir³⁷⁴. Ancak başka kişi veya

³⁶⁸ Buz, s. 260.

³⁶⁹ Buz, s. 252; Eren, s. 66.

³⁷⁰ Demirbaş, s. 28, 78; Eren, s. 67-68; Oğuzman/Barlas, s. 168-169; Serozan, s. 226; Tercier, s. 73; Vionnet, s. 357 vd..

³⁷¹ Demirbaş, s. 29; Eren, s. 68; Oğuzman/Barlas, s. 168; Serozan, s. 227; Tercier, s. 73; Vionnet, s. 269 vd..

³⁷² Buz, s. 197; Eren, s. 69-70.

³⁷³ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 53.

³⁷⁴ Yenilik doğuran hakların bağımlı ve bağımsız haklar olarak tasnifi ve bu ayrımın hakkın devri bakımından önemi hakkında bkz. Buz, s. 197; Demirbaş, s. 42-43.

kişilerin hâkim ortak konumu kazanmaları durumunda hak zaten onların şahsında yeniden doğacağından devir söz konusu olamayacaktır.

2. Vazgeçilmez Hak

Pay sahipliği hakları, sağladıkları koruma derecesine göre ayrıma tutulabilir. Bazı haklar çoğunluk ilkesi gereğince çoğunluğun kararıyla sınırlandırılabilirken bazı haklar bunun ötesinde bir korumaya sahiptir. Bu noktada pay sahibinin rızası olmadan değiştirilemeyen müktesep haklar ve pay sahibinin rızası olsa dahi sınırlandırılmayan, emredici bir kanun hükmüne dayanan vazgeçilmez haklar gündeme gelmektedir³⁷⁵. Vazgeçilmez haklar, pay sahibinin elinden alınamayan, kendisinin de vazgeçemeyeceği ve feragat edemeyeceği haklardır³⁷⁶.

TTK'da vazgeçilmez hakların sınırlayıcı bir listesi yer almamaktadır. Genel kurul kararlarının butlanı halleri arasında “pay sahibinin, genel kurula katılma, asgari oy, dava ve kanundan kaynaklanan vazgeçilemez nitelikteki haklarını sınırlandıran veya ortadan kaldıran” kararlar sayılmıştır (TTK m. 447/1). Doktrinde de anonim ortaklığın niteliklerini ve yapısını simgeleyen ilkelerin hak olarak somutlaşması durumunda vazgeçilmez haklardan söz edileceği belirtilmektedir³⁷⁷. Vazgeçilmez hakkın tespit edilebilmesi için hakkın sadece sahibi bakımından değil, anonim ortaklığın nitelikleri bakımından da önemi ortaya koyulmalıdır.

Çıkarma hakkı da emredici bir kanun hükmüyle tarafların iradesinden bağımsız olarak düzenlenmiştir. Korunan tek menfaat, hak sahibi ve hakkın kullanılmasından etkilenen tarafların olmayıp halka açık anonim ortaklıkların yapısını ilgilendiren bir durum söz konusudur. Zira nitelikli bir pay düzeyine erişen hâkim pay sahibi, o denli etkili bir hakkı kullanmaktadır ki, ortaklık halka açık anonim ortaklık olmaktan çıkıp kapalı anonim ortaklığa dönüşmektedir. Özellikle satma hakkı ile birlikte ele

³⁷⁵ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, p. 870e; Pulaşlı, C. II, s. 1401; Bauen/Bernet/Rouiller, s. 95; Abuzer Kendigelen, **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, İstanbul: Beta, 1999, s. 43. Kendigelen, bu ayrımda farklı bir grup olarak imtiyazları da saymıştır (Kendigelen, **İmtiyaz**, s. 43, dn. 2).

³⁷⁶ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, p. 870e; İsmail Kırca (Feyzan Hayal Şehirali Çelik/Çağlar Manavgat), **Anonim Şirketler Hukuku** C. II/2, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2016, s. 27. Moroğlu, bu nedenle vazgeçilmez hakların aslında nispi emredici hükümlerle korunan haklar olduğunu ve bu haklara yeni bir ad takılmasının doğru olmadığını belirtmiştir (Erdoğan Moroğlu, **Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, İstanbul: XII Levha Yayıncılık, 2017, s. 136).

³⁷⁷ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, p. 870e.

alındığında çıkarma hakkı, pay alım tekliflerine ilişkin işleyişi etkilemek suretiyle³⁷⁸ sermaye piyasasına ilişkin de önemli sonuçlar doğurmaktadır. Bu nedenle çıkarma hakkı, vazgeçilmez hak olarak nitelendirilmelidir.

Çıkarma hakkının vazgeçilmez hak olmasının ilk ve en önemli sonucu, hakkın kullanılmasından hak sahibinin rızası ile dahi vazgeçilememesi ve esas sözleşme ile bu hakkın kullanılmasının zorlaştırılamamasıdır. Hakkı ortadan kaldıran veya sınırlandıran düzenlemeler, SerPK m. 27'deki emredici hükme aykırılık nedeniyle geçersizdir³⁷⁹. Diğer yünden, çıkarma hakkının kullanılmasının kolaylaştırılması da mümkün değildir. Zira çıkarma hakkının koşullarının hakkı kullanacak pay sahibinin lehine değiştirilmesi, azınlıktaki pay sahiplerinin menfaatlerini zedelerdi. Nitekim TTK m. 452'de vazgeçilmez hakların esas sözleşme hükümlerinin genel kurul kararıyla değiştirilebilmesinin istisnası olduğu belirtilmiştir. Esas sözleşme değişikliği veya genel kurul kararı ile çıkarma hakkının doğumu koşulları ve kullanılması usulü değiştirilemez. Ancak belirtmek gerekir ki pay sahibinin, doğduktan sonra çıkarma hakkını kullanmaması hakkın vazgeçilmez hak niteliğine aykırı değildir. Vazgeçilmezlik, henüz doğmamış ve kullanılabilir hale gelmemiş haktan önceden feragat edilememesidir³⁸⁰.

Vazgeçilmez haklarda eşit işlem ilkesi mutlak olarak uygulanır. Bu nedenle bu haklar imtiyaza konu olamaz³⁸¹.

³⁷⁸ Bu konudaki açıklamalarımız için bkz. yuk. II.D.2.

³⁷⁹ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 54.

³⁸⁰ Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat), C. II, s. 29.

³⁸¹ Kendigelen, s. 44-45; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 54.

III. HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA PAY SAHİBİNİN ŞİRKETTEN ÇIKARILMASININ MADDİ KOŞULLARI VE BEDELİN BELİRLENMESİ SORUNU

A. Çıkarma Hakkının Maddi Koşulları

Çıkarma hakkı, Tebliğ m. 4'te belirtilen hâkimiyet eşiğine ulaşılmasıyla birlikte doğar. Ancak hakkın kullanılabilmesi için başka birtakım şartların da gerçekleşmesi gerekir. Bunlar, satma hakkının kullanılmasına ilişkin sürenin dolması ve payların iki yıl süreyle borsada işlem görmüş olmasıdır. Hâkimiyet eşiğine nasıl ulaşıldığının çıkarma hakkının doğması bakımından bir önemi yoktur. Ancak hakkın yöneldiği amaç ve çıkarma bedelinin belirlenmesi gibi hususlarda eşiğe ulaşma imkânı veren hukuki işlemin niteliği önem kazanabilecektir. Bu nedenle bu işlemlerin kısaca açıklanmasında fayda vardır.

1. Hâkimiyet Eşiğine Ulaşma İmkânı Veren Hukuki İşlemler

Hâkimiyet eşiğine ulaşma imkânı veren hukuki işlemler bakımından Türk Hukuku, incelediğimiz diğer hukuk sistemlerinden daha esnek bir anlayışa sahiptir. AB düzeyinde ve İsviçre'de çıkarma hakkı, sadece pay alım teklifini takiben doğar. ABD'de ise hakkın doğumu için öncelikle birleşme gerçekleştirilmelidir. Türk Hukuku'nda ise eşiğe herhangi bir şekilde ulaşılabilir. Bu esneklik, sadece Tebliğ'in getirdiği bir imkân olmayıp SerPK m. 27'de de açıkça yer almaktadır.

a. Pay Alım Teklifi

Pay alım teklifi, bir ortaklığın paylarını elinde bulunduran kişilere, söz konusu ortaklığın paylarının tamamını ya da bir kısmını gönüllü ya da zorunlu olarak devralmak üzere yapılan ve hedef ortaklığın yönetim kontrolünün ele geçirilmesi ile

sonuçlanan ya da bu amacı taşıyan, hedef ortaklığın kendisi tarafından yapılanlar dışındaki satın alma teklifidir³⁸² (II-26.1 sayılı Tebliğ m. 4/1.k).

SerPK m. 26/1 uyarınca halka açık ortaklıklarda yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesi halinde, iktisap eden ortak bakımından diğer ortakların paylarını satın almak üzere teklifte bulunma zorunluluğu doğar. Ancak bunun dışında halka açık anonim ortaklık paylarının tamamı ya da bir kısmı için gönüllü pay alım teklifinde bulunmak da mümkündür (SerPK m. 25/1, II-26.1 sayılı Tebliğ m. 20/1). Çıkarma hakkının doğumu bakımından zorunlu pay alım teklifi ile gönüllü pay alım teklifi arasında bir fark bulunmamaktadır.

Hem SerPK m. 27 hem de Tebliğ m. 4'te, hâkimiyet eşiğine pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dâhil olmak üzere başka bir şekilde ulaşılmasından bahsedilmiştir. İfade sınırlayıcı olmamakla birlikte pay alım teklifinin hakkın öngörülmesindeki önemini ortaya koymaktadır.

Çıkarma hakkı bakımından pay alım teklifinin arzettiği önem, biri ekonomik gerekçelere ikincisi pratik ihtiyaçlara dayanmak üzere çift yönlüdür. Öncelikle pay alım teklifi neticesinde çıkarma hakkını kullanarak tek pay sahibi olma imkânının, pay alım tekliflerini cesaretlendireceği ve böylece ortaklığın kontrolü pazarındaki (*efficient market for corporate control*) rekabet sayesinde şirketlerin daha iyi yönetilmesini sağlayacağı kabul edilmektedir³⁸³. İkinci olarak, özellikle şirket paylarının çok fazla sayıda pay sahibine yayıldığı durumlarda, çıkarma hakkının doğumunu sağlayacak yüksek hâkimiyet eşiğine ulaşmak, blok veya münferit satışlardan ziyade pay alım teklifi gibi geniş çaplı bir işlemle mümkün olmaktadır³⁸⁴.

Pay sahipliğinin yoğunlaşmış olduğu Türk Hukuku'nda, pay alım tekliflerinin piyasayı düzenleyici etkisi, dağınık pay sahipliğinin baskın olduğu sistemlerdeki

³⁸² Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s. 7; Paslı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, s. 216-217. Bu kavram hakkında ne uluslararası literatürde ne de Türk doktrininde yeknesak bir terminoloji vardır. ABD'de "*tender offer*", AB'de ise genellikle "*takeover bid*" olarak çevrilen kavram, hukukumuzda "çağrı yoluyla hisse senedi toplanması", "genel alım önerisi", "aleni pay alım teklifi" gibi isimlerle anılmaktadır. Bkz. Dinç, s. 28 vd.; Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s. 7; Paslı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, s. 405 vd.; Sönmez, s. 40, dn. 149. SerPK m. 25'te pay alım teklifi kavramı kullanıldığından, çalışmamızda da bu ifade tercih edilmiştir.

³⁸³ Çıkarma hakkının ekonomik amaçlarının pay alım teklifleriyle bağlantılı analizi için bkz. yuk. I.B.4.

³⁸⁴ Karababa, s. 233, dn. 687.

kadar mühim değildir. Bu nedenle çıkarma hakkının sadece pay alım teklifleri ekseninde düzenlenmesi, hukukumuzda, o sistemlerde olduğu kadar büyük bir menfaat yaratmayacaktır. Dolayısıyla kanun koyucunun tercihi yerindedir³⁸⁵. Nitekim AB düzeyinde çıkarma hakkının pay alım teklifleri dışında da uygulanması görüşü gündeme getirilmektedir³⁸⁶. Zaten birçok üye devlet de iç hukuklarında Tebliğ hükümlerinin ilerisine giderek pay alım teklifleri dışında da çıkarma hakkını tanımıştır³⁸⁷. Tüm bunlar SerPK m. 27 düzenlemesinin yerinde bir tercihi yansıttığını göstermektedir.

Yoğunlaşmış pay sahipliğinin hâkim olduğu hukuk sistemlerinde, çoğunluk pay sahibinin rızası hilafına pay alım teklifinde bulunmak suretiyle hâkimiyetin ele geçirilmesi pek gerçekçi değildir. Kontrolü elinde bulunduran pay sahibinin paylarını teklif kapsamında satması mümkün olsa da pay alım teklifinin asıl işlevi, onun onayı olmaksızın çok sayıda kişiden toplanan oylar ile ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesidir³⁸⁸. Ancak bu sistemlerde pay alım teklifi, kontrolün el değiştirmesinden ziyade, mevcut hâkim pay sahibinin sermaye payını ve oy haklarını artırmasını sağlayarak çıkarma hakkının doğumu için aranan eşiğe ulaşmasını sağlayabilir. Görüldüğü gibi yoğunlaşmış pay sahipliği yapısının hâkim olduğu sistemimizde, pay alım tekliflerinin işlevi diğer sistemlerdekinden farklı olmakla birlikte yine de çıkarma hakkı ile yakından ilişkilidir.

b. Birleşme

Birleşme neticesinde hâkimiyet eşiğini sağlayacak şekilde bir ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesi mümkündür³⁸⁹. Eğer TTK m. 141 doğrultusunda birleşme sözleşmesinde ortaklara, devralan şirkette, pay ve ortaklık haklarının iktisabı ile iktisap olunacak şirket paylarının gerçek değerine denk gelen bir ayrılma akçesi verilmesini öngörmemişlerse, şartları gerçekleşmişse çıkarma hakkı kullanılabilir.

³⁸⁵ Karababa, çıkarma hakkının uygulama kabiliyetini artırmak bakımından bu tercihi yerinde bulduğunu ifade etmiştir (Karababa, s. 229).

³⁸⁶ **Winter Report II**, s.109.

³⁸⁷ Karababa, s.230, dn. 670; Elst/Steen, **A Comparative Analysis**, s. 404, 413-414, 433, 439.

³⁸⁸ Paslı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, s. 218-219.

³⁸⁹ Karababa, s. 241.

Ancak belirtmek gerekir ki ayrılma akçesi, şirkette mevcut oy haklarının %90'ı ile kararlaştırılabildiğinden, doğumu ve kullanılması çıkarma hakkından daha kolaydır. Bu nedenle birleşme neticesinde şirketteki azınlığı çıkarmak isteyen çoğunluk pay sahibinin, çıkarma hakkını kullanmayı beklemektense ayrılma akçesi öngörmesi daha makul ve olasıdır. Bu nedenle İsviçre'de de, LIMF m. 137'de düzenlenen çıkarma hakkını kullanmak amacıyla %98'lik eşiğe ulaşamayan hâkim pay sahipleri uygulamada LFus m. 8 ve 18 uyarınca birleşme yapıp diğer pay sahiplerini şirketten uzaklaştırmakta; bu uygulama doktrinde de kabul görmektedir³⁹⁰. İsviçre ve Türk Hukuklarında katıldığımız görüş uyarınca, sadece bazı pay sahiplerini çıkarmak amacıyla birleşme yapılması kabul edilmektedir³⁹¹.

c. Diğer İktisap Halleri

Halka açık anonim ortaklık paylarının ve bu paylara bağlı oy haklarının kazanılmasını sağlayan her yöntem, çıkarma hakkının doğumuna zemin hazırlayabilir.

Şirket kontrolünün pay devrine dayalı olarak ele geçirilmesi genellikle pay alım teklifi, blok alım veya münferit alım şeklinde gerçekleştirilmektedir³⁹². Blok alım, hedef ortaklığın kontrolünü halihazırda elinde tutan kişi ile devralan arasında yapılan devir sözleşmesi ile kontrolü sağlayacak oranda şirket payının ele geçirilmesi anlamına gelir³⁹³. Münferit alım ise çok sayıda pay sahibi ile anlaşarak toplamda hâkimiyeti ele geçirmeyi sağlayacak miktarda payı elde etmeyi ifade eder.

Türkiye'de ve Kıta Avrupası'nda, diğer bir deyişle yoğunlaşmış pay sahipliğinin olduğu sistemlerde, ortaklığın devralınmasının en klasik yöntemi blok alımdır³⁹⁴. Bu sistemlerde şirket paylarının çoğunluğunu elinde bulunduran bir hâkim

³⁹⁰ Bahar (Der. Tercier/Amstutz, *Code des obligations II*), s. 2885-2886.

³⁹¹ Philippin, s. 338; Chenaux, s. 123; İpek Kayalı, s. 265. Bu konudaki detaylı açıklamalarımız için bkz. yuk. I.C.2.a.

³⁹² Manavgat, *Aleni Pay Alım Teklifi*, s. 8; Paslı, *Anonim Ortaklığın Devralınması*, s. 208. Bunlar, yabancı literatürde genellikle “takeover” başlığı altında incelenmektedir. *Takeover*, en genel anlamıyla, bir anonim ortaklığın kontrolünün elde edilmesi anlamına gelmektedir. Bkz. Paslı, *Anonim Ortaklığın Devralınması*, s. 100. *Takeover*, Türkçe'ye “ele geçirme” olarak çevirmektedir. Bkz. Şehrali Çelik, *Önlemler*, s. 52.

³⁹³ İfade için bkz. Paslı, *Anonim Ortaklığın Devralınması*, s. 209. Kavramlar hakkında tartışmalar için bkz. Paslı, *Anonim Ortaklığın Devralınması*, s. 209, dn. 279.

³⁹⁴ Şehrali Çelik, *Önlemler*, s. 61. Devralma mevcut kontrol sahibinin onayı ile gerçekleşeceğinden özel savunma araçlarının geliştirilmesi de gerekli olmamaktadır.

ortağın bulunması ihtimali yüksektir. Bu durumda hâkimiyet, üçüncü bir kişi tarafından bu hâkim ortakla anlaşmaksızın elde edilemeyecektir³⁹⁵.

Çıkarma hakkının doğumunu sağlayan diğer iktisap yolları arasında payların borsada veya borsa dışında blok olarak veya münferiden satın alınması, bağışlama veya trampa gibi yollarla kazanılması yer alır³⁹⁶. Paylar miras veya icra yoluyla veya eşler arası mal rejimi hükümlerinin uygulanması neticesinde de kazanılmış olabilir³⁹⁷.

Rüçhan hakkının kısıtlanması veya devralınması durumunda sermaye artırımının neticesinde de eşiğe ulaşılabilir³⁹⁸. Bu durumda devren değil aslen iktisap söz konusu olur.

Çıkarma hakkının doğması için büyük miktarda sermaye payının birden veya tek bir hukuki işlem neticesinde elde edilmesine gerek yoktur. Kazanım süreci içerisinde gerçekleşebilir³⁹⁹. Bu durumda çıkarma hakkı, eşiğe ulaşıldığı an doğacaktır.

d. Eşiğe Ulaştıktan Sonra Ek Pay Alımı

Çıkarma ve satma hakları doğduktan sonra, azınlık pay sahipleri satma hakkını kullanmayabileceği gibi, hâkim pay sahibi de çıkarma hakkını kullanmayabilir. Çıkarma hakkının kullanılması için Tebliğ m. 5/6'da öngörülen üç iş günlük süre, hak düşürücü niteliktedir. Dolayısıyla bu süre içerisinde kullanılmadığı takdirde çıkarma hakkı son bulur. Bundan sonra ek pay alımında bulunulursa, satma ve çıkarma hakları yeniden doğar (Tebliğ 4/1).

Eşiğe bir kez ulaştıktan sonra süresi içinde çıkarma hakkını kullanmayan hâkim pay sahibinin daha sonra çıkarma hakkını kullanabilmek amacıyla bir pay bile olsa ek pay alımında bulunması, çelişkili davranış yasağına aykırı kabul edilemez.

³⁹⁵ Bergström/Högfeltd/Macey/Samuelsson, s. 505; Paslı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, s. 209; Şehirali Çelik, **Önlemler**, s. 61.

³⁹⁶ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 72.

³⁹⁷ Karababa, s. 230, 239.

³⁹⁸ Karababa, s. 239.

³⁹⁹ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 72-73.

Bu imkânın tanınması, hâkim pay sahibine tanınan geniş hareket alanını göstermektedir. Bu durumda çıkarılan pay sahipleri çıkarma hakkının kullanılmasına itiraz edemeyecektir. Sadece koşulları mevcutsa çıkarma bedeline itiraz gibi, hakkın kullanılmasının sonuçlarına yönelik itirazlar gündeme gelebilecektir.

Çıkarma hakkının eşiğe bir kez ulaştıktan sonra ek pay alımı neticesinde doğması halinde hakkın kullanım usulü ve sonuçları bakımından bir değişiklik olmaz. Dolayısıyla çıkarma hakkı kullanılmadan önce satma haklarının kullandırılması gerekecektir.

2. Satma Hakkının Kullanılmasına İlişkin Sürenin Dolması

Çıkarma hakkı, ancak satma hakkının kullanımına ilişkin üç aylık sürenin sona ermesinden sonra kullanılabilir (Tebliğ m. 5/6). Bu süre, satma hakkı bakımından hak düşürücü süredir⁴⁰⁰. Çıkarma hakkı bakımından ise geciktirici nitelikte bir kanuni şarttır. Kanuni şart (*condicio juris*), hukuki işlemin meydana gelmesi, hukuki sonuçlarını doğurması veya geçerli olabilmesi için tarafların irade beyanına eklenmesi gereken, kanunun aradığı tamamlayıcı unsurlardır⁴⁰¹. Çıkarma hakkının doğum anı, hâkim ortak konumunun kazanılması veya bu konumdayken ek pay alınması⁴⁰² olmakla birlikte bu unsurun varlığı, tek başına hakkın kullanılabilir hale gelmesini sağlamamaktadır. Söz konusu kanuni şart, tarafların iradesiyle kararlaştırılmadığından geciktirici şarttan farklı niteliktedir⁴⁰³.

3. Payların İki Yıl Süreyle Borsada İşlem Görmesi

Tebliğ m. 9 uyarınca ortaklık paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren iki yıl süreyle çıkarma ve satma hakları kullanılamaz.

Bu yasağın özellikle paylarının küçük bir bölümünü halka arz eden şirketler bakımından önem arz ettiği söylenebilir. Bu şirketler düşük miktarda payı halka arz

⁴⁰⁰ Eren, s. 68; Oğuzman/Barlas, s. 168.

⁴⁰¹ Eren, s. 1163; Kemal Oğuzman/Turgut Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C. I, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2016, s. 174, dn. 458.

⁴⁰² Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 92.

⁴⁰³ Doktrindeki baskın görüş ise, kanaatimizin aksine, bu üç aylık süreyi geciktirici şart olarak nitelendirmektedir. Bkz. Karacan, s. 189; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 91.

ederek finansman sağladıktan kısa süre sonra çoğunluk pay sahibinin borsadan bir miktar pay alarak hâkim ortak konumu elde etmesi ve azınlığı şirketten çıkarması olasıdır. Bu durum küçük yatırımcının zarar görmesine neden olabileceği gibi, piyasadaki istikrara da zarar verebilir⁴⁰⁴. Ancak diğer bir açıdan bakılırsa halka açılmak isteyen şirketler, ne olursa olsun bu kadar uzun bir süre boyunca çıkarma hakkını kullanma ve böylece kanun kapsamından çıkma imkânı elde edemeyeceklerini düşünürlerse paylarını halka arz etmekten vazgeçebilirler. Bu anlamda hükmün caydırıcı bir etkisinin olması da mümkündür.

Bu noktada incelenmesi gereken, iki yıllık süre dolmadan hâkim ortak konumuna ulaşılması halinde, iki yıllık sürenin sonunda ek pay alımına gerek olmaksızın satma ve çıkarma haklarının kullanılıp kullanılmayacağıdır. Doktrinde bu durumda satma ve çıkarma haklarının doğmadığı, hâkim ortak konumu bu süre içerisinde kaybedilmemiş olsa bile ek pay alımı olmaksızın çıkarma hakkının kullanılmasının mümkün olmadığı belirtilmiştir⁴⁰⁵. Ancak Tebliğ m. 9'da iki yıl süreyle çıkarma ve satma haklarının kullanılmayacağı ifadesi yer almaktadır. Bu nedenle kanaatimizce hakların doğmadığı söylenemez. Burada ortaklık paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren iki yıllık bir geciktirici kanuni şart olduğu, bu sürenin dolmasıyla birlikte hâkimiyet hala korunuyorsa hakların kullanılabilmesi kabul edilmelidir. Aksi takdirde hâkimiyet devam ediyor olmasına rağmen haklar kullanılmıyor olurdu. Bu da çıkarma hakkının, azınlık ve çoğunluk pay sahipleri arasındaki menfaat ihtilaflarını giderme amacına ters düşerdi.

B. Bedelin Belirlenmesi Sorunu

Çıkarılan pay sahiplerine payları karşılığında ödenecek bedelin nasıl belirlendiği, çıkarma hakkının amaca ulaşip ulaşmayacağını etkileyen en önemli unsurlardan biridir.

Çıkarma bedeli öncelikle çıkarılan pay sahiplerinin elinden alınan payların adil bir karşılığını teşkil etmelidir. Esasen hâkim pay sahibinin menfaatine olan çıkarma hakkının SerPK m. 27'nin gerekçesinde hedeflendiği üzere küçük yatırımcının da haklarını koruyacak şekilde hayata geçirilmesi ancak adil bir bedelin öngörülmesi ile

⁴⁰⁴ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 90.

⁴⁰⁵ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 90.

mümkündür. Gerçekten de, azınlık pay sahibinin malvarlığına dâhil bir unsur olan payın, kendisinin rızası hilafına elinden alınması, mülkiyet hakkını ihlal edebilir.

Karşılaştırmalı hukuka baktığımızda, çıkarma hakkının mülkiyet hakkını ihlal etmeden kullanılabilmesinin yolunun, hakkın ancak kamu yararının bulunduğu istisnai durumlar için ve uygun bir tazminat karşılığında öngörülmesi olduğu kabul edilmiştir.⁴⁰⁶ Çıkarılan pay sahiplerinin sermaye payının yeterince küçük olması ve kendilerine uygun bir karşılığın ödenmesi, hakkın sınırlamasının ölçülü olması bakımından önemlidir⁴⁰⁷. Nitekim AIHM de bu sınırlar dâhilinde kullandırılan çıkarma hakkının AIHS Ek 1 No’lu Protokolü m. 1’de yer alan mülkiyet hakkını ihlal etmediğine karar vermektedir⁴⁰⁸. Bu bağlamda, çıkarma hakkının kamu hukuku ilkeleri ile çelişmemesi, özellikle bedelin belirlenmesi ile yakından ilgilidir.

Bedelin belirlenmesine ilişkin diğer önemli kaygı, çıkarma hakkının ekonomik analizi bağlamında, pay alım tekliflerini caydıracak bir bedel belirleme yöntemi benimsenmemesidir⁴⁰⁹. Bu hedef ile çıkarılan pay sahiplerinin haklarının korunmasının birbirleriyle dengeli olarak nasıl sağlanacağı, hem yabancı hukuktaki yargı kararlarında hem de doktrinde hâlâ tartışılmaktadır.

1. Bedelin Belirlenmesine İlişkin Karşılaştırmalı Hukuktaki Yaklaşımlar

ABD’de pay sahibinin şirketten çıkarıldığı birleşmeler, mahkemeler tarafından bütünüyle hakkaniyete uygunluk denetimine (*entire fairness review*) tabi tutulmaktadır. Bu davalarda pay sahibinin çıkarılıp çıkarılamayacağından ziyade çıkarma hakkının doğumuna yol açan pay alım teklifi ve birleşmeler, yönetim kurulu üyelerinin ve hâkim ortağın özen ve bağlılık yükümlülüğü bağlamında bir bütün olarak incelenmektedir. Bu denetim, hem müzakere sürecinin hem de çıkarılan pay sahiplerine ödenecek bedelin dürüstlük kuralına uygun olması gerekliliğini

⁴⁰⁶ Winter Report I, s. 61.

⁴⁰⁷ Winter Report I, s. 61-62. Farklı akademik çalışmalarda da bu unsurların altı çizilmiştir. Bkz. Forum Europaeum, s. 231

⁴⁰⁸ *Bramelid and Malmström v. Sweden*, AIHM, 1982.

⁴⁰⁹ Çıkarma hakkının ekonomik analizi hakkında açıklamalar için bkz. yuk. I.B.4.

doğurmaktadır (*fair dealing and fair price*)⁴¹⁰. Eşiğe ulaşmak için gerçekleştirilen pay alım teklifinde daha sonra çıkarma bedeli olarak da kullanılacak adil bir karşılığın belirlenmesi, bu incelemenin aşamalarından birini teşkil etmektedir.

Bu bağlamda ABD’de bedelin nasıl belirleneceğine ilişkin maddi hukuk kurallarından ziyade, bedelin adil bir şekilde belirlenmesini temin edecek bir usulün izlenmesini gerektiren kurallar bulunmaktadır. Örneğin birleşmenin koşullarının bağımsız bir komite ve hâkim durumunda olmayan pay sahiplerinin çoğunluğu tarafından onaylanması durumunda mahkemeler çıkarmayı ve bu süreçte belirlenen çıkarma bedelini hakkaniyete aykırı bulmamaktadır⁴¹¹. Bunun nedeni, çıkarma ile sonuçlanacak birleşmenin, çoğunluk pay sahibi açısından kendi menfaatine gerçekleştirdiği bir kendi yararına işlem (*self-dealing*) teşkil etmesidir. Çıkarmanın gerçekleşmesi ve bedelin belirlenmesi menfaat sahiplerinin hepsinin ortak iradesi doğrultusunda olmadığından, taraflar arası adil bir menfaat dengesinin kurulması için bu usuli kriterlere ihtiyaç duyulmuştur. Ancak eğer gerekli hâkimiyetin elde edilmesi, tarafların özgür iradeleri ile kabul edebilecekleri pay alım teklifi neticesinde gerçekleşiyorsa, azınlık pay sahipleri burada önerilen bedeli kabul edip etmemekte serbest olacaklarından teklif kapsamında önerilen ve daha sonra çıkarma bedeli olacak bu bedelin adil olup olmadığı mahkeme tarafından ayrıca incelenmemektedir⁴¹².

Birleşme neticesinde şirketten çıkarılan pay sahiplerinin çıkarmaya ilişkin hukuka aykırılıkları dava etmektense DGCL § 262’de düzenlenen ayrılma hakkını (*appraisal right*) kullanması mümkündür. Bu durumda hâkim sadece adil bedeli tespit edecek ve bu bedelin çıkarılan pay sahibine ödenmesini sağlayacaktır. Hakkaniyete uygunluk denetiminden farklı olarak, burada birleşme süreci denetlenmemekte ve çıkarılan pay sahibi, çıkarılmış olmasına değil, sadece payı karşılığında elde ettiği bedele itiraz etmektedir. Borsada işlem gören hisse senetlerinin borsada devri kural olarak kolaylıkla mümkün olduğundan, birçok eyalette ayrılma hakkının bu şirketlerde kullanılamayacağına, isteyen pay sahibinin zaten payını borsada satarak şirketten ayrılabilmesine ilişkin düzenlemeler

⁴¹⁰ *Weinberger ve Kahn* davaları hakkında daha detaylı bilgi için bkz. Krebs, s. 945 vd; Ventoruzzo, s. 861.

⁴¹¹ *In re MFW Shareholders Litigation*, 67 A.3d 496 (Del. Ch. 2013).

⁴¹² *Solomon v. Pathe Communications*, 672 A.2d 35 (Del. 1996); Karacan, s. 44; Subramanian, **Fixing Freezeouts**, s. 18.

yapılmıştır⁴¹³. Pazar istisnası (*market-out exception*) olarak adlandırılan bu kural Delaware’da da geçerli olmakla birlikte, ortağı çıkarmalı birleşmeler için istisnanın istisnası öngörülmüştür (DGCL § 262.b.1). Bunun nedeni, borsada işlem görseler bile bazı payların yeterince derinliği olmayabileceği ve bu nedenle pazar fiyatının gerçek fiyatı yansıtmayabileceğidir⁴¹⁴. Bu durumda güncel olarak kabul gören finansal standartlardan faydalanarak tespit edilecek adil bedel ile azınlığın paylarının satın alınması, hakkaniyete daha uygun görülmüştür.

AB’ye baktığımızda, Yönerge’de, üye devletlerin çıkarılan pay sahiplerine adil bir karşılığın ödenmesini temin etmesi gerektiği belirtilmektedir. Karşılık, pay alım teklifinde yapılan ödeme türünde veya nakit olmalıdır; ancak üye devletler nakit alternatifinin mutlaka sunulmasını zorunlu da tutabilirler. Zorunlu bir pay alım teklifi söz konusu ise teklifte geçerli olan fiyatın adil olduğu kabul edilmektedir. Gönüllü pay alım tekliflerinde ise, teklifin kapsamına giren oy hakkı tanıyan payların en az % 90’ının elde edilmesi halinde teklifte geçerli olan fiyatın adil olduğu kabul edilmektedir (Yönerge m. 15/5). Doktrinde ve üye devletlerin uygulamalarında burada bir faraziye olup olmadığı, faraziye yoksa karinelerin aksinin nasıl ispat edilebileceği ile ilgili farklı görüşler bulunmaktadır. Örneğin bazı üye devletlerde, çıkarma bedelinin her koşulda payların güncel piyasa değerinden düşük olmaması kuralı kabul edilmiştir⁴¹⁵.

İsviçre’de mevzuatta çıkarma bedelinin nasıl belirleneceğine ilişkin açıklık yoktur. Çıkarma hakkı dava yoluyla kullanılacağından bu davada hâkimin adil bir bedel belirlemesi gerektiği kabul edilmektedir⁴¹⁶. Çıkarma hakkı ancak bir pay alım teklifini takiben kullanılabilirdiğinden, pay alım tekliflerinde bedelin belirlenmesine ilişkin kurallar, çıkarma hakkının kullanım bedelini de etkilemektedir. Çıkarma hakkı kapsamında ödenen bedel, pay alım teklifinde ödenenden yüksek olursa aradaki fark, teklif kapsamında menkul kıymetlerini satanlara da verilmek zorundadır (Kararname m. 10). Dolayısıyla pay alım teklifinde öngörülen fiyat, üst sınır teşkil etmektedir. Bunun altında bir bedelin belirlenmesi de adil fiyat olarak kabul

⁴¹³ Ventrizzo, s. 856.

⁴¹⁴ Karacan, s. 37.

⁴¹⁵ Timo Kisanlahti, “When is a Tender Price Fair in a Squeeze-Out?”, **European Business Organization Law Review**, 2007, S. 8, s. 503.

⁴¹⁶ Bahar, (Der. Tercier/Amstutz, **Code des obligations II**), s. 2888.

edilmediğinden⁴¹⁷, mevzuatta pay alım tekliflerinde bedelin belirlenmesi için öngörülen kuralların çıkarma hakkının kullanılması sırasında da geçerli olacağı ve çıkarma hakkı özelinde pay değerlemesi yapılmasının gerekmediği savunulmaktadır⁴¹⁸.

Karşılaştırmalı hukukta dikkati çeken en bariz eğilim, çıkarma hakkının pay alım teklifini takiben kullanıldığı durumlarda, çıkarma bedelinin de genellikle teklif koşullarına uygun belirlenmesidir.

2. Türk Hukuku'nda Bedelin Belirlenmesi

SerPK m. 27, çıkarma hakkında satım bedelinin⁴¹⁹ belirlenmesi hususunda SerPK m. 24'e atıf yapmıştır. SerPK m. 24, önemli nitelikteki işlemlere muhalefet eden pay sahiplerinin paylarını ortaklığa satarak ayrılma hakkını düzenlemektedir⁴²⁰. Bu hükümde, payları borsada işlem gören ortaklıklar için satın alma bedeli belirlenmiş, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda bedelin belirlenmesi ise Kurul'a bırakılmıştır. Kurul bu belirlemeyi II-23.1 sayılı Tebliğ m. 10'da yapmıştır. Ayrılma hakkına ilişkin olarak SerPK m. 24 ve II-23.1'de yer alan bu esaslar, Tebliğ'e de aynen alınmıştır.

Konu SerPK m. 27'de SerPK m. 24'e atıfla düzenlendiğinden, Kurulun çıkarma hakkı bedeli ile ilgili ayrı bir düzenleme yapma yetkisi yoktur. Nitekim II-27.1 sayılı Tebliğ'in yürürlüğe girmesinden sonra uygulamada özellikle çıkarma bedelinin düşük olduğuna ve bu nedenle küçük yatırımcıya zarar vereceğine yönelik eleştiriler dile getirilmiştir⁴²¹. Eleştirileri takiben SPK, bir Tebliğ Taslağı hazırlamış olmasına rağmen SerPK m. 27'de bedelin belirlenmesi için açıkça SerPK m. 24'e gönderme yapıldığından sorunun ancak bir kanun değişikliği ile çözülebileceği anlaşılmıştır. Ancak önerilen değişiklik henüz kabul edilmemiştir⁴²². Dolayısıyla

⁴¹⁷ Bahar, (Der. Tercier/Amstutz, *Code des obligations II*), s. 2888.

⁴¹⁸ Frank Gerhard, "Evaluation d'entreprise", *Aspects pratiques du droit de l'entreprise*, Frank Gerhard/Mathieu Blanc et. al. (ed.), Lausanne: CEDIDAC, 2010, s. 19.

⁴¹⁹ Hükümde çıkarma bedeli için satım bedeli ifadesinin kullanılması kanaatimizce yanlıştır. Aynı yönde bkz. Karababa, s. 246.

⁴²⁰ Detaylı bilgi için bkz. yuk. I.C.I.a.

⁴²¹ Yeşiltepe, *Çıkarma ve Satma*, s. 24.

⁴²² Detaylar için bkz. yuk. I.A.3. Tasarı, SerPK m. 27'de değişiklik yapılarak bedelin SerPK m. 24'e atıfla değil SerPK'ya yetki vererek düzenlenmesine yöneliktir.

eleştirilere neden olan düzenleme, kanun değişikliği henüz yapılmadığından II-27.1 sayılı Tebliğ yerine yürürlüğe giren Tebliğ’de aynen yer almıştır.

SerPK m. 27/2’de satma hakkı için öngörülen satım bedeli ise SerPK m. 24’e atıfla belirlenmemiş, sadece payların “adil bir bedel” karşılığında alınacağı ifade edilmiştir. Bu nedenle II-27.1 sayılı Tebliğ’de çıkarma ve satma hakkının kullanım bedeli aynı olmakla birlikte (II-27.1 sayılı Tebliğ m. 7/2); Kurul, Tebliğ’i düzenlerken, yetkisi ile sınırlı olarak sadece satma hakkı bedeline ilişkin düzenlemeyi değiştirmiş; sonuç olarak iki hakkın kullanım bedeli farklı olmuştur.

Satma hakkı bedeli belirlenirken birçok parametre karşılaştırılarak en yüksek esas alındığından⁴²³, bu bedelin çıkarma hakkı bedelinden yüksek olması daha olasıdır. Nitekim uygulamadaki örnekler bakıldığında, genellikle çıkarma hakkı bedelinin satma hakkı bedelinden daha düşük olduğu görülmektedir⁴²⁴. Bu durumda daha sonra daha düşük bir bedelle şirketten çıkarılmamak için pay sahiplerinin aslında ayrılmak istemeseler de satma haklarını kullanabilecekleri düşünülebilir. Ancak uygulamada hâkim ortak, satma ve çıkarma haklarının doğduğuna ilişkin açıklamasında bu bilgiye yer vermekte ve bu bilgi, şirketin süreci açıklayan özel durum açıklamasında da tekrarlanmaktadır. Bu nedenle bu etkinin söz konusu olmadığı savunulabilir⁴²⁵. Ancak açık olan, satma hakkının kullanım bedelinin, hem hâkim pay sahibinin hem de azınlığın satma ve çıkarma haklarını kullanıp

⁴²³ Satma hakkının kullanımına ilişkin adil bedel,

a) Payları borsada işlem gören ortaklıklar için bu maddenin ikinci fıkrası çerçevesinde hesaplanacak fiyat, her bir pay grubuna ilişkin fiyatın tespiti amacıyla hazırlanan değerleme raporunda belirlenen bedel, hâkim ortak konumunun kazanıldığı veya hâkim ortak konumunda bulunup ek pay alındığının kamuya açıklandığı tarihten önceki bir yıl içinde Kanunun 26 ncı maddesi çerçevesinde zorunlu pay alım teklifi yapılmış ise bu fiyat ile hâkim ortak konumunun kazanıldığı veya hâkim ortak konumunda bulunup ek pay alındığının kamuya açıklandığı tarihten önceki son altı ay, bir yıl ve beş yıl içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatlarının ortalaması karşılaştırılarak bulunan en yüksek bedel,

b) Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için bu maddenin ikinci fıkrası çerçevesince hazırlanan değerleme raporunda belirtilen bedel ile hâkim ortak konumunun kazanıldığı veya hâkim ortak konumunda bulunup ek pay alındığının kamuya açıklandığı tarihten önceki bir yıl içinde Kanunun 26 ncı maddesi çerçevesinde zorunlu pay alım teklifi yapılmış ise bu fiyatın karşılaştırılarak bulunan en yüksek bedel olarak kabul edilir.

⁴²⁴ Carrefoursa Carrefour Sabancı Ticaret Merkezi A.Ş. 13.10.2015 tarihli özel durum açıklaması (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/473087>, e.t: 15.07.2017); Türk Ekonomi Bankası A.Ş. 16.12.2014 tarihli KAP Özel Durum Açıklaması (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/401257>, e.t: 15.07.2017). İki bedelin birbirine eşit olduğu bir örnek için bkz. Uyum Gıda ve İhtiyaç Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. 02.06.2016 tarihli KAP Özel Durum Açıklaması (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/536546>, e.t: 15.07.2017).

⁴²⁵ Satma hakkı çıkarma hakkından önce kullanıldığından, satma hakkına ilişkin bedel, çıkarma hakkının kullanılması tercihine etki edecek bir hale gelmiştir. Satma hakkı bedelinin belirlenmesi ve bunun çıkarma hakkına etkisi aşağıda incelenecektir. Bkz. aşağı. IV.B.1.

kullanmama kararını etkileyebilecek bir faktör haline geldiğidir⁴²⁶. Kanaatimizce hakların arasındaki denge ve hizmet ettikleri amaç, bedelin aynı olmasını gerektirmektedir⁴²⁷.

Türk Hukuku'nda bedelin nasıl belirleneceği mevzuatta açıkça düzenlenmiş; bu konuda şirkete bir takdir hakkı bırakılmamıştır. Bu, Türk Hukuku'nda bedelin belirlenmesi usulünü ABD Hukuku'ndan ayıran en önemli özelliktir. ABD'de çıkarma birleşme neticesinde gerçekleştiğinden ve birleşme, çoğunluk pay sahibi açısından kendi menfaatine gerçekleştirdiği bir kendi yararına işlem (*self-dealing*) teşkil ettiğinden, bedelin belirlenmesine ilişkin kurallar şirketin azınlık pay sahiplerinin de menfaatlerini gözetmesini sağlamak amacıyla düzenlenmiştir. Bu da bedelin adil bir şekilde belirlenmesini temin edecek usullerin zorunlu tutulmasına neden olmuştur⁴²⁸. Türk hukukunda ise bedel, mevzuattaki objektif kriterler doğrultusunda belirlendiğinden esas kaygı, azınlık pay sahibini hâkim pay sahibinin sömürsünden nasıl korunacağı değil, adil bedelin belirlenmesine ilişkin maddi hukuk kurallarının nasıl şekillendirileceğidir.

Aşağıda bedelin hesaplanma yöntemi borsada işlem gören ve görmeyen paylar için ayrı ayrı ele alınacaktır. Ancak her iki durumda hesaplanacak bedel, Türk Lirası olarak tam ve nakden ödenir (Tebliğ, m. 6/1).

a. Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklarda Hakkın Kullanım Bedeli

Çıkarma hakkının kullanılmasında satım bedeli olarak, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için, her bir pay grubuna ilişkin fiyatın tespiti amacıyla hazırlanan değerlendirme raporunda belirlenen bedel dikkate alınır (Tebliğ m. 6/2.b).

⁴²⁶ Manavgat bu durumu, satma hakkının kullanım bedelinin çıkarma hakkı kullanım bedelinin bir parçası haline getirildiği şeklinde ifade etmiştir (Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklık**, s. 73).

⁴²⁷ Bu yönde bkz. Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklık**, s. 74. Manavgat, bu nedenlerle satma hakkı için çıkarma hakkından ayırık bir düzenlemeye gidilmesini SerPK m. 27/1'e aykırı bulmaktadır. Çıkarma hakkını kullanmak isteyen ortağın farklı bir maliyete katlanması anlamına geldiğini savunmaktadır. Ancak SerPK m. 27'nin lafzı iki hak bakımından farklı ölçütler getirdiğinden hükmü bu kadar sınırlayıcı yorumlamanın, hükmün lafzına aykırı olduğu ve hükmün konuluş amacıyla da örtüşmediği kanaatindeyiz. Ancak olması gereken hukuk bakımından bu görüşe katılıyoruz.

⁴²⁸ Bu konudaki açıklamalarımız için bkz. yuk. III.B.1.

Tebliğ m. 5/2’de değerlendirme raporunun ortaklık tarafından hazırlatılacağı açıkça belirtilmiştir. Rapor, satma hakkı talebinin ortaklığa ulaşmasını takiben bir ay içinde hazırlatılacaktır. II-27.1 sayılı Tebliğ’de satma hakkının çıkarma hakkına önceliği olmadığından çıkarma hakkını kullanmak isteyen hâkim ortak, ortaklığa başvurusunda değerlendirme raporuna da yer vermek zorundaydı (II-27.1 sayılı Tebliğ m. 5/1). Doktrinde II-27.2 sayılı Tebliğ yürürlüğe girdikten sonra da değerlendirme raporunun hâkim ortak tarafından hazırlatılması gerektiği görüşü ileri sürülmektedir⁴²⁹. Ancak kanaatimizce Tebliğ m. 5/2’nin açık hükmü karşısında bu görüşün savunulmasına imkân yoktur⁴³⁰.

Mülga Tebliğ döneminde değerlendirme raporunu hazırlayacak uzmanın hâkim ortak tarafından seçilmesinin ve ücretinin hâkim ortak tarafından karşılanmasının azınlık için riskli olduğu belirtilmekte ve raporun mahkeme tarafından atanan bir uzman tarafından hazırlanması önerisi yapılmaktaydı⁴³¹. Her ne kadar şu an değerlendirme raporunu ortaklığın hazırlatması bu sorunu çözmüş görünse de şirketin yönetimi hâkim ortak elinde olduğundan bu değişiklik uygulamada büyük bir fark yaratmayacaktır.

Değerleme raporunun zamanlaması da tartışmaya açıktır. Tebliğ m. 5/2’de raporun, ilk satma hakkı talebinin ulaşmasını izleyen bir ay içinde hazırlanması gerektiği düzenlenmiştir. Çıkarma hakkı ise satma hakkına ilişkin üç aylık süre dolduktan sonra en geç üç iş günü içinde ortaklığa başvurularak kullanılacaktır (Tebliğ m. 5/6). Özellikle ilk satma hakkı talebi üç aylık hak düşürücü sürenin sonuna doğru ortaklığa ulaşırsa, değerlendirme raporu hakkın kullanılması için öngörülen süre sonuna kadar yetişmeyebilir. İhtimal daha düşük olmakla birlikte, raporun çıkarma hakkının kullanılması sürecinin sonuna kadar yetişmemesi ihtimali de bulunmaktadır.

Tebliğ m. 7/3 doğrultusunda satma hakkının kullanım bedeli, birden fazla parametre karşılaştırılarak tespit edildiğinden rapor hazırlanmamış olsa bile dikkate

⁴²⁹ Karababa, s. 249, dn. 735; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 101, 258.

⁴³⁰ Aynı yönde bkz. Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklık**, s. 75, 87. Tebliğ ekinde sayılan ve çıkarma hakkının kullanılması sürecinde Kurula yapılan başvuru sırasında temin edilmesi gereken belgeler arasında değerlendirme raporu da yer almaktadır. Kanaatimizce bu da ortaklığın hazırlattığı değerlendirme raporudur. Ortaklık, istenen diğer belgelerle birlikte bu raporu da Kurula sunmalıdır.

⁴³¹ Karababa, s. 249, dn. 735; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 100-101.

alınabilecek kriterler bulunmaktadır. Tebliğ m. 7/3'te de ortaklığa başvuru yapıldığı sırada değerlendirme raporunun sonucuna göre pay bedeli belli değil ise, altıncı maddede belirtilen diğer kriterlere göre belirlenen fiyatların satma hakkı talebinde bulunulduğuna ilişkin bilgi ile birlikte kamuya açıklanması gerektiği düzenlenmiştir. Çıkarma hakkında böyle bir imkân yoktur. Ancak satma hakkında da bu çözüm, farklı pay sahiplerinin aynı değerdeki paylarını farklı bedeller karşılığında satması sonucunu doğurmaya açıktır. Dolayısıyla kanaatimizce her koşulda raporun hazırlanmasının beklenmesi gerekir⁴³².

Değerleme raporunun ilk talep ortaklığa ulaştıktan sonra hazırlanması, satma hakkını kullanmak üzere ilk başvuran pay sahibinin, payı karşılığında alacağı bedeli bilmeden bu başvuruyu yapması sonucunu doğuracaktır. Hatta doktrinde, rapor henüz hazırlanmadan başvuru yapanların raporda belirlenen değerden faydalanamayacakları da ileri sürülmüştür⁴³³. Ancak isabetli olarak uygulamada, bu kişilere ödeme yapılmadan önce raporun hazırlanması beklenmektedir⁴³⁴. Çıkarma hakkını kullanmak isteyen hâkim ortağın da eşiğe ulaşacak pay alımını yapmaya karar verirken bu bilgiden yoksun olması eleştirilmiştir⁴³⁵. Ancak ilk başvuruyu beklemeden hakkın doğumu ile birlikte rapor hazırlatılsa da aynı risk mevcuttur. Değerleme raporu hazırlanırken kullanılacak kriterler, muhasebe standartlarına uygun olduğu sürece makul düzeyde yakın bir tahmin üzerinden bu yatırım kararının verilebileceği kanaatindeyiz.

Tebliğ m. 5/2'de değerlendirme raporunun Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca hazırlanması gerektiği ifade edilmiştir. Sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların yaptıracakları değerlendirme faaliyetlerinde kullanılacak değerlendirme standartları, III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ doğrultusunda belirlenir. Bu Tebliğ'in 3. maddesi, değerlendirme faaliyetlerinde Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği

⁴³² Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklık**, s. 80.

⁴³³ Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklık**, s. 75.

⁴³⁴ Uygulamada, şirkete değerlendirme raporu hazırlanmadan önce başvuran pay sahipleri de değerlendirme raporunun hazırlanmasını beklemekte ve diğer pay sahipleri ile aynı bedeli elde etmektedir. Bkz. Türk Ekonomi Bankası A.Ş.'nin 17.11.2014 tarihli KAP Özel Durum Açıklaması (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/39661>, e.t: 15.07.2017).

⁴³⁵ Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklık**, s. 76.

tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulması gerektiğini belirtmektedir⁴³⁶.

Değerleme raporları bağımsız denetim kuruluşları tarafından hazırlanır. Bu çalışmalarda Uluslararası Değerleme Standartları'nca atıfta bulunulan değerleme yöntemlerinden şirket için uygun bulunanlar kullanılmaktadır. Raporda hangi yöntemlerin seçildiği gerekçeleriyle açıklanır ve bu yöntemler hakkında bilgi verilir (UDS 105, 10.1)

Temel değerleme yaklaşımları, pazar yaklaşımı, gelir yaklaşımı, ve maliyet yaklaşımıdır⁴³⁷. Bu yaklaşımların her biri farklı ve ayrıntılı uygulama yöntemleri içerir. Bir yöntemin her duruma uygun olması söz konusu değildir. Hangi yöntemlerin uygulanacağına somut olayın özelliklerine göre karar verilir (UDS 105, 10.2-10.3).

İşletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde de bu üç değerleme yaklaşımı uygulanabilir (UDS 200, 40.1). Ancak maliyet yaklaşımı yöntemi genellikle daha az tercih edilmekte, ağırlıklı olarak pazar ve gelir yaklaşımı kullanılmaktadır (UDS 200 70.1).

Çıkarma bedeli, azınlık pay sahibini çıkarma nedeniyle mahrum kaldığı değer için tazmin etme hedefine yönelik olduğundan bedelin belirlenmesinde ortaklığın “öngörülebilir gelecekte ulaşabileceği değer” de değerlendirmeye alınmalıdır⁴³⁸. Zira

⁴³⁶ Ancak Sermaye Piyasası Kurulunca yapılan diğer düzenlemeler ile Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarının uyumlu olmadığı durumlarda öncelikli olarak Sermaye Piyasası Kurulunun ilgili düzenlemelerine uyulur (III-62.1 sayılı Tebliğ m. 3/2). Standartların güncel 2017 versiyonu için bkz. <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>, e.t: 15.07.2017.

⁴³⁷ Değerleme yaklaşımları, kısaca şu şekilde açıklanabilir: Pazar yaklaşımı *varlığın*, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) *varlıklarla* karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder (UDS 105, 20.1). Gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında *varlığın* değeri, *varlık* tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanarak tespit edilir (UDS 105, 40.1). Maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir *varlığın* cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir (UDS 105, 60.1).

⁴³⁸ Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklık**, s. 75.

çıkarılan ortak, payın sadece mevcut değerinden değil, ortaklıktan çıkarılmasaydı gelecekte ulaşacağı değerden de mahrum kalmaktadır. Ancak şirketin hâkimiyetindeki değişiklik nedeniyle gerçekleşen değer artışından azınlık pay sahibinin yararlanamaması gerektiği kabul edilmektedir. Bu, hâkimiyetin elde edilmesini sağlayan işlemin şirket değerinde sağladığı artıştan, münhasıran hâkim pay sahibinin faydalanması anlamına gelmektedir. Örneğin hâkimiyet, şirketin değerini artıran verimli bir pay alım teklifi neticesinde elde edilmişse, çıkarılan pay sahipleri bu kazançtan faydalanamayacaktır; çünkü çıkarma bedelinin belirlenmesinde esas alınan şirket değeri, bu değer artışı dikkate alınmaksızın hesaplanmaktadır. Bu yaklaşım, pay alım tekliflerini daha az maliyetli ve cazip hale getirmeye elverişlidir⁴³⁹. Benzer bir mantıkla, aşağıda daha detaylı açıklanacağı üzere, payları borsada işlem gören ortaklıklarda da hâkim ortak konumunda bulunup ek pay alındığının kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması dikkate alınmaktadır. Bu sınırlamanın amacı da, şirket hâkimiyetindeki değişikliğin payın değeri üzerindeki etkisini dikkate almaksızın belirleme yapmaktır.

b. Payları Borsada İşlem Gören Ortaklıklarda Hakkın Kullanım Bedeli

Payları borsada işlem gören ortaklıklarda çıkarma bedeli, borsada işlem gören pay gruplarının her biri için, hâkim ortak konumunun kazanıldığı veya hâkim ortak konumunda bulunup ek pay alındığının kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalamasıdır (Tebliğ m. 6/2.a.1). Bu ortaklıklarda borsada işlem görmeyen pay grupları varsa bunların değeri de borsada işlem gören pay gruplarının fiyatından hareketle belirlenmektedir. Buna göre, borsada işlem gören sadece bir pay grubu varsa, bu paylar için tespit edilen fiyat; işlem gören birden fazla pay grubu varsa da bunlara ilişkin olarak tespit edilen fiyatların aritmetik ortalaması, borsada işlem görmeyen pay grupları için dikkate alınacaktır (Tebliğ m. 6/2.a.2).

⁴³⁹ Goergen/Martynova/Renneboog, s. 252.

Doktrinde bu yöntemle bulunan fiyatın, adil bir bedel olmadığı eleştirisi yapılmaktadır⁴⁴⁰. Bu eleştirilerin dayandığı temel nokta, 30 günlük sürenin çok kısa olmasıdır. Sürenin kısalığı, hâkim pay sahibinin çıkarma hakkını borsa endeksinin düşük olduğu dönemde kullanması ve azınlığın aleyhine bir sonuç meydana gelmesi riskini yaratmaktadır⁴⁴¹. Kanaatimizce bu eleştiri yerindedir. Ancak uzun zaman aralıklarının da gerçekçi olmayan bir sonuç doğurması ihtimali bulunmaktadır⁴⁴².

Piyasada oluşan fiyatın, her zaman payın gerçek değerini isabetli olarak yansıtacağı söylenemez. Gerçekten de özellikle piyasa aktörlerinin bilgiye ulaşma imkânları ve bu bilgileri değerlendirme yetileri sınırlı olduğundan piyasalarda mutlak bir etkinlik bulunmamaktadır⁴⁴³. Ayrıca borsada oluşan fiyat, piyasadaki günlük ve geçici değişikliklere bağlı olarak, şirketten kaynaklanmayan sebeplerle artıp azalabilir⁴⁴⁴. Bu nedenlerle doktrinde borsa ortaklıklarında borsadaki fiyat ortalamalarının değerlendirme raporu sonuçlarıyla birlikte değerlendirilmesini öneren görüşler bulunmaktadır⁴⁴⁵. Ancak finans literatüründeki baskın görüş, her ne kadar borsa fiyatının payın gerçek değerini her zaman tam olarak yansıtacağı söylenemese de, bunun yine de alternatiflerinden daha isabetli bir gösterge olduğudur⁴⁴⁶.

Karşılaştırmalı hukuktaki baskın eğilim, satma ve çıkarma haklarının bir pay alım teklifini takiben kullanıldığı durumlarda, teklifte geçerli olan fiyatın esas alınmasıdır. Nitekim satma hakkının kullanımına ilişkin adil bedelin belirlenmesinde esas alınan kriterlerden biri, hâkimiyetin kazanılmasının kamuya açıklandığı tarihten önceki bir yıl içinde SerPK m. 26 çerçevesinde zorunlu pay alım teklifi yapılmışsa bu teklifteki fiyattır. Kanaatimizce çıkarma hakkı için de böyle bir kriter getirilmesi yerinde olacaktır⁴⁴⁷. Ancak bunun için Tebliğ’de yapılacak bir düzenleme yetmemekte, SerPK m. 27’de değişiklik yapılması gerekmektedir. Özellikle AB Hukuku’nda, sadece zorunlu değil aynı zamanda gönüllü pay alım tekliflerinde kullanılan fiyatın de dikkate alınması söz konusudur. Ancak teklif fiyatının mevzuat

⁴⁴⁰ Bu açıdan Tebliğ m. 6/2’de belirlenen esasların, Yönerge’de yer alan adil fiyat (*fair price*) kuralı ile uyumlu olmadığı da dile getirilmektedir. Bkz. Karababa, s. 246, 249-252.

⁴⁴¹ Karababa, s. 249; Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklık**, s. 77; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 122-123.

⁴⁴² Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklık**, s. 77.

⁴⁴³ Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklık**, s. 332.

⁴⁴⁴ Karababa, s. 251.

⁴⁴⁵ Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklık**, s. 77.

⁴⁴⁶ Kaisanlahti, s. 503-504 ve dn. 14-15’te sayılan literatür.

⁴⁴⁷ Benzer olarak bkz. Karababa, s. 252.

doğrultusunda belirlendiği zorunlu tekliften farklı olarak gönüllü pay alım teklifinde teklif fiyatı özgürce belirlendiğinden, bunun adil değeri yansıttığının söylenebilmesi için, teklifin yüksek bir oranda kabul edilmiş olması aranmaktadır. Benzer bir uygulama hukukumuzda da yerinde olacaktır.

3. Teminat

Çıkarma bedelinin güvence altına alınması için Tebliğ m. 5/6'da özel bir düzenleme yer almaktadır. Buna göre çıkarma hakkını kullanmak isteyen hâkim ortak, ortaklığa yapacağı başvuruda çıkarma bedelinde bir banka teminat mektubuna yer vermeli veya çıkarma bedeli olarak kullanacağı fonu özel bir hesapta bloke etmelidir. Bu teminata ilişkin bilgi ve belgeler, Tebliğ Ek'inde, ortaklıktan çıkarma hakkının kullanımı için kurula yapılacak başvuruda istenenler arasında sayılmıştır. Dolayısıyla teminatın verilmemesi veya eksik verilmesi durumunda SPK'nın ortaklığın başvurusu üzerine ihraç belgesini onaylamayacağı kabul edilmelidir.

Doktrinde, yatırılan bedelin yetersiz olması durumunda ek bir teminat alınması şartının Tebliğ'e eklenmesi önerilmiştir⁴⁴⁸. Ancak Tebliğ doğrultusunda öncelikle satma hakları kullandırıldığından ve değerlendirme raporu bu süreçte hazırlatıldığından, çıkarma hakkı gündeme geldiğinde bedelin henüz belirlenmemiş olması ihtimali kanaatimizce düşüktür.

4. Bedele İtiraz İmkânı

SerPK m. 27'de satma veya çıkarma hakkı bedeline itiraz edilebilmesi amacıyla herhangi bir başvuru veya dava imkânı öngörülmemiştir. Ancak mevzuatta bedelin belirlenmesine ilişkin esaslar belirlenmişken bu esaslara aykırı olarak hesaplanan bedele karşı dava açılmayacağı düşünülemez.

TTK m. 191'de birleşmede, bölünmede ve tür değiştirmede ortaklık paylarının ve ortaklık haklarının incelemesi davası düzenlenmiştir. Bu işlemler sırasında ortaklık paylarının ve ortaklık haklarının gereğince korunmamış veya ayrılma karşılığının uygun belirlenmemiş olması hâlinde, her ortak, birleşme, bölünme veya

⁴⁴⁸ Karababa, s. 255-256.

tür değiştirme kararının Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilanından itibaren iki ay içinde, söz konusu işlemlere katılan şirketlerden birinin merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinden, uygun bir denkleştirme akçesinin saptanmasını isteyebilir (TTK m. 191/1). Çıkarma bedeline itiraz da, ayrılma akçesine itiraz konusunda TTK m. 191’de düzenlenen bu davaya kıyasen gerçekleştirilebilir⁴⁴⁹.

Bu davada ileri sürülecek talep, bedelin mevzuata uyum olarak belirlenmediğinin tespiti ve adil bedelin belirlenerek çıkarılan pay sahiplerine ödenmesidir. Dolayısıyla davanın açılması, çıkarmanın gerçekleştirilmesine engel olmayacak; karar da çıkarılan pay sahiplerinin şirkete dönmelerini sağlamayacaktır. Dava niteliği itibarıyla bir eda davasıdır⁴⁵⁰.

Davalı tarafın kim olacağı da üzerinde durulması gereken bir sorundur. Kanaatimizce davalının çıkarma hakkının kullanan hâkim ortak olması gerekir. Her ne kadar Tebliğ m. 5/10-11 uyarınca çıkarılan pay sahiplerine ödemeyi yapan ortaklık olsa da, çıkarma bedeli hâkim ortağın ortaklık hesabına yatırdığı bedeldir (Tebliğ m. 5/8). Eğer dava neticesinde adil bedelin somut olayda ödenenden daha yüksek olduğuna karar verilirse, aradaki farkı da hâkim pay sahibinin ödeyeceğini kabul etmek gerekir. Bu nedenle davalı hâkim pay sahibi olmalıdır⁴⁵¹.

Ortaklık paylarının ve ortaklık haklarının incelemesi davasında alınan karar, davacı ile aynı hukuki durumda bulunmaları halinde bölünmeye veya tür değiştirmeye katılan şirketlerin tüm ortakları hakkında da hüküm doğurur⁴⁵² (TTK m. 191/2). Kanaatimizce çıkarma bedeline itirazda alınan karar, tüm ortaklar hakkında hüküm doğurmalıdır⁴⁵³.

⁴⁴⁹ Karababa, s. 275; Adıgüzel, **Ayrılma**, s. 43; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 124.

⁴⁵⁰ Özatlan, s. 168; Karababa, s. 280-281.

⁴⁵¹ Karababa, s. 287.

⁴⁵² TTK m. 191 Gerekeşi’nde bu fıkrada bir grup davasının düzenlendiği belirtilmiştir. Ancak Kendigelen, burada teknik anlamda grup davası bulunmadığını, sadece kesin hükmün nispi etkisine kanun hükmü ile bir istisna getirildiğini belirtmiştir. Bkz. Abuzer Kendigelen, **Yeni Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler**, İstanbul: XII Levha Yayıncılık, 2016, s. 169.

⁴⁵³ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 125. Karş. Karababa, s. 286.

Davaya ilişkin usul ve esasların netleştirilmesi amacıyla TTK m. 191'dekine benzer bir dava hakkının SerPK m. 27'de açıkça düzenlenmesi gerekmektedir⁴⁵⁴. Bu amaçla hazırlanan ancak yürürlüğe girmeyen Tebliğ taslağında bedele itiraz usulü düzenlenmişti. Buna göre ortaklıktan çıkarma hakkının kullanılacağına kamuya açıklanmasını takip eden otuz gün içinde hâkim ortak dışındaki pay sahipleri kullanım bedelinin adil olmadığı iddiasıyla iadeli taahhütlü mektupla veya noter aracılığı ile Kurula başvurabilecektir. Kurul bu durumda hâkim ortaktan pay bedelinin adil olduğunun tespiti amacıyla Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca bir değerlendirme raporu hazırlatılmasını talep eder. Bu usulün bedele ilişkin itirazları hızlı ve kolay bir şekilde çözme imkânı vardır⁴⁵⁵. Özellikle borsa değeri gibi objektif veriler üzerinden tespit edilmesi gereken bedelde hata yapılmışsa itiraz usulü işleyecektir. Ancak itiraz, değerlendirme raporunda tespit edilen bedele karşı ise itiraz neticesinde SPK tarafından hazırlatılan değerlendirme raporu da Uluslararası Değerleme Standartları doğrultusunda hazırlanacağından maddi hata hâli haricinde benzer bir sonuca ulaşılacaktır⁴⁵⁶.

⁴⁵⁴ Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklık**, s. 80.

⁴⁵⁵ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 124.

⁴⁵⁶ Karababa, s. 254; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 125.

IV. ÇIKARMA HAKKININ KULLANILMASI USULÜ

SerPK m. 27 uyarınca çıkarma hakkının kullanılması usulü, azınlık pay sahiplerinin şirketten uzaklaştırılması sonucunu doğuran diğer kurumlardan⁴⁵⁷ oldukça farklı şekilde tasarlanmıştır. Buna göre çıkarılan pay sahiplerinin paylarının devredilmesi değil; bu payların iptal edilmesi ve bunlar karşılığında çıkarılacak yeni payların hâkim pay sahiplerine satılması söz konusudur.

Bu bölümde öncelikle, sistemimize en yakın usulün benimsendiği İsviçre ağırlıkta olmak üzere yabancı hukuk sistemlerinde takip edilen usuller kısaca açıklanacaktır. Daha sonra Türk Hukuku'nda çıkarma hakkının kullanılması usulü incelenecektir. Bu kapsamda çıkarma hakkının kullanıldığı şirketlere dair KAP'ta yer alan özel durum açıklamalarından hareketle örnekler ışığında Tebliğ hükümleri yorumlanacaktır.

A. Yabancı Hukuk Sistemlerinde Takip Edilen Usuller

Çıkarma hakkının kullanılma usulü, her bir hukuk sisteminde geçerli olan şirketler hukuku ve sermaye piyasası hukuku kuralları ile çok yakından ilişkilidir. Bu nedenle çıkarma hakkının kullanımı usulü, farklı hukuk sistemlerinde oldukça değişik şekillerde kurgulanmıştır.

AB Hukuku'nda çıkarma hakkı, Yönerge'de, pay alım teklifleri ile bağlantılı olarak düzenlenmiştir⁴⁵⁸. Ne pay alım tekliflerine ne de bu bağlamda gerçekleştirilecek çıkarma hakkına ilişkin prosedür, Tebliğ'de tüm detaylarıyla düzenlenmiştir. Aksine, temel ilkeler açıklandıktan sonra üye devletlere kendi ulusal hukukları ve kültürel yapılarıyla uyumlu daha detaylı düzenlemeler yapma yükümlülüğü yüklenmiştir⁴⁵⁹. Nitekim çıkarma hakkının düzenlendiği m. 15'te de

⁴⁵⁷ Çıkarma hakkının benzer kavramlarla karşılaştırılması için bkz. yuk. I.C.

⁴⁵⁸ AB Hukuku'nda çıkarma hakkının düzenlenmesi hakkında genel açıklamalar için bkz. yuk. I.A.2.b.

⁴⁵⁹ Yönerge, p. 26.

hakkın kullanılması usulüne ilişkin detaylı bir açıklama bulunmamaktadır. Konu, üye devletlerin takdirine bırakılmıştır. Bu hükümde usule ilişkin yer alan kural, hâkim pay sahibinin çıkarma hakkını, teklifin kabul edilmesi için tanınan sürenin bitiminden itibaren üç ay içinde kullanması gerektiğidir (Yönerge m. 15/4).

Yönerge, üye devletlerin çıkarma ve satma haklarının uygulama alanını pay alım tekliflerini aşacak şekilde belirlemesine açıkça izin vermiştir⁴⁶⁰. Tebliğ'deki esnek düzenlemeler bu imkân ile birleşince üye devletlerde çıkarma hakkına ilişkin yeknesak bir uygulama yerleşmemiştir⁴⁶¹. Bunların her birindeki düzenlemelerin incelenmesi ise çalışmamızın kapsamını aşmaktadır.

ABD'ye baktığımızda, çıkarma hakkının kullanılması amacıyla uygulamada başvuru iki yöntemin temelinde de birleşme olduğu görülmektedir. Bu sistemde, hâkim pay sahibi, zaten mevcut olan ve kendisinin kontrol ettiği veya bu amaçla kurulacak bir şirket ile azınlık pay sahiplerini çıkarmak istediği şirketi birleştirmekte ve azınlık pay sahiplerine yeni şirketin payları yerine bir miktar nakit vermektedir⁴⁶² (DGCL § 251). Bu durum SerPK m. 27'den ziyade SerPK m. 141'de düzenlenen birleşmede ayrılma akçesi müessesesini anımsatmaktadır. Bu nedenle ABD'de çıkarma hakkının kullanılması usulü şirket birleşmeleri ile ilgili kurallarla yakından bağlantılı olup çalışmamızın kapsamı dışında kalmaktadır.

İsviçre'de ise LIMF m. 137'de düzenlenen çıkarma hakkı, çıkarılan pay sahiplerinin katılma hakkı veren menkul kıymetlerinin (*titres de participation*)⁴⁶³ iptali yoluyla kullanılmaktadır. SerPK m. 27 ve Tebliğ m. 5'te öngörülen prosedür ile karşılaştırmak bakımından bu hükmün incelenmesi önem taşımaktadır.

LIMF m. 137 doğrultusunda çıkarma hakkı, şirkete karşı açılan bir dava yoluyla kullanılır. Teklifi takip eden üç aylık süre içinde hâkim pay sahibi, mahkemeden diğer pay sahiplerinin katılma hakkı veren menkul kıymetlerini iptal etmesini istemelidir (LIMF m. 137/1). Daha sonra şirket, iptal edilen menkul

⁴⁶⁰ Yönerge, p. 24.

⁴⁶¹ Elst/Steen, *A Comparative Analysis*, s. 392-394; Ventoruzzo, s. 898-902.

⁴⁶² ABD Hukuku'nda çıkarma hakkının düzenlenmesi hakkında genel açıklamalar için bkz. yuk. I.A.2.a.

⁴⁶³ LIMF'de geçen "*titres de participation*" ifadesinin tanımı ve Türkçeleştirilmesi ile ilgili açıklamalarımız için bkz. yuk. I.A.2.c.

kıymetlerin yerine yenilerini çıkaracak ve bunları, çıkarılan pay sahipleri için ödenen çıkarma bedeli karşılığında hâkim pay sahibine verecektir (LIMF m. 137/2).

Kararname uyarınca mahkeme, davayı ilan eder ve diğer pay sahiplerine en az üç aylık bir süre vererek davaya katılabileceklerini haber verir (Kararname m. 121/1). İlan, ticaret sicil gazetesinde ve mahkemenin uygun bulduğu diğer şekillerde ve üç kez yapılır (Kararname m. 121/2). Davaya katılan pay sahipleri, şirketten bağımsız olarak hareket etme imkânına sahiptir (Kararname m. 121/3). Hâkim, hakkın kullanılması koşullarının gerçekleşip gerçekleşmediğini inceler ve koşullar mevcutsa menkul kıymetlerin iptali yönünde karar verir. Daha sonra menkul kıymetlerin iptali hem ticaret sicil gazetesinde hem de mahkemenin uygun bulduğu diğer şekillerde ilan edilir (Kararname m. 121/4). Pay sahiplerinin çıkarılması, mahkeme kararının kesinleşmesi ile birlikte gerçekleşmiş olur.

Doktrinde bazı yazarlar, hakkın kullanılması ile birlikte sadece çıkarılanların pay sahipliğinin sona ereceğini, payın ise varlığını sürdüreceğini belirtmektedir. Bu yazarlara göre çıkarma, teknik anlamda payın itfası olmayıp kanundan kaynaklanan otomatik bir devir şeklinde kurgulanmıştır⁴⁶⁴. Ancak her ihtimalde, klasik anlamda payın devrinden farklı olarak burada hâkim pay sahibi, çıkarılan pay sahiplerine doğrudan bir ödeme yapmamaktadır. Mahkeme kararının uygulanması sırasında şirket, çıkarılan pay sahiplerinin temsilcisi rolünü üstlenir⁴⁶⁵ ve hâkim pay sahibinin ödediği bedelin çıkarılanlara verilmesini sağlar.

LIMF m. 137’de açılacak davadaki talep sonucunun ne olması gerektiği net bir şekilde ifade edilmemiştir. Bu nedenle de uygulamada ve doktrinde, hâkim pay sahibinin açtığı davada sadece çıkarılanlara ait menkul kıymetlerin iptalini mi talep etmesi gerektiği yoksa aynı zamanda ödediği çıkarma bedeli karşılığında yeni paylar çıkarılıp kendisine verilmesini talep etmesinin de zorunlu olup olmadığı tartışılmaktadır. Farklı kantonlardaki mahkemelerin bu soruya verdikleri cevaplar değişkenlik göstermektedir. Dolayısıyla tekdüze bir uygulama tespit etmek mümkün değildir⁴⁶⁶. Doktrinde, uygulamadaki bu tutarsızlık nedeniyle bir çözümün mutlak

⁴⁶⁴ Bahar (Der. Tercier/Amstutz, **Code des obligations II**), s. 2888.

⁴⁶⁵ Bahar (Der. Tercier/Amstutz, **Code des obligations II**), s. 2888.

⁴⁶⁶ Örnekler için bkz. Bahar (Der. Tercier/Amstutz, **Code des obligations II**), s. 2889, dn. 44; Iffland/Vaisy, s. 138-139, dn. 107-109.

olarak diğerinden üstün tutulmaması gerektiği ve mahkemelerin esnek bir yaklaşım benimsemesinin faydalı olacağı savunulmaktadır⁴⁶⁷. Bu nedenle İsviçre’de çıkarma hakkının kullanılması, her zaman SerPK m. 27’de kabul edilen usule paralel şekilde gerçekleşmemektedir; zira bu talep şirkete değil de mahkemeye yöneltildiğinden ve şirket de çıkarılan pay sahiplerinin temsilciliğini üstlendiğinden, prosedürün yürütülmesinde çeşitli aktörlerin rol dağılımı farklılaşmaktadır.

Aynı şekilde, hâkimin çıkarma bedelini çıkarılan pay sahiplerine dağıtmaya re’sen karar vermesinin gerekip gerekmediği de tartışmalıdır⁴⁶⁸. Doktrinde kabul edilen görüşe göre, her ne kadar burada şirkete karşı açılan bir dava söz konusu olsa da, bu iş, müessesenin yapısı gereği çekişmesiz yargı işi niteliğinde olup kesin hükmün etkisi, taraflar dışındaki kişileri kapsar. Bu tip davalarda hâkim, kural olarak tarafların talepleri ile bağlı olmadığından pay sahiplerinin haklarını koruyucu önlemleri re’sen almalıdır⁴⁶⁹. Diğer görüş ise burada bir dava olduğunu, re’sen araştırma değil taraflarca getirilme ilkelerinin uygulanacağını savunmaktadır⁴⁷⁰. Ancak bu ilkelerin yol açabileceği olumsuzlukları gidermek amacıyla kanunda açıkça diğer ilgililerin davaya katılması imkânı öngörülmüştür. Karar, sadece taraflar arasında değil, *erga omnes* etkili olacaktır⁴⁷¹.

B. Türk Hukuku’nda Çıkarma Hakkının Kullanılması Usulü

SerPK m. 27’de çıkarma hakkının kullanılması usulü hakkında sadece çok genel bir ifade yer almaktadır. Buna göre çıkarma hakkını kullanmak isteyen hâkim ortaklar, “azınlıkta kalan ortakların paylarının iptalini ve bunlar karşılığı çıkarılacak yeni payların kendilerine satılmasını ortaklıktan talep edebilirler”. Kullanım usulüne ilişkin detaylar ise Tebliğ’de düzenlenmiştir.

⁴⁶⁷ Bahar (Der. Tercier/Amstutz, **Code des obligations II**), s. 2889.

⁴⁶⁸ Iffland/Vaisy, s. 138-139; Bahar (Der. Tercier/Amstutz, **Code des obligations II**), s. 2889.

⁴⁶⁹ Iffland/Vaisy, s. 138-139.

⁴⁷⁰ Bahar (Der. Tercier/Amstutz, **Code des obligations II**), s. 2889. Ancak yazar, çıkarma hakkının doğumu koşullarının olduğu durumlarda zaten yönetim kurulunun hâkim pay sahibine direnmesini beklemenin gerçekçi olmadığını kabul etmekte ve bu nedenle davanın çekişmeli bir yargı işi olarak düzenlenmesini eleştirmektedir.

⁴⁷¹ Bauen/Bernet/Rouiller, s. 407, dn. 221.

1. Kamunun Aydınlatılması

Kamunun aydınlatılması, sermaye piyasası ile ilgili kişilerin, özellikle de yatırımcıların ihtiyaç duydukları bilgileri edinmeleri ve bu sayede sermaye piyasasının güvenli ve açık bir şekilde işlemesi amacına yöneliktir⁴⁷². Böylece hem yatırımcıların aldatılmaktan korunmalarının ve haklarını bilinçli bir şekilde kullanmalarının kolaylaştırılması mümkün olur hem de piyasaya duydukları güven arttıkça katılımlarının sürekliliği sağlanabilir⁴⁷³.

Kamunun aydınlatılmasına ilişkin ana kural, SerPK m. 15/1’de yer almaktadır. Bu hüküm doğrultusunda sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler, ihraççılarca veya ilgili taraflarca kamuya açıklanmalıdır. Çıkarma hakkının doğumu ve kullanılmasına ilişkin bilgilerin de sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte olduğuna şüphe yoktur. Nitekim Tebliğ’de de hakkın kullanılmasına ilişkin birçok aşamada kamunun aydınlatılmasına ilişkin yükümlülükler düzenlenmiştir. Çıkarma ve satma hakkı kullanılan ortaklıkların kamuyu aydınlatma yükümlülükleri kuşkusuz ki sadece Tebliğ’deki düzenlemelerle sınırlı değildir. SerPK’da ve Kurulun ikincil düzenlemelerinde kamunun aydınlatılması ile ilgili öngörülen yükümlülüklerle uymaya devam edilmesi gerekmektedir. Ancak bu kuralların tamamının incelenmesi, çalışmamızın kapsamını aşmaktadır.

Tebliğ uyarınca yapılacak açıklamalar, Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde gerçekleştirilir (Tebliğ m. 7/1-2, m. 5/1, 11). Bu düzenlemeler, II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği⁴⁷⁴ ve II-15.2 sayılı Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği’dir⁴⁷⁵.

⁴⁷² Kamuyu aydınlatma ilkesi ile ilgili detaylı açıklamalar için bkz. Yanlı, s. 95 vd.; Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 187 vd.; Memiş/Turan, s. 33 vd.; Ali Paşlı, **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**, İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2005, s. 243 vd..

⁴⁷³ Yanlı, s. 96, 105.

⁴⁷⁴ 23.01.2014 tarihli ve 28891 sayılı RG.

⁴⁷⁵ 23.01.2014 tarihli ve 28891 sayılı RG.

Satma ve çıkarma haklarının kullanımına ilişkin süreç, kamunun aydınlatılması ile başlar. Tebliğ m. 5/1’de, satma hakkının kullanılması bakımından hak düşürücü süre, çıkarma hakkının kullanılması bakımından ise kanuni şart⁴⁷⁶ teşkil eden üç aylık sürenin başlangıcı, “hâkim ortak tarafından hâkim ortak konumunun kazanıldığı veya bu konumda iken ek pay alındığının kamuya açıklanması anı” olarak belirlenmiştir. Satma hakkına ilişkin sürenin dolmasının çıkarma hakkının kullanılmasının bir koşulu olarak kurgulandığı ve hakların kullanım bedellerinin hesaplanma yöntemlerinin birbirinden farklı olduğu Tebliğ sistematığında, sürecin kamuya yapılacak açıklama ile başlaması kanaatimizce de isabetlidir. Böylece hâkim pay sahibinin, daha sonra çıkarma hakkını kullanabilmek amacıyla azınlık pay sahiplerinin satma haklarını kullanmalarını zorlaştırması mümkün olmayacaktır⁴⁷⁷.

II-15.1 sayılı Tebliğ m. 26 doğrultusunda Kurul, gerekli gördüğü durumlarda kamunun zamanında, tam ve doğru olarak aydınlatılması amacıyla ihraççılardan ve/veya ilgili taraflardan açıklama yapılmasını isteyebilir (II-15.1 sayılı Tebliğ m. 26, II-15.2 sayılı Tebliğ m. 9). Hâkim ortak, kamuya açıklama yapmazsa çıkarma hakkını kullanmaya başlayamayacak olmasına rağmen açıklamadan kaçınırsa Kurul, bu hükme dayanarak açıklama yapılmasını talep edebilir. Böylece hâkim ortak çıkarma hakkını kullanacak olmasa dahi azınlık pay sahiplerinin satma haklarını kullanmasını engellemek amacıyla kamuya açıklama yapmaktan kaçınamayacaktır.

Tebliğ’de hâkim ortağın ve ortaklığın kamuya açıklaması gereken hususlar ayrı ayrı düzenlenmiştir. Hâkim ortağın kamuya açıklayacağı hususlar, hâkim ortak konumunun kazanılması veya bu konumda iken ek pay alınması, bu konumun kaybedilmesi ve ortaklıktan çıkarma hakkının kullanılmasına karar verilmesi ile birlikte hakkın kullanım bedeli olarak sayılmıştır (Tebliğ m. 7/1). Tebliğ’deki ifadeden, çıkarma hakkının kullanılıp kullanılmayacağına dair açıklamanın, hâkim

⁴⁷⁶ Bu sürenin hukuki niteliği hakkındaki açıklamalar için bkz. yuk. III.A.2.

⁴⁷⁷ II-27.1 sayılı Tebliğ’de çıkarma hakkının kullanılmasına ilişkin sürenin başlangıcı, kamunun aydınlatılmasından bağımsızdı (II-27.1 sayılı Tebliğ m. 5 ve 6). Kamunun aydınlatılması azınlık pay sahiplerinin hakkın doğumundan haberdar olması bakımından çok önemli olduğundan bu düzenleme azınlık pay sahiplerinin haklarını kullanmalarını engelleyeceği veya süreyi çok kısaltacağı gerekçeleriyle doktrinde eleştirilmiştir. Bkz. Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 93. Ancak belirtmek gerekir ki II-27.1 sayılı Tebliğ’de satma hakkının çıkarma hakkına önceliği yoktu. Ayrıca hakların kullanım bedellerinin hesaplanma yöntemi de aynıydı (II-27.1 sayılı Tebliğ m. 7). Dolayısıyla hâkim pay sahibinin kamuya açıklama yapmaktan kaçınarak satma haklarının kullanılmasını engellemeye çalışması ihtimali yürürlükteki sisteme nazaran daha düşüktü; çünkü sadece hâkim ortağın ne satma ne de çıkarma haklarının kullanılmasını istediği durumda bir anlam ifade etmekteydi.

ortak konumunun kazanılmasına ve dolayısıyla çıkarma hakkının doğumuna ilişkin açıklama ile aynı anda yapılması gerektiği sonucu çıkmamaktadır. Kanaatimizce bu açıklama, satma haklarının kullanılmasına ilişkin sürenin sonuna kadar yapılabilirdir. Ancak uygulamada hâkim ortak, satma ve çıkarma haklarının doğduğuna ilişkin açıklamasında bu bilgiye yer vermekte ve bu bilgi, şirketin süreci açıklayan özel durum açıklamasında da tekrarlanmaktadır⁴⁷⁸.

Hâkim ortaklığın kamuya açıklaması gereken hususlar Tebliğ m. 7/2'de sayılmıştır:

a) Ortaklıktan çıkarma hakkının kullanımı talebinde bulunulması amacıyla ortaklığa başvurulması, ortaklıktan çıkarma süreci ve ortaklıktan çıkarma sürecinin sonuçlarına ilişkin bilgi,

b) Satma hakkının doğması, satma hakkının kullanımı talebiyle ortaklığa başvuruda bulunulması halinde, başvuru geldiği sürece günlük olarak, bu hakkı kullanmayı talep eden ortakların sayısı, sermayedeki pay oranları ile toplam satma hakkı bedeli,

c) Bedelinin tespitine ilişkin olarak hazırlanan değerlendirme raporunun özet veya sonuç kısmı dâhil satma hakkı bedeli,

ç) Satma hakkının kullanım süresi sonucunda, bu hakkı kullanan ortakların sayısı ve sermayedeki pay oranları ile hâkim ortağın sermayedeki pay oranı.

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda hâkim ortağın ortaklıktan çıkarma hakkını kullanacağına ilişkin açıklama, ortaklıktan çıkarma hakkının kullanılması sebebi ile payların iptal edileceği ve pay sahibi olan ortakların satım

⁴⁷⁸ Çıkarma hakkının kullanılmayacağına ilişkin açıklama örneği için bkz. Carrefoursa Carrefour Sabancı Ticaret Merkezi A.Ş.'nin 07.10.2015 tarihli özel durum açıklaması, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/471625>, e.t.: 15.07.2017. Çıkarma hakkının kullanılmayacağı durumda bu hususun açıklanması mantıklıdır. Amaç, aslında şirkette kalmak istemesine rağmen, satma hakkını kullanmasa bile hâkim ortak tarafından çıkarılabileceğinden çekindiği için satma hakkını kullanma zorunda kalan pay sahiplerini rahatlatmaktır. Nitekim Carrefoursa Carrefour Sabancı Ticaret Merkezi A.Ş. örneğinde de çıkarma hakkı bedeli, satma hakkı bedelinden daha düşük olduğundan azınlık pay sahiplerinin satma hakkını kullanmamaktan çekinmesi olasıdır (bkz. 13.10.2015 tarihli özel durum açıklaması, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/473087>, e.t.: 15.07.2017). Çıkarma hakkının kullanılmayacağı açıklamasından sonra ise kimsenin satma hakkını kullanmadığı görülmektedir. (bkz. 05.01.2016 tarihli özel durum açıklaması, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/494200>, e.t.: 15.07.2017). Azınlık pay sahiplerinin gerekçelerinin ne olduğundan emin olmak mümkün olmasa da, çıkarma hakkının kullanılmayacağı açıklaması bu kararda etkili olmuş olabilir. Çıkarma hakkının kullanılacağına ilişkin açıklama örneği için bkz. Türk Ekonomi Bankası A.Ş.'nin 17.11.2014 tarihli özel durum açıklaması, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/396611>, e.t.: 15.07.2017).

bedeli karşılığında sahip oldukları pay senetlerinin imhası için ortaklığa başvurmaları gerektiği bilgilerini de içermelidir. Bunlar aynı zamanda ortaklık merkezinin bulunduğu yerde yayımlanan en yüksek tirajlı yerel süreli yayınlardan birinde veya ulusal bir gazetede ilan edilir (Tebliğ m. 5/11).

Bütün bu açıklamalar, II-15.1 sayılı Tebliğ'de açıklamaların bildirim şekli, kapsamı ve özellikleri hakkında öngörülen kurallar doğrultusunda yapılacaktır. Buna göre, açıklamalar Türkçe ve KAP'ta yer alan ilgili form kullanılarak KAP'ta yapılır (II-15.1 sayılı Tebliğ m. 23). Açıklamaların doğru, tam, dolaysız, anlaşılabilir ve yeterli olması gerekir (II-15.1 sayılı Tebliğ m. 24, II-15.2 sayılı Tebliğ m. 6).

Sermaye piyasası araçları borsada işlem gören şirketler, özel durum açıklamalarını en geç kamuya açıklama yapıldıktan sonraki iş günü içinde KAP'ta ihraççıya ilişkin genel bilgilerde belirtilen internet sitesinde ilan etmek ve söz konusu açıklamaları beş yıl süreyle bu internet sitesinde bulundurmak zorundadır. Sermaye piyasası araçları borsada işlem görmeyen ihraççılar ise, özel durum açıklamalarını en geç kamuya açıklama yapıldıktan sonraki beş iş günü içinde varsa kendilerine ait internet sitesinde ilan etmek ve söz konusu açıklamaları beş yıl süreyle bu internet sitesinde bulundurmak zorundadır (II-15.1 sayılı Tebliğ m. 24).

2. Satma Haklarının Kullanılması

Hâkim ortak konumunun kazanıldığının veya bu konumdayken ek pay alındığının kamuya açıklanmasını takiben öncelikle isteyen pay sahiplerine satma hakları kullandırılır. Satma hakkını kullanma talebinin ortaklığa iletilmesi için üç aylık bir hak düşürücü süre öngörülmüştür (Tebliğ m. 5/1). Bu sürenin dolması, çıkarma hakkı bakımından bir kanuni şart teşkil eder. Dolayısıyla bu süre içerisinde çıkarma hakkı kullanılamaz.

Hâkim ortak, bu üç aylık süre içerisinde, satma hakkının kullanılması sebebiyle yaptığı alımlar hariç olmak üzere, ek pay alımında bulunamaz (Tebliğ m. 5/1). Bu sürede hâkim ortak konumu kaybedilse bile sürenin bitimine kadar satma hakkının kullandırılmasına devam edileceği Tebliğ m. 5/1'de açıkça belirtilmesine rağmen, çıkarma hakkının da kullanılıp kullanılamayacağı hakkında bir açıklık yoktur.

Doktrinde hakkın kullanımı hâkimiyete bağlandığından, hâkimiyet kaybedilirse çıkarma hakkının da son bulacağı ve dolayısıyla kullanılamayacağı kabul edilmektedir⁴⁷⁹. Tebliğ’de satma hakkının kullandırılmasına devam edileceği belirtilmesine rağmen çıkarma hakkı ile ilgili benzer bir düzenlemenin yapılmamış olması da bu sonucu kuvvetlendirmektedir. Kanaatimizce de bu durumda çıkarma hakkı son bulacaktır.

Satma hakkı, pay sahibinin sahip olduğu imtiyazlı ve imtiyazsız tüm paylar için kullanılmalıdır (SerPK m. 27/5). Ne SerPK m. 27 ne de Tebliğ farklı pay gruplarının varlığı halinde hakkın sadece belirli bir grup pay için kullanılmasına izin veren bir hüküm içermektedir. Öngörülme amacı da değerlendirildiğinde hakkın sahip olunan tüm paylar için kullanılması gerektiği sonucu baskın çıkmaktadır. Pay sahibi satma hakkını paylarının sadece bir bölümü için kullanırsa başvurusu geçersiz sayılmalıdır⁴⁸⁰. Çıkarma hakkı gibi satma hakkı da yenilik doğuran hak olduğundan, kural olarak şarta bağlı olarak kullanılamaz⁴⁸¹.

Satma hakkı, kullanılmasıyla birlikte sonuç doğurur. Hâkim ortak pay bedellerini yatırmaktan kaçınırsa bedelin ödenmesi için dava açılabilceği gibi⁴⁸² SerPK m. 103’teki idari para cezası yaptırımları da gündeme gelir.

3. Hâkim Ortağın Ortaklığa Başvurusu

Hâkim ortak, satma hakkının kullanımına ilişkin üç aylık sürenin sona ermesini takiben en geç üç işgünü içinde ortaklığa başvurmalıdır⁴⁸³. Başvuruda, hâkim ortağın adı soyadı veya unvanı, adresi ve satım bedeli belirtilmeli; ayrıca ya banka teminat mektubuna ya da çıkarma bedeli için kullanılacak fonun özel bir hesapta bloke edildiğine ilişkin belgeye yer verilmelidir (Tebliğ m. 5/6).

⁴⁷⁹ Karababa, s. 257; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 99. Karababa, hâkimiyetin üç aylık süre zarfında ve hakkın kullanılabileceği üç günlük sürede devam etmesi gerektiğini belirtmiştir. Kanaatimizce hâkimiyetin, hâkim ortağın çıkarma hakkını kullanmak üzere şirkete başvurduğu ana kadar devam etmesi gerekir.

⁴⁸⁰ Yeşiltepe, bu durumda pay sahibinin şirketten çıkma iradesi bulunmadığı için başvurusunun geçersiz sayılması gerektiğini belirtmiştir. Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 95.

⁴⁸¹ Çıkarma hakkının yenilik doğuran hak niteliği hakkındaki açıklamalar için bkz. yuk. II.D.1.

⁴⁸² Bu ihtimalde satma hakkını kullanmış olan tüm pay sahipleri değil, sadece davacı pay sahipleri lehine hüküm verilebileceğine ilişkin bkz. Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 98.

⁴⁸³ Bu süre, hak düşürücü süredir. Bkz. yuk. II.D.1.

Çıkarma hakkı, hâkim ortağın ortaklığa yönelteceği tek taraflı bir irade beyanıyla kullanılır. Ancak bu yenilik doğuran hakkın⁴⁸⁴ kullanılmasıyla azınlık pay sahiplerinin çıkarılması sonucu derhal ve kendiliğinden doğmaz ve hâkim pay sahibi, çıkarılan pay sahiplerinin paylarını devralmış olmaz. Hakkın kullanılması öncelikle, ortaklığın çıkarılan pay sahiplerinin paylarını iptal etme⁴⁸⁵ ve yeni payları çıkartıp hâkim pay sahibine satma yükümlülüğünü gündeme getirir. Nitekim çıkarılanların pay sahipliği, hâkim ortağın yenilik doğurucu hakkını kullandığı an değil, Kurul tarafından onaylanan ihraç belgesinin ticaret siciline tescil edildiği an sona erer (Tebliğ m. 5/9).

SerPK m. 27'nin Gerekçesi, kanun koyucunun çıkarma hakkının kullanılması usulüne ilişkin bu tercihinin nedenlerine dair bir açıklama içermemektedir. Doktrinde de bu husus üzerinde pek fazla durulmamıştır. SerPK m. 27'deki düzenlemenin yerinde olup olmadığının değerlendirilebilmesi için öncelikle pozitif hukukta yer alan benzer düzenlemeler incelenmelidir.

Benzer nitelikteki yenilik doğuran hakların bir bölümünde hakkın kullanılmasıyla sadece taraflar arasında payın devrine ilişkin bir sözleşme kurulmaktadır. Pay alım ve satım opsiyonlarında hakkın kullanıldığına ilişkin beyanın karşı tarafa iletilmesi ile satım sözleşmesi kurulmuş olur ve karşı taraf paylarını devretme veya semeni ödeme borcu altına girer⁴⁸⁶. Eğer sözleşmeden doğan borçlar ifa edilmezse, aynen ifa davası açılabilir⁴⁸⁷. Ancak belirtmek gerekir ki hakkın kullanılmasını takiben pay devrinin pay defterine kaydedilmesini şirket bağlam hükümlerine dayanarak reddedebilir⁴⁸⁸. Benzer şekilde TTK m. 202/1.b⁴⁸⁹ uyarınca hâkimin davacı pay sahiplerinin paylarının hâkim şirket tarafından satın alınmasına karar verdiği durumlarda da bu kararın, davacı pay sahiplerine payları devretme, hâkim şirkete de payı devralma borcu yüklediği ifade edilmektedir⁴⁹⁰.

⁴⁸⁴ Çıkarma hakkının hukuki niteliği ile ilgili ayrıntılı açıklamalar için bkz. yuk. II.D.1.

⁴⁸⁵ İptal ifadesinin anlamı hakkında açıklamalarımız için bkz. aşağı. IV.B.4.a.

⁴⁸⁶ Okutan Nilsson/Atalay, s. 415.

⁴⁸⁷ İcra yoluyla ifanın sağlanması hakkında bkz. Okutan Nilsson/Atalay, s. 416 vd..

⁴⁸⁸ Tekinalp, **Bağlam**, p. 9.11. Reddin sonuçları hakkındaki tartışmalar için bkz. Tekinalp, **Bağlam**, p. 6.5-6.37, 7.23-7.38; Uzel, s. 84, 212 vd..

⁴⁸⁹ Bu hüküm ile çıkarma hakkının karşılaştırması için bkz. yuk. I.C.2.c.

⁴⁹⁰ Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 383-385; Çelik, s. 326; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 149.

Diğer durumlarda ise mahkeme kararı, taraflar arasında bir sözleşmenin kurulmasını değil, payın mülkiyetinin karşı tarafa geçmesini sağlamaktadır. TTK m. 208’de düzenlenen satın alma hakkı, Kanun’da açıklık olmamakla birlikte, dava yoluyla kullanılan bir yenilik doğuran hak olarak ele alınmaktadır. Doktrinde, satın alma hakkının kullanılması amacıyla açılan davada verilen kararın, payın mülkiyetinin davacıya geçmesini sağladığı savunulmaktadır⁴⁹¹. Yeni pay sahibi, pay defterine kaydedilmeyi ve payların kendisine teslimini bu karara dayanarak talep edebilir. Ancak bunları talep etmese veya talebinin gereği yerine getirilmese de payları iktisap etmiş sayılacaktır. Yine de bu durum, tamamlanması gereken bu gibi işlemler bulunduğu ve bunların uygulamada sorunlara neden olabileceği gerçeğini değiştirmemektedir⁴⁹². Ayrıca bağlam hükümleri doğrultusunda payın devrinin sınırlandırıldığı durumlarda uygulamada tereddütler yaşanması mümkündür; çünkü her ne kadar mahkeme kararıyla gerçekleşse de burada bir devir söz konusudur⁴⁹³. İkinci olarak, haklı sebeple fesih davasında (TTK m. 531) mahkeme davacı pay sahiplerinin şirketten çıkarılmasına karar verirse bu kararın kesinleşmesi ile davacının pay sahipliği sıfatının sona ereceği kabul edilmektedir⁴⁹⁴. Ancak doktrinde, esas sözleşmesel bağlamın payların devrinin önünde engel oluşturabileceği belirtilmektedir⁴⁹⁵. Bu nedenle hâkimin vereceği kararda bu devir bakımından esas sözleşmesel bağlamı kaldırabileceği savunulmakta⁴⁹⁶; ancak yine de TTK’da bu yönde düzenleme yapılması önerilmektedir⁴⁹⁷. Kanaatimizce de TTK m. 531’in hâkime verdiği geniş takdir yetkisi karşısında, mahkemenin bağlamı da etkisizleştirebileceğini kabul etmek gerekmektedir.

Görüldüğü gibi, çıkarılan ortaklara ait payların hâkim pay sahibine devri yöntemi benzer müesseseler için kabul edilmiş olmakla birlikte özellikle bağlam hükümlerinin varlığı halinde uygulamada tereddütler yaşanabileceğine dikkat çekilmiştir. Buna ek olarak, yenilik doğuran hakkın kullanılması veya inşai hükmün kesinleşmesiyle birlikte payın mülkiyeti geçse bile pay senetlerinin devri ve pay defterine kayıt gibi işlemler gerçekleştirilirken sorunlar yaşanması mümkündür. Bu

⁴⁹¹ Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**, s. 443; Çelik, s. 256; Karababa, s. 176.

⁴⁹² Karababa, s. 176, dn. 526.

⁴⁹³ Çelik, s. 256-257; Karababa, s. 176, dn. 526.

⁴⁹⁴ Çelik, s. 313; Şahin, s. 460-461.

⁴⁹⁵ Ersin Çamoğlu, “Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshinde Hakimin Takdir Yetkisi”, **BATİDER C. XXXI, S. 1, 2015**, s. 11; Çelik, s. 315, dn. 152.

⁴⁹⁶ Çamoğlu, s. 11.

⁴⁹⁷ Çelik, s. 257, dn. 350.

açılardan yaklaşıldığında SerPK m. 27’de benimsenen çözümün avantajları görülmektedir. Böylece payın devrinin neden olduğu tartışmalar devre dışı kalmaktadır⁴⁹⁸. Nitekim doktrinde TTK m. 208’de SerPK m. 27’deki gibi çıkarılan pay sahiplerinin paylarının iptal edilmesi yönünde değişiklik yapılması önerileri gündeme getirilmektedir⁴⁹⁹. Ancak SerPK m. 27’de öngörülen usulü eleştiren ve mevcut payların devrinin süreci kolaylaştıracağını savunan yazarlar da bulunmaktadır⁵⁰⁰.

Bu noktada çıkarma hakkının İsviçre’de olduğu gibi dava yoluyla kullanılmasının süreci kolaylaştırıp kolaylaştırmayacağı düşünülebilir. Yukarıda açıklandığı gibi, İsviçre’de çıkarma hakkını kullanmak isteyen hâkim pay sahibinin talebinin kapsamının ne olması gerektiği, bu talep neticesinde verilen kararın davanın tarafı olmayan pay sahiplerine etkisi ve kararın nasıl uygulanması gerektiği gibi usul hukuku sorunları tartışma yaratmakta ve farklı mahkemelerin kararları arasında uyumsuzluklar göze çarpmaktadır⁵⁰¹. Bu nedenle çıkarma hakkının SPK gibi bir idari otoritenin denetiminde kullanılmasının uygulamayı kolaylaştırıcı bir etkisi olduğu söylenebilir. Ancak bu durumda da bedele itiraz konusu başta olmak üzere, hem çıkarılan pay sahiplerine hem de hâkim pay sahibine hakkın kullanılması sürecine ilişkin itirazları ile ilgili olarak dava açma imkânı tanınmalıdır.

Kanaatimizce çıkarma hakkının kullanılması usulü ile ilgili en önemli sorun, pay devri şeklinde kurgulanmaması değil; mevcut payların iptali ve onlar yerine çıkarılacak yeni payların çıkarılması usulünün Tebliğ’de başarısız bir şekilde kaleme alınmış olmasıdır⁵⁰².

Son olarak belirtmek gerekir ki, pay dışındaki menkul kıymetler ne satma ne de çıkarma hakkının kapsamına girer. Dolayısıyla çıkarma hakkının kullanılması ile pay dışındaki menkul kıymetlerin iptali sağlanamaz⁵⁰³.

⁴⁹⁸ Karababa, s. 271.

⁴⁹⁹ Çelik, s. 257.

⁵⁰⁰ Karababa, s. 271, dn. 778; Karacan, s. 199.

⁵⁰¹ Bkz. yuk. IV.A.

⁵⁰² Bu konudaki detaylı açıklamalarımız için bkz. aşağıda IV.B.4.c.

⁵⁰³ Aynı yönde bkz. Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 52, 100.

4. Ortaklık Tarafından Yerine Getirilmesi Gereken İşlemler

a. Yönetim Kurulu Kararı ve Sermayenin Eş Zamanlı Olarak Artırılması ve Azaltılması

Hâkim ortağın çıkarma hakkını kullanmak üzere ortaklığa yaptığı başvuru, yönetim kurulunun Tebliğ’de belirtilen işlemleri yapması yükümlülüğünü gündeme getirmektedir. Başvuru üzerine öncelikle ortaklık yönetim kurulu, “diğer ortakların paylarının iptali ile söz konusu paylar karşılığında çıkarılacak yeni payların ihracı amacıyla karar alarak” ihraç belgesinin⁵⁰⁴ onaylanmasını teminen Tebliğ ekinde⁵⁰⁵ yer alan belgelerle birlikte Kurula başvuracaktır (Tebliğ m. 5/7). Bu hükümde geçen “diğer ortakların paylarının iptali ile söz konusu paylar karşılığında çıkarılacak yeni payların ihracı” ifadesinin anlamı ve alınacak kararın hukuki niteliği açık değildir. Payların iptal edilmesi itfa anlamında mıdır?

⁵⁰⁴ VII-128.1 sayılı Tebliğ m. 2/3 de halka açık ortaklıkların sermaye artırımı suretiyle çıkarılan paylarının halka arz edilmeksizin satışında ihraç belgesi hazırlanmasını ve bu ihraç belgesinin Kurulca onaylanmasını zorunlu tutmaktadır. İhraç belgesi, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihraç edilmesi durumunda, yurt dışında gerçekleştirilecek ihraçlarda veya bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde duyuru metni hazırlanan sermaye piyasası aracı ihraçları hariç olmak üzere ihraççıların izahname hazırlanmaksızın gerçekleştireceği her türlü sermaye piyasası aracı ihracında, çıkarılacak sermaye piyasası araçlarının niteliği ve satış şartları hakkındaki bilgileri içeren belgedir (II-5.1 sayılı Tebliğ m. 4/1.ğ).

⁵⁰⁵ Belgeler Tebliğ ekinde şu şekilde sayılmıştır:

1. Yürürlükte bulunan tüm değişiklikleri içeren ve tek bir metin haline getirilmiş, ortaklığı temsile yetkili kişilerce imzalı esas sözleşme,
2. Esas sözleşmede yer alan pay gruplarına ve bu gruplara tanınan imtiyaz ve kısıtlamalara ilişkin bilgiler,
3. Hâkim ortağın adı soyadı/unvanı, adresi ve satım bedeli,
4. Pay değerlerinin tespiti amacıyla Kurulun ilgili düzenlemelerine göre hazırlanmış değerlendirme raporu,
5. Türkiye’de bankacılık faaliyetinde bulunma yetkisine sahip bir banka tarafından verilen teminat mektubuna veya ortaklıktan çıkarma hakkı için kullanılacak özel bir hesapta bloke edilmiş fona ilişkin bilgi ve belgeler,
6. Yönetim kurulunun diğer ortakların paylarının iptali ile söz konusu paylar karşılığında çıkarılacak yeni payların ihracına ilişkin kararı,
7. İhraç belgesi,
8. Esas sermaye sistemindeki ortaklıklarda sermaye maddesinin değişikliğine ilişkin madde tadil tasarısı,
9. Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklarda, Kanunun 18 inci maddesinin yedinci fıkrası uyarınca tescil ve ilan ettirilecek çıkarılmış sermayeyi gösteren esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin yeni şekli,
10. Ortaklığın mevcut sermayesinin ödendiğinin tespitine ilişkin mali müşavir raporu,
11. Ortaklığın son durum itibarıyla yüzde beş ve üzeri pay sahiplerini gösterir şekilde ortaklık yapısı ile mevcut yönetim kurulu üyeleri hakkında bilgi,
12. Ortaklığın yaptığı son sermaye artırımı tescilinin ilanına ilişkin TTSG,
13. Ortaklığı temsile yetkili kişilerin noter onaylı imza sirküleri,
14. Kurulca istenecek diğer bilgi ve belgeler.

Tebliğ m. 5/8’de hâkim ortağa tahsisli olarak yapılacak sermaye artırımına açıkça değinilmiştir. Buna rağmen sermayenin azaltılması veya payın itfası⁵⁰⁶ kavramları hiçbir hükümde geçmemektedir. Tebliğ’deki ifadelerin açık olmaması ve özellikle TTK’da kullanılan terimlerle uyumsuzluklar nedeniyle sürecin nasıl ilerleyeceği hakkında doktrinde fikir birliği bulunmamaktadır⁵⁰⁷.

Bir görüşe göre bu aşamada fiziken bastırılmış olan pay senetleri ve kayden ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçları iptal edilmekte; ancak bunların temsil ettiği pay⁵⁰⁸, varlığını sürdürmektedir⁵⁰⁹. Bu görüş Tebliğ’in lafzına doğrudan aykırı olmamakla birlikte kanaatimizce bizi yanlış bir sonuca götürmektedir. Belirtildiği gibi, sermaye artırımının yapılması gerektiği Tebliğ’de açıkça yer almaktadır. Eğer artırım yapılmasına rağmen azaltım gerçekleştirilmezse çıkarma hakkının kullanılmasına ilişkin süreç tamamlandığında şirketin sermayesi başlangıçtan daha yüksek olacaktır⁵¹⁰. Ancak hâkim pay sahibinin şirkete ödediği ve bir bölümüyle sermaye artırımının yapılan çıkarma bedeli ise çıkarılan pay sahiplerine verileceğinden kâğıt üzerinde sermaye artmasına rağmen şirket malvarlığı artmamış olur. Bu durum ise malvarlığının korunması ilkesine aykırılık teşkil edecektir⁵¹¹.

Diğer bir görüş ise söz konusu iptalin pay iptali olmadığı; çünkü pay iptalinin sermayenin azaltılmasını gerektirdiği, bu aşamada sadece çıkarılan ortakların pay sahipliğinin iptal edildiği yönündedir. Bu görüşe göre süreç önce sermaye azaltımı

⁵⁰⁶ İtfâ, payların yok edilmesi ve dolayısıyla bu paylardan kaynaklanan ortaklık haklarının da sona ermesi anlamına gelir. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **ETK Ortaklıklar**, p. 1423; Çağlar, s. 59.

⁵⁰⁷ Tebliğ’deki ifadeler hakkında eleştiriler için bkz. Karacan, s. 199; Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 81; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 102.

⁵⁰⁸ Anonim ortaklıklar hukukunda pay, farklı anlamlara sahiptir. Pay, esas sermayenin belirli bir birim değere bölünmüş her bir parçasını, pay sahipliği mevkiini ve son olarak ortaklık haklarını içeren belgeyi ifade etmektedir. Payın farklı anlamları hakkında bkz. Pulaşlı, C. II, s. 1269, 1273; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, p. 758-762. Burada aktarılan görüşe göre iptal edilen pay senedi olup, pay sahipliği mevki varlığını sürdürmektedir.

⁵⁰⁹ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 104 ve dn. 238.

⁵¹⁰ Yeşiltepe, bu durumda çıkarılan pay sahiplerine ait payların, bedelleri şirket tarafından ödendiğinden şirkete ait olacağını belirtmektedir. Bkz. Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 105.

⁵¹¹ Nitekim Tebliğ’deki düzenlemelerin artırım ile eş zamanlı sermaye azaltımı yapılmasını gerektirmediğini savunan Yeşiltepe de durumu sermayenin korunması ilkesine ve sermayenin iadesi yasağına aykırı bulmakta ve doğru çözümün sermaye artırımını ile eş zamanlı sermaye azaltımı olduğunu kabul etmektedir. Bkz. Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 113. Bu eleştiriye katılıyor; ancak Tebliğ’in açıkça sermaye azaltımı ifadesi kullanılmamakla birlikte eş zamanlı sermaye artırımını ve azaltımı öngördüğünü düşünüyoruz. Ayrıca, kanaatimizce bu durum malvarlığının korunması ilkesine aykırılık teşkil edecek olmakla birlikte, sermayenin iadesi yasağını ihlal edeceği kesin değildir. Sermayenin iadesi yasağının kapsamının, ortaklığın esas sermayesine karşılık gelen özvarlıklarla sınırlı olduğu kabul edilmektedir. Eğer esas sermayenin karşılığı azalmıyorsa bu durumda sadece malvarlığının korunması ilkesine aykırılık söz konusu olur. Bkz. Sevi, **Sermayenin İadesi**, s. 438, 439; Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. I, s. 121-123.

sonra da aynı oranda sermaye artırımı yapılmasına göre dizayn edilmiş durmakta; ancak bunlar TTK’da yer alan sermaye artırımı ve azaltım merasimine tam olarak uymayan “sanal bir süreç”⁵¹² olarak karşımıza çıkmaktadır.

Kanaatimizce çıkarma hakkının kullanılması üzerine, çıkarılan pay sahiplerinin paylarının itfa edilmesi, diğer bir deyişle söz konusu sermaye piyasası araçlarının iptal edilmesi söz konusu olmaktadır. Bu itibarla, çıkarma hakkı kullanılırken eş zamanlı olarak sermaye artırımı ve azaltımı yapılmalıdır⁵¹³. Yukarıda da değinildiği gibi, çıkarma hakkının kullanılması neticesinde şirket sermayesinin rakamsal olarak değişmemesinin tek yolu, Tebliğ’in öngördüğü sermaye artırımının eş değerde bir sermaye azaltımı ile birlikte gerçekleştirilmesidir. Burada teknik olarak bir sermaye azaltımı ve artırımı olsa da, aslında şirketin ne kâğıt üzerindeki sermayesi ne de malvarlığı azalmakta ve artmaktadır.

TTK’ya baktığımızda da sermaye azaltımının mutlaka sermayenin bir kısmının pay sahiplerine iade edilmesi amacıyla yapılmadığı görülmektedir. Çıkarma hakkının kullanılması sırasında gerçekleştirilecek sermaye artırımı ve azaltımının tabi olacağı kuralları tespit edebilmek için öncelikle bu yöntemlere kısaca değinilecektir.

İlk olarak, bilanço açığının kapatılması amacıyla sermayenin azaltılması mümkündür. Bilanço zararının⁵¹⁴ söz konusu olduğu bir şirkette sermayenin bilanço açığı miktarında azaltılması, kayıtları fiili durum ile uyumlu hale getirecektir. Bu azaltım neticesinde şirket malvarlığında azalma olmamakta, sadece muhasebe kayıtları var olan azalmayı yansıtır hale gelmektedir⁵¹⁵. Bu yöntem basit yoldan azaltma⁵¹⁶, basit azaltma ve açıklayıcı sermaye azaltımı olarak adlandırılmaktadır⁵¹⁷. TTK m. 376/2’de de son yıllık bilançooya göre, sermaye ile kanuni yedek akçeler

⁵¹² Karacan, s. 199.

⁵¹³ Aynı yönde bkz. Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 80-81. Karş. Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 113. Karababa, Tebliğ’de açıkça sermayenin azaltılması usulünden bahsedilmemiş olsa da itfa yolunun izlenmesi gerektiği konusunda şüphe etmemek gerektiğini belirtmesine rağmen (Karababa, s. 260, dn. 759) daha sonra sadece çıkarma hakkına yönelik bedelin, ihraç olunacak yeni paylar gereği artırılan sermayenin altında veya üstünde olması ihtimali söz konusu olduğunda sermayenin azaltılması ve artırılması usulünün bir arada izlenmesi gerekeceğini ifade etmiştir (Karababa, s. 265).

⁵¹⁴ Bu zarar ile şirketin sermayesinin en fazla 2/3’ünü kaybetmiş olması gerekir. Aksi takdirde TTK m. 376/3 uygulanacaktır. Detaylı açıklamalar için bkz. Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, p. 9.107.

⁵¹⁵ Çağlar, s. 103; Heinzmann (Der. Tercier/Amstutz, **Code des obligations II**), s. 1278; Pulaşlı, C. II, s. 1866.

⁵¹⁶ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, p. 9.106.

⁵¹⁷ Çağlar, s. 103; Pulaşlı, C. II, s. 1866.

toplaminin üçte ikisinin zarar sebebiyle karşılıksız kaldığı anlaşıldığı takdirde, derhâl toplantıya çağrılan genel kurul, sermayenin üçte biri ile yetinme veya sermayenin tamamlanmasına karar vermediği takdirde şirketin kendiliğinden sona ereceği belirtilmiştir⁵¹⁸. Bu durumda tıpkı olağan sermaye azaltımında olduğu gibi TTK m. 473'teki usul izlenecektir. Ancak yönetim kurulu, alacaklıları çağdırmaktan ve bunların haklarının ödenmesinden veya teminat altına alınmasından vazgeçebilir (TTK m. 474/2).

İkinci bir yöntem ise sermayenin artırılması ve azaltılmasının aynı anda yapılmasıdır. TTK m. 473/1 uyarınca sermaye azaltılarak, azalan kısmın yerine geçmek üzere bedelleri tamamen ödenecek yeni paylar çıkarılıyorsa sermaye miktarı aynı kaldığı için esas sözleşme değişmemektedir⁵¹⁹. Bu nedenle doktrinde sadece yapılan işlemin ve sermayenin tamamen ödenmiş olduğunu belirten yönetim kurulu beyanının tescil edilmesinin yeterli olacağı belirtilmektedir⁵²⁰. Ticaret Sicil Yönetmeliği m. 81 doğrultusunda, sermaye azaltılması ve artırımının eş zamanlı olarak yapılmasına ilişkin genel kurul kararının noter onaylı örneği ve sermayenin azaltılması ve artırılmasının eş zamanlı olarak yapılmasına ilişkin hükümleri içeren değişik şirket sözleşmesi metninin de sicil müdürlüğüne verilmesi gerekmektedir.

Bu noktada Tebliğ'de öngörülen usul, önemli birtakım tartışmaları gündeme getirmektedir. Çözülmesi gereken ilk sorun, çıkarma hakkının kullanılması sırasında alınması gerektiği kanaatinde olduğumuz eş zamanlı sermaye artırımı ve azaltımı kararlarının hangi organ tarafından alınacağıdır.

TTK m. 408 uyarınca esas sözleşmenin değiştirilmesi ve dolayısıyla esas sermayenin artırılması ve azaltılması kararlarını almak, genel kurulun devredilemez görevlerindendir. Bu nedenle SerPK m. 18 doğrultusunda kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş ortaklıklar dışındaki halka açık anonim ortaklıklarda sermayenin

⁵¹⁸ Yargıtay bu durumda öncelikle açık oranında sermaye azaltımı yapılması gerektiğini; ancak daha sonra sermaye artırımı gerçekleştirebileceğini kabul etmektedir. Ancak doktrinde doğrudan sermaye artırımı yapılmasının mümkün olması gerektiği görüşü mevcuttur. Bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 59.

⁵¹⁹ Heinzmann (Der. Tercier/Amstutz, **Code des obligations II**), s. 1278

⁵²⁰ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, p. 9.110.

artırılması kararı ve kayıtlı sermaye sistemi kabul edilmiş olsa bile her ortaklıkta sermayenin azaltılması kararı genel kurulda alınmalıdır⁵²¹.

Ne TTK ne de Ticaret Sicil Yönetmeliği, kayıtlı sermaye sistemini benimseyen ortaklıklarda sermayenin eş zamanlı olarak azaltılması ve artırılması durumunda kararın hangi organ tarafından alınması gerektiği yönünde bir hüküm içermektedir. Kanaatimizce TTK m. 473/1, bu konuda yol göstericidir. Bu hüküm uyarınca sermaye azaltılarak azalan kısmın yerine geçmek üzere bedelleri tamamen ödenecek yeni paylar çıkarılıyorsa sermaye miktarı aynı kaldığı için esas sözleşme değişmemektedir. Esas sözleşme değişikliği olmadığından, kararı yönetim kurulunun alabileceğini söylemek TTK m. 408'e aykırı olmayacaktır⁵²². Dolayısıyla kayıtlı sermaye sisteminde bu kararı yönetim kurulunun alabileceğini kabul etmek gerekir⁵²³. Ancak karışıklığı önlemek amacıyla kararın hangi organ tarafından alınması gerektiğinin kanunda düzenlenmesi daha uygun olacaktır. Esas sermaye sistemindeki ortaklıklarda ise mevcut düzenlemeler ışığında, sermayenin azaltılması kararı genel kurulda alınmalıdır⁵²⁴.

Uygulamaya baktığımızda, kayıtlı sermaye sistemini tercih etmiş halka açık ortaklıklarda çıkarma hakkı kullanılırken yönetim kurulu kararını takiben genel

⁵²¹ Çağlar Manavgat, Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu'ndaki Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Hükümlerin Değerlendirilmesi, **BATİDER**, C. XXIX, S. 1, 2013, s. 67-70; Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, p. 9.101.

⁵²² TTK m. 376/2 kapsamında eş zamanlı azaltım ve artırım yapıldığında bu kararı genel kurul almaktadır. Ancak çıkarma hakkına ilişkin hukuki rejimde bu yetki yönetim kuruluna verilmiştir.

⁵²³ Karş. Manavgat, eğer eş zamanlı artırma ve azaltma TTK m. 376/2'deki koşullar nedeniyle yapılıyorsa, hükümdeki seçenekler arasında tercih yapmanın genel kurulun yetkisinde olduğunu ve bu nedenle ana sözleşme değişmese de kayıtlı sermaye sisteminde bile yönetim kurulunun azaltım ve aynı miktarda artırma karar vermesinin mümkün olmadığını belirtmiştir. Yazar ayrıca TTK m. 376/2 hükmündeki sermaye kaybı koşullarının oluşmadığı hallerde de kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşme değişikliği gerektirmeyen sermaye azaltılmasının sadece genel kurul kararı ile gerçekleşebileceğini söylemiştir (Manavgat (Kırca/Şehirli Çelik), C. II, s. 338-339). Yazar diğer eserinde de çıkarma hakkının kullanılması amacıyla yapılacak sermaye artırımı ve azaltımında, azaltım kararının mutlaka genel kurul tarafından alınması gerektiğini belirtmiştir. Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 81-82.

⁵²⁴ Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 81-82. Tebliğ ekinde, Kurula yapılacak başvurularda verilmesi gereken bilgi ve belgeler arasında yönetim kurulunun diğer ortakların paylarının iptali ile söz konusu paylar karşılığında çıkarılacak yeni payların ihracına ilişkin kararının yanı sıra esas sermaye sistemindeki ortaklıklarda sermaye maddesinin değişikliğine ilişkin madde tadil tasarısı, kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklarda, Kanunun 18 inci maddesinin yedinci fıkrası uyarınca tescil ve ilan ettirilecek çıkarılmış sermayeyi gösteren esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin yeni şekli sayılmıştır. Manavgat, bu ayrımın da esas sermaye sistemindeki ortaklıklarda genel kurul kararıyla sermaye artırımı yapılacağı sonucunu desteklediğini belirtmektedir.

kurul toplantısı yapılmadığı görülmektedir⁵²⁵. Yönetim kurulu ortaklıktan çıkarma süreci çerçevesinde sermaye azaltımı ve tahsisli sermaye artırımı yapılması yönünde karar almakta, bu karar esas sözleşmenin tadil tasarısı ile birlikte KAP'ta duyurulmaktadır. Daha sonra esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesi tadil metninde gösterildiği şekilde tescil ve ilan edilmektedir.

Bu süreç sonunda sermaye miktarı aynı kalmakta, sadece sermayenin dağılımı değişmektedir. Ancak yine de sermayenin azaltılıp artırıldığı esas sözleşmede belirtilmektedir. Esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin tadil edilmesinin nedeni de budur⁵²⁶. VII-128.1 sayılı Tebliğ m. 19/5 de sermaye azaltımı ile sermaye artırımına eş zamanlı olarak karar verilmesi sonucunda, önceki ve sonraki sermaye tutarları arasında herhangi bir farklılık olmasa bile, esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin tadil edilerek bu maddeye söz konusu işlemi açıklayan bir hükmün eklenmesini zorunlu tutmaktadır. Kayıtlı sermaye sistemini kabul eden halka açık anonim ortaklıklarda sermaye tavanı içinde yapılacak sermaye artışlarında Bakanlık izni aranmaz⁵²⁷. Ancak esas sermaye sistemindeki halka açık ortaklıklarda, azaltma ve artırma eş zamanlı olarak yapılırsa da Bakanlık'tan izin yazısı alınmalıdır (Ticaret Sicil Yönetmeliği, m. 81/1.ç).

⁵²⁵ Örnek olarak bkz. Akfen Holding A.Ş.'nin 24.03.2016 tarihli özel durum açıklaması, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/517140>; Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş.'nin 06.01.2016 tarihli özel durum açıklaması (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/494810>, e.t.: 15.07.2017); Türk Ekonomi Bankası A.Ş.'nin 14.04.2015 tarihli özel durum açıklaması (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/431540> e.t.: 15.07.2017). Tespit edebildiğimiz kadarıyla esas sermaye sistemini benimsemiş bir ortaklıkta henüz çıkarma hakkı kullanılmamıştır.

⁵²⁶ Örneğin Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş. esas sözleşmesinin şirketin çıkarılmış sermayesine ilişkin 6. maddesine şu ifadeler eklenmiştir: "Bu defa, Sermaye Piyasası Kurulu'nun II-27.2 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği hükümleri çerçevesinde Şirket'in hâkim ortağı Boyner Perakende ve Tekstil Yatırımları A.Ş.'nin ortaklıktan çıkarma hakkı kapsamında hâkim ortak dışında kalan diğer ortakların paylarının iptali ile söz konusu paylar karşılığında çıkarılacak yeni payların hâkim ortağa tahsis edilmesi işlemi nedeniyle 849.774,16 Türk Lirası (Sekizyüzkırkdokuzbinyediyüzyetmişdört Türk Lirası Onaltı Kuruş) nominal tutarındaki 84.977.416 (Seksendörtmilyondokuzyüzyetmişyedigibindörtüyüzonaltı) adet pay iptal edilmiştir. İşbu pay iptalini karşılamak maksadıyla eş zamanlı olarak Boyner Perakende ve Tekstil Yatırımları A.Ş. tarafından karşılanan 849.774,16 Türk Lirası (Sekizyüzkırkdokuzbinyediyüzyetmişdört Türk Lirası Onaltı Kuruş) tutarında eş zamanlı tahsisli sermaye artırımı yapılmıştır. Eş zamanlı ve pay iptaline eş tutarlı olarak gerçekleştirilen işbu sermaye artırımı neticesinde, Şirket'in sermayesi tekrar 92.070.000 (Doksanikimilyonyetmişbin) Türk Lirası'na çıkarılmıştır." Bkz. Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş.'nin 06.01.2016 tarihli özel durum açıklamasının eki (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/494810>, e.t.: 15.07.2017).

⁵²⁷ Anonim ve Limited Şirketlerin Sermayelerini Yeni Asgari Tutarlara Yükseltmelerine ve Kuruluşu ve Esas Sözleşme Değişikliği İzne Tabi Şirketlerin Belirlenmesine İlişkin Tebliğ, m. 5 (15.11.2012 tarihli ve 28468 sayılı RG).

Çözülmesi gereken ikinci hukuki sorun, olağan sermaye azaltımında olduğu gibi alacaklılara çağrı yapılması gerekip gerekmediğidir. Kural olarak genel kurul esas sermayenin azaltılmasına karar verdiğinde, yönetim kurulu bu kararı ilan eder ve şirketçe bilinen alacaklılara çağrı mektubu gönderilir (TTK m. 474). Bu çağrı, sermayenin azaltılmasından en çok etkilenecek zümre olan alacaklılara, alacaklarını teminat altına almaları için imkân yaratmaya yöneliktir⁵²⁸. TTK m. 474/2, zarar sonucunda bilançoda oluşan bir açığı kapatmak amacıyla ve bu açıklar oranında yapılan sermaye azaltımında, yönetim kurulunca alacaklıları çağırmaktan ve bunların haklarının ödenmesinden veya teminat altına alınmasından vazgeçilebilmesi imkânını tanımaktadır⁵²⁹. Halka açık ortaklıklar bakımından da VII-128.1 sayılı Tebliğ m. 19/10'da, fon çıkışı gerektirmeyen sermaye azaltımlarında bu kuralın uygulanmayacağı belirtilmiştir. Çıkarma hakkı kullanıldığında teknik olarak şirketten fon çıkışı olmakla birlikte, eş zamanlı artırım da yapıldığından işlem öncesi ve sonrasında şirket malvarlığında hiçbir değişiklik olmamaktadır. Bu nedenle bu durumda da alacaklılara çağrı yapılmasına ilişkin hükümler uygulanmamalıdır⁵³⁰.

Sermaye artırımında payların halka arz edilmeksizin satılabilmesi için kural olarak yeni pay alma hakları kısmen veya tamamen kısıtlanmalıdır (VII-128.1 sayılı Tebliğ m. 13/3, TTK m. 461). Ancak çıkarma hakkı kullanılırken sermaye artırımını ile aynı anda ve aynı miktarda azaltım da gerçekleştirildiği için yeni pay alma haklarının kısıtlanmasına gerek yoktur.

Tebliğ m. 5/8'e göre sermaye artırımını, hâkim ortağın "bu [5.] maddenin altıncı fıkrası kapsamında bloke edilen ortaklığa önceden vermiş olduğu söz konusu tutara mahsuben gerçekleştirilir". Bu ifade karışıklığa yol açabilecek şekilde kaleme alınmıştır⁵³¹. Aslında sermaye artırımını, Tebliğ. m. 5/8 uyarınca Kurul onayını takip eden üç iş günü içinde ortaklığın banka hesabına yatırılan tutardan karşılanmalıdır. Eğer bu süre içinde ortaklığın banka hesabına nakden ödeme yapılmazsa, bu durumda hâkim ortağın çıkarma hakkını kullanma talebiyle ortaklığa ilk başvurduğunda verdiği banka teminat mektubu veya özel hesapta bloke edilen tutar

⁵²⁸ Çağlar, s. 81-89; Heinzmann (Der. Tercier/Amstutz, **Code des obligations II**), s. 1278.

⁵²⁹ İsviçre için aynı yönde bkz. Heinzmann (Der. Tercier/Amstutz, **Code des obligations II**), s. 1278, 1291-1293.

⁵³⁰ Halka kapalı anonim ortaklıklar için aynı yönde bkz. Pulaşlı, CII, s. 1875.

⁵³¹ Karababa, s. 262

kullanılmalıdır⁵³². Ancak bu tutarın tümü kullanılmayacaktır; çünkü Tebliğ m. 6 doğrultusunda belirlenen çıkarma bedeli, payların itibari değerine tekabül etmek zorunda değildir. Sermaye artırımını sadece bu tutarın payların itibari değerine denk gelen kısmıyla yapılacaktır. Sermayenin artırılması ve azaltılması eş zamanlı ve aynı tutar için gerçekleştiğinden sermaye miktarı aynı kalmasına rağmen sermayenin dağılımı değişikliğe uğramaktadır.

Bu durumda incelenmesi gereken son sorun, sermaye azaltım ve artırım kararlarının hangi anda hüküm ifade edeceğidir. Bu soruya verilecek cevap, çıkarılan pay sahiplerinin paylarının hangi noktada ortadan kalktığını gösterecektir. Tebliğ m. 5/9'da çıkarma hakkına konu payların, Kurulca onaylı ihraç belgesinin ortaklık tarafından Kurul onayını takip eden üç iş günü içerisinde ticaret siciline tescil edildiği tarih itibarıyla iptal edilmiş sayılacağı düzenlenmiştir. Ancak TTK m. 455 doğrultusunda esas sözleşmenin değiştirilmesine ilişkin genel kurul kararı, üçüncü kişilere karşı tescilden önce hüküm ifade etmez⁵³³. Dolayısıyla Tebliğ ile TTK'da yer alan bu hükme aykırı bir düzenleme getirilmesi normlar hiyerarşisine aykırıdır. Bu nedenle doktrinde azınlık payların sona ermesinin ve hâkim ortağa tahsisli payların doğumunun, sermaye değişikliğine ilişkin ana sözleşme değişikliğinin ticaret siciline tescili anında gerçekleşeceğini savunan yazarlar mevcuttur⁵³⁴. Ancak bizim de katıldığımız baskın görüş, yürürlükteki Tebliğ hükmüne uygun olarak payların, ihraç belgesinin ortaklık tarafından ticaret siciline tescil edildiği tarihte ortadan kalktığı yönündedir⁵³⁵. Ancak bu hüküm kanuna aykırı olduğundan değiştirilmesi veya ilgili kuralın SerPK m. 27'ye taşınması daha uygun olacaktır.

II-27.1 sayılı Tebliğ m. 5/2'de, yukarıda açıklanan kararı alıp Kurula başvurmadan önce ortaklık yönetim kurulunun talepte bulunan pay sahiplerinin öngörülen oranda paya sahip olup olmadığını araştırması ve ödenecek bedeli değerlendirmesi gerekliliği düzenlenmişti. Tebliğ'de buna paralel bir düzenlemeye

⁵³² Benzer bir öneri için bkz. Karababa, s. 263.

⁵³³ Sermaye artırım kararının tescilinin kurucu olduğu yönünde bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 130. Sermayenin azaltılması kararı için aynı yönde bkz. Çağlar, s. 93.

⁵³⁴ Bkz. Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 84 ve dn. 85.

⁵³⁵ Karababa, s. 264; Karacan, s. 201; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 111. Karababa, sicilin kurucu etkisinin sadece kanunda açıkça öngörülen durumlarda ortaya çıkacağını ve sicilin fonksiyonlarının Tebliğ ile belirlenmesinin hukuken mümkün olmadığını belirtmiş; ancak yine de payların ihraç belgesinin ortaklık tarafından ticaret siciline tescil edildiği tarihte ortadan kalkacağını ifade etmiştir. Karababa, s. 270. Tebliğ m. 5/9'daki ayrık düzenleme gereği, karar tescil edilmese de ihraç belgesi tescil edilmişse kararın TTK m. 456/3 doğrultusunda geçersiz hale gelmeyeceğini kabul etmek gerekir.

yer verilmemiştir⁵³⁶. Ancak doktrinde, bizim de katıldığımız şekilde, yönetim kurulunun özen borcunun bir gereği olarak hakkın doğumu ve kullanımı şartlarının gerçekleşip gerçekleşmediğini araştırması gerektiği savunulmaktadır⁵³⁷. Bu kapsamda özellikle hâkimiyetin sağlanıp sağlanmadığı ve hakkın kullanılması için öngörülen sürelerle uyulup uyulmadığı incelenmelidir. Bedelin Tebliğ’de düzenlenen esaslara uygun şekilde belirlendiğinin tespitinin de yönetim kurulunun özen borcunun kapsamında olup olmadığı doktrinde tartışmalıdır⁵³⁸.

Kamu kurum veya kuruluşlarının pay sahibi olduğu ortaklıklarda, ilgili kamu kurum veya kuruluşlarının aksi yönde talepleri olmadığı sürece kamunun sahip olduğu paylar için çıkarma ve satma haklarının kullanılamayacağı düzenlenmiştir⁵³⁹ (Tebliğ m. 8/1). Yönetim kurulu, bu ortaklıklarda ilgili kamu kurum veya kuruluşlarının çıkarma haklarının kullanılması yönünde talebi olup olmadığını veya hakların kullanılmasına onay verip vermediklerini de bu aşamada incelemelidir.

Kanun ve Tebliğ’de aranan koşullar gerçekleşmemişse yönetim kurulu hâkim pay sahibinin talebini reddetmeli, Tebliğ m. 5/7’de düzenlenen kararlar alınmamalı ve Kurula başvuru yapılmamalıdır. Zira koşullar gerçekleşmemişse hâkim pay sahibinin yenilik doğuran hakkı doğmadığından, yenilik doğuran beyanı da sonuç doğurmayacaktır. Yönetim kurulu, söz konusu kararı koşullar gerçekleşmemiş olmasına rağmen alırsa, aşağıda açıklanacağı üzere SPK’nın ihraç belgesini onaylamaması gerekir. Ancak yine de TTK m. 391/1.c’ye dayanarak yönetim kurulu kararının butlanının tespitinin istenebileceği kabul edilmektedir⁵⁴⁰. Ayrıca, şartları varsa SPK, SerPK m. 92’den kaynaklanan yetkilerini de kullanabilir.

Ancak koşullar gerçekleşmişse yönetim kurulunun takdir yetkisi bulunmamaktadır⁵⁴¹. Çıkarılan pay sahipleri de bu durumda çıkarma hakkının

⁵³⁶ Çıkarma hakkından farklı olarak Tebliğ m. 5/2’de satma hakkının kullanılması bakımından ortaklığın talepte bulunan pay sahiplerinin ortaklık sıfatını araştıracağı düzenlenmiştir.

⁵³⁷ Karababa, s. 259; Karacan, s. 199; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 102.

⁵³⁸ Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar bakımından değerlendirme raporunun başvuruya eklenip eklenmediğinin, payları borsada işlem gören ortaklıklar bakımından ise fiyatların aritmetik ortalamasının alınıp alınmadığının araştırılmasının özen borcunun kapsamına girdiği yönüne bkz. Karababa, s. 259, dn. 757. Aksi yönde bkz. Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 102, dn. 232.

⁵³⁹ Bu konudaki tartışmalar için bkz. yuk. II.B.3.

⁵⁴⁰ Karababa, s. 300; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 107.

⁵⁴¹ Karababa, s. 261.

kullanılmasına itiraz edemez ve engel olamazlar⁵⁴². Bu durumda Tebliğ m. 5/7’de düzenlenen kararlar alınarak Kurula başvuru yapılmalıdır. Zaten uygulamada yönetim kurulunun Tebliğ’de belirtilen %98’lik hâkimiyete ulaşmış pay sahibinin talebine direnmesi gerçekçi olmayacaktır. Ancak bu ihtimal yine de gerçekleşirse, hâkim pay sahibi, çıkarma hakkının doğduğunun tespiti ve hakkın yerine getirilmesi talebiyle bir eda davası açabilmelidir. Buna ek olarak ilgili yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğuna gidilebilir⁵⁴³ (TTK m. 553).

Tebliğ’de Kurula yapılacak başvuru için herhangi bir süre sınırlaması öngörülmemiştir. Ancak VII-128.1 sayılı Tebliğ m. 13’te sermaye artırımında halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek pay satışlarında ihraç belgesinin Kurulca onaylanmasına ilişkin başvurunun, yetkili organ kararının alınmasından itibaren otuz gün içerisinde yapılması gerektiği düzenlenmiştir.

Payları borsada işlem gören ortaklıklarda, Kurula yapılacak başvuru ile eş zamanlı olarak payların borsa kotundan çıkarılması için borsaya da başvurulur (Tebliğ m. 5/7). Başvuru, sadece çıkarılan pay sahiplerinin paylarının değil tüm payların kottan çıkarılmasına yöneliktir.

b. SPK Onayı

Tebliğ m. 5/7’de Kurula yapılacak başvurunun tahsisli sermaye artırımını esaslarına göre sonuçlandırılacağı belirtilmiştir. Tahsisli sermaye artırımını, halka açık ortaklıklarca gerçekleştirilecek bedelli sermaye artırımlarında halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek pay satışlarının iki türünden biridir⁵⁴⁴ (VII-128.1 sayılı Tebliğ m. 13/1). Bu yöntemin seçilmesinin amacı, sermaye artırımına sadece hâkim ortağın katılmasını sağlamaktır⁵⁴⁵.

Tahsisli satışlar kural olarak borsanın ilgili pazarında ya da piyasasında gerçekleştirilecek ve aksi kurul tarafından uygun görülmedikçe satış fiyatı borsa

⁵⁴² Bedele itiraz imkânı ile ilgili tartışmalar için bkz. yuk. II.B.4.

⁵⁴³ Karababa, s. 298-301.

⁵⁴⁴ Diğer yöntem ise nitelikli yatırımcıya satıştır. Nitelikli yatırımcıya satışa ilişkin esaslar, II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği’nde düzenlenmiştir (28.06.2013 tarih ve 28691 sayılı RG).

⁵⁴⁵ Karababa, s. 260.

düzenlemelerine göre veya payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda yetkili kuruluş tarafından hazırlanacak fiyat tespit raporundan hareketle belirlenecektir (VII-128.1 sayılı Tebliğ m. 13). Ancak Tebliğ m. 5/7’de, çıkarma hakkının kullandırılması amacıyla yapılan tahsisli sermaye artırımlarında borsanın toptan satışlar pazarına ilişkin düzenlemelerinde yer alan fiyat marjlarına ilişkin esasların uygulanmayacağı belirtilmiştir. Çıkarma hakkının kullanım bedeli Tebliğ m. 6’da ayrıca düzenlenmiş olduğundan bu istisna yerindedir. Bu ihtimalde zaten satış bedelinin keyfi olarak belirlenmesi ve halka açık anonim ortaklığın malvarlığının azaltılması tehlikesi bulunmamaktadır⁵⁴⁶.

Tebliğ’de başvurunun ne kadar sürede sonuçlandırılacağına ilişkin özel bir hüküm bulunmamaktadır. II-5.1 sayılı Tebliğ m. 19/1’e göre ihraç belgesinin onaylanmasına ilişkin başvurular bilgi ve belgelerin Kurula sunulmasından itibaren on iş günü içinde karara bağlanmalıdır. Eğer başvuruda sunulan bilgi ve belgelerde eksiklik varsa Kurul tamamlanması için süre verecek⁵⁴⁷ ve on günlük süre belgelerin tamamının sunulduğu tarihte işlemeye başlayacaktır (II-5.1 sayılı Tebliğ m. 19/2).

SPK’nın başvuru üzerine yapacağı denetim sadece mevzuatta hakkın kullanılması için aranan koşulların gerçekleşip gerçekleşmediği, hakkın kullanım bedelinin usulüne göre belirlenip belirlenmediği⁵⁴⁸ ve ihraç belgesinin II-5.1 sayılı Tebliğ m. 22’ye uygun olarak tutarlı ve anlaşılabilir şekilde hazırlanıp hazırlanmadığı ile sınırlı olmalıdır.

SPK, çıkarma hakkı bulunmamasına ve Tebliğ’de aranan koşullar gerçekleşmemiş olmasına rağmen ihraç belgesini onaylarsa, SerPK m. 134 uyarınca idare mahkemesinde kararın iptaline yönelik dava açılabilir. Bu işlemle bağlantılı bir zarar doğmuşsa İYUK m. 12-13 uyarınca tam yargı davası da açılabilir⁵⁴⁹.

Kurul ücreti konusunda Tebliğ m. 5/8’de SerPK m. 130/3’ten sapan bir düzenleme benimsenmiştir. Buna göre Kurul ücreti ihraççı ortaklık değil hâkim ortak

⁵⁴⁶ Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 82-83.

⁵⁴⁷ Ek süre verilmesi gerektiği yönünde bkz. Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 110. Ancak Karababa, özellikle çıkarma bedeli, değerlendirme raporu, banka teminat mektubu, blokajla ilgili bilgi ve belgelerde eksiklik olması nedeniyle ek süre verilmesini, kısa hak düşürücü sürelerle şekillendirilmiş olan çıkarma hakkının amacına aykırı bulmaktadır. Karababa, s. 262.

⁵⁴⁸ Aynı önde bkz. Karababa, s. 261; Karacan, s. 200; Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 110.

⁵⁴⁹ Karababa, s. 302.

tarafından ödenecektir. Ayrıca ücret, ihraç bedeli değil çıkarma hakkının kullanım bedeli üzerinden hesaplanacaktır.

Kurul onayı, çıkarma hakkının kullanılmasındaki iki önemli aşamanın çıkış noktasını teşkil etmektedir. Kurulca onaylı ihraç belgesi, onayı takip eden üç iş günü içinde ticaret siciline tescil edilir ve TTSG’de yayımlanır (Tebliğ m. 5/9). Yine Kurul onayını takip eden üç iş günü içinde hâkim ortak, diğer ortakları ortaklıktan çıkarmaya ilişkin toplam bedeli ortaklığın banka hesabına yatırmalıdır (Tebliğ m. 5/8).

Payları borsada işlem gören ortaklıklarda yönetim kurulu ihraç belgesinin onaylanmasını teminen Kurula başvurduğunda, eş zamanlı olarak ayrıca payların borsa kotundan çıkması için borsaya da başvurmalıdır (Tebliğ m. 5/7). Uygulamada Borsa Yönetim Kurulu bu noktada MKK’daki sürecin sağlıklı şekilde yürütülebilmesi için; ihraç belgesinin Kurul tarafından KAP’ta duyurulduğunda işlem sırasının kapatılmasına ve MKK sürecinin tamamlanmasının ardından Borsa İstanbul A.Ş. tarafından KAP’ta yapılacak duyuruyu izleyen ilk iş gününden itibaren, şirket paylarının Borsa kotundan çıkarılmasına ve işlem görmekten sürekli men edilmesine karar vermektedir⁵⁵⁰. Daha sonra MKK sürecinin tamamlanmasıyla birlikte payların borsa kotundan çıkarıldığı ve işlem görmekten sürekli men edildiği Borsa İstanbul A.Ş. tarafından KAP’ta duyurulmaktadır⁵⁵¹.

c. Çıkarma Bedelinin Çıkarılan Pay Sahiplerine Verilmesi

Bu aşamadan sonra izlenecek adımlar, payları borsada işlem gören ve görmeyen ortaklıklar bakımından farklılık arz etmektedir.

Payları borsada işlem gören ortaklıklar, hâkim ortağın parayı ortaklık hesabına yatırmasını takip eden iş günü bu bedelin hâkim ortak dışındaki ortakların hesabına aktarılması, bu ortakların paylarının iptali ve yeni ihraç edilen payların hâkim ortak hesabına aktarılması talebi ile MKK’ya başvurur (Tebliğ m. 5/10).

⁵⁵⁰ Örnek olarak bkz. Borsa İstanbul A.Ş.’nin Türk Ekonomi Bankası hakkındaki 19.03.2015 tarihli KAP duyurusu (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/424328>, e.t.: 15.07.2017).

⁵⁵¹ Açıklamalar ve örnek için bkz. aşağıda IV.B.6.b.

Bu noktada çıkarılan ortakların paylarının iptali amacıyla MKK'ya yapılan başvurunun ne anlama geldiği üzerinde durulmalıdır. Burada kastedilen payların iptali değildir. Zira Tebliğ m. 5/9'da, çıkarma hakkının kullanımına konu olan payların Kurulca onaylı ihraç belgesinin tescili tarihi itibarıyla iptal edilmiş sayılacağı belirtilmiştir. Buradaki iptal başvurusu, ortadan kalkan payların kayıtlarının MKK'dan da silinmesi ve dolayısıyla MKK kayıtlarının mevcut durumu yansıtmasının sağlanması amaçlıdır⁵⁵².

Görüldüğü gibi payın iptali kavramı, Tebliğ'de farklı hükümlerde farklı anlama gelecek şekilde kullanılmıştır. Tebliğ m. 5/7 kapsamında yönetim kurulunun çıkarılacak ortakların paylarının iptali amacıyla alacağı karar, sermayenin azaltılmasına yönelik bir karardır. Bu aşamada paylar varlığını sürdürmektedir. Daha sonra Tebliğ m. 5/9 doğrultusunda kurulca onaylı ihraç belgesinin ortaklık tarafından ticaret siciline tescil edilmesiyle birlikte çıkarma hakkına konu olan paylar iptal edilmiş sayılır. Bu noktada payın itfası söz konusudur. Tüm bu aşamalardan sonra MKK'daki kayıtlar da yeni pay sahipliğini yansıtacak şekilde güncellenir. Tebliğ m. 5/10'da geçen payların iptali ifadesi bu anlamdadır.

Çıkarma bedeli, MKK sisteminde kayden izlenen paylar için, çıkarılan pay sahiplerinin hesaplarına aktarılmak üzere ilgili yatırım kuruluşlarının hesaplarına transfer edilir (Tebliğ m. 5/10). Tebliğ'de, tutarın "hâkim ortak dışındaki hak sahipleri hesaplarına aktarılmak üzere" transfer edileceği düzenlenmiştir. Eğer hâkimiyet birlikte hareket etmek suretiyle elde edilmişse, bu durumda hâkimiyet koşulunu birlikte sağlayan pay sahiplerinin tümü hâkim ortağı oluşturduklarından, hiçbirine ödeme yapılmayacaktır⁵⁵³.

MKK sisteminde ortaklık nezdinde izlenen paylara, kaydileştirilmemiş paylara ve bu tarihten sonra pay sahibi olduğunu ispat edenlerin paylarına ilişkin çıkarma bedelinin, ortaklık tarafından üç yıllık bir süre boyunca ilgili yatırım kuruluşları

⁵⁵² Aynı yönde bkz. Karababa, s. 264; Yeşiltepe, **Çıkarma** ve Satma, s. 111. Karababa bu nedenle tescilin etkisini bozucu, yenilik doğuran etki, daha sonra MKK'da yapılacak kaydı da açıklayıcı bir kayıt olarak nitelendirmiştir. Tebliğ m. 5/10 uyarınca yapılan kayıt dışında da MKK'da yapılan kayıtların hukuki niteliği tartışmalıdır. Bu konuda bkz. Çağlar Manavgat, "Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları, **Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 50, S. 2, 2001, s. 181-183; Sevi, **Payın Devri**, s. 314-315; Asuman Turanboy, "2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na 4487 sayılı Kanunla Eklenen 10/A maddesine Göre Kaydı Değer Düzenlemesi", **Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 1999, C. 48, S. 1-4, s. 50-51.

⁵⁵³ Aynı yönde bkz. Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 85.

vasıtasıyla Takasbank nezdinde açılacak özel bir bloke hesapta nemalandırılmak suretiyle tutulması gerekir. Bloke hesapta tutmak yerine banka teminat mektubu verilmesi de mümkündür. Payların iptalinden itibaren üç yıllık sürenin sonunda hala çıkarılan pay sahiplerine ödenmeyen tutar varsa, ilgili yatırım kuruluşunun Takasbank'a başvurusunu takiben blokaj kaldırılır⁵⁵⁴. Hesaptaki miktar, nemalandırılması sonucunda elde edilen tutar dâhil olmak üzere talep üzerine ortaklığa iade edilir. Ancak bu tarihten sonra da pay sahibi olduğunu ispat eden kişiler çıkar ve ortaklığa başvururlarsa, payları karşılığında ödenecek bedel ortaklık tarafından karşılanır⁵⁵⁵ (Tebliğ m. 5/10). Doktrinde, bu aşamada çıkarılan pay sahiplerine ödenecek bedelin, nemayı da kapsamı gerektiği savunulmaktadır⁵⁵⁶.

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda⁵⁵⁷ süreç farklıdır. Öncelikle ortaklığın hâkim ortağın ortaklıktan çıkarma hakkını kullanacağını, ortaklıktan çıkarma hakkının kullanılması sebebi ile payların iptal edileceğini ve pay sahibi olan ortakların satım bedeli⁵⁵⁸ karşılığında sahip oldukları pay senetlerinin imhası için ortaklığa başvurmaları gerektiğini Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklaması gerekir. Bu durum aynı zamanda ortaklık merkezinin bulunduğu yerde yayımlanan en yüksek tirajlı yerel süreli yayınlardan birinde veya ulusal bir gazetede ilan edilir (Tebliğ m. 5/11).

Pay senetleri teslim edildiğinde, bunlara tekabül eden çıkarma bedeli aynı gün içerisinde tam ve nakden ödenir. Daha sonra pay senetleri ilgili kuponlarla birlikte noter huzurunda fiziken iptal ve imha edilir ve bu durum noter tarafından düzenlenecek bir tutanakla tespit ettirilir. Ortaklıktan çıkarma hakkının kullanımına konu olan ve Tebliğ m. 5/9 uyarınca iptal edilmiş sayılan bu paylar, herhangi bir süre sınırı olmaksızın ortaklığa teslim edildiğinde ortaklık çıkarma bedelini vermekle yükümlüdür (Tebliğ m. 5/11). Tebliğ'de bu ihtimal, ortaklığın süre sınırı olmaksızın bu payları "satın almakla yükümlü" olması şeklinde ifade edilmiştir; ancak burada

⁵⁵⁴ Bloke hesapta yer alan tutarın nemalandırılması, aracılık işlemlerinde uygulanacak takas esasları ve blokajın kaldırılmasına ilişkin esaslar Takasbank tarafından Kurulun onayı ile belirlenir (Tebliğ m. 5/10).

⁵⁵⁵ Tebliğ'de iade için bir süre sınırı öngörülmediği; ancak 2308 sayılı Kanun uyarınca iade talebinin 10 yıllık zamanaşımına tabi olduğu yönünde bkz. Karacan, s. 202.

⁵⁵⁶ Karababa, s. 267.

⁵⁵⁷ Manavgat bu ikinci kategoriyi "halka açık olmayan ortaklıklar" olarak nitelendirmiştir. Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 85. Ancak burada söz konusu olan halka açık olmayan ortaklıklar değil, halka açık olmasına rağmen payları borsada işlem görmeye ortaklıklardır.

⁵⁵⁸ Burada bir satış işlemi söz konusu olmadığı için ifadenin yerinde olmadığı konusunda bkz. Karababa, s. 267, dn. 769.

bir satış işlemi söz konusu değildir. Mevzuat gereği iptal edilen paylara ilişkin Tebliğ uyarınca hesaplanan bedelin çıkarılan pay sahiplerine ödenmesi gerçekleşmektedir. Bu nedenle Tebliğ'deki ifadeyi isabetli bulmuyoruz⁵⁵⁹.

5. Hakkın Kullanılmasından Vazgeçilmesi

Çıkarma hakkı ile bağlantılı olarak doktrinde incelenen bir diğer hukuki sorun, hâkim ortağın ortaklığa başvurusundan ihraç belgesinin tesciline kadarki sürede hakkın kullanılmasından vazgeçilip vazgeçilemeyeceğidir. Bu aşamada çıkarma hakkının kullanılması için ortaklığa başvurulduğu kamuya açıklanmış olacaktır. Bu durum da yatırımcıları ve dolayısıyla mevcut azınlık pay sahiplerinin paylarının değerini etkileyecektir. Bu nedenle doktrinde hakkın kullanılmasından vazgeçilebileceği; ancak vazgeçen hâkim pay sahibinin zarara uğrayan azınlık pay sahiplerinin zararını gidermesi gerektiği savunulmaktadır⁵⁶⁰.

Kanaatimizce çıkarma hakkı yenilik doğuran bir haktır⁵⁶¹. Yenilik doğuran haklar, kullanılmalarıyla birlikte etkilerini doğurduklarından kural olarak geri alınamayacakları kabul edilmektedir⁵⁶². Bu nedenle ortaklığa başvuru yapıldıktan sonra çıkarma hakkının kullanılmasından vazgeçilemeyeceği kanaatindeyiz.

6. Çıkarma Hakkının Kullanılmasının Sonuçları

a. Payın İptali ve Pay Sahipliğinin Sona Ermesi

Çıkarılan pay sahiplerinin paylarının hâkim pay sahiplerine devredildiği müesseselerden farklı olarak SerPK m 27 sistematğinde paylar itfa edilmektir. Dolayısıyla çıkarılan ortakların pay sahipliği sona ererken, aynı zamanda payları da ortadan kalkmaktadır. Önce mevcut pay ortadan kalkmakta, daha sonra yeni bir mevkii ihdas edilerek hâkim pay sahibi bunu almaktadır⁵⁶³.

⁵⁵⁹ Karacan, s. 202.

⁵⁶⁰ Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 86.

⁵⁶¹ Bkz. yuk. II.D.1. Karş. Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, s. 86.

⁵⁶² Demirbaş, s. 78. Eren, s. 68; Oğuzman/Barlas, s. 168. Yenilik doğuran haklar kullanılmakla sona erer. Tükenmiş bir haktan dönmek de mümkün değildir.

⁵⁶³ Yukarıda açıklandığı üzere, uygulamada da hakkın kullanılması bu şekilde gerçekleştirilmektedir. Ancak doktrinde Tebliğ'in çıkarılan pay sahiplerinin paylarının itfasını

Bu durum, çıkarma hakkını pay sahipliğinin sona ermesinin diğer hallerinden ayıran en önemli özelliklerdendir. Yukarıda açıklandığı üzere, TTK m. 202/1.b, TTK m. 208 ve TTK m. 531 uyarınca pay sahibinin şirketten çıkarıldığı durumlarda, hâkim pay sahibi, çıkarılan pay sahiplerinin mevcut payını devralmaktadır⁵⁶⁴. Benzer şekilde, sermaye koyma borcunda temerrüde düşen pay sahibinin pay sahipliğinin sona ermesini sağlayan ıskatta da pay sahibi ile pay ve dolayısıyla ortaklık arasındaki hukuki ilişki kesilmekte; pay mevkii ise yeniden doldurulması ihtimaliyle muhafaza edilmektedir⁵⁶⁵ (TTK m. 482-483). Bu durumda payın sahipsiz hale geleceği kabul edilmektedir⁵⁶⁶. Çıkarma hakkında ise tüm bu durumlardan farklı olarak, çıkarılan ortak pay sahipliği sıfatını yitirirken, payları da ortadan kalkmaktadır.

Pay ortadan kalktığında payın eski maliki olan çıkarılan azınlığın alacak hakkına dönüşmüş hakları hariç diğer hakları da böylece ortadan kalkacaktır⁵⁶⁷. Bu kapsamda, itfa edilen paydaki imtiyazlar da kaybolur ve dolayısıyla hâkim ortağa geçemez. Ancak şartları yerine getirilerek yeni payların da bu özelliklere sahip olması mümkündür.

b. Ortaklığın SerPK Kapsamından Çıkarılması

Yukarıda açıklanan MKK sürecinin tamamlanmasının ardından, Borsa tarafından konuya ilişkin başvuru değerlendirilerek ortaklık paylarının borsa kotundan çıkarılmasına ve işlem görmekten sürekli men edilmesine karar verilir. Bu karar, Borsa tarafından KAP'ta duyurulur ve duyuruyu izleyen ilk iş günü yürürlüğe girer (Tebliğ m. 5/12). Burada MKK sürecinin tamamlanması ile kastedilenin, paylara ilişkin tutarın hâkim ortak dışındaki hak sahipleri hesaplarına aktarılacak üzere ilgili yatırım kuruluşlarının hesaplarına transfer edilmesi olduğu kabul edilmektedir⁵⁶⁸. Uygulamada da payların iptali, yeni payların ihracı ve bedelin hesaplara aktarılmasını içeren MKK süreci tamamlandıktan sonra, ertesi gün

öngörmediği görüşü de azınlıkta olmakla birlikte mevcuttur. Bkz. Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 104 ve dn. 238.

⁵⁶⁴ Bu konudaki açıklamalar için bkz. yuk. IV.B.3.

⁵⁶⁵ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **ETK Ortaklıklar**, p. 1068; Sevi, **Sermayenin İadesi**, s. 349-350; Pulaşlı, C. II, s. 1865.

⁵⁶⁶ Sevi, **Sermayenin İadesi**, s. 351. Doktrindeki tartışmalar için bkz. bu sayfada dn. 835.

⁵⁶⁷ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **ETK Ortaklıklar**, p. 849.

⁵⁶⁸ Karacan, s. 203.

itibarıyla payların borsa kotundan çıkarılması ve işlem görmekten sürekli men edilmesi kararı Borsa İstanbul A.Ş. tarafından KAP'ta duyurulmaktadır⁵⁶⁹.

Halka açık ortaklığın borsa kotundan çıkması, SerPK m. 23 bağlamında önemli nitelikte işlem sayılır (SerPK m. 23/1.d). Kural olarak önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılıp da olumsuz oy kullanan ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahipleri, paylarını halka açık ortaklığa satarak ayrılma hakkına sahiptir (SerPK m. 24/1). Ancak Tebliğ m. 5/14'teki istisna nedeniyle çıkarma hakkının kullanılması neticesinde yapılan borsa kotundan çıkarma işlemleri, ayrılma hakkının doğmadığı haller arasında kabul edilir. Bu hüküm, sadece hâkim ortak konumunun birlikte hareket etmek suretiyle elde edilmiş olduğu hallerde anlam taşıyacaktı⁵⁷⁰. Aksi halde zaten çıkarma hakkı kullanıldıktan sonra ortaklıkta tek pay sahibi kalacağından ayrılma hakkının kullanılması fiilen mümkün olmaz. Birlikte hâkimiyet durumunda ise ayrılma hakkının kullanılması ile ilgili tereddüt oluşabilirdi. Bu düzenleme ile karışıklık ihtimali ortadan kaldırılmıştır.

Ortaklıktan çıkarma hakkının kullanıldığı ortaklıklar, Kurul tarafından re'sen Kanun kapsamından çıkarılır (Tebliğ m. 5/13). Doktrinde MKK sürecinin tamamlanması veya kottan çıkarma kararının duyurulması ile birlikte bu kararın alınması gerektiği savunulmaktadır⁵⁷¹. II-16.1 sayılı Tebliğ m. 10/8'de de, ortaklıktan çıkarma veya satma hakkının doğması durumunda, bu hakların kullanılmasına ilişkin süreler bitmeden Kanun kapsamından çıkma başvurusu yapılamayacağı düzenlenmiştir. Dolayısıyla Kanun kapsamından çıkma zamanı bakımından Tebliğ m. 5/13 hükmü belirleyici olacaktır.

Payları borsada işlem gören ortaklıklarda ortaklık yönetim kurulu ihraç belgesinin onaylanmasını teminen Kurula başvurduğunda, eş zamanlı olarak ayrıca payların borsa kotundan çıkması için Borsaya da başvurmalıdır (Tebliğ m. 5/7). Ancak kanun kapsamından çıkarma Kurul tarafından re'sen gerçekleştirildiğinden bu başvuru yapılmasa da paylar kottan çıkarılacaktır⁵⁷².

⁵⁶⁹ Örnek olarak bkz. Borsa İstanbul A.Ş.'nin Türk Ekonomi Bankası A.Ş. hakkındaki 24.06.2015 tarihli KAP açıklaması (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/446817>, e.t.: 15.07.2017).

⁵⁷⁰ Yeşiltepe, **Çıkarma ve Satma**, s. 114.

⁵⁷¹ Karacan, s. 203

⁵⁷² Karababa, s. 273.

SONUÇ

Çıkarma hakkı, belirli bir hâkimiyet eşiğine ulaşan hâkim pay sahibine, azınlık pay sahiplerini şirketten uzaklaştırma imkânı verir. Azınlık pay sahiplerinin paylarının rızaları hilafına ellerinden alınmasını sağladığından SerPK'nın getirdiği önemli yeniliklerden biridir.

SerPK m. 27'nin gerekçesinde çıkarma hakkının AB mevzuatına uyum sağlanabilmesi amacıyla düzenlendiği belirtilmiştir. Ancak özellikle Tebliğ hükümlerine bakıldığında AB mevzuatının Türk Hukuku'na birebir uyarlanmadığı görülmekte, çıkarma hakkına ilişkin usul ve esasların şekillenmesinde başka etkenlerin de rol oynadığı izlenimi ortaya çıkmaktadır. Düzenlemenin cevap verdiği hukuki ve iktisadi ihtiyaçların tespit edilebilmesi ve çıkarma hakkına ilişkin hukuki sorunların bu ihtiyaçlar ışığında SerPK ve TTK hükümleri doğrultusunda çözülmesi konusunda doktrinin önemli bir rolü bulunmaktadır. Bu bağlamda, bu çalışmada varılan sonuçlar ana hatlarıyla aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

1. Çoğunluk ve azınlık pay sahiplerinin menfaatlerini dengeli bir şekilde gözetebilmesi ve aynı zamanda çıkarma hakkının ekonomik işlevlerinin gerçekleştirilmesi için en önemli hususlardan biri, çıkarma hakkının doğumuna özgü koşulların belirlenmesidir. Tebliğ m. 4 doğrultusunda çıkarma hakkı, "sahip olunan paylara ilişkin oy haklarının, ortaklığın oy haklarının %98'ine ulaşması veya bu konumda iken ek pay alınması durumunda" doğar. Oy haklarına ilişkin oranın tespitinde imtiyazlar ve üzerinde intifa ve alım hakkı olan paylardan doğan oylar dikkate alınmayacağından hakkın doğması çoğunlukla sadece oy haklarının değil aynı zamanda sermaye payının da *en az* %98'ini elde etmek gerekecektir. Ancak dolaylı hâkimiyet durumunda sermaye payının da en az %98'i elde edilmeksizin oy haklarında bu eşiğe ulaşmak mümkündür.

2. Eşiğin hesaplanmasında oy hakkında imtiyazların dikkate alınmamasının yerindeliğine ilişkin tartışma, çıkarma hakkının yöneldiği amaçla

yakından ilişkilidir. Oy hakkında imtiyazların hesaplama dâhil edilmesi, sahip oldukları oy hakları hâkim pay sahibinin imtiyazları nedeniyle ellerinde bulundurdıkları sermaye payından daha düşük olan azınlık pay sahiplerinin, yatırımlarının genişliğine bakılmaksızın çıkarılması sonucunu doğuracaktır. Sadece oy haklarının esas alınması çoğunluğun hâkimiyetinin korunmasına hizmet etse de, çoğunluk-azınlık menfaatlerini dengelemede başarısız olmaktadır. Bu nedenle imtiyazların hesaplama dikkate alınması; ancak çıkarma hakkının doğumu için hâkim pay sahibinin sermaye payında da (oy hakkı eşiğinden düşük de olsa) belirli bir düzeyi tutturması yönünde bir koşul eklenmesi, menfaatler dengesini sağlamak bakımından yerine olacaktır. Böylece hem çıkarma hakkını sağlayan unsur olarak hâkimiyet esas alınmış olur, hem de oy hakkında imtiyazların etkisi sermaye payı belirli bir eşiği aşan azınlık pay sahiplerine karşı etkisiz kılınabilir.

3. Tebliğ m. 4'te yer alan %98'lik eşik, karşılaştırmalı hukuka bakıldığında yüksek kalmaktadır. Bunun ilk işlevi, şirketlerin halka kapanmasını zorlaştırmak veya geciktirmektir. Ancak bu zorluğun öngörülmesi, bazı şirketlerin en baştan halka açılmaktan çekinmesine de neden olabilir. Ayrıca doktrinde, hem çıkarma hem de ayrılma hakkının, yoğunlaşmış pay sahipliğinin yaygın olduğu sistemlerde uzun vadede dağınık pay sahipliği yönünde bir değişime neden olacağı savunulmaktadır. Halka açıklık oranını artırmak için çıkarma hakkının kullanılmasının zorlaştırılması, halka açıklık oranı düşük şirketleri Kanun kapsamında kalmaya zorlayabilir; ancak sermaye piyasasında derinliği sağlayamaz. Bu anlamda kanaatimizce etkili bir araç değildir. Eşiğin yüksek belirlenmesinin ikinci etkisi, azınlığın paylarının rızası hilâfına elinden alınmasını zorlaştırarak azınlık pay sahiplerinin ve küçük yatırımcının korunması olabilir. Ancak SerPK m. 27'ye göre, satma hakkı da çıkarma hakkının doğduğu koşullarda doğacağından eşiğin yüksek belirlenmesi, zaten şirkette etki gösterme ihtimali kalmamış azınlığın şirketten ayrılmasını güçleştirecektir. Bütün bu veriler dikkate alındığında %98'lik eşiğin çok yüksek olduğu ve hem çıkarma hem de satma hakkının işlevini azalttığı kanaati kuvvetlenmektedir. Kanaatimizce eşiğin düşürülmesi yerinde olacaktır.

4. Hukukumuzda, hâkimiyet eşiğine ulaşılmasını sağlayan hukuki işlemin, çıkarma hakkının doğması bakımından bir önemi yoktur. Bu açıdan Türk Hukuku, AB'den ve İsviçre'den daha esnek bir anlayışa sahiptir. Kanaatimizce kanun koyucunun bu tercihi isabetlidir. Öncelikle yoğunlaşmış pay sahipliğinin

hâkim olduğu sistemlerde, pay alım teklifi yoluyla çoğunluk pay sahibinin rızası olmaksızın hâkimiyetin el değiştirmesi gerçekçi bir olasılık değildir. Ayrıca pay sahipliğinin yoğunlaşmış olduğu Türk Hukuku'nda, pay alım tekliflerinin piyasayı düzenleyici etkisi, dağınık pay sahipliğinin baskın olduğu sistemlerdeki kadar mühim değildir. Bu nedenle çıkarma hakkının sadece pay alım teklifleri ekseninde düzenlenmesi, hukukumuzda hem o sistemlerde olduğu kadar büyük bir menfaat yaratmayacaktır hem de çıkarma ve satma haklarının kullanılmasını gereksiz yere sınırlandıracaktır. Hukukumuzda, pay alım teklifi, kontrolün el değiştirmesinden ziyade, mevcut hâkim pay sahibinin sermaye payını ve oy haklarını artırmasını sağlayarak çıkarma hakkının doğumu için aranan eşiğe ulaşmasını sağlayabilir. Bunun yanı sıra paylar, blok alım veya münferit alım yöntemleriyle veya miras, icra, eşler arası mal rejimi hükümlerinin uygulanması ile de kazanılmış olabilir.

5. Hem çıkarma hakkının iktisadi amaçlarının gerçekleştirilmesi, hem de çıkarmanın azınlık pay sahiplerinin mülkiyet hakkına orantısız bir saldırı teşkil etmemesi için en önemli husus, çıkarılan pay sahiplerine payları karşılığında verilecek bedelin nasıl belirleneceğidir.

6. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda hakkın kullanım bedeli, her bir pay grubuna ilişkin fiyatın tespiti amacıyla Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak hazırlanan değerleme raporunda belirlenir (Tebliğ m. 6/2.b). Bedelin belirlenmesinde ortaklığın öngörülebilir gelecekte ulaşabileceği değer” de hesaba katılmalıdır; çünkü çıkarılan ortak, payın sadece mevcut değerinden değil, ortaklıktan çıkarılmasaydı gelecekte ulaşacağı değerden de mahrum kalmaktadır. Ancak çıkarılan pay sahibinin, şirketin hâkimiyetindeki değişiklikten kaynaklanan değer artışından yararlanamaması gerektiği kabul edilmektedir.

7. Payları borsada işlem gören ortaklıklarda çıkarma bedeli, borsada işlem gören pay gruplarının her biri için, hâkim ortak konumunun kazanıldığıının veya hâkim ortak konumunda bulunup ek pay alındığının kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalamasıdır (Tebliğ m. 6/2.a.1). Bu ortaklıklarda borsada işlem görmeyen pay grupları varsa bunların değeri de borsada işlem gören pay gruplarının fiyatından

hareketle belirlenmektedir. Doktrinde de isabetle belirtildiği üzere, piyasada oluşan fiyatın, payın gerçek değerini her zaman isabetli olarak yansıtacağı söylenemez. Ancak finans literatüründeki baskın görüş, her ne kadar borsa fiyatının payın gerçek değerini her zaman tam olarak yansıtacağı söylenemese de, bunun yine de alternatiflerinden daha isabetli bir gösterge olduğudur. Doktrinde 30 günlük sürenin kısalığı nedeniyle fiyatın piyasadaki dalgalanmalardan etkilenebileceği, ayrıca hâkim pay sahibinin hakkı borsadaki fiyatın düşük olduğu dönemde kullanabileceği eleştirisi yapılmaktadır. Kanaatimizce bu eleştiri yerindedir. Hem çok uzun hem de çok kısa aralıkların gerçekçi olmayan sonuçlar doğurma riski vardır.

8. Karşılaştırmalı hukuktaki baskın eğilim, satma ve çıkarma haklarının bir pay alım teklifini takiben doğduğu durumlarda, teklifte geçerli olan fiyatın çıkarma bedelinin hesaplanmasında da dikkate alınmasıdır. Hukukumuzda satma hakkının kullanımına ilişkin adil bedelin belirlenmesinde de bu yaklaşım geçerli olmasına rağmen çıkarma hakkında söz konusu değildir. Özellikle AB Hukuku'nda, sadece zorunlu değil aynı zamanda gönüllü pay alım tekliflerinde kullanılan fiyatın da dikkate alınması söz konusudur. Ancak teklif fiyatının mevzuat doğrultusunda belirlendiği zorunlu tekliften farklı olarak gönüllü pay alım teklifinde teklif fiyatı özgürce belirlendiğinden, bunun adil değeri yansıttığının söylenebilmesi için, teklifin yüksek bir oranda kabul edilmiş olması aranmaktadır. Benzer bir uygulama hukukumuzda da yerinde olacaktır.

9. SerPK m. 27 uyarınca çıkarma bedeli SerPK m. 24 çerçevesinde belirlenmekte, bu konuda SPK'nın yetkisi bulunmamaktadır. Satma hakkı bedeli konusunda da ise böyle bir sınırlama olmadığından SPK ayrı bir düzenleme öngörebilmiştir. Sonuç olarak iki hakkın kullanım bedeli farklı ölçütlere göre hesaplanmaktadır. Kanaatimizce bu farklılık, azınlık ve çoğunluk pay sahiplerinin menfaatlerini dengelemek amacıyla birbirinin karşılığını oluşturmak üzere düzenlenen haklar arasındaki uyumu bozmaktadır ve isabetli değildir. Kanaatimizce SerPK'da yer alan bedelin m. 24 çerçevesinde belirlenmesi gerektiği ile ilgili kural değiştirilmeli ve iki hakkın SPK tarafından birbiriyle uyumlu olarak ve yukarıdaki eleştiriler doğrultusunda düzenlenebilmesinin önü açılmalıdır.

10. SerPK m. 27'de satma ve çıkarma hakkı bedeline itiraz edilebilmesi amacıyla herhangi bir başvuru veya dava imkânı öngörülmemiştir. Doktrinde bedelin

mevzuattaki esaslara uygun olarak belirlenmediği gerekçesiyle dava açılabilceği, bu davaya TTK m. 191 hükmünün kıyasen uygulanacağı kabul edilmektedir. Bu görüşe katılıyor; ancak bu davanın SerPK m. 27’de açıkça düzenlenmesinin faydalı olacağını düşünüyoruz.

11. Çıkarma hakkı, azınlıkta kalan ortakların paylarının iptali ve bunlar karşılığı çıkarılacak yeni payların hâkim pay sahibine satılması yoluyla kullanılır (SerPK m. 27/1). Bu özellik, çıkarma hakkını, azınlık pay sahiplerinin paylarını devrederek şirketten uzaklaştırıldıkları diğer kurumlardan ayırmaktadır. SerPK m. 27’nin gerekçesi, çıkarma hakkının kullanılması usulüne ilişkin bu tercihin nedenlerine ilişkin bir açıklama içermemektedir. Kanaatimizce bu usul, pay devrinin gündeme getirebileceği bağlam, pay senetlerinin devri ve pay defterine kayıt gibi hususları bertaraf ederek süreci kolaylaştırma amacındadır ve bu açıdan isabetlidir.

12. Çıkarma hakkının kullanılması usulü ile ilgili en önemli sorun, mevcut payların iptali ve onlar yerine çıkarılacak yeni payların çıkarılması usulünün Tebliğ’de başarısız bir şekilde kaleme alınmış olmasıdır. Tebliğ m. 5/7 doğrultusunda hâkim ortağın başvurusu üzerine öncelikle ortaklık yönetim kurulu, “diğer ortakların paylarının iptali ile söz konusu paylar karşılığında çıkarılacak yeni payların ihracı amacıyla karar alarak” Kurula başvuracaktır. Bu hükümde iptal ifadesi ile neyin kastedildiği konusunda doktrinde fikir birliği bulunmamaktadır. Kanaatimizce burada eş zamanlı olarak sermaye artırımı ve azaltımı yapılması gerektiği düzenlenmiştir. Burada teknik olarak bir sermaye artırımı olsa da, aslında şirketin ne kâğıt üzerindeki sermayesi ne de malvarlığı değişmektedir.

13. Çıkarma hakkının doğması ve kullanılması için SerPK m. 27’de ve Tebliğ’de aranan koşullar gerçekleşmişse şirketin de SPK’nın da takdir yetkisi bulunmamaktadır. Hakkın kullanılması için gereken işlemler gerçekleştirilmelidir.

14. Çıkarma hakkının kullanılması ile birlikte azınlığın payları iptal edilecek ve pay sahipliği sona erecektir. Payları borsada işlem gören ortaklıklarda ayrıca payların borsa kotundan çıkarılmasına ve işlem görmekten sürekli men edilmesine karar verilir. Son olarak ortaklık SPK tarafından re’sen Kanun kapsamından çıkarılır. Diğer bir deyişle, ortaklığın halka açıklık statüsü sona erer.

KAYNAKÇA

ADIGÜZEL Burak, “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2014, C. XVIII, S. 2, s. 1-52. (Adıgüzel, **Ayrılma**)

ADIGÜZEL Burak, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2017. (Adıgüzel, **Sermaye Piyasası**)

AKBİLEK Nevzat, **Türk ve Avrupa Birliği Hukukunda Anonim Şirket Birleşmelerinde Pay Sahibinin Korunması**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2009.

AKIN İrfan, “TTK M.208 Kapsamında Anonim Şirketlerde azınlığın Ortaklıktan Çıkarılması”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi** 2013, C. XVII, S. 1-2, s. 1-19. (Akin, **Çıkarılma**)

AKIN Murat Yusuf, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, İstanbul: Vedat, 2014. (Akin, **Bağlı Nama Yazılı**)

AKIN SUNAY Nesrin, “Hakim Şirketin Azlık Paylarını Satın Alma Hakkı (TTK m. 208)”, **Hukuk ve Adalet Eleştirel Hukuk Dergisi**, C. 5, S. 14, 2013, s. 81-111.

ALTAY Sıtkı Anlam, **Anonim Ortaklıklar Hukuku’nda Sermaye Katımlı Ortak Girişimler**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009.

ANSAY Tuğrul, **Anonim Şirketler Hukuku**, Ankara, 1975.

ASLAN Ayşegül, **Hakim Ortağın Azınlık Paylarını Satın Alma Hakkı (Squeeze-Out Right)**, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2005 (<http://spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=378&ct=f&action=displayfile>, e.t.: 15 Temmuz 2017).

AYDIN Alihan, “Anonim Ortaklıkta Çoğunluk Pay Sahiplerinin Azınlığa Karşı Korunması”, **Erdoğan Moroğlu 65. Yaş Armağanı**, İstanbul: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, 1999, s. 29-51.

AYOĞLU Tolga, “Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi”, **Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2013, S. 2, s. 219-249. (Ayoğlu, **Haklı Nedenle Fesih**)

AYOĞLU Tolga, **Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2008. (Ayoğlu, **Halka Arz**)

BAHTİYAR Mehmet, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi**, İstanbul: Beta, 2001.

BAUEN Marc / BERNET Robert / ROUILLER Nicolas, **La société anonyme suisse: Droit commercial, Loi sur la fusion, Droit boursier, Droit fiscal** Bale: Schulthess, 2007.

BEKTAŞ İbrahim, “Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı ve Pay Alım Teklifi Zorluğu” **Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 60. Yıl Armağanı**, Murat Gürel, Ufuk Tekin ve İbrahim Bektaş (haz.), Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2015, s. 752-823.

BUZ Vedat, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, Ankara: Yetkin Yayınları, 2005.

MACEY Jonathan R./BERGSTRÖM Clas/HÖGFELD Peter/SAMUELSSON Per, “The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform”, **Columbia Business Law Review**, 1995, S. 2, s. 495-524.

BİLGİLİ Fatih/DEMİRKAPILI Ertan, **Şirketler Hukuku**, Bursa: Dora, 2013.

BOZKURT Tamer, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)-Die Vinkulierung**, İstanbul: XII Levha Yayıncılık, 2016.

BURKART Mike/PANUNZI Fausto, **Takeovers**, ECGI-Finance Working Paper No. 118/2006 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=912477##, e.t.: 15 Temmuz 2017). (Burkart/Panunzi, **Takeovers**)

BURKART Mike/PANUNZI Fausto, **Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process**, ECGI-Law Working Paper No. 10/2003 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=420940, e.t.: 15 Temmuz 2017). (Burkart/Panunzi, **Tender Offer Process**)

CHENAUX Jean-Luc, “La Protection des Actionnaires et Associés dans Fusions D’entreprise”, **Coopération et fusion d’entreprises**, BLANC Mathieu/DALLEVES Laure (ed.), Lausanne: CEDIDAC, 2005.

ÇAĞLAR Hayrettin, **Anonim Şirketlerde Esas Sermayenin Azaltılması**, Ankara: Turhan Kitabevi, 2010.

ÇAMOĞLU Ersin, “Anonim Ortaklığın Haklı Sebep Feshinde Hakim Taktir Yetkisi”, **BATİDER C. XXXI**, S. 1, 2015, s. 5-19.

ÇELİK Aytekin, **Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2016.

DEMİRAG İstemi S./SERTER Mehmet, “Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies”, **Corporate Governance: An International Review**, 2003, C. 11, s. 40-51.

DEĞİRMENCİ Cenker, **Anonim Ortaklıkta Iskat**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2006.

DİNÇ İlhan, “Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri IV, No:44 Sayılı Tebliği Kapsamında Çağrıda Bulunma Yükümlülüğüne İlişkin Son Gelişmeler”, **BATİDER**, C. XXVI, S. 2, 2010, s. 243-293.

DYCK Alexander/ZINGALES Luigi, “Private Benefits of Control: An International Comparison”, **The Journal of Finance**, 2004, C. 59, S. 2, s. 537-600.

ELST Christoph Van Der/STEEN Lientje Van Den, “Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights”, **European Company&Financial Law Review**, 2009, C. 6, S. 4, s. 391-439. (Elst/Steen, **A Comparative Analysis**)

ELST Christoph Van Der/STEEN Lientje Van Den, “Opportunities in The Merger and Acquisition Aftermarket: Squeezing Out and Selling Out”, **Corporate Governance and Regulatory Impact on Mergers and Acquisitions**, Greg N. Gregoriou, and Luc Renneboog (ed), USA: Elsevier Inc, 2007, s. 191-242. (Elst/Steen, **Squeezing Out and Selling Out**)

ENRIQUES Luca/GILSON Ronald J./PACCES Alessio M., “The Case For an Unbaised Takeover Law”, **Harvard Business Law Review**, 2014, C. 4, S. 1, s. 85-127.

ENRIQUES Luca/VOLPIN Paolo, “Corporate Governance Reforms in Continental Europe”, **Journal of Economic Perspectives**, 2007, C. 21, S.1, s. 117-140.

ERDEM Nuri, **Anonim Ortaklığın Haklı Sebepi Feshi**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2012.

ERDİL Engin, **Limited Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma**, İstanbul: Vedat Kitabevi, 2010.

EREN Fikret, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, Ankara: Yetkin Yayınları, 2015.

Forum Europaeum Corporate Group Law, “Corporate Group Law for Europe”, Çev. Austin Dunne, **European Business Organization Law Review**, 2000, C. 1, s. 165–264. (**Forum Europaeum**)

GERHARD Frank, “Evaluation d’entreprise”, **Aspects pratiques du droit de l’entreprise**, GERHARD Frank/BLANC Mathieu et. al. (ed.), Lausanne: CEDIDAC, 2010.

GROSSMAN Sanford J./HART Oliver D. “The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration”, **Journal of Political Economy**, 1986, C. 94, S. 4, s. 691-719.

GOERGEN Marc/MARTYNOVA Marina/RENNEBOOG Luc, “Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms in Europe”, **Oxford Review of Economic Policy**, C. 21, S. 2, 2005, s. 243-268.

GÖKTÜRK Kürşat, **Şirketler Topluluğunda Sorumluluk Esasları**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2015.

GÖZLER Kemal/KAPLAN Gürsel, **İdare Hukuku Dersleri**, Bursa: Ekin Yayınevi, 2016.

HACİMAHMUTOĞLU Sibel, “AT Komisyonu’nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme”, **BATİDER** C. XXI, S. 1, 2001, s. 95-138.

HACİMAHMUTOĞLU Sibel, “Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi ve Ortaklık Yöneticileri Üzerindeki Etkileri”, **BATİDER** C. XXIII, S. 31, 2016, s. 257-289.

HANSMANN Henry/KRAAKMAN Reiner, “The End of History for Corporate Law”, **Georgetown Law Journal**, 2001, C. 89, S. 2, s. 439-468.

HIZIR Serdar, “6098 Sayılı (Yeni) Borçlar Kanunu’nun 633. Maddesine Göre Adi Şirketten Çıkmanın ve Çıkarılmanın Genel Şartları ve Usulü”, **Prof. Dr. Sarper Süzek’e Armağan**, Ankara, C. III, s. 2817-2880.

HOPT Klaus J., “Obstacles to Corporate Restructuring: Observations from a European and a German Perspective”, **Perspectives In Company Law And Financial Regulation**, TISON Michel/de WULF Hans/ELST Christoph/STEENNOT Reinhard (ed.), Cambridge, 2009, s. 373-396.

HOPT Klaus J., “Takeover Regulation in Europe – The battle fort he 13th directive on takeovers”, **Australian Journal of Corporate Law**, 2002, C. 15, s. 1-18.

IFFLAND Jacques, “Groupes et Actions de concert dans la Loi sur les Bourses”, **Journée 2003 de droit bancaire et financier**, BOVET Christian/THEVENOZ Luc (ed.), Schulthess, 2004.

IFFLAND Jacques/VAISY Julie, “Développements récents du droit suisse des marchés financiers (offres publiques d’acquisition - annonce des participations importantes - squeeze out)”, **Revue suisse de droit des affaires et du marché financier**, Schulthess, 2000.

İMREGÜN Oğuz, **Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunların Telif Çareleri**, İstanbul: 1962.

JENSEN Michael C./MECKLING William H., “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, **Journal of Financial Economics**, 1976, C. 3, S. 4, s. 305-360.

KAISANLAHTI Timo, “When is a Tender Price Fair in a Squeeze-Out?”, **European Business Organization Law Review**, 2007, S. 8, s. 497-519.

KARABABA Serdar, **(Mukayeseli Hukuk ve Türk Hukuku Açısından) Anonim Ortaklıkta Satın Alma (Squeeze-out) ve Çıkarma Hakları**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2016.

KARACAN Ali İhsan, **Ortaklıktan Çıkarma – Sermaye Piyasası Hukuku Açısından Bir İnceleme**, İstanbul: Legal Yayıncılık, 2015.

KARAYALÇIN Yaşar, “Anonim Şirkette Çoğunluk Azınlık İlişkisi Bakımından Kontrol Satışı ve Genel Alım Önerisi”, **Prof. Dr. Halûk Tandoğan’ın Hâtırasına Armağan**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1990, s. 347-398.

KARAYALÇIN Yaşar, **Muhasebe Hukuku Kavramlar, İlkeler, Başlıca Sorunlar, Yeni Gelişmeler**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1988.

İPEKEL KAYALI Fena, **Türk Ticaret Kanunu’na göre Birleşmeler**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2014.

KENDİGELEN Abuzer, **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, İstanbul: Beta, 1999. (Kendigelen, İmtiyaz)

KENDİGELEN Abuzer, **Yeni Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler**, İstanbul: XII Levha Yayıncılık, 2016.

KIRCA İsmail, (ŞEHİRALİ ÇELİK Feyzan Hayal/ MANAVGAT Çağlar), **Anonim Şirketler Hukuku C. I**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2013. (Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, C. I)

KIRCA İsmail, (ŞEHİRALİ ÇELİK Feyzan Hayal/MANAVGAT Çağlar), **Anonim Şirketler Hukuku C. II/2**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2016. (Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, C. II)

KRAAKMAN Reinier/ARMOUR John/DAVIES Paul/ENRIQUES Luca/HANSMANN Henry/HERTIG Gérard/HOPT Klaus J./KANDA Hideki/ROCK Edward B., **The Anatomy Of Corporate Law: A Comparative And Functional Approach**. Oxford University Press, 2009.

KREBS Christian A., “Freeze-Out Transactions in Germany and the U.S.: A Comparative Analysis”, **German Law Journal**, 2012, C. 13, S. 8, s. 941-978.

MANAVGAT Çağlar, **Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Takeover Bid)**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1997. (Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**)

MANAVGAT Çağlar, **Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2016. (Manavgat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**)

MANAVGAT Çağlar, “Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları, **Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 50, S. 2, 2001, s. 160-191. (Manavgat, **Kaydi Sistem**)

MANAVGAT Çağlar, **Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu’ndaki Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Hükümlerin Değerlendirilmesi**, **BATİDER**, C. XXIX, S. 1, 2013, s. 45-78. (Manavgat, **Kayıtlı Sermaye**)

MEMİŞ Tekin / TURAN Gökçen, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2015.

MOROĞLU Erdoğan, **Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, İstanbul: XII Levha Yayıncılık, 2017. (Moroğlu, **Genel Kurul Kararları**)

MOROĞLU Erdoğan, **Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı**, İstanbul: XII Levha Yayıncılık, 2015. (Moroğlu, **Sermaye Artırımı**)

MOROĞLU Erdoğan, “Anonim Ortaklıkta Çoğunluk Paysahiplerinin Azınlık ve İmtiyazlı Paysahiplerine Karşı Korunması”, **BATİDER**, C. XVII, S. 3, 1994, s. 47-55. (Moroğlu, **Çoğunluk Paysahiplerinin Korunması**)

MOROĞLU Erdoğan, **Oy Sözleşmeleri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015. (Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**)

MUTLU UŞAKLI Senem, **Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010.

NOMER ERTAN Nedret Füsün, “Anonim Ortaklığın Haklı Sebeplerle Feshi Davası – TTK m. 531 üzerine düşünceler”, **İÜHFM** C. LXXIII, S. 1, 2015, s. 421-440.

NOMER Füsün, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Sadakat Yükümlülüğü**, İstanbul: Beta, 1999. (Nomer, **Sadakat**)

OĞUZMAN Kemal/BARLAS Nami, **Medeni Hukuk**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2016.

OĞUZMAN Kemal/ÖZ Turgut, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C. I, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2016.

OKUTAN NILSSON Gül/ATALAY Oğuz, “Anonim Ortaklık Paysahipleri Sözleşmelerinde Öngörülen Pay Alım ve Satım Opsiyonlarının Hukuki Niteliği ve Cebri İcrası”, **Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2007, s. 409-432.

OKUTAN NILSSON Gül, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2004. (Okutan Nilsson, **Paysahipleri Sözleşmeleri**)

OKUTAN NILSSON Gül, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’na Göre Şirketler Topluluğu Hukuku**, İstanbul: XII Levha Yayıncılık, 2009. (Okutan Nilsson, **Şirketler Topluluğu**)

ORAK ÇELİKBOYA Leyla, **Türk Ticaret Kanunu Madde 208 Uyarınca Anonim Şirketlerde Satın Alma Hakkının Koşulları**, Bilgi Üniversitesi Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2017.

ÖZATLAN Yurdal, **Anonim Şirket Birleşmelerinde Ortaklık Paylarının ve Ortaklık Haklarının İncelenmesi Davası (Denkleştirme Davası)**, İstanbul: XII Levha Yayıncılık, 2014.

PASLI Ali, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009. (Paslı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**)

PASLI Ali, **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**, İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2005. (Paslı, **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**)

PASLI Ali, “Anonim Ortaklıkta Kontrol Sahibinin Özel Durumu”, **İÜHF**, C: LXVI, S: 2, 2008, s. 345-357. (Paslı, **Kontrol**)

PETER Henry/DUVOISIN Paul-Benoît, “Loi sur la fusion, loi sur les cartels, loi sur les bourses: quels rapports?” **Revue suisse de droit des affaires et du marché financier**, Schulthess, 2011.

PHILLIPPIN Edgar, “Le Dédommagement Obligatoire Dans la Loi sur la Fusion”, **GesKR-Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**, DAENIER Daniel/GERHARD Frank/MAIZAR Karim/SPILLMANN Till/TSCHÄNI Rudolf/VOGT Hans-Ueli/WATTER Rolf/ WOLF Matthias (ed.), Dike Verlag AG, 2008.

POROY Reha / TEKİNALP Ünal / ÇAMOĞLU Ersin, **Ortaklıklar Hukuku I**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2014. (Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, **Ortaklıklar**)

POROY Reha / TEKİNALP Ünal / ÇAMOĞLU Ersin, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010. (Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, **ETK Ortaklıklar**)

PULAŞLI Hasan, **Şirketler Hukuku Şerhi I**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2015. (Pulaşlı, C. I)

PULAŞLI Hasan, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2015. (Pulaşlı, C. II)

RESTREPO Fernan, **Do Freezeouts Affect the Performance of the Controlling Shareholder?: An Empirical Analysis**, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper Series, s. 21 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2418846, e.t.: 1 Ocak 2017).

RESTREPO Fernan/SUBRAMANIAN Guhan, “The effect of Delaware effect on Freezeout Structure & Outcomes: Evidence on the Unified Approach”, **Harvard Business Law Review**, 2005, C. 5, s. 205-236.

RODRIGUEZ Nicholas R, “Kahn v. M&F Worldwide Corp: Risking Too Much on Ab Initio Conditions”, **Journal of Business & Technology Law** 2014, C. 10, S. 1, s. 113-136.

RÖTHELI Andreas/IFFLAND Jacques, “La décotation”, **Revue suisse de droit des affaires et du marché financier**, Schulthess, 2004.

SEROZAN Rona, **Medeni Hukuk**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015.

SEVİ Ali Murat, **Anonim Ortaklıkta Sermayenin Oluşturulması ve Pay Sahiplerine İade Edilmesi Yasağı**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2013. (Sevi, **Payın İadesi**)

SEVİ Ali Murat, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004. (Sevi, **Payın Devri**)

SIEGEL Mary, “Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century”, **Harvard Journal on Legislation**, 1995, C. 32, S. 79, s. 79-143.

SJÅFJELL Beate, **Towards a Sustainable European Company Law**, Kluwer Law International, 2009.

SÖNMEZ Yusuf Z., **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı**, İstanbul: Beta Yayınları, 2009.

SUBRAMANIAN Guhan, “Fixing Freezeouts”, **Yale Law Journal**, 2005, C. 115, S. 1, s. 3-70. (Subramanian, **Fixing Freezeouts**)

SUBRAMANIAN Guhan, “Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory and Evidence”, **The Journal of Legal Studies** 2007, C. 36, S. 1, s. 1-26. (Subramanian, **Post-Siliconix**)

Ayşe ŞAHİN, **Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2013.

ŞEHİRALİ ÇELİK Feyzan Hayal, **Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler**, Ankara: Bankacılık Enstitüsü Yayınları, 2008. (Şehirali Çelik, **Önlemler**)

ŞENER Oruç Hami, **Adi Ortaklık**, Ankara: Yetkin, 2008.

TEKİNALP Ünal, **Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2012. (Tekinalp, **Bağlam**)

TEKİNALP Ünal, **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku Anonim ve Limited Ortaklıklar, Tek Kişi Ortaklığı, Ortaklıklar Topluluğu, Birleşme, Bölünme, Tür Değiştirme**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2013. (Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**)

TEKİNALP Ünal, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Şirketler Topluluğuna İlişkin Düzenlemesinde Kontrol İlkesi”, **Prof. Dr. Hüseyin Hatemi’ye Armağan**, C. II, 2009, s. 1543-1556. (Tekinalp, **Kontrol İlkesi**)

TERCIER Pierre / AMSTUTZ Marc (ed.), **Codes des obligations II**, Basel: Helbing & Lichtenhahn, 2008.

THOMPSON Robert B., “Squeeze-Out Mergers and the ‘New’ Appraisal Remedy”, **Washington University Law Review**, 1984, C. 62, S. 3, s. 415-434.

TURANBOY Asuman, “2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na 4487 sayılı Kanunla Eklenen 10/A maddesine Göre Kaydî Değer Düzenlemesi”, **Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 1999, C. 48, S. 1-4, s. 39-55.

TÜRKYILMAZ İsmail, **Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu**, İstanbul: XII Levha Yayıncılık, 2015.

PETER Henry/TRINDADE Trigo (ed.), **Commentaire LFus**, Schulthess, 2005.

ULUSOY Erol, “Anonim Şirketlerde Azınlık Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkarılması”, **Anonim Şirketlerde Azınlık Pay Sahibi Hakları**, Ankara: Bilge Yayınevi, 2016, s. 65-96.

UZEL Necdet, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, İstanbul: XII Levha Yayıncılık, 2013.

VENTORUZZO Marco, “Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals”, **Virginia Journal of International Law**, 2010, C. 50, S. 4, s. 841-917.

VIONNET Guillaume, **L’exercice des droits formateurs**, Geneve: Schulthess, 2008.

WINTER Jaap, GARRIDO GARCIA José Maria/HOPT Klaus J./RICKFORD Jonathan/ROSSI Guido/CHRISTENSEN Jan Schans/SIMON Joëlle, Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Brüksel, 2002 (http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf, e.t.: Temmuz 2017). (**Winter Report I**)

WINTER Jaap/ GARRIDO GARCIA José Maria/HOPT Klaus J./RICKFORD Jonathan/ROSSI Guido/CHRISTENSEN Jan Schans/SIMON Joëlle, Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brüksel, 2002 (http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf, e.t.: Temmuz 2017). (**Winter Report II**)

YOSHIKAWA Toru/RASHEED Abdul A., “Convergence of Corporate Governance: Critical Review and Future Directions”, **Corporate Governance: An International Review**, 2009, C. 17, S. 3, s. 388-404.

YANLI Veliye, **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, İstanbul: Beta, 2005.

YEŞİLTEPE Salih Önder, **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakları**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2015.

YÜKSEL Sinan, “Anonim Ortaklığın Haklı Sebep Feshi Davasında Davalı Sıfatı Üzerine Düşünceler”, **Prof. Dr. Hamdi Yasaman’a Armağan**, İstanbul: XII Levha Yayıncılık, 2017, s. 865-883.

ÖZGEÇMİŞ

05.06.1989 tarihinde İstanbul’da doğan Seda Palanduz, lise öğrenimini Robert Kolej’de tamamladıktan sonra 2013 yılında Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi’nden birincilikle mezun olmuştur. 2016 yılında Yale Law School’da LL.M. programını tamamlamıştır. 2014 yılından bu yana MEF Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı’nda araştırma görevlisi olarak çalışmaktadır.



TEZ ONAY SAYFASI

Üniversite	Galatasaray Üniversitesi
Enstitü	Sosyal Bilimler Enstitüsü
Adı Soyadı	Seda PALANDUZ
Tez Başlığı	Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ortaklıktan Çıkarma Hakkı
Savunma Tarihi	25.08.2017
Danışmanı	Doç. Dr. S. Anlam ALTAY

JÜRİ ÜYELERİ

Ünvanı, Adı, Soyadı

İmza

Doç. Dr. S. Anlam ALTAY

Prof. Dr. Veliye YANLI

Yrd. Doç. Dr. H. Ali DURAL

Enstitü Müdürü

Prof. Dr. M. Yaman ÖZTEK