



Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü  
Özel Hukuk Anabilim Dalı

**HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA AYRILMA HAKKINA KONU  
PAYLARIN DİĞER PAY SAHİPLERİ VEYA YATIRIMCILARA  
ÖNERİLMESİ VE HUKUKİ SONUÇLARI**

Amine Nur GÜRAN

Yüksek Lisans Tezi

Ankara, 2023



HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA AYRILMA HAKKINA KONU  
PAYLARIN DİĞER PAY SAHİPLERİ VEYA YATIRIMCILARA  
ÖNERİLMESİ VE HUKUKİ SONUÇLARI

Amine Nur GÜRAN

Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Özel Hukuk Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Ankara, 2023

## KABUL VE ONAY

Amine Nur Güran tarafından hazırlanan ‘‘Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkına Konu Payların Diğer Pay Sahipleri veya Yatırımcılara önerilmesi ve Hukuki Sonuçları’’ başlıklı bu çalışma, 04.04.2023 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

---

Prof. Dr. ağlar MANAVGAT (Başkan)

---

Dr. Öğr. Üyesi Elif Cemre HAZIROğLU (Danışman)

---

Dr. Öğr. Üyesi Semih Sırrı zdemir (ye)

---

Yukarıdaki imzaların adı geçen ğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum.

Prof.Dr. Uğur MRGNLşEN

Enstitü Müdürü

## YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI

Enstitü tarafından onaylanan lisansüstü tezimin tamamını veya herhangi bir kısmını, basılı (kağıt) ve elektronik formatta arşivleme ve aşağıda verilen koşullarla kullanıma açma iznini Hacettepe Üniversitesine verdiğimi bildiririm. Bu izinle Üniversiteye verilen kullanım hakları dışındaki tüm fikri mülkiyet haklarım bende kalacak, tezimin tamamının ya da bir bölümünün gelecekteki çalışmalarda (makale, kitap, lisans ve patent vb.) kullanım hakları bana ait olacaktır.

Tezin kendi orijinal çalışmam olduğunu, başkalarının haklarını ihlal etmediğimi ve tezimin tek yetkili sahibi olduğumu beyan ve taahhüt ederim. Tezimde yer alan telif hakkı bulunan ve sahiplerinden yazılı izin alınarak kullanılması zorunlu metinleri yazılı izin alınarak kullandığımı ve istenildiğinde suretlerini Üniversiteye teslim etmeyi taahhüt ederim.

Yükseköğretim Kurulu tarafından yayınlanan “**Lisansüstü Tezlerin Elektronik Ortamda Toplanması, Düzenlenmesi ve Erişime Açılmasına İlişkin Yönerge**” kapsamında tezim aşağıda belirtilen koşullar haricince YÖK Ulusal Tez Merkezi / H.Ü. Kütüphaneleri Açık Erişim Sisteminde erişime açılır.

- Enstitü / Fakülte yönetim kurulu kararı ile tezimin erişime açılması mezuniyet tarihimden itibaren 2 yıl ertelenmiştir. <sup>(1)</sup>
- Enstitü / Fakülte yönetim kurulunun gerekçeli kararı ile tezimin erişime açılması mezuniyet tarihimden itibaren ..... ay ertelenmiştir. <sup>(2)</sup>
- Tezimle ilgili gizlilik kararı verilmiştir. <sup>(3)</sup>

...../...../.....

[İmza]

Amine Nur Güran

1“**Lisansüstü Tezlerin Elektronik Ortamda Toplanması, Düzenlenmesi ve Erişime Açılmasına İlişkin Yönerge**”

- (1) Madde 6. 1. Lisansüstü teze ilgili patent başvurusu yapılması veya patent alma sürecinin devam etmesi durumunda, tez **danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulu** iki yıl süre ile tezin erişime açılmasının ertelenmesine karar verebilir.
- (2) Madde 6. 2. Yeni teknik, materyal ve metotların kullanıldığı, henüz makaleye dönüşmemiş veya patent gibi yöntemlerle korunmamış ve internetten paylaşılması durumunda 3. şahıslara veya kurumlara haksız kazanç imkanı oluşturabilecek bilgi ve bulguları içeren tezler hakkında tez **danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulunun gerekçeli kararı ile altı ayı aşmamak üzere tezin erişime açılması engellenebilir.**
- (3) Madde 7. 1. Ulusal çıkarları veya güvenliği ilgilendiren, emniyet, istihbarat, savunma ve güvenlik, sağlık vb. konulara ilişkin lisansüstü tezlerle ilgili gizlilik kararı, **tezin yapıldığı kurum tarafından verilir** \*. Kurum ve kuruluşlarla yapılan işbirliği protokolü çerçevesinde hazırlanan lisansüstü tezlere ilişkin gizlilik kararı ise, **ilgili kurum ve kuruluşun önerisi ile enstitü veya fakültenin uygun görüşü üzerine üniversite yönetim kurulu tarafından verilir.** Gizlilik kararı verilen tezler Yükseköğretim Kuruluna bildirilir. Madde 7.2. Gizlilik kararı verilen tezler gizlilik süresince enstitü veya fakülte tarafından gizlilik kuralları çerçevesinde muhafaza edilir, gizlilik kararının kaldırılması halinde Tez Otomasyon Sistemine yüklenir.

\* Tez **danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulu tarafından karar verilir.**

## ETİK BEYAN

Bu çalışmadaki bütün bilgi ve belgeleri akademik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, görsel, işitsel ve yazılı tüm bilgi ve sonuçları bilimsel ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, kullandığım verilerde herhangi bir tahrifat yapmadığımı, yararlandığım kaynaklara bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunduğumu, tezimin kaynak gösterilen durumlar dışında zgn olduğunu, **Dr. Öğr. Üyesi Elif Cemre HAZIROĞLU** danışmanlığında tarafımdan üretildiğini ve Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Yönergesine göre yazıldığımı beyan ederim.

**Amine Nur GÜRAN**

## TEŞEKKÜR

Yüksek Lisans ders aşamasından itibaren başlayıp tez konusunun belirlenmesinden tez yazım sürecinin sonuna kadar devam eden süreçte değerli bilgi ve tecrübelerini aktaran, maddi ve manevi desteğini esirgemeyen, yoluma ışık tutan ve bu tez çalışmasının ortaya çıkmasını sağlayan çok kıymetli tez danışmanım *Dr. Öğr. Üyesi Elif Cemre Hazıroğlu*'na sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Hukuk fakültesini seçmemde en büyük destekçim olan, sevgisini ve desteğini her daim hissettiğim, düşüğümde kaldıran ve bana umudun hep var olduğunu öğreten canım *anneme*, varlıklarıyla güç veren canım *babam* ve *kardeşlerime*, çok değerli dostlarım *Arş. Gör. Esmâ Hazal Gürler'e* ve *Arş. Gör. Dilan Yıldırım'a*, sevgili *Av. Mücahit İsmail Ağalday'a* en derin minnet ve teşekkürlerimi sunarım.

Son olarak, yüksek lisans eğitim sürecime 2210-A Genel Yurt İçi Yüksek Lisans Burs programı çerçevesindeki katkılarından ötürü, Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumuna teşekkür ederim.

## ÖZET

GÜRAN, Amine Nur. *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkına Konu Payların Diğer Pay Sahipleri veya Yatırımcılara Önerilmesi ve Hukuki Sonuçları*, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2023.

Türk hukukunda ayrılma hakkına ilişkin ilk düzenlemeler 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu madde 24 hükmü ile yapılmıştır. Ayrılma hakkı, ilk olarak 19. Yüzyılın ortalarında Anglo Sakson hukuk sistemi içerisinde yer alan ABD hukukunda ortaya çıkmıştır. Ayrılma hakkı ile azınlık pay sahibine, anonim ortaklıklarda oybirliğinden oy çokluğuna geçiş döneminde kaybettiği veto etme hakkına karşılık olarak, muhalif kaldığı önemli nitelikteki işlemi gerçekleştiren ortaklık bünyesinden payını adil bir değer üzerinden satarak ayrılma hakkı tanınmaktadır. Ayrılma hakkı ile sadece azınlık pay sahibinin menfaati değil, aynı zamanda ortaklığın işlem menfaati ile çoğunluk menfaati de korunmaktadır. Önemli nitelikteki işleme muhalif kalan ortağın ayrılma hakkını kullanmasıyla, ayrılma hakkına konu pay bakımından ortaklığın satın alma zorunluluğu doğmaktadır. Söz konusu satın alma zorunluluğu, ortaklık malvarlığı üzerinde önemli bir mali risk oluşturabilecektir. Mali riskin azaltılması ve ortaklık malvarlığının korunması amacıyla yabancı hukuk sistemlerinde belirli bazı durumlarda ayrılma hakkının kısıtlandığı, ayrılma hakkına konu payın ortaklığın belirlenmiş bir kaynağından karşılandığı ya da çalışmamızın ana konusunu da oluşturan önerilme imkânının tanındığı alternatifler öngörülmüştür. 7222 sayılı Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun kapsamında Sermaye Piyasası Kanununun ayrılma hakkını düzenleyen hükümlerinde değişiklikler yapılarak ayrılma hakkına konu payın diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilmesi imkânı getirilmiştir. Önerilme imkânına ilişkin usul ve esasları düzenleme yetkisi ise Sermaye Piyasası Kurulu'na verilmiştir. 7222 sayılı Kanunda yapılan değişiklikler ve piyasadan gelen talepler neticesinde Sermaye Piyasası Kurulu tarafından II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği çıkarılmış, önerilme imkânına ilişkin usul ve esaslar Tebliğ ile düzenlenmiştir. Çalışmamızın ilk bölümünde ayrılma hakkı kavramı, tarihsel süreci, amaç ve fonksiyonu, benzer hukuki haklarla karşılaştırılması ve Türk hukukunda ayrılma hakkına ilişkin düzenlemeler anlatılmış; ikinci bölümde önerilme imkânının yabancı hukuk sistemlerinde ve Türk hukukundaki tarihsel süreci, hakkın özellikleri, kullanım



süreci açıklanarak düzenlemeye ilişkin öneriler getirilmiş; son bölümde ise önerilme imkânı benzer hukuki kurumlarla karşılaştırılmıştır.

### **Anahtar Sözcükler**

Halka Açık Anonim Ortaklık, Ayrılma Hakkı, Önemli Nitelikteki İşlemler, Sermaye Piyasası Kurulu, Önerilme İmkânı, Rüçhan Hakkı

## ABSTRACT

GÜRAN, Amine Nur. *Offering Shares Subject to The Appraisal Right in Publicly Held Corporations to Other Shareholders or Investors and Its Legal Results*, Master's Thesis, Ankara, 2023.

The first regulations regarding the appraisal right in Turkish law were made with the adjudgment of Article 24 of the Capital Markets Law No. 6362. The appraisal right first appeared in US law, which was included in the Anglo-Saxon legal system in the middle of the 19th century. With the appraisal right, the minority shareholder is given the right to leave from the body of the partnership that has carried out the important transaction to which it is opposed by selling his/ her share at a fair value, in return for his/ her veto right, which he/ she lost in the transition period from unanimity to majority, in joint stock companies. With the appraisal right, not only the interest of the minority shareholder, but also the transaction interest of the partnership and the majority interest are protected. When the associate who opposes the important transaction uses his/ her appraisal right, the partnership becomes obligated to purchase the share subject to the appraisal right. The aforesaid obligation to purchase may create a significant financial risk on the assets of the partnership. In order to reduce the financial risk and protect the assets of the partnership, alternatives have been envisaged in foreign legal systems in which the appraisal right is restricted in certain situations, the share subject to the appraisal right is provide from a determined source of the partnership, or the offer, which is the main subject of our study. Within the scope of the Law No. 7222 on the Banking Law and Law on Amending Certain Laws, the adjudgment of the Capital Markets Law regulating the right to leave were changed, allowing the share subject to the appraisal right to be offered to other shareholders or investors. The authority to regulate the procedures and principles regarding the offer has been given to the Capital Markets Board. As a result of the amendments made in the Law No. 7222 and the demands from the market, No. II-23.3 the Communiqué on Significant Transactions and the Appraisal Right was issued by the Capital Markets Board, and the procedures and principles regarding the offer were regulated by the Communiqué. In the first part of our study, the concept of the appraisal right, its historical process, purpose and function, its comparison with similar legal rights and the regulations regarding the appraisal right in Turkish law are explained; in the second part, the historical process of the offer in foreign legal systems and Turkish law,

the characteristics of the right and the usage process are explained and suggestions regarding regulation are made; in the last part, the offer is compared with similar legal institutions.

**Keywords**

Publicly-Held Corporation, Appraisal Right, Significant Transaction, Capital Markets Board, The Offer, Preemptive Right

## İÇİNDEKİLER

<b>KABUL VE ONAY .....</b>	<b>i</b>
<b>YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI.....</b>	<b>ii</b>
<b>ETİK BEYAN.....</b>	<b>iii</b>
<b>TEŞEKKÜR .....</b>	<b>iv</b>
<b>ÖZET.....</b>	<b>v</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>vii</b>
<b>İÇİNDEKİLER .....</b>	<b>ix</b>
<b>KISALTMALAR DİZİNİ .....</b>	<b>xiv</b>
<b>GİRİŞ .....</b>	<b>1</b>
<b>1.BÖLÜM: ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMLER VE AYRILMA HAKKI .....</b>	<b>3</b>
<b>1.1. AYRILMA HAKKI.....</b>	<b>3</b>
1.1.1. Ayrılma Hakkı Kavramı.....	3
1.1.1.1. Genel Olarak .....	3
1.1.1.2. Amaç ve Fonksiyonu .....	7
1.1.2. Ayrılma Hakkının Tarihsel Gelişimi.....	10
1.1.2.1. Anglo-Sakson Hukuk Sisteminde.....	10
1.1.2.1.1. Amerikan Hukuku.....	10
1.1.2.1.2. İngiliz Hukuku .....	14
1.1.2.2. Kıta Avrupası Hukuk Sisteminde .....	14
1.1.2.2.1. İtalyan Hukuku.....	14

1.1.2.2.2. Alman ve İsviçre Hukuku .....	15
1.1.3. Ayrılma Hakkının Benzer Haklarla Karşılaştırılması .....	16
1.1.3.1. Ayrılma Hakkı ve Pay Alım Teklifi .....	16
1.1.3.2. Ayrılma Hakkı ve Ortaklıktan Çıkarma Hakkı.....	21
1.1.3.3. Ayrılma Hakkı ve Satma Hakkı.....	24
1.1.3.4. Ayrılma Hakkı ve Bağlı Nama Yazılı Payların Ortaklık ve Pay Sahipleri Tarafından Devralınma Hakkı.....	26
1.1.4. Ayrılma Hakkının Özellikleri.....	28
1.1.5. Türk Hukukunda Ayrılma Hakkına İlişkin Düzenlemeler.....	31
<b>1.2. ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEM KAVRAMI VE TÜRK HUKUKUNDA DÜZENLENİŞİ .....</b>	<b>36</b>
<b>2. BÖLÜM: HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA AYRILMA HAKKINA KONU PAYIN DİĞER PAY SAHİPLERİ VEYA YATIRIMCILARA ÖNERİLMESİ KAVRAMI.....</b>	<b>40</b>
<b>2.1. ÖNERİLMENİN TARİHSEL GELİŞİMİ.....</b>	<b>40</b>
2.1.1. İtalyan Hukuk Sisteminde .....	40
2.1.2. Türk Hukuk Sisteminde .....	41
2.1.2.1. TTK Kapsamında.....	41
2.1.2.2. SerPK Kapsamında .....	43
2.1.2.3. II-23.3 Sayılı Tebliğ Kapsamında .....	46
<b>2.2. ÖNERİLME KAVRAMI.....</b>	<b>47</b>
2.2.1. Hukuki Nitelendirme.....	47
2.2.2. Amaç ve Fonksiyon.....	49
2.2.3. Önerilme İmkânının Özellikleri .....	52
2.2.3.1. Pay Sahipliğine Bağlı Olma Zorunluluğunun Olmaması ....	52

2.2.3.2. Şarta Bağlı Olması .....	53
2.2.3.2.1. Yönetim Kurulu Tarafından Karar Alınmasının Zorunlu Olması.....	53
2.2.3.2.2. Payları Satın Almak İsteyen Pay Sahibi veya Yatırımcıların Gerekli Tutarı Aracı Kurum Nezdinde Bloke Etmesinin Zorunlu Olması.....	55
2.2.3.3. Oransal Dağıtım Esasına Tâbi Olması veya Dağıtım Şekli Hususunda Anlaşma Yapılabilmesi .....	56
2.2.3.3.1. Oransal Dağıtım Esası Kavramı .....	56
2.2.3.3.2. Dağıtım Şekli Hususunda Anlaşma Yapılması .....	58
2.2.3.4. Ayrılma Hakkına Konu Payların Talep Edilmeyen Kısımının Ortaklık Tarafından Alınmasının Zorunlu Olması .....	59
2.2.3.5. Payın Kullanım Fiyatı Üzerinden Satın Alınması .....	60
2.2.3.5.1. 7222 Sayılı Kanunla Değişiklik Yapılmadan Önceki Durum .....	60
2.2.3.5.1.1. SerPK Düzenlemesi.....	60
2.2.3.5.1.2. Mülga II-23.1 Sayılı Tebliğ Düzenlemesi .....	61
2.2.3.5.2. 7222 Sayılı Kanunla Değişiklik Yapıldıktan Sonraki Durum .....	63
2.2.3.5.2.1. 7222 Sayılı Kanunla Değişik SerPK Düzenlemesi .....	63
2.2.3.7.2.2. II-23.3 Sayılı Tebliğ Düzenlemesi....	64
2.2.4. Önerilme İmkânının Kullanım Şekli .....	67

<b>2.3. ÖNERİLME İMKÂNININ BENZER HUKUKİ KURUMLARLA KARŞILAŞTIRILMASI .....</b>	<b>69</b>
2.3.1. Önerilme İmkânı Ve Rüçhan Hakkı .....	69
2.3.1.1. Rüçhan Hakkı Kavramı .....	69
2.3.1.2. Tanımı .....	71
2.3.1.3. İfade Edilme Şekli .....	72
2.3.1.4. Rüçhan Hakkının Amacı.....	73
2.3.1.5. Rüçhan Hakkının Özellikleri .....	74
2.3.1.6. Rüçhan Hakkını Oluşturan Unsurlar.....	75
2.3.1.7. Rüçhan Hakkının Kullanılması.....	76
2.3.1.7.1. Rüçhan Hakkına Hâkim İlkeler .....	76
2.3.1.7.1.1. Oransallık İlkesi.....	76
2.3.1.7.1.2. Hakkın Kullanılmasının Zorunlu Olmaması.....	76
2.3.1.7.2. Rüçhan Hakkını Kullanma Hakkına Sahip Olanlar .....	77
2.3.1.8. Önerilme İmkânı ile Rüçhan Hakkının Karşılaştırılması.....	78
2.3.2. Önerilme İmkânı Ve Önalım Hakkı .....	80
2.3.2.1. Tanımı .....	80
2.3.2.2. İfade Edilme Şekli .....	81
2.3.2.3. Önalım Hakkının Amacı .....	81
2.3.2.4. Önalım Hakkının Hukuki Niteliği .....	81
2.3.2.5. Önalım Hakkının Türleri .....	82
2.3.2.5.1. Kanuni Önalım Hakkı.....	82
2.3.2.5.2. Sözleşmeden Doğan Önalım Hakkı.....	83
2.3.2.6. Önalım Hakkının Kullanılması .....	84
2.3.2.7. Önerilme İmkânı İle Önalım Hakkının Karşılaştırılması.....	84
2.3.3. Önerilme İmkânı Ve Öncelik Hakkı.....	85
2.3.3.1. Öncelik Hakkı Kavramı ve Amacı.....	85
2.3.3.2. Hukuki Niteliği .....	86
2.3.3.3. Türleri .....	86
2.3.3.3.1. Teklifte Öncelik.....	86

2.3.3.3.2. İcapta Öncelik.....	87
2.3.3.3.3. Kabulde Öncelik.....	87
2.3.3.4. Önerilme İmkânı ile Öncelik Hakkının Karşılaştırılması ....	87
2.3.4 Önerilme İmkânı Ve Önerilmeye Muhatap Olma Hakkı .....	88
2.3.4.1. Önerilmeye Muhatap Olma Hakkı.....	88
2.3.4.2. Önerilme İmkânı ile Önerilmeye Muhatap Olma Hakkının Karşılaştırılması .....	89
2.3.5. Önerilme İmkânı Ve TTK Md. 493/6 Hükmü Kapsamında Kaçınma Klozu.....	91
2.3.5.1. TTK md. 493/6 Hükmü Kapsamında Kaçınma Klozu .....	91
2.3.5.1.1. Amaç.....	91
2.3.5.1.2. Uygulanma Koşulları.....	92
2.3.5.1.2.1. Payların Devrinin Kısıtlanmış Olması .....	92
2.3.5.1.2.2. İşletilmesi İçin Esas Sözleşmeye Hüküm Konulmasının Gerekmemesi .....	92
2.3.5.1.2.3. Bağlı Nama Yazılı Payın Devredilmesi ve Ortaklığa Başvuru Yapılması.....	92
2.3.5.1.2.4. Ortaklığın Herhangi Bir Gerekçe Öne Sürmek Zorunda Olmaması.....	93
2.3.5.1.2.5. Devre Onay Verme Kararının Yönetim Kurulu Tarafından Alınma Zorunluluğunun Olmaması.....	93
2.3.5.1.2.6. Teklifin Gerçek Değer Üzerinden Yapılması.....	93
2.3.5.1.3. Alım Teklifi .....	94
2.3.5.1.4. Önerilme İmkânı ile TTK md. 493/6 Hükmü Kapsamında Kaçınma Klozunun Karşılaştırılması.....	94
<b>SONUÇ.....</b>	<b>97</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>102</b>



<b>EK 1. ORİJİNALLİK RAPORU .....</b>	<b>109</b>
<b>EK 2. ETİK KURUL / KOMİSYON İZİNİ YA DA MUAFİYET FORMU.....</b>	<b>111</b>

**KISALTMALAR**

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AktG	: Aktiengesetz
Art	: Article
Aşa.	: Aşağıda
AT	: Avrupa Topluluğu
Batider	: Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BİST	: Borsa İstanbul
Bkz.	: Bakınız
C.	: Cilt
CBCA	: Canada Bussiness Corparation Act
dn.	: Dipnot
eSerPK	: 28.07.1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
eTTK	: 29.06.1956 tarihli ve 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu
E.T.	: Erişim Tarihi
FusG	: Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung
Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu
md.	: Madde
No.	: Numara
p.	: Page
pp.	: Pages
RG	: Resmi Gazete
s.	: Sayfa
S.	: Sayı
SerPK	: 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TTK	: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu
Umwg	: Umwandlungsgesetz
vb.	: ve benzeri
vd.	: ve devamı
Vol.	: Volume

- Yuk. : Yukarıda
- 7222 sayılı Kanun : Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik  
Yapılmasına Dair Kanun
- II-23.3 sayılı Tebliğ : Sermaye Piyasası Kurulu Önemli Nitelikteki İşlemler ve  
Ayrılma Hakkı Tebliği

## GİRİŞ

Halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkı ilk olarak, 19. yüzyılın ikinci yarısında Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) oybirliğinden oy çokluğuna geçiş döneminde ortaya çıkmış bulunmaktadır. Oy çokluğu ile karar alma yöntemiyle alınan karara muhalif kalan ortağın ortaklıktaki mevcudiyeti sorununu çözmek ve pay sahipliği haklarını korumak amacıyla söz konusu ortağa ayrılma hakkı tanınmıştır. Ayrılma hakkı ilk olarak birleşme işlemlerinde ortaya çıkmış olup zamanla, önemli nitelikteki birçok başka işlemin de ayrılma hakkını doğuracağı yönünde hukuki düzenlemeler yapılmıştır.

Ayrılma hakkı Türk hukukunda 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK) madde 24 ile hüküm altına alınmış olup konuya ilişkin usul ve esasları düzenleme yetkisi Sermaye Piyasası Kurulu'na (SPK, Kurul) verilmiştir. Kurul da bu yetkisine dayanarak öncelikle II-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği'ni, daha sonra ise bu tebliği yürürlükten kaldıran II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'ni çıkartmıştır. 7222 sayılı Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun ile yapılan değişiklikler kapsamında bu tez çalışmasının ana konusunu oluşturan ayrılma hakkına konu payın diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilmesi imkânı getirilmiş ve kurul tarafından çıkarılan II-23.3 sayılı Tebliğ ile söz konusu imkânın usul ve esasları düzenlenmiştir.

Önemli nitelikteki işlemlerin yapılması sebebiyle ayrılma hakkının doğması sonucunda ayrılma hakkını kullanan ortakların paylarının ortaklık tarafından satın alınmasının zorunlu olması, ortaklık malvarlığı üzerinde büyük bir mali risk oluşturabilmektedir. Bahse konu mali riskin, ortaklığın taşıyamayacağı kadar ağır olduğu durumlarda ortaklık ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikteki işlemi yapmaktan vazgeçebilecektir. Bu durum ise ayrılma hakkının işlem menfaatini koruma amacıyla ters düşecek ve ayrılma hakkını işlevsizleştirecektir. Anılan sebeplerle ortaklık üzerindeki mali riski azaltacak, önemli nitelikteki işlemin gerçekleşmesi ile ayrılma hakkının kullanılmasını temin edecek nitelikteki önerilme imkânının burada oldukça büyük önem taşımakta olması, ilgili düzenlemede kanaatimizce birtakım eksiklik ve boşluklar bulunması ve görece yeni bu düzenlemenin öğretide yeterince incelenmemesi sebepleriyle bu tez çalışmasında önerilme imkânı incelenmektedir.

Ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilmesi için öncelikle önemli nitelikteki bir işlem neticesinde ayrılma hakkının doğması gerekmektedir. Önerilme imkânının doğumunun bağlı olduğu ayrılma hakkının genel esasları üzerinde durulması ilgili çalışmanın anlaşılması bakımından önem taşımakta olduğundan ayrılma hakkı ve önemli nitelikteki işlemler de incelenmiştir. Ancak ayrılma hakkı ve önemli nitelikteki işlemler konularının oldukça geniş ve tek başlarına bir tez çalışmasının konusu olabilecek nitelikte olmaları ve daha önce de detaylıca incelenmeleri sebepleriyle, ilgili konular bu tez çalışmasında sınırlı olarak ele alınmıştır.

Bu tez çalışması üç ayrı bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde ayrılma hakkının tarihsel gelişimi Anglo-Sakson ve Kıta Avrupası hukuk sistemlerinde ayrı ayrı incelenmiş, ardından ayrılma hakkı kavramı ile bu hakkın getirilmesiyle ulaşılmak istenen amaçlar ve ayrılma hakkının fonksiyonları açıklanmış, ayrılma hakkının benzer hukuki kavramlarla karşılaştırması yapılarak hukuk sistemi içerisindeki yeri belirlenmeye çalışılmış, ayrılma hakkının özellikleri irdelenmiş ve Türk hukukundaki yeri belirlenmeye çalışılmıştır. İlk bölümde son olarak Önemli Nitelikteki işlemler kavramı açıklanarak Türk hukukundaki düzenleme süreci ortaya konulmuştur.

Tez çalışmasının ikinci bölümünde önerilme imkânının tarihsel gelişimi ve Türk hukukundaki düzenlemenin mehası olan İtalyan hukukundaki düzenlemesi detaylıca incelenmiş, kavramın Türk hukukundaki düzenlemeleri incelenerek hukuk sistemimizdeki yeri ortaya konulmaya çalışılmış, kanunda ve tebliğde imkânın hukuki nitelmesi yapılmadığından hukuki nitelmesi yapılmış, önerilme imkânının getirilme amacı üzerinde durulmuş ve son olarak önerilme imkânının özellikleri incelenerek düzenlemeye ilişkin öneri ve eleştiriler getirilmiştir.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde ise; önerilme imkânını getiren 7222 sayılı kanunun gerekçesinde belirtilen, söz konusu imkânın rüçhan veya önalım hakkı benzeri bir hak olma özelliğinden yola çıkılarak, önerilme imkânı öncelikle rüçhan ve önalım hakkıyla; ardından öncelik, önerilmeye muhatap olma ve kaçınma klozu haklarıyla karşılaştırılmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMLER VE AYRILMA HAKKI

#### 1.1. AYRILMA HAKKI

##### 1.1.1. Ayrılma Hakkı Kavramı

##### 1.1.1.1.Genel Olarak

Ortaklıklar hukukunda ayrılma hakkı, ortağın ortaklıktan ayrılmasının ortaklığın feshine ya da infisahına sebebiyet vermemesi durumu olarak tanımlanmaktadır<sup>1</sup>. Sürekli borç ilişkilerinde taraflardan her birinin tek taraflı irade beyanıyla borç ilişkisini sona erdirmeye imkânı bulunmaktadır. Ayrılma hakkı ile ilgili olarak da sürekli borç ilişkilerinde olduğu gibi taraflardan her birinin tek taraflı irade beyanıyla sözleşme ilişkisiyle bağlı olduğu ortaklıktan ayrılabilmesi değerlendirilmektedir<sup>2</sup>. Nitekim ayrılma hakkı kişisel nitelikte bir hak olduğundan bu hakkın kullanılması onu kullanan pay sahibinin hür iradesine dayanmaktadır ve kişisel olarak verilen böylesi bir kararın, ortaklığın bütününe etki etmesi ve ortaklığın infisahına neden olması ortaklık hukukuna hâkim ilkelerle, özellikle ortaklığın devamlı olması ilkesiyle, bağdaşmamaktadır<sup>3</sup>.

Ortaklıktan ayrılmanın pay sahibinin iradesiyle olduğu durumlarda çıkma, bu kararın haklı bir sebeple ortaklık tarafından alınması durumunda ise çıkarılma söz konusu olmaktadır<sup>4</sup>. Çıkma ve çıkarılma kurumu 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun<sup>5</sup> (TTK)

<sup>1</sup> **Domaniç**, Hayri: Adi-Kollektif ve Komandit Şirketler, 4. Baskı, İstanbul 1988, s. 368; Ayrılma hakkının çıkma ve çıkarılmayı kapsayan bir üst kurum olduğu hakkında bkz. **Domaniç**, Hayri: Türk Ticaret Kanunu Şerhi, C. I, İstanbul 1988, s. 688; Buna karşılık Bektaş ise, ayrılma hakkının kapsamının çıkma ve çıkarılmadan çok daha geniş olduğunu belirtmektedir. Bkz. **Bektaş**, İbrahim: Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı ve Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı, Bankacılık Enstitüsü Yayınları, Ankara 2015, s. 752.

<sup>2</sup> Sürekli borç ilişkilerine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **Eren**, Fikret: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 20. Baskı, Ankara 2016, s. 213; **Oğuzman**, Kemal/ **Öz**, Turgut: Borçlar Hukuku Genel Hükümler Cilt-1, 17. Bası, İstanbul 2019, s. 12; **Akıntürk**, Turgut/ **Ateş**, Derya: Borçlar Hukuku Genel Hükümler Özel Borç İlişkileri, 29. Baskı, İstanbul 2020, s. 12; Ayrılma hakkının kullanılmasını, borç ilişkilerinin zamanla sınırlı olmasına bağlayan bir görüş için bkz. **Sönmez**, Yusuf Ziyaeddin: Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, Birinci Baskı, İstanbul 2009, s.1, dn. 2.

<sup>3</sup> **Çamoğlu**, Ersin: Kollektif Ortaklıkta Haklı Sebep Kavramı ve Ortağın Haklı Sebep ile Çıkarılması, İstanbul 1976, s.2-3.

<sup>4</sup> Çıkma ve çıkarılmaya ilişkin geniş bilgi için bkz. **Poroy**, Reha/ **Tekinalp**, Ünal/ **Çamoğlu**, Ersin: Ortaklıklar Hukuku I, 14. Bası, İstanbul 2019, s. 74-78; **Kayhan**, Şaban: Şirketler Hukuku, 5. Baskı, Ankara 2021, s. 75-77; **Şener**, Oruç Hami: Ortaklıklar Hukuku Ders Kitabı, 4. Bası, Ankara 2019, s. 69-76.

<sup>5</sup> RG 27846, 14.02.2011.

253-266 ile 565, 638-640'ıncı maddelerinde düzenlenmekte ve şahıs ortaklıkları çerçevesinde ele alınmaktadır<sup>6</sup>. Bu durumun sebebi şahıs ortaklığı ortaklarının, taahhüt ettikleri sermaye payları dışında da sorumluluklarının bulunmasıdır.

Şahıs ortaklıklarında ortaklık alacaklıları, alacaklarını ortaklık malvarlığından karşılayamadıkları durumlarda bahis konusu alacaklarını tahsil amacıyla ortakların sorumluluğuna gidebilmektedirler<sup>7</sup>. Bir diğer ifadeyle, şahıs ortaklıklarında, ortaklardan herhangi birinin ayrılması hem alacaklıların hem de ortaklıkta kalacak diğer ortakların menfaatini etkilemektedir. Nitekim, herhangi bir ortağın ortaklıktan ayrılması alacaklıların alacaklarını elde etmelerini güçleştirebileceği gibi ortaklıkta kalan ortakların sorumluluklarının artmasına da sebebiyet verebilecektir.

Sermaye ortaklıklarında ise şahıs değil de sermaye ön planda olduğu için ortakların ortaklıktan ayrılmaları pay devri ile gerçekleşmektedir<sup>8</sup>. Anonim ortaklıklarda menfaatler dengesini korumak için çıkma ve çıkarılma kurumlarının düzenlenmesine gerek bulunmamaktadır. Zira anonim ortaklıklarda alacaklıların alacaklarını temin etme güvencesi şahıslar üzerinden değil ortaklık sermayesi üzerinden sağlanmaktadır<sup>9</sup>.

Anonim ortaklıklarda pay sahiplerinin paylarını devretmeleri için ortaklık tarafından bir karar alınmasına ya da haklı sebep gösterilmesine gerek yoktur<sup>10</sup>. Pay sahibi, tek taraflı irade beyanıyla ve devir sözleşmesiyle payını devredebilmektedir. Nitekim pay sahibinin payını devretme kararı ekonomik ya da kişisel sebeplerle alınabilmekte ve bu itibarla yatırım tercihinin değişmesi niteliğini taşımaktadır<sup>11</sup>.

<sup>6</sup> **Çamoğlu**, Kollektif Ortaklıkta Haklı Sebep, s. 2-3; **Domaniç**, Kollektif, s. 368, **İmregün**, Oğuz: Kollektif, Komandit ve Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Ortaklıklar, İstanbul 1989, s. 87, 173, 195-196.

<sup>7</sup> Şahıs ortaklık ortakları, ortaklık alacaklılarına karşı sınırsız ve birinci dereceden sorumludurlar. Bkz. **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, s. 20; **Kayhan**, s. 57; **Şener**, s. 83.

<sup>8</sup> Payın devredilebilirliğinin pay sahibinin ortaklıktan ayrılmasını kolaylaştırdığı, payların değerlendirilmesini sağladığı ve borsa ticaretine imkân tanıdığı hakkında bkz. **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, s. 626; Anonim ortaklıklarda çıkma ve çıkarılma düzenlenmediği için değil, ortaklıktan ayrılmanın sermaye ortaklıklarındaki görünüm şekli olduğu için pay devri yoluyla ortaklıktan ayrılma düzenlemesi yapıldığı hakkında bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s.2.

<sup>9</sup> Anonim ortaklıklarda sınırlı sorumluluk ilkesi hakimdir ve buna göre alacaklılar bu alacaklarını temin etmek için yalnızca ortaklık malvarlığına başvurabilmektedirler. Bkz. **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, s. 306.

<sup>10</sup> Hamiline yazılı pay senetlerinin devrinde karar alınmasına ya da onaya ihtiyaç duyulmazken senede bağlanmamış paylar ile nama yazılı payların ise yalnızca istisnai hâllerde sınırlanabileceği hakkında bkz. **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, Ortaklıklar I, s.626.

<sup>11</sup> **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s.3.

Anonim ortaklıklarda kural olarak pay devrinin serbestliği ilkesi hakimdir<sup>12</sup> ve bu ilke gereğince, pay sahibi istediğinde payını devredebileceği gibi payını devretmek istemediğinde de pay devrine zorlanamayacaktır. Aynı zamanda payı iktisap edecek kişi de söz konusu payı almaya zorlanamamaktadır. Her ne kadar hâkim ilke pay devir serbestisi olsa da ortaklığı, pay sahiplerini, alacaklıları ya da kamuyu koruma amaçları gibi haklı sebeplerin bulunduğu durumlarda pay devrine kısıtlamalar getirilmesi mümkündür. Pay devri kısıtlamaları bağlam olarak adlandırılmaktadır<sup>13</sup>. Bağlam ise kanuni bağlam ve esas sözleşmesel bağlam olarak ikiye ayrılmaktadır.

TTK md. 492’de: *“Esas sözleşme, nama yazılı payların ancak şirketin onayıyla devredilebileceğini öngörebilir...”* denilerek esas sözleşmesel bağlam hüküm altına alınmıştır. Esas sözleşme ile pay devrine kısıtlamalar getirilmesi, ortaklık içerisinde yabancılaşmayı önlemek, payların ortaklığa zarar verebilecek kişilerin eline geçmesini engellemek gibi sebeplere dayanmaktadır.

Kanuni bağlama örnek olarak ise TTK md. 379’da: *“Bir şirket kendi paylarını, esas veya çıkarılmış sermayesinin onda birini aşan veya bir işlem sonunda aşacak olan miktarda, ivazlı olarak iktisap ve rehin olarak kabul edemez...”* denilerek ortaklığın kendi paylarını iktisabına belli oranda, TTK md. 352’de: *“Pay taahhüdünün, şirketin tescilinden önce devri, şirkete karşı geçersizdir.”* denilerek tescilden önceki pay devrine; md. 491’de: *“Bedeli tamamen ödenmemiş nama yazılı paylar, ancak şirketin onayı ile devrolunabilir...”* denilerek ise bedeli ödenmemiş nama yazılı payların devri bakımından kısıtlama getirilmiştir. Yine bazı kanunlarda pay devri bir kamu kuruluşunun onayına bağlı kılınmıştır<sup>14</sup>.

Kanuni bağlam bazı durumlarda payı belli bir kişiye devretme zorunluluğu olarak da ortaya çıkabilmektedir. Bu anlamda TTK md. 208’de: *“Hâkim şirket, doğrudan veya dolaylı olarak bir sermaye şirketinin paylarının ve oy haklarının en az yüzde doksanına sahipse, azlık şirketin çalışmasını engelliyor, dürüstlük kuralına aykırı davranıyor, fark edilir sıkıntı yaratıyor veya pervasızca hareket ediyorsa, hâkim şirket azlığın paylarını*

<sup>12</sup> Bu ilkeye ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Sevi**, Ali Murat: Anonim Ortaklıkta Payın Devri, 4 Baskı, Ankara 2018, s. 55

<sup>13</sup> Bağlam kurumuna ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Poroy**, Reha/ **Tekinalp**, Ünal/ **Çamoğlu**, Ersin: Ortaklıklar Hukuku II, 14. Bası, İstanbul 2019, s. 141-163; **Kayhan**, s. 258-261; **Şener**, s. 620-628.

<sup>14</sup> Pay devrinin belli kamu kuruluşlarının onayına tâbi kılındığı örnekler için bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s.4.



varsa borsa değeri, yoksa 202'nci maddenin ikinci fıkrasında öngörülen şekilde belirlenen değer ile satın alabilir.” denilerek halka kapalı anonim ortaklıklarda çoğunluk pay sahibine azlığın paylarının satın alması yoluyla ortaklıktan uzaklaştırılması (*squeeze-out right*) imkânı tanınmıştır.

Benzer şekilde TTK md. 141/2'de, birleşme durumunda birleşmeye katılan ortaklıkların, birleşme sözleşmesiyle pay sahiplerine ayrılma akçesi<sup>15</sup> vererek onları ortaklıktan çıkarabilecekleri düzenlenmiştir (*squeeze-out merger*).

Halka açık anonim ortaklıklar açısından ise 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu<sup>16</sup> (SerPK) md. 27'de: “Pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dâhil olmak üzere başka bir şekilde sahip olunan payların halka açık ortaklığın oy haklarının Kurulca belirlenen orana veya daha fazlasına ulaşması durumunda, paya sahip olan bu kişiler açısından azınlıkta kalan pay sahiplerini ortaklıktan çıkarma hakkı doğar...” denilerek çıkarma hakkına ilişkin düzenleme yapılmıştır.

Son olarak yine kanun koyucu tarafından belirlenmiş bazı durumlarda pay sahiplerine payını devretme niteliğinde bir hak verilirken, payı devralacak tarafa da bir yükümlülük yüklenmiştir. Bahis konusu hallerde işlemin karşı tarafının payı almak isteyip istememesi yönündeki iradesi önemsenmemektedir. Bu kapsamda üç durum karşımıza çıkmaktadır. Bunlardan ilki SerPK md. 26 ile hüküm altına alınan zorunlu pay alım teklifi (*mandatory take-over bid*), ikincisi SerPK md. 27/2'de düzenlenen pay alım teklifi sonrasında ortaklıktan çıkarma hakkının doğduğu durumlarda azınlık pay sahipleri açısından mümkün olan satma hakkı (*sell-out*), üçüncüsü ve bu anlamda sonuncusu ise TTK md. 202/2'de hâkimiyetin uygulanması ile gerçekleştirilen ve bağlı ortaklık bakımından açıkça anlaşılabilir haklı bir sebebi bulunmayan birtakım önemli nitelikteki işlem niteliğindeki genel kurul kararlarına karşı red oyu verip tutanağa geçirten veya yönetim kurulunun bu ve benzeri konulardaki kararlarına yazılı olarak itiraz eden pay sahiplerinin bu işlemler sebebiyle uğradıkları zararların tazminini ya da paylarının satın alınmasını mahkemeye başvurmak suretiyle ortaklıktan isteyebilme haklarıdır. Burada ayrılma hakkı

<sup>15</sup> Konuya ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Bakırcı**, Sadiye Sıla: Şirketler Hukukunda Birleşme İşlemleri Sebebiyle Ayrılma Akçesi, Birinci Baskı, Ankara 2022, s. 42 vd.

<sup>16</sup> RG 28513, 30.12.2012.

sadece ortaklıklar topluluğu söz konusuysen ve ancak mahkeme yoluyla kullanılabilir<sup>17</sup>.

SerPK md. 24'te düzenlenen ve bu tez çalışmasında temel olarak ele alınan II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin<sup>18</sup> dayanak olarak aldığı ayrılma hakkı, halka açık anonim ortaklıklarda genel kurulda alınan önemli nitelikte işlem niteliğindeki kararlara karşı olumsuz oy kullanan ve bu muhalefetini de toplantı tutanağına geçirten pay sahipleri bakımından doğmaktadır.

### 1.1.1.2. Amaç ve Fonksiyonu

Ayrılma hakkının amacının belirlenebilmesi için öncelikle ayrılma hakkının tarihsel süreç içerisinde nasıl ortaya çıktığı incelenmelidir<sup>19</sup>. Ayrılma hakkı bir ihtiyaç sonucunda ortaya çıkmıştır. Bu ihtiyaç öncelikle, birleşme işlemlerinde birleşmeye katılan ortaklıklardan bu birleşme işlemine muhalif kalan pay sahiplerinin ortaklıktaki mevcudiyeti sorunu ile görünür olmuştur.

19. yüzyılın ikinci yarısına kadar ortaklıklar hukukuna hâkim olan ilke oybirliği ilkesiydi. Ortaklıkla ilgili alınacak bütün kararlarda ortakların hepsinin olumlu oyuna ihtiyaç duyulmaktaydı. Bunun sebebi ise genel olarak, ortaklık yönetimine katılmayan ortakların ortaklıkla ilgili alınacak kararlarda söz sahibi olabilmesiydi. Ancak bu durumda da ortaklık tarafından alınacak bir karar, pay sahiplerinden herhangi biri tarafından tek başına engellenebiliyordu. Bu durum da ortaklığın büyümesi ve büyük yatırımlar yapabilmesinin önünde bir engel teşkil ediyordu<sup>20</sup>. Nitekim ekonominin gelişmesiyle birlikte sermaye, yatırım yapmak için elverişli bir yapı olan anonim ortaklıklar bünyesinde toplanmaya başladı ve ortak sayısı artan anonim ortaklıklarda oybirliği ile karar almak neredeyse imkânsız hale gelmeye başladı.

Bütün bu sebepler, oybirliği ile karar alma yönteminin terk edilerek oy çokluğu ile karar alma sistemine geçiş yapılmasına neden oldu. Ancak oy çokluğu ile karar alma

<sup>17</sup> Sönmez, Ayrılma Hakkı, s.6.

<sup>18</sup> RG 31168, 27.06.2020.

<sup>19</sup> Ayrılma hakkının tarihsel sürecine ilişkin detaylı açıklama aşağıda yapılmış olmasına karşın burada da konuyu bağlamından koparmamak ve bir giriş yapılması amacıyla tarihsel sürece kısaca değinilmiştir. Ayrılma hakkının tarihsel sürecine ilişkin detaylı inceleme için Bkz. aşa. s. 10-16.

<sup>20</sup> Bu durumun rekabet şartlarına uygun olmadığı hakkında bkz. **Magnet**, Joseph Eliot. "Shareholders' Appraisal Rights in Canada." *Ottawa Law Review*, vol. 11, no. 1, 1979, s. 101.

durumunda da alınan karara muhalif kalan pay sahiplerinin ortaklıktaki mevcudiyeti sorunu ortaya çıktı. Bu sebeple, alınan karara muhalif kalan ortağı, bulunmak istemediği bir ortaklık yapısı içerisinde bulunmaya zorlamanın haksız bir durum ortaya çıkaracağı düşünüldükten bu ortakları korumak amacıyla kendilerine ayrılma hakkı tanınmıştır.

Ayrılma hakkının doğuşuna bakıldığında, ayrılma hakkının getiriliş amacının ortaklık birleşmelerini gerçekleştirmek ve muhalif kalan ortağın pay sahipliği haklarını ve menfaatini korumak olduğu görülmektedir. Ayrılma hakkının getirilmesi ile, azınlık pay sahipleri ile çoğunluk pay sahipleri arasındaki menfaatler dengesini korumak amaçlanmaktadır<sup>21</sup>.

Sonuç olarak, ayrılma hakkının getirilmesi ile hem ortaklığın ticari hayatın gerektirdiği kararları oy çokluğu ile süratle alması hem de pay sahiplerinin pay sahipliğinden doğan hak ve menfaatlerinin korunması sağlanmıştır<sup>22</sup>.

*Schindler*, pay sahiplerine ayrılma hakkının tanınmasının pay sahibini, ortaklığın infisahını istemek veya payını satarak ortaklıktan ayrılmak arasında bir seçim yapmaktan kurtardığını ileri sürmektedir. Buna göre, ayrılma hakkı hem ortaklığı fesih tehlikesine karşı hem de pay sahibini zamansız olarak payını devretme riskine karşı korumaktadır<sup>23</sup>.

Ayrılma hakkı temel olarak, pay sahibine payını devrederek ortaklıktan ayrılma imkânı tanımaktadır. Anonim ortaklıklarda hâkim ilkenin payların serbestçe devredilebilirliği olduğundan bahsedilmişti. Bu noktada, böyle bir imkân varken neden ayrıca bir ayrılma hakkı düzenlemesine ihtiyaç duyulduğu yönünde bir soru işareti ortaya çıkmaktadır. Pay devrinin unsurlarına baktığımızda, payı devreden ve payı devralan tarafların varlığı, payın devredilmesi ve devralınması yönünde iradenin mevcudiyeti ve payın devredilme bedeli karşımıza çıkmaktadır. Bu anlamda payın devrinde, hem payı devralacak kimsenin bulunması hem de paya, mevcut ekonomik koşullar göz önüne alınarak payın edinildiği

---

<sup>21</sup> **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s.20; Ayrılma hakkını azınlık ve çoğunluğun korunması olarak ayrı ayrı incelendiği bir kaynak için bkz. **Kaya**, Barış: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, Birinci Baskı, İstanbul 2018, s. 95-102

<sup>22</sup> Kanada hukukundaki ayrılma hakkının tarihsel gelişimine bakıldığında da, ayrılma hakkının getiriliş amacının ortaklık ile pay sahibi arasındaki ortaklığın esaslı işlemleriyle ilgili karar alması ile pay sahipliğinden doğan hakların aynı anda korunması ve menfaatlerin dengelenmesinin amaçlandığı görülmektedir. Bkz. **Magnet**, s. 101.

<sup>23</sup> Yazarın ayrılma hakkı görüşünün çok geniş bir çerçeveden ele alındığı yönündeki eleştiri için bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s.21.

bedele yakın ya da aynı değerde bir fiyatın teklif edilmesi gerekmektedir<sup>24</sup>. Anılan durumlar göz önünde bulundurulduğunda ayrılma hakkının çok daha uygulanabilir bir yol olduğu açıkça ortaya çıkmaktadır.

Ayrılma hakkına ortaklık açısından bakıldığında ise, ortaklığın almak istediği kararların önündeki oybirliği engelinin kalktığı ve böylece söz konusu kararların alınarak ilgili işlemlerin gerçekleşmesinin sağlandığı görülmekle birlikte, ayrılan ortağın payının ortaklık sermayesinden karşılanarak alınması durumunda da mali bir risk doğabilmektedir<sup>25</sup>. Ancak muhalif ortağın ortaklıktan ayrılması ile de gelecekte ortaklık içerisinde çıkabilecek muhtemel çatışmalar engellenecek, böylece de ortaklığın olası ekonomik sorunlarla karşılaşmasının önü kapatılmış olacaktır.

Yukarıda da detaylıca açıklandığı gibi ayrılma hakkının getiriliş amacı temelde azınlığın menfaatini korumaktır<sup>26</sup>. Ancak pratikte ayrılma hakkının çoğunluk tarafından önemli nitelikteki işlemler sebep gösterilerek azınlık pay sahiplerini ortaklıktan uzaklaştırmak için kullanıldığı ve ayrılma bedelinin adil bir bedel (*fair value*) olarak değil de çoğunluk pay sahiplerinin dayattığı fiyat üzerinden belirlendiği durumlar da ortaya çıkmaktadır<sup>27</sup>.

Yapılan açıklamalardan, ayrılma hakkına ilişkin düzenlemelerin çok dikkatli bir şekilde menfaatler dengesi gözetilerek yapılması gerekliliği anlaşılmaktadır. Bu itibarla, ayrılma hakkına ilişkin düzenlemeler yapılırken hem azınlık pay sahiplerinin hem de çoğunluk ve ortaklığın menfaatlerinin ayrı ayrı gözetilmesi gereği gündeme gelmektedir. Nitekim ayrılma hakkına ilişkin düzenlemeler yapılırken de ayrılma hakkının doğacağı durumlara kısıtlamalar getirildiği görülmektedir<sup>28</sup>.

<sup>24</sup> Pay devir prosedürüne ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Sevi**, s.201 vd.

<sup>25</sup> Ayrılma hakkının sermayenin korunması ilkesine getirilmiş bir istisna olduğu hakkındaki görüş için bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s.25; Sermayenin korunması ve sermayenin iadesi yasağına ilişkin olarak bkz. **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, Ortaklıklar I, s.316-317; **Okutan Nilsson**, Gül: Anonim Ortaklıklarda Pay Sahipleri Sözleşmeleri, İstanbul 2004, s.23- 24; ortaklık malvarlığından nakit çıkışı gerçekleşeceği ve bu sebeple ayrılma hakkının söz konusu önemli nitelikteki işleme ilişkin kararın alınmasından zorlaştırıcı bir etkiye sebep olacağı yönünde bkz. **Kaya**, s.100.

<sup>26</sup> Bu yönde bkz. **Kaya**, s.95; **Adıgüzel**, Burak: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı, GÜHFD 2014, C. 18, S. 2, s. 5; **Özdoğan**, Ayşegül: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, Cumhuriyetin 80. Yılına Armağan, SPK Yayınları, Yayın No. 147, C. 2, Ankara 2004, s.714; **Siegel**, Mary: Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-first Century, Harvard Law Journal, S. 32, 1995, s. 97.

<sup>27</sup> **Calio**, J.E.: New Appraisals of Old Problems: Reflections on the Delaware Appraisal Proceeding, American Business L., J., V.32, I.1, 1994, s. 2.

<sup>28</sup> Bu kısıtlamalar II-23.3 sayılı tebliğ *Ayrılma Hakkının Doğmadığı Haller ile Muafiyet Durumları* başlığı ile md. 15 ve 16'da hüküm altına alınmıştır.

## 1.1.2. Ayrılma Hakkının Tarihsel Gelişimi

### 1.1.2.1. Anglo Sakson Hukuk Sisteminde

#### 1.1.2.1.1. Amerikan Hukuku

Anonim ortaklıklarda ayrılma hakkı kavramının ilk ortaya çıkışı, 19. yüzyılın ikinci yarısında Amerika Birleşik Devletleri Eyalet Mahkemelerinin önüne gelen bir davada vermiş olduğu ortaklıktan ayrılma kararı ile olmuştur<sup>29</sup>. Ayrılma hakkı kavramının hukuki düzenlemesi ise kavram, yargı kararlarında yer aldıktan sonraki süreçte gerçekleşmiştir.

Anonim ortaklıklarda; pay sahiplerinin ancak taahhüt ettikleri sermaye oranında sınırlı olarak sorumlu olmaları, payların pay senetlerine bağlı olması ve böylece kolayca devredilip iktisap edilebilmeleri<sup>30</sup> gibi sebepler, sermayenin bu ortaklık türüne yönelmesine ve anonim ortaklıkların sayısının artmasına sebep olmuştur. Gerçekten de günümüzde ABD’de sermayenin büyük bir kısmı, anonim ortaklıklar bünyesinde değerlendirilmekte ve bu ortaklıkların da halka açılma oranları gün geçtikçe artmaktadır.

ABD ortaklıklar hukukunda, öğreti ve yargı kararlarında ortaklık sözleşmesi, hem devlet ve ortaklık arasında hem de pay sahipleri ve ortaklık arasında akdedilen bir sözleşme olarak görülmektedir<sup>31</sup>. Bu itibarla, sözleşmenin tarafı olanların tümünün rızası olmadan sözleşme değiştirilememektedir<sup>32</sup>. Söz konusu hak, pay sahiplerinin ortaklıktaki payını korumaktadır. Ezcümle, ortaklıklar hukukunda geçerli olan ilke, oybirliği ile karar alma ilkesidir.

<sup>29</sup> **Tarhan**, Damla Gül: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler ve Sonuçları, Birinci Baskı, İstanbul 2018, s. 5; **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s.9; *Laumann v. Lebanon Valley Railroad Company* kararında, iki demir yolu ortaklığının birleşme işleminde muhalif kalan azınlık pay sahibi ortağın payına karşılık adil bir bedel olarak ortaklıktan ayrılmasına hükmedilmiştir. **McCament**, Wallace. "Wrong without Remedy: A Legal Satire VII - The Railway Lease." *Green Bag*, vol. 15, no. 11, November 1903, pp. s. 527.

<sup>30</sup> Ayrılma hakkının, Amerikan hukukuna hâkim serbest devredilebilme ilkelerine paralel olarak geliştiği hakkında bkz. **Manning**, Bayless. "The Shareholders's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker." *Yale Law Journal*, vol. 72, no. 2, December 1962, s. 229.

<sup>31</sup> Bu prensibin kabul edilme sebebinin, pay sahipleri ile yöneticilerin sahip oldukları yetkilerin dengelenmesi olduğu hakkında bkz. **Kaya**, s. 19.

<sup>32</sup> **Calio**, s. 9; **Carney**, W. J. (1980). Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes. *American Bar Foundation Research Journal*, 5(1), s. 69-70.

Büyük yatırımların gerçekleştirilebilmesi için yüksek miktarda sermaye gerekmede ve bununla doğru orantılı olarak da ortaklıklardaki yatırımcı sayısı artmaktadır. Yatırımcı ve pay sahibi sayısının artmasıyla, 19. yüzyıl başlarında anonim ortaklıklarda hâkim prensip olan oybirliği ile karar alma yönteminin<sup>33</sup> uygulanması olanağı kalmadığından oy çokluğu ile karar alma yöntemi benimsenmeye başlanmıştır. Oy çokluğu ile karar alma yöntemi ile karar alma süreçleri hızlanmış, alınması gereken kararların önündeki oybirliğini sağlama zorunluluğu biçiminde tezahür eden engel<sup>34</sup> ortadan kaldırılmıştır. Ancak bu durumda da alınan kararlara muhalif kalan pay sahiplerinin anonim ortaklıktaki varlıkları sorunu ortaya çıkmıştır.

Oy çokluğu ile alınan kararlara muhalif kalan ortakların bu kararların uygulanmasını engellemek için başvurabilecekleri tek yol ise, genel mahkemeler nezdinde iptal ve tazminat davası açmak olmuştur. Ancak dava yolu uzun ve maliyetli olduğundan bu süreç, hem ticaret hayatının süratli ve pratik olma<sup>35</sup> gerekliliklerine aykırılık taşımakta hem de ortaklıkların ticari faaliyetleri ve piyasadaki konumları açısından belirsizliklere neden olmaktadır.

Amerikan hukukunda neredeyse yüzyıla yakın bir zamandır, ortaklığın istek ve hareketliliğine göre düzenlemeler yapılmakta olup, çoğunlukça onaylanan işlemlere azınlık veya tek bir pay sahibi tarafından karşı çıkılabileceği bir durum olası görülmemiştir<sup>36</sup>. Ancak Pennsylvania Yüksek Mahkemesi'nin 1858 yılında vermiş olduğu *Laumann v. Lebanon Valley R.R.* kararında ortaklıktan ayrılma hakkının söz konusu olabileceği belirtilmiştir. Mahkeme, birleşme işlemine muhalif kalan ortağın, başka bir pay sahibinin ortaklığa katılmasına katlanmaya zorlanmasının anayasaya aykırı olduğuna hükmetmiştir. Buna göre, birleşme işleminin yalnızca karara muhalif kalan ortağın payının değeri ödenerek ortaklıktan ayrılması durumunda mümkün olacağı öngörülmüştür<sup>37</sup>.

<sup>33</sup> Anglo Sakson hukuk sisteminde tek bir pay sahibinin herhangi esaslı bir değişikliğin yapılmasını tek başına engelleyebileceği hakkında bkz. **Weiss**, E. J. (1981). The law of take out mergers: historical perspective. *New York University Law Review*, 56(4), s. 627; **Calio**, s. 8.

<sup>34</sup> Oybirliği ilkesinin, Amerikan ekonomi ve ortaklık büyümesinin önünde zorlu bir engel olarak ortaya çıktığı noktasında bkz. **Calio**, s. 10.

<sup>35</sup> **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s.9.

<sup>36</sup> **Manning**, s. 230.

<sup>37</sup> **Manning**, s. 230, dn. 20.

Ayrılma hakkına ilişkin ilk hukuki metinler ise 1861 yılında Pennsylvania Eyaleti'nde, 1878 yılında ise New Jersey eyaletinde demiryolu birleşmelerine ilişkin olarak oluşturulmuştur<sup>38</sup>. Bahse konu ilk düzenlemelerin ardından birçok başka eyalette de ayrılma hakkı hüküm altına alınmıştır. Anılan düzenlemeler arasından en detaylı ve reformist olanları, günümüzde ABD hukukunda ayrılma hakkına ilişkin temel düzenleme olarak da kabul edilen *Delaware General Corporation Law*<sup>39</sup> ve *Model Business Corporation*'dir.

ABD hukukunda ayrılma hakkı, yukarıda da bahsedildiği gibi genel olarak birleşme işlemleri çerçevesinde detaylı olarak düzenlenmiştir. Ancak birleşme işlemlerinin dışında; aktiflerin toplu satışı, işin niteliği veya finansal yapı ile ilgili değişiklikler, ortaklık işletme konusunda yapılan radikal değişiklikler gibi önemli nitelikteki işlemler de ayrılma hakkının doğacağı hâller arasında sayılmıştır<sup>40</sup>.

*Delaware* düzenlemesi, ayrılma hakkını yalnızca 'pay sahibine' tanımaktadır. Düzenlemede 1967 yılında yapılan değişikliklerde pay sahibi tanımı, ortaklık sermayesinde *kayıtlı hamil* olarak yapılmaktadır. Bu statüyle ilgili olarak *Calio*, ayrılma hakkına kimin sahip olacağı noktasında, kimlerin gerçekten pay sahibi olduğunun ortaklık tarafından belirlenmesi yerine azınlık pay sahibinin *kayıtlı hamil* statüsü aracılığıyla bu belirlemeyi yapmasını beklemenin süreç açısından daha adil olacağını belirtmiştir<sup>41</sup>.

Ayrılma hakkı, ABD hukukunda ilk olarak, yalnızca payları borsada işlem görmeyen ortaklıkların birleşme işlemlerinde söz konusu ortaklık pay sahipleri bakımından doğacak şekilde düzenlenmiştir. *Delaware* düzenlemesinde ise ayrılma hakkı, payları borsada

<sup>38</sup> **Tarhan**, Önemli Nitelikteki İşlemler, s.10; Ayrılma hakkının ortaya çıktığı işlemler arasında birleşme işlemlerinin bu hakkın ortaya çıkmasında en uygun ve en sık rastlanılan işlem olduğu hakkında bkz. **Manning**, s. 226.

<sup>39</sup> Ayrılma hakkına ilişkin hukuki düzenlemelerin, esaslı değişiklikler sonrasında azınlık pay sahiplerini koruma işlemini yerine getirmesi gerekirken, çoğunluğun fırsatçılığını kontrol eder hale gelmesi sebebiyle *Delaware* düzenlemesinin, ayrılma hakkının daha faydalı olarak kullanılması noktasında önemli bir sorumluluk taşıdığı hakkında bkz. **Thomas**, Randall S.: Revising the Delaware Appraisal Statute, *Delaware Law Review*, V. 3, I. 1, 2000, s. 1; Ayrılma hakkının sadece azınlığa tanınan bir hak değil de çoğunluk pay sahiplerinin önemli nitelikteki değişiklikleri sebep göstererek azınlığın paylarını ele geçirmesi niteliği taşıdığı hakkında bir eleştiri için bkz. **Carney**, s. 70 vd.; *Delaware* düzenlemesinin büyük ölçüde New Jersey kanun düzenlemesine dayandığı hakkında bkz. **Calio**, s. 11, dn. 41.

<sup>40</sup> **Levy**, I. J.: Right of Dissenting Shareholders Appraisal Remedy, *Tennessee L. Rev.*, V. 65, I. 3, 1997-1998, s. 421.

<sup>41</sup> **Calio**, s. 16.

işlem görmeyen veya 2000'den fazla pay sahibi olmayan ortaklıklara tanınmıştır. Ayrılma hakkına getirilen bu sınırlama genel olarak *'stock market exception'* olarak adlandırılmaktadır<sup>42</sup>.

Yine ilk olarak 1925'te Florida'da, sonrasında Arkansas, Kaliforniya ve Ohio'da getirilen *'cash out'* kuralı ile birleşme işlemlerinde devralınan ortaklık ortaklarına yeni kurulan ortaklığın payları yerine nakit ödeme verilmesi durumunda da ayrılma hakkının kullanılabilmesi öngörülmüştür<sup>43</sup>.

Ayrılma hakkının öngörülme amacının, yukarıda detaylıca açıklanan tarihçesine bakıldığında, azınlık pay sahibini çoğunluğun karşısında korumak ve azınlık pay sahibini istemediği bir ortaklık yapısı içerisinde kalmaya zorlamamak olduğu görülmektedir. Hakkın getirilme amacı her ne kadar bu yönde olsa da zaman içerisinde çoğunluk pay sahipleri tarafından, önemli nitelikteki işlemler sebep gösterilerek azınlık pay sahiplerinin ortaklıktan uzaklaştırıldığı ve hakkın kötü niyetli kullanıldığı durumlar ortaya çıkmıştır<sup>44</sup>. Konuyla ilgili olarak verilen *Weinberger v. UOP* kararı, ayrılma hakkının kullanılması noktasında içtihat niteliği taşımaktadır<sup>45</sup>.

Söz konusu karar ile ayrılma hakkının sınırlandırılması ile ayrılma hakkına konu pay bedelinin tespit edilmesi noktasında yeni bir yaklaşım getirilmiş bulunmaktadır. Karar bir *"cash out mergers"* olayına ilişkindir<sup>46</sup>. Mahkeme, yargılama sürecinde olaya ilişkin, adil bir hukuki işlem ile adil bir bedel olarak iki yönlü inceleme yapmıştır<sup>47</sup>. Kararda, birleşme işleminin gerçekleştirilmesi sonucunda ayrılma hakkının kullanılabilmesi için değil de iptal ya da tazminat davalarının açılabilmesi için hile, yalan beyan, kendi çıkarına işlem, ortaklık varlıkların kasıtlı olarak ziyan edilmesi ile ağır ve açık bir gabinin varlığının

<sup>42</sup> **Calio**, s. 16, dn. 60 - s. 17; Bu sınırlamanın sebebinin, payları borsada işlem gören ortaklıkların pay değerlerinin zaten belirli olduğu, payları borsada işlem görmemesine karşın ortak sayısı 2000 gibi bir rakamın üzerinde olan ortaklıklarda ise pay değerleri için bir piyasanın oluştuğu sebepleriyle pay devrinde böyle bir ihtiyacın doğmayacağı düşüncesi olduğu belirtilmiştir. Bkz. **Tarhan**, Önemli Nitelikteki İşlemler, s.10.

<sup>43</sup> **Weiss**, Elliott J. "Balancing Interests in Cash-Out Mergers: The Promise of *Weinberger v. UOP, Inc.*" *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 8, no. 1, 1983, s. 8.

<sup>44</sup> Bkz. yuk. dn. 40.

<sup>45</sup> Söz konusu karar için bkz. **Haight**, Carol B. "The Standard of Care Required of an Investment Banker to Minority Shareholders in a Cash-Out Merger: *Weinberger v. UOP, Inc.*" *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 8, no. 1, 1983, pp. 98-122; **Herzel**, Leo/**Colling**, Dale E. "Establishing procedural fairness in squeeze-out mergers after *Weinberger v. UOP.*" *The Business Lawyer*, 1984, 1525-1539.

<sup>46</sup> **Haight**, s. 98.

<sup>47</sup> **Herzel**, Leo/**Colling**, Dale E., s. 1525.



gerektiği belirtilmektedir<sup>48</sup>. Anılan karar ile ayrılma bedelinin tespitine ilişkin yöntemde de değişiklik yapılarak hesaplama yapma yönteminin sınırlandırılmasına son verilmiştir<sup>49</sup>.

#### 1.1.2.1.2. İngiliz Hukuku

Anglo-Sakson hukuk sisteminin içinde bulunan İngiltere’de ayrılma hakkı, 1862 tarihli *Companies Act* madde 161’de ayrılma hakkına konu işlem hakkında olumsuz oy kullanan ve bu muhalefetini tutanağa geçiren ortak bakımından mümkün olacak şekilde kanunlaştırılmıştır<sup>50</sup>. İngiltere’de ayrılma hakkı genel olarak, tasfiye ve önemli miktarda malvarlığı devri işlemleri çerçevesinde düzenlenmiştir<sup>51</sup>.

#### 1.1.2.2. Kıta Avrupası Hukuk Sisteminde

##### 1.1.2.2.1. İtalyan Hukuku

Kıta Avrupası hukuk sisteminde ayrılma hakkına ilişkin ilk düzenlemeler İtalya’da yapılmıştır. Ayrılma hakkına ilişkin ilk kanunlaştırmanın ise 1882 tarihli İtalya Krallığı Ticaret Kanunu’nda (*Codice di commercio del Regno d’Italia*) sermayenin artırılması, sermayenin tamamlanması, ortaklık işletme konusunun değiştirilmesi, sürenin uzatılması ve birleşme işlemlerine ilişkin karara muhalif kalan ortaklara ortaklıktan ayrılma hakkı tanınması, *diritto di recesso*, şeklinde yapıldığı görülmektedir<sup>52</sup>.

Bahse konu kanunlaştırma hareketleri sonrasında, I. Dünya Savaşı döneminde yaşanan ekonomik buhranın etkisini azaltabilmek ve uluslararası ticari sisteme entegre olabilmek amaçlarıyla yeni düzenlemeler yapılması ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bu kapsamda, ayrılma

<sup>48</sup> **Haight**, s. 108; **Herzel**, Leo/**Colling**, Dale E., s. 1527.

<sup>49</sup> Azınlık pay sahibine ödenecek bedelin adil olması gerektiği hakkında bkz. **Haight**, s. 109; **Herzel**, Leo/**Colling**, Dale E., s. 1529; Söz konusu karar ile ayrılma hakkının yeniden kullanılabilir hâle geldiği ve adil bedele ilişkin hesaplamaların önemli olduğu ile ilgili olarak bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s.16.

<sup>50</sup> Anılan düzenlemede ayrılma hakkı “...that if any member of the company being wound up, who has not voted in favour of the special resolution passed by the company of which he is a member at either of the meetings held for passing the same, expresses his dissent from any such special resolution in writing addressed to the liquidators or one of them, and left at the registered office of the company not later than seven days after the date of the meeting at which such special resolution was passed...” şeklinde yer almıştır. Buna göre, şirketin aldığı önemli karara ilişkin olumlu yönde oy kullanmayan ve bu muhalefetini 7 gün içinde yazılı olarak bildiren ortak ayrılma hakkına sahip olacaktır. Kanunun tam metni için bkz. <https://www.irishstatutebook.ie/eli/1862/act/89/enacted/en/print.html#:~:text=No%20company%20shall%20be%20registered,in%20such%20manner%20as%20the>

<sup>51</sup> **Tarhan**, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 19.

<sup>52</sup> **Türk**, Hikmet Sami: Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesinde “Nevilerin Aynı Olması” Koşulu, Ankara 1986, s. 66.

hakkının kısıtlanması, genel kurul toplantı ve karar yeter sayısının azaltılması, alacaklıların itiraz süresinin kısaltılması gibi hukuki tedbirlerin yanı sıra birtakım mali tedbirler getirilmiştir<sup>53</sup>.

Ticaret ortaklıklarının birleşme işlemlerini kolaylaştırmak için 1 Nisan 1915 tarihinde, ayrılma hakkının doğacağı hâller kısıtlanmıştır. Ortaklığın işletme konusu değişmedikçe ayrılma hakkı kullanılamayacağı ancak söz konusu kararın, ortaklık sermayesinin dörtte üçü oranında toplantı ve sermayenin yarısı oranında karar yeter sayısı ile alınması durumunda bu hakkın doğmasının mümkün olacağı düzenlenmiştir<sup>54</sup>. Söz konusu düzenlemenin süresi sonraki yıllarda çıkartılan kararnamelerle uzatılmıştır.

1942 tarihli İtalyan Medeni Kanun'unda (*Codice Civile*) ortaklık birleşmelerini kolaylaştırmak amacıyla ayrılma hakkının kısıtlanması anlayışı devam etmiştir<sup>55</sup>. Ancak 2003'te getirilen ve 2004 yılı itibariyle yürürlüğe konulan ortaklıklar hukuku reformu kapsamında ayrılma hakkının doğacağı haller çoğaltılmıştır<sup>56</sup>. Buna göre, halka açık olmayan anonim ortaklıklarda ayrılma hakkı sözleşme ile düzenlenmiş, ayrılma payının bedeli belirlenirken 'adil bedel' ilkesi getirilmiş, ayrılma hakkının kullanılmasının ardından sermaye azaltılması ve satın alma teklifinin üçüncü kişiler tarafından yapılması imkânı ile ilgili hükümler kaleme alınmıştır<sup>57</sup>.

#### 1.1.2.2.2. Alman ve İsviçre Hukuku

Kıta Avrupası hukuk sistemi içerisinde yer alan bir diğer ülke olan Almanya'da ise ayrılma hakkına ilişkin düzenlemeler İtalya'ya nazaran çok daha sonraki tarihlerde gerçekleşmiştir. Alman hukukunda ayrılma hakkı esas olarak iki hukuki metinde düzenlenmiştir. Bunlar, 1965 tarihli Paylı Ortaklıklar Kanunu (*Aktiengesetz-AktG*) ve 1994 tarihli Yapısal Değişiklikler Kanunu'dur (*Umwandlungsgesetz-UmwG*). Adı geçen

<sup>53</sup> **Türk**, s. 68.

<sup>54</sup> **Türk**, s. 69.

<sup>55</sup> İtalyan şirketler hukuku sistemi ve ayrılma hakkına ilişkin sürecin detaylı bir incelemesi için bkz. **Çoştan**, Hülya: İtalyan Şirketler Hukukunun ve 2003 Tarihli Şirketler Hukuku Reformunun Genel Hatları, *Batider*, C. 24, S. 41, 2008, s. 179-181.

<sup>56</sup> İtalyan hukukunda ayrılma hakkına ilişkin geniş bilgi için bkz. **Ventoruzzo**, Marco: Cross-border Mergers, Change of Applicable Corporate Laws and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Rights under Italian Law, *European Company and Financial L. Rev.*, V.4, I.1, 2007, s. 59 vd; Reforma ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Çoştan**, s. 187 vd.

<sup>57</sup> **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s.18.

kanunlarda birleşme, bölünme ve tür değiştirme işlemlerinde ayrılma hakkı hüküm altına alınmıştır<sup>58</sup>.

Yine UmwG’de 2007 tarihinde yapılan bir değişiklikle, halka kapalı anonim ortaklık tarafından devralınan, payları borsaya kote edilmiş anonim ortaklıklarda alınan birleşme kararına muhalif kalan ortaklar açısında ayrılma hakkının kapsamı genişletilmiştir<sup>59</sup>.

Alman hukukunda yukarıda belirtilen kanunların yanı sıra, 2003 tarihli Ortaklıklara İlişkin Kararlar Hakkındaki Usul Kanunu(Spruchverfahrensgesetz) ve 2004 tarihli Avrupa Ortaklığı Uygulamasına İlişkin Kanun(SE-Ausführungsgesetz) ile de ayrılma hakkına ilişkin düzenlemeler yapılmıştır<sup>60</sup>.

İsviçre hukukunda ise Ocak 2004 tarihli Birleşme, Bölünme, Tür Değiştirme ve Devralmalara İlişkin Kanun(*Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung-FusG*) ile ayrılma hakkı kanuni dayanağa kavuşturulmuştur<sup>61</sup>.

### 1.1.3. Ayrılma Hakkının Benzer Haklarla Karşılaştırılması

#### 1.1.3.1. Ayrılma Hakkı ve Pay Alım Teklifi

Pay alım teklifi<sup>62</sup>, SerPK md. 25’te hüküm altına alınmış olup konuya ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisi Sermaye Piyasası Kuruluna verilmiş bulunmaktadır. Pay alım teklifi, mülga 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu<sup>63</sup> (eSerPK) md. 22/i’de düzenlenirken tanımı yapılarak düzenleme yapma yetkisi yine SPK’ya verilmiş ancak SerPK’deki gibi pay alım teklifi şeklinde bir niteleme yapılmamıştır<sup>64</sup>.

<sup>58</sup> Sönmez, Ayrılma Hakkı, s.19.

<sup>59</sup> Semerci Vuraloğlu, Tuğba: Sermaye Piyasası Kanununa Göre Anonim Ortaklıkta Ayrılma Hakkı, Birinci Baskı, İstanbul 2018, s. 28.

<sup>60</sup> Kaya, s. 29.

<sup>61</sup> Bu kanunun TTK’da yer alan yapısal değişikliklere ilişkin düzenlemenin mehzasını teşkil ettiği hakkında bkz. Semerci Vuraloğlu, Ayrılma Hakkı, s. 28.

<sup>62</sup> Söz konusu kavram Sönmez tarafından ‘Çağrıda Bulunma Yükümlülüğü’ şeklinde ifade edilmiştir. Ancak kavramın bu şekilde ifade edilmesinin sebebi eserin 6362 sayılı SerPK düzenlenmeden önce yazılması ve SPK IV-8 sayılı Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Vekalet ve Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliğinde bu şekilde bir kullanım tercih edilmiş olmasıdır. Bkz. Sönmez, Ayrılma Hakkı, s.40 ve dn. 149; SerPK’da kavram açıkça ‘Pay Alım Teklifi’ şeklinde nitelendirildiği için çalışmamızda da bu kullanım tercih edilmiştir.

<sup>63</sup> RG 17416, 28.07.1981.

<sup>64</sup> Söz konusu kanuni nitelemenin içinde ‘Pay’ kavramının kullanılmasının kayıtlı sermaye sistemiyle uyumluluk arz ettiği, ‘Teklif’ kavramının ise bu hakkın zorunlu unsuru olduğu; bu yönlerden kanuni nitelemenin doğru olduğu ancak, teklifin ortaklıktaki tüm pay sahiplerine yöneldiğinin anlaşılması için

Pay alım teklifi yapan tarafın bu teklifi genel hükümlere göre bir öneri niteliği taşımaktayken paylarını teklif sahibine satanların bu konudaki beyanları ya da satış işlemi yapmaları da bir kabul niteliğinde olacaktır. Teklif sahibi ile pay sahipleri arasında bu şekilde kurulan sözleşme de bir satış sözleşmesi niteliği taşıyacaktır<sup>65</sup>.

Pay alım teklifi, herhangi bir anonim ortaklığın sermayesinin ve yönetiminin üzerinde hakimiyet sağlamak amacıyla söz konusu ortaklık ortaklarının paylarını, onlara aleni bir teklif yaparak satın almak olarak tanımlanabilir<sup>66</sup>.

Pay alım teklifi, SerPK md. 25 ve 26’da belirtildiği gibi<sup>67</sup> zorunlu ve gönüllü pay alım teklifi olmak üzere iki türdür<sup>68</sup>. Pay alım teklifinin gönüllü ve zorunlu olarak ikiye ayrılması, teklifin ortaklığın sermayesinin ve yönetiminin hakimiyetini ele geçirmek amaçlı yapılması ile ilgilidir<sup>69</sup>.

Gönüllü pay alım teklifi, zorunlu pay alım teklifi yapmak için herhangi bir sebep bulunmamasına rağmen, halka açık anonim ortaklık pay sahiplerine çağrıda bulunarak ortaklık kontrolünün ele geçirilmesini ifade eder<sup>70</sup>.

Zorunlu pay alım teklifi ise, tek başına ya da birlikte hareket ettiği kişilerle<sup>71</sup> birlikte halka açık anonim ortaklığın kontrolünü sağlayanların diğer pay sahiplerinin paylarını da iktisap etmek için yaptıkları çağrıdır<sup>72</sup>. Zorunlu pay alım teklifinde, bazı şartların

---

‘aleni’ kavramının da kullanılması gerektiği ile ilgili görüş için bkz. **Manavgat**, Çağlar: Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara 2016, s. 345.

<sup>65</sup> **Manavgat**, Halka Arz, s. 346.

<sup>66</sup> Pay alım teklifine ilişkin tanımlar için bkz. **Manavgat**, Çağlar: Aleni Pay Alım Teklifi, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 64, Ankara 1997, s. 42; **Memiş**, Tekin/ **Turan**, Gökçen: Sermaye Piyasası Hukuku, Ankara 2016, s. 144; **Adıgüzel**, Burak: Sermaye Piyasası Hukuku, Ankara 2017, s. 87; Pay alım teklifinin tek borç ilkesine getirilen bir istisna olduğu hakkında bkz. **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, Ortaklıklar II, s. 105; **Hacımahmutoğlu**, Sibel: AT Komisyonu’nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme, BATİDER 2001, C. 21, S.1, s. 95-96.

<sup>67</sup> Pay alım teklifinin kanunda düzenlenişi ile ilgili bir eleştiri için bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 349.

<sup>68</sup> **Manavgat**, Halka Arz, s. 349.

<sup>69</sup> **Kaya**, s. 37.

<sup>70</sup> **Manavgat**, Halka Arz, s. 350; **Adıgüzel**, Sermaye Piyasası, s. 92.

<sup>71</sup> II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği Tanımlar ve Kısaltmalar başlıklı 4. maddesinde birlikte hareket eden kişiler kavramı, “*hedef ortaklığın yönetim kontrolünü ele geçirmek amacıyla teklifte bulunanla ya da bir teklifin başarılı bir şekilde sonuçlandırılmasını engellemek amacıyla hedef ortaklıkla açık ya da zımni, sözlü ya da yazılı bir anlaşmaya dayanarak iş birliği yapan gerçek ya da tüzel kişiler*” olarak tanımlanmıştır.

<sup>72</sup> **Manavgat**, Halka Arz, s. 355.

gerçekleşmesi hâlinde, yükümlülüğü taşıyan pay sahibine diğer payları satın alma, diğer pay sahiplerine ise payları bu pay sahibine satma zorunluluğu getirilmektedir.

Yürürlükte bulunan II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliğinde<sup>73</sup> zorunlu pay alım teklifi, madde 11’de hüküm altına alınmaktadır. Söz konusu maddenin ikinci fıkrasına göre, ortaklık pay sahipliği dağılımında bir değişiklik olmasa bile ortaklık pay sahiplerinin aralarında yapılacak bir anlaşma ile ortaklık kontrolü ele geçirildiğinde de zorunlu pay alım teklifi söz konusu olacaktır.

Zorunlu pay alım teklifi düzenlemesinin getirilmesiyle birlikte, ortaklık kontrolünün değişmesiyle yeni ortaklık yapısına yabancı kalan ve güven sorunu yaşayan pay sahiplerinin paylarının, kontrolü ele geçirenlerin payları aldığı değer ve şartlar altında satılması güvencesi getirilmiştir<sup>74</sup>.

Pay alım teklifinde, payların hangi değer üzerinden satın alınacağı belirlenmesi de sürecin esaslı bir unsurunu oluşturmaktadır. Nitekim pay alım teklifiyle birlikte getirilen en önemli güvencelerden biri, pay alım teklifine muhatap olan pay sahiplerinin paylarını kontrolü ele geçirenlerle aynı şartlarda satma hakkına sahip olmasıdır. Aynı şekilde, pay alım teklifi düzenlemesi yapan Avrupa ülkelerinde de pay alım teklifinde belirtilen bedelin, kontrolü ele geçirenleri söz konusu payları satın alırken ödedikleri bedelden düşük olmaması prensibi benimsenmektedir<sup>75</sup>.

Yukarıda pay alım teklifi ile ilgili yapılan açıklamalar dikkate alınarak pay alım teklifi ile ayrılma hakkı arasındaki ilişki değerlendirildiğinde, her iki kurumun da pay devir serbestisine getirilen kısıtlamalar olduğu görülmektedir<sup>76</sup>. Zira her iki kurumun işleyişine de bakıldığında, payın serbestçe değil bir zorunluluk sonucunda devralındığı ve devredildiği gözlenmektedir. Burada, payın serbestçe devredilmesinde olduğu gibi işlemin karşı tarafını seçme ya da bedeli belirlemede bir serbestlik söz konusu olmayıp işlemin tarafları ile bedelin ne şekilde tespit edileceği hususları kanunen belirlenmiştir.

Hem ayrılma hakkı hem de zorunlu pay alım teklifi, ortaklığın önemli nitelikteki işlemler yapması halinde gündeme gelmektedir<sup>77</sup>. Nitekim her iki kurumda da önemli nitelikteki

<sup>73</sup> RG 28891, 23.01.2014.

<sup>74</sup> **Hacımahmutoglu**, s. 114.

<sup>75</sup> **Hacımahmutoglu**, s.113.

<sup>76</sup> **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s.47; **Kaya**, s. 40.

<sup>77</sup> **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s.47.

değişiklikten sonra değişen ortaklık yapısında kalmak istemeyen pay sahipleri korunmaktadır. Yine her iki kurumda da söz konusu olan zorunlu bir satın alma olmayıp satma hakkıdır<sup>78</sup>.

Söz konusu iki kurumun yukarıda sayılan benzerliklerinin yanı sıra birtakım farklılıkları da bulunmaktadır. Zorunlu pay alım teklifinde satın alma teklifi, bu teklifi veren tarafından yapılmakta iken ayrılma hakkında payını satma teklifini payını satarak ortaklıktan ayrılmak isteyen pay sahibi ortaklığa ya da diğer pay sahipleri ile yatırımcılara yönelik olarak yapmaktadır. Benzer şekilde zorunlu pay alım teklifinde kendisine satın alma teklifi yapılan kişi pay sahibiyken ayrılma hakkında, söz konusu teklif hem pay sahibi ile yatırımcılara hem de ortaklığa karşı yapılmaktadır<sup>79</sup>.

Bahsi geçen farklılıkların esasını söz konusu kurumların düzenlenme amacında aramak gerekir. Zorunlu pay alım teklifinde amaçlanan, ortaklıktaki kontrol değişikliği işleminin sağlıklı bir şekilde gerçekleşmesi ve bu sağlanırken de pay sahiplerinin haklarının korunmasıdır. Ayrılma hakkına bakıldığında ise, bir yandan önemli nitelikteki işlemlerin gerçekleşmesi temin edilirken diğer yandan da pay sahiplerinin ve ortaklığın menfaatlerinin korunduğu görülmektedir. Bu bağlamda zorunlu pay alım teklifinde ortaklığın korunması söz konusu olmazken ayrılma hakkında ortaklık menfaatleri de korunmaktadır. Zira, ortaklık ayrılma hakkının taraflarından biri konumundayken zorunlu pay alım teklifinde taraf değil muhatap sıfatını haizdir<sup>80</sup>.

Her iki kurumun işleyiş süreci ile ilgili de farklılıklar bulunmaktadır. Bu kapsamda, zorunlu pay alım teklifinde satış, pay sahibi ile kontrolü ele geçiren pay sahibi arasında gerçekleşirken ayrılma hakkında pay sahibi ile diğer pay sahipleri, yatırımcılar ve ortaklık arasında gerçekleşebilmektedir. Ayrıca zorunlu pay alım teklifinde satış süreci bir kamu kurumunun gözetiminde gerçekleşmekteyken ayrılma hakkında böyle bir durum yoktur<sup>81</sup>.

Satın alma bedelinin belirlenmesi noktasında da iki kurum arasında bazı farklılıklar bulunmaktadır. Zorunlu pay alım teklifinde payları borsada işlem gören ortaklıklar bakımından fiyat belirlemesi yapılırken söz konusu bedelin, payların satılmasına yönelik anlaşmanın veyahut ortaklık pay sahipliğinde herhangi bir değişiklik olmadan yönetim

<sup>78</sup> Zorunlu satım hakkına ilişkin bir tanım için bkz. **Okutan-Nilsson**, s. 225.

<sup>79</sup> **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s.47.

<sup>80</sup> **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s.47-48; **Kaya**, s. 41.

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

kontrolünün ele geçirilmesini amaçlayarak yapılan özel yazılı anlaşmanın veya hiçbir anlaşma olmadan yapılan pay alımlarıyla kontrolün sağlandığının kamuya açıklandığı tarihten önceki altı aylık periyottaki günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalamasından ve pay alım teklifini yapan ya da onun birlikte hareket ettiği kişiler tarafından, söz konusu pay alım teklifi yükümlülüğünü ortaya çıkaran pay alımları da dahil, yükümlülüğün doğduğu tarihten önceki altı aylık periyotta hedef ortaklığın<sup>82</sup> aynı grubunda bulunan payları için ödenen en yüksek fiyattan düşük olamayacağı hüküm altına alınmıştır(II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği md. 15/1-a).

Buna karşılık, payları borsada işlem gören ortaklıklar bakımından ayrılma hakkı kullanım fiyatı belirlenirken, Tebliğin 11/2 madde<sup>83</sup> hükmündeki tarih dikkate alınarak payları Yıldız Pazarda<sup>84</sup> işlem gören ortaklıklar bakımından bu tarihten önceki son bir aylık, bunun dışındaki ortaklıklar bakımından ise bu tarihten önceki son altı aylık periyotta borsada oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalamasının dikkate alınacağı belirtilmektedir (II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği md. 14/1).

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar bakımından ise zorunlu pay alım teklifinde belirlenecek fiyatın, pay grupları arasında imtiyaz farklılıkları olması durumunda bu durum dikkate alınarak SPK tarafından hazırlanan değerlendirme raporunda belirlenen fiyattan ve pay alım teklifini yapan ya da onun birlikte hareket ettiği kişiler tarafından, söz konusu pay alım teklifi yükümlülüğünü ortaya çıkaran pay alımları da dahil, yükümlülüğün doğduğu tarihten önceki altı aylık periyotta hedef ortaklığın aynı grubunda bulunan payları için ödenen en yüksek fiyattan düşük olamayacağı hüküm altına alınmıştır(II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği md. 15/1-b).

<sup>82</sup> II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği Tanımlar ve Kısaltmalar başlıklı 4. maddesinde hedef ortaklık kavramı “*Payları doğrudan veya dolaylı olarak ele geçirme işleminin hedefini oluşturan halka açık ortaklık*” şeklinde tanımlanmaktadır.

<sup>83</sup> Bu tarihin, payları borsada işlem gören ortaklıklar bakımından ayrılma hakkı olan pay sahiplerinin tespitinde 8. Maddeye göre alınan yönetim kurulu kararının kamuya açıklanma tarihi; bu yönetim kurulu kararının kamuya açıklanmasından önce ortaklık veya ortaklığın yetkililerince önemli nitelikteki işlemle ilgili kamuya açıklama yapılmış ise bu açıklamanın tarihi olacağı belirtilmiştir. Bkz. II-23.3 sayılı Tebliğ md. 11/2.

<sup>84</sup> Yıldız Pazar’ın tanımı Borsa İstanbul A.Ş. Kotasyon Yönergesi tanımlar başlıklı md. 4’te: “*Halka arz edilen kısmının piyasa değeri 300.000.000 TL ve üzeri olan payların kota alındığı Pazar*” şeklinde yapılmaktadır.

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda ayrılma hakkı kullanım bedeliyle ilgili olarak, ayrılma hakkına ilişkin alınan ortaklık yönetim kurulu kararının kamuya açıklandığı tarihteki değer uyarınca düzenlenen değerlendirme raporu tarihi ile önemli nitelikteki işlemin genel kurulda görüşüleceği tarih arasındaki süreçte ortaklık değerinde değişikliğe sebep olabilecek önemli bir değişikliğin ortaya çıkması durumunda değerlendirme kuruluşunca bu değişikliğin ayrılma hakkı kullanım fiyatına etkisine ilişkin hazırlanacak ek raporda ayrılma hakkının fiyatının etkilendiği kanaatine varılırsa ayrılma hakkının yeni belirlenen fiyat üzerinden kullanılacağı hüküm altına alınmıştır(II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği md. 14/2).

### 1.1.3.2. Ayrılma Hakkı ve Ortaklıktan Çıkarma Hakkı

Ortaklıktan çıkarma hakkı SerPK madde 27/1’de ve bu maddeye dayanılarak hazırlanan II-27.3 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği’nde<sup>85</sup> düzenlenmiştir<sup>86</sup>. Gönüllü veya zorunlu pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket edilerek elde edilen payların oranının SPK tarafından belirlenen orana ya da bunun daha fazlasına ulaşması hâlinde, bu çoğunluğa sahip olan pay sahipleri bakımından azınlıkta kalan pay sahiplerini ortaklıktan çıkarma hakkı doğmaktadır. Anılan kapsamda, payların büyük bir kısmını ele geçiren bu pay sahiplerinin, azınlıkta kalan pay sahiplerinin paylarının iptali ile bunlar karşılığında çıkarılacak yeni payların kendilerine satılmasını isteme hakkı ortaya çıkar.

İfade edilen hak, uluslararası alanda ‘*squeeze out right*’ olarak bilinen ve payların büyük bir kısmını elde eden pay sahiplerinin azınlıkta kalan pay sahiplerinin paylarını onların rızasını almaksızın satın alma hakkıdır<sup>87</sup>. Söz konusu hak ilk olarak İngiltere’de ve sonrasında Avrupa Birliği’nin 21.04.2004 tarih ve 2004/25/EC sayılı Direktifinde düzenlenmiştir. Bahse konu kanuni metinlerde de söz konusu hak pay alım teklifinin devamı şeklinde hüküm altına alınmıştır. Nitekim ulusal mevzuatta da bu hak, pay alım teklifi kanun maddesinden hemen sonra yer almaktadır. Ancak düzenlemenin bu şekilde

<sup>85</sup> RG 31351, 31.12.2020; 12.11. 2014 tarihli ve 29173 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan II-27.2 sayılı tebliğin yerine çıkarılmıştır.

<sup>86</sup> Madde gerekçesinde hakkın getirilme amacının, AB mevzuatına uyum sağlamak ve pay sahipliği haklarını korumak olduğu belirtilmektedir. Kanun gerekçesi için bkz. TBMM Yasama Dönemi 24, Yasama Yılı 2, Sıra Sayısı 337, s. 22.

<sup>87</sup> ‘*Squeeze out right*’ ve ‘*squeeze out merger*’ kavramlarıyla ilgili bir karşılaştırma ve açıklama için bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 51, dn. 183; Hakkın satın alma hakkı şeklinde ifade edildiği kaynaklar için bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 52; **Özdoğan**, s.710; söz konusu hakkı uzaklaştırma hakkı olarak niteleyen bir görüş için bkz. **Okutan-Nilsson**, s. 430.



yapılmasının hakkın sadece pay alım teklifi olduğu durumlarda uygulanma imkânı bulacağı anlamına gelmediğini düşünmekteyiz<sup>88</sup>. Aynı şekilde, kanun maddesinde de hakkın doğumu için gerekli orana ulaşılmasının pay alım teklifi veya birlikte hareket edilme yoluyla mümkün olabileceği hüküm altına alınmıştır. Kanun koyucu burada alternatifli bir düzenleme öngörmüştür.

Satın alma hakkı, payların önemli bir miktarını elinde bulunduran pay sahibinin, azınlıkta kalan pay sahiplerinin paylarını kendisine devretmeye mecbur bırakarak ortaklık paylarının tamamını ele geçirmesine olanak veren bir haktır<sup>89</sup>. Böylece bu hakkın kullanılmasıyla, azınlık pay sahiplerinin toptan bir şekilde ortaklıktan çıkarılması mümkün hâle gelmektedir.

Öğretide, SerPK’da ortaklıktan çıkarma hakkı olarak düzenlenen bu hakkın, sermaye ve oy hakkının çoğunluğuna ulaşan kişiye azınlıkta kalan ortakların paylarını satın alma hakkı vermesi ve azınlıkta kalan ortaklara da paylarını talepte bulunana satma zorunluluğu yüklemesinden ötürü ‘*zorunlu satın alma hakkı*’ olarak nitelendirilmesi gerektiğini düşünen yazarlar bulunmaktadır<sup>90</sup>.

Halka açık ortaklıklarda küçük pay sahiplerinin çok olması sebebiyle sermaye piyasası hukukunun ortaklığa bir koruma sağlaması gerektiği ve pay alım teklifi suretiyle yapılan çağrıya yanıt vermeyecek ortaklar düşünüldüğünde bu korumanın tam olarak gerçekleşmediği kanaatinde olan yazarlar vardır. Anılan yazarlara göre, ortaklık paylarının önemli bir kısmını elinde tutan ortağa çıkarma hakkının tanınması menfaatler dengesine uygun düşmektedir ve bu şekilde azınlık ortaklarının ortaklıktan çıkarılması ortaklık iç huzurunun sağlanması noktasında önemli nitelik taşımaktadır<sup>91</sup>.

Satın alma hakkının kullanılmasıyla azınlık pay sahiplerinin mülkiyet hakkının ihlâl edildiği ve bu durumun da anayasaya aykırılık niteliğinde olduğu yönünde Almanya ve Fransa’da ihtilaf yaratan düşünceler ortaya çıksa da Alman Anayasa Mahkemesi ve aynı yönde Fransız Yüksek Mahkemesi bu durumun mülkiyet hakkının ihlal edici bir yönü

<sup>88</sup> Aynı yönde bir düşünce için bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 52, dn. 184.

<sup>89</sup> **Karababa**, Serdar: (Mukayeseli hukuk ve Türk hukuku açısından): Anonim Ortaklıkta Satın Alma:(Squeeze-Out) Ve Çıkarma Hakları. Ankara 2016, s. 39 vd.

<sup>90</sup> **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 53.

<sup>91</sup> **Manavgat**, Halka Arz, s. 57.

olmadığı kanaatine varmıştır<sup>92</sup>. Sonuç olarak payların önemli bir kısmına sahip olan pay sahibinin payların tamamına sahip olmasıyla elde edeceği menfaatin, ortaklıkta etkili olamayan azınlık pay sahiplerinin ortaklıkta kalmaya devam etmeleriyle edinecekleri menfaatten fazla olduğu düşüncesi hâkim hâle gelmiştir<sup>93</sup>.

Ayrılma hakkı ile ortaklıktan çıkarma hakkı pay devir serbestisine getirilen istisnalar olmaları bakımından da benzerlik taşımaktadırlar. Ancak ayrılma hakkı pay sahibine payını ortaklığa satarak ortaklıktan ayrılma hakkı, bir diğer deyişle bir satma hakkı tanırken; ortaklıktan çıkarma hakkında azınlık pay sahibine payını ortaklığa satma zorunluluğu getirilmektedir<sup>94</sup>. Anılan çerçevede, ayrılma hakkında pay sahibinin iradesi önem kazanırken ortaklıktan çıkarma hakkında azınlık pay sahibinin iradesine önem verilmemektedir.

Bahis konusu iki kurumun düzenlenme amaçlarında da farklılıklar olduğu görülmektedir. Nitekim, ortaklıktan çıkarma hakkında ortaklığın ve çoğunluk pay sahiplerinin menfaatleri korunurken ayrılma hakkında daha geniş -ortaklığın işlem menfaati, çoğunluk pay sahiplerinin menfaati ve azınlık pay sahibinin menfaati- bir menfaat kümesi söz konusu olmaktadır<sup>95</sup>.

Yine hakkı kullanan tarafların da farklı olduğunu dikkati çekmektedir. Ayrılma hakkında bu hakkı kullanan ayrılma hakkına konu işleme muhalif kalan azınlık pay sahibi iken, ortaklıktan çıkarma hakkında hakkı kullanan taraf çoğunluk pay sahibidir.

Son olarak, satım işleminin taraflarında da farklılık olduğu görülmektedir. Gerçekten de ayrılma hakkında hakka konu işleme muhalif kalan pay sahiplerinin payları ortaklığa, diğer pay sahiplerine ya da yatırımcılara satılmaktayken, ortaklıktan çıkarma hakkında azınlık pay sahiplerinin iptal edilen payları yerine çıkartılan paylar ortaklık tarafından çoğunluğu ele geçiren pay sahiplerine satılmaktadır<sup>96</sup>.

<sup>92</sup> Sönmez, Ayrılma Hakkı, s. 54.

<sup>93</sup> Okutan-Nilsson, s.430.

<sup>94</sup> Sönmez, Ayrılma Hakkı, s. 55; çıkarma hakkında bir alım satım ilişkisi bulunmadığı hakkında bkz. Karababa, s. 192; Kaya, s. 33.

<sup>95</sup> Ayrılma hakkında çeşitli menfaatlerin çatıştığı bir durumun söz konusu olduğu belirtilmektedir. Bkz. Sönmez, Ayrılma Hakkı, s. 55; azınlığın ortaklıkta kalması ortaklık içi huzursuzluğa sebebiyet verebileceğinden ayrılma hakkı ile çoğunluk ve azınlık arasındaki menfaat dengesinin korunduğu belirten bir görüş için bkz. Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 127.

<sup>96</sup> Sönmez, Ayrılma Hakkı, s. 55; Kaya, s. 34.

### 1.1.3.3. Ayrılma Hakkı ve Satma Hakkı

Satma hakkı SerPK madde 27/2’de ve bu maddeye dayanılarak hazırlanan II-27.3 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği’nde düzenlenmiştir. Buna göre, ortaklıktan çıkarma hakkının söz konusu olduğu hâllerde azınlık pay sahipleri bakımından satma hakkının doğacağı hüküm altına alınmış bulunmaktadır. Azınlık pay sahipleri, SPK tarafından belirlenecek süre içerisinde paylarının adil bir bedel karşılığında satın alınmasını hâkim çoğunluktan ya da onunla birlikte hareket edenlerden isteyebilecektir<sup>97</sup>.

Satma hakkının getirilme amacına baktığımızda pay alım teklifi aracılığıyla ya da başka şekillerde ortaklığın çoğunluk paylarının ele geçirilmesi durumunda azınlıkta kalan pay sahiplerinin menfaatini koruma düşüncesinin öne çıktığını görülmektedir. Nitekim, ortaklıkta yaşanan değişim neticesinde ortaya çıkan yeni ortaklık yapısında kalmak istemeyen ve kendisinden de yeni yapıda kalması beklenemeyen azınlık pay sahiplerine ‘satma hakkı’ tanınmak suretiyle yatırım tercihlerini değiştirebilme ve menfaatlerini koruma imkânı getirilmiştir<sup>98</sup>.

Satma hakkının getirilme amacı ile ilgili olarak öğretide bir yazar<sup>99</sup>, bu hakkın azınlık pay sahipleri açısından fırsat eşitliğini sağlama fonksiyonu taşıdığını belirtmektedir. Yazara göre, gönüllü ya da zorunlu pay alım teklifini kabul etmeyen pay sahiplerine, ortaklık paylarının büyük çoğunluğunun hakimiyetinin ele geçirilmesinden önceki en yüksek ortalama fiyatlar üzerinden paylarını devredebilme imkânı tanınmaktadır<sup>100</sup>.

Satma hakkının bedeline ilişkin olarak, payları borsada işlem gören ortaklıklar için payları Yıldız Pazar’da işlem gören ve görmeyen olarak bir ayrıma gidilmiştir. Buna göre, payları Yıldız Pazar’da işlem gören ortaklıklarda satma hakkının doğmasının kamuya açıklanmasından önceki son bir aylık; payları yıldız Pazar dışında işlem gören ortaklıklar içinse kamuya açıklanma tarihinden önceki son altı aylık dönemde borsada oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması ile her pay grubuyla ilgili

<sup>97</sup> **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 126; **Özdoğan**, s. 713; **Memiş/Turan**, s. 145.

<sup>98</sup> Azınlığın ortaklıktan ‘dürüst koşullarla’ ayrılma hakkının korunduğuna ilişkin bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 88.

<sup>99</sup> **Kaya**, s. 35.

<sup>100</sup> Aynı yönde bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 5; **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 125-126, **Özdoğan**, s. 713.

fiyatın belirlenmesi amacıyla hazırlanan değerleme raporunda belirlenen değerin ortalaması ve çoğunluk pay sahipliğinin kazanılmasının yönetim kontrolü anlamına geldiği durumlarda da zorunlu pay alım teklifi fiyatından yüksek olanı esas alınacaktır(II-27.3 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği md. 6/2-a).

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar bakımından ise her pay grubuyla ilgili fiyatın belirlenmesi amacıyla hazırlanan değerleme raporunda belirlenen değer ve çoğunluk pay sahipliğinin kazanılmasının yönetim kontrolü anlamına geldiği durumlarda da zorunlu pay alım teklifi fiyatından yüksek olanı esas alınacaktır(II-27.3 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği md. 6/2-b).

Satma hakkı ile ayrılma hakkının benzer yönleri incelendiğinde, her iki hakkın da satım işleminin karşı tarafı için bir satın alma zorunluluğu ortaya çıkardığı ve yine her iki hakkın da pay sahiplerinin kendi iradeleri doğrultusunda verdikleri kişisel nitelikte bir karar ile kullanıldığı görülmektedir<sup>101</sup>.

Ancak satım işleminin tarafları incelendiğinde, ayrılma hakkında tarafları ortaklık, diğer pay sahipleri ile yatırımcılar ve ayrılma hakkına konu işleme muhalif kalan azınlık pay sahipleri oluşturmaktayken satma hakkında tarafları satma hakkının kullanan azınlık pay sahibi<sup>102</sup> ile hâkim ortak oluşturmaktadır<sup>103</sup>.

Ayrılma hakkının doğumuna en başta sebep olan ortaklık tarafından ‘önemli nitelikte bir işlem’ yapılması iken satma hakkının doğumu esasında ortaklık paylarının hâkimiyetinin değişmesidir<sup>104</sup>.

Son olarak her iki kurumun düzenlenme amaçlarında da farklılık bulunmaktadır. Ayrılma hakkında amaç genel olarak menfaatlerin dengelenmesi olup geniş bir menfaat kümesini içine almaktayken satma hakkında amacın gönüllü veya zorunlu pay alım teklifini kabul etmeyen ortakların menfaatinin korunması için kendilerine yeni bir imkân sağlanması olduğu tespit edilebilmektedir<sup>105</sup>.

<sup>101</sup> Sönmez, Ayrılma Hakkı, s. 50; Kaya, s. 36.

<sup>102</sup> Bu hakkı; üzerinde rehin, haciz veya intifa hakkı tesis edilmiş payların pay sahiplerinin de kullanabileceğine ilişkin olarak bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 88.

<sup>103</sup> Kaya, s. 36; Özdoğan, s. 714.

<sup>104</sup> Satma hakkında payların satın alınmasının ortaklıktaki kontrol gücünün el değiştirmesine bağlı olduğu hakkında bkz. Özdoğan, s. 714.

<sup>105</sup> Sönmez, Ayrılma Hakkı, s. 51.

#### 1.1.3.4. Ayrılma Hakkı ve Bağlı Nama Yazılı Payların Ortaklık ve Pay Sahipleri Tarafından Devralınma Hakkı

Anonim ortaklıklar, esas sözleşmelerinde öngörecekları bağlam hükümleriyle nama yazılı paylarının devrini kısıtlayabilmektedir<sup>106</sup>. Bu durum pay devri serbestisine getirilen bir başka kısıtlama olarak karşımıza çıkmaktadır. TTK md. 493/1 hükmüne göre anonim ortaklık, esas sözleşmesinde düzenlenmiş olan önemli bir nedene dayanarak veya payı devreden pay sahibine, paylarını, onay başvurusunu yaptığı andaki gerçek değeriyle kendisi veya ortaklıktaki diğer pay sahipleri ile üçüncü kişiler hesabına almayı teklif ederek onay istemini reddedebilmektedir. Söz konusu sebebin önemli sebep olarak nitelendirilebilmesi için, ortaklık esas sözleşme hükümleri, işletmenin konusu veya işletmenin ekonomik özerkliği açılarından onayın reddinin haklı olması gerekmektedir(TTK 493/2). Devir işleminin pay defterine kaydını reddetmeyi gerektirebilecek bir başka sebep ise payları devralan kişinin, söz konusu payları, kendi ad ve hesabına aldığı açıkça beyan etmemesi durumudur(TTK 493/3). Bununla birlikte, devre konu olan payların iktisabı miras, mirasın bölüşülmesi, mal rejimi hükümleri ile cebrî icra yoluyla gerçekleşmişse ortaklık, devralana, devraldığı payların gerçek değerini teklif etmesi şartıyla onay vermeyi reddedebilmektedir(TTK 493/4).

Yukarıda açıklanan hâller borsaya kote edilmemiş nama yazılı paylar açısından geçerli olup borsaya kote edilmiş paylar bakımından düzenleme TTK md. 495'te yapılmaktadır. Hükme göre, ortaklığın pay devrini onaylamayı reddetmesi ancak, ortaklık esas sözleşmesinde devralınabilecek nama yazılı paylar bakımından sermayenin belli bir yüzdesine ilişkin bir yüzde sınırı belirlenmiş ve devralan bu sınırı aşmışsa mümkün olabilecektir(TTK 495/1). Burada, borsaya kote edilmemiş paylar açısından tanınan, payların ortaklık, diğer pay sahipleri ve üçüncü kişiler hesabına alınmasının önerilmesi yoluyla pay devrini reddetme imkânına yer verilmemiştir. Ancak SerPK md. 137/3'te<sup>107</sup>

<sup>106</sup> Bağlama ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, Ortaklıklar II, s. 141-163; **Kayhan**, s. 258-261; **Şener**, s. 620-628.

<sup>107</sup> “Halka açık ortaklıkların borsada gerçekleştirilen işlemler neticesinde satın alınan paylarının pay defterine kaydedilmesinden imtina edilemez. Bu ortaklıkların borsada işlem görmeyen payları için ise 6102 sayılı Kanununun 493 üncü ve 494 üncü maddeleri uygulanır.”

halka açık ortaklıkların borsadaki payları açısından pay devir kısıtlaması yapılamayacağı düzenlendiğinden, yüzde sınırının aşılması durumunda pay devri kısıtlama olanağı da payları borsaya kote edilmiş ortaklıklar bakımından uygulanamaz hâle gelmiştir. Yine 495/2 hükmünde anılan açıkça beyan etmeme hâli ile ilgili pay devri kısıtlaması da anılan madde gereğince uygulanamayacaktır. Borsaya kote edilmiş nama yazılı payların olağanüstü iktisap halleriyle ilgili TTK'da herhangi bir kısıtlama yapılmamıştır.

TTK md. 493/6 hükmünde ortaklık ve hükümde sayılan diğer ilgililer bakımından bir önalım hakkı tanınmış olup söz konusu hak bu tez çalışmasının son bölümünde detaylıca inceleme altına alınacağından burada yalnızca bahsetmekle yetiniyoruz<sup>108</sup>.

Ayrılma hakkı ile nama yazılı paylar üzerindeki devralma hakkı arasındaki ilişki incelendiğinde ilk göze çarpan husus iki kurumun hukuki nitelik farkı olmaktadır. Nitekim ayrılma hakkı zorunlu bir satma hakkı niteliği taşımaktayken nama yazılı payların devralınması önalım hakkı niteliğindedir<sup>109</sup>.

Bahse konu iki kurumun düzenlenme amacı incelendiğinde, ayrılma hakkının, ortaklığın, çoğunluğun ve ayrılma hakkına konu işleme muhalif kalan azınlık pay sahiplerinin kapsayan geniş yelpazedeki menfaatlerin dengelenmesi amacı taşıdığı görülürken nama yazılı payların devralınmasında tanınan önalım hakkının, ortaklık içerisinde yabancılaşmayı önleme ve ortaklığın mevcut yapısını koruma gibi amaçlarla öne çıktığı görülmektedir.

Söz konusu işlemlerin tarafları açısından da farklılık olduğu görülmektedir. Ayrılma hakkında tarafları, ortaklık, diğer pay sahipleri ile yatırımcılar ve ayrılma hakkına konu işleme muhalif kalan azınlık pay sahipleri oluşturmaktadır. Bağlı nama yazılı payların devralınmasında ise devralan taraf ortaklık, diğer pay sahipleri veya üçüncü kişilerden oluşabilmekteyken devreden tarafta pay sahibi ya da payı olağanüstü hâllerle iktisap edenler bulunmaktadır.

Son olarak bu iki kurumun kullanılma imkânının doğduğu hâller de farklıdır. Ayrılma hakkının doğumu için önemli nitelikteki işlemlere muhalif olma hâli aranırken bağlı nama

<sup>108</sup> Bkz. aşa. İKİNCİ BÖLÜM, 2.3.5., s. 91 vd.

<sup>109</sup> **Kaya**, s. 43.

yazılı payların devrinin kısıtlanması için herhangi bir pay devri veya olağanüstü durumlar neticesinde pay sahipliğinin değişmesi durumunun mevcut olması gerekmektedir.

#### 1.1.4. Ayrılma Hakkının Özellikleri

Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için ortaklık pay sahipliği sıfatını haiz olmak gerekmektedir<sup>110</sup>. Nitekim, kanunda ayrılma hakkının, ortaklığın önemli nitelikteki bir işlemine muhalif kalan pay sahipleri açısından doğacağı hüküm altına alınmıştır. Kanun hükmünde anılan “*olumsuz oy veren ve bu muhalefeti tutanağa geçirten pay sahipleri*” ifadesi ayrılma hakkının kullanılması için pay sahibi olmanın yanı sıra oy sahibi olunmasının da gerekip gerekmediği noktasında öğretide bir tartışmaya yol açmıştır.

Konuyla ilgili olarak ne SerPK ne de son çıkarılan II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı tebliğinde herhangi bir açıklama yapılmış, her iki düzenlemede de bu hakkın pay sahipleri tarafından kullanılabilmesini söylemekle yetinilmiştir.

Konuyla ilgili öğretide iki görüş öne çıkmaktadır. Bir kısım yazarlar ayrılma hakkının sadece oy hakkı olan payların sahiplerine tanınmasının hakkın kullanım sahasını fazlaca daraltacağını düşünmekte ve oydan yoksun pay sahiplerinin de bahse konu hakkı kullanabilmesi gerektiğini ifade etmektedir<sup>111</sup>.

Bir diğer görüş taraftarları ise, hakkın kullanılması sonucunda ayrılma hakkına konu pay bakımından ortaklığa zorunlu bir alım hakkı yüklenmesi sebebiyle, ayrılma hakkının tüm pay sahiplerine tanınmasının, ortaklık malvarlığı açısından büyük bir yüke sebep olacağını ileri sürmektedir<sup>112</sup>.

<sup>110</sup> **Bektaş**, s. 760; **Manavgat**, Halka Arz, s. 323; **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 65; Ortaklıkta tahvil, intifa senedi gibi menkul kıymetli evrak sahiplerinin ayrılma hakkını kullanamayacağına ilişkin bkz. **Kaya**, s.102.

<sup>111</sup> Bu görüş için bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 68. **Kaya**, s. 103, dn.373'te sayılan yazarlar.

<sup>112</sup> İlgili görüşlerin detaylı incelemesi için bkz. **Siegel**, s. 130-134 ; **Sönmez**, Ayrılma Hakkı s. 66; Ayrılma hakkının yalnızca oy hakkına sahip paylar bakımından mümkün olması gerektiği, oy hakkı olmayan paylara ayrılma hakkı tanınması durumunda ortaklıkta ekonomik menfaati bulunan tahvil sahiplerine de ayrılma hakkına benzer bir hak tanınma zorunluluğunun ortaya çıkabileceği yönünde bkz. **Özdoğan**, s. 751; Yürürlükte bulunan ve bu tez çalışmasının da ana kaynağını oluşturan II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı tebliği ile md. 13 ile getirilen ayrılma hakkına konu payın diğer pay sahipleri ve yatırımcılara önerilmesi imkânı ile kanaatimize göre söz konusu tehlike de ortadan kalkmamış olsa bile azalmış bulunmaktadır. Nitekim ayrılma hakkının kullanılmasının ortaklık malvarlığını tehlikeye sokacak bir durumun yaşanacağı anlaşıldığında yönetim kurulu tarafından alınacak bir kararla ayrılma hakkına konu pay öncelikle diğer pay sahipleri ile yatırımcılara önerilebilecektir.

Konuyla ilgili olarak öğretide bir yazar, kanun metninde açıkça ‘olumsuz oy verme’ şeklinde düzenleme yapılmış olması sebebiyle hakkın yalnızca oy hakkına sahip pay sahipleri bakımından mümkün olabileceği, aksi yöndeki görüşlerin kanuna aykırılık taşıdığını ifade etmektedir<sup>113</sup>.

Ayrılma hakkının hangi paylar bakımından mümkün olabileceği noktasındaki bir başka tartışma ise, ayrılma hakkını kullanarak paylarını devreden pay sahibinin yeni iktisap ettiği payları açısından da ayrılma hakkının doğup doğmayacağı hususu ile ayrılma hakkına konu payları devralan pay sahiplerinin devraldıkları bu yeni paylar için ayrılma hakkını kullanabilip kullanamayacakları noktasında yapılmaktadır. Bu tartışmaya ilişkin öğretide bir görüş, ayrılma hakkının kullanılacağı payların ayrılma hakkının doğumuna yol açan kararın alındığı genel kurul toplantısında sahip olunan paylar ile sınırlı olması gerektiği yönündedir<sup>114</sup>. Öğretide yapılan tartışmalar, 7222 sayılı Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun<sup>115</sup> ile ayrılma hakkına ilişkin değişiklikler yapılmadan önceki tartışmalardı. Söz konusu değişiklik ile ayrılma hakkının, ayrılma hakkına konu önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihte sahip olunan paylar bakımından söz konusu olacağı açıkça ortaya konulmuştur. Bunun yanı sıra II-23.3 sayılı Tebliğ md. 11’de payları borsada işlem gören ve görmeyen ortaklıklar bakımından ikili bir ayırım yapılarak her bir ortaklık çeşidinde ayrılma hakkının hangi paylar bakımından doğacağı hususu detaylıca açıklanmıştır.

Pay üzerinde intifa hakkı bulunması durumunda ayrılma hakkının intifa hakkı sahibi tarafından mı yoksa pay sahibi tarafından mı kullanılması gerektiği hususu da öğretide tartışılmakla birlikte<sup>116</sup> ilgili tebliğ düzenlemesi oldukça açıktır. Tebliğe göre, pay üzerinde intifa hakkı bulunduğu ve oy hakkının da intifa hakkı sahibince kullanıldığı durumlarda ayrılma hakkı, pay sahibi tarafından kullanılacaktır.

Bağlam hükümleri çerçevesinde de ayrılma hakkının kimin tarafından kullanılacağı hususu önem taşımaktadır. Bu noktada borsaya kote edilmemiş payların iradi devri

<sup>113</sup> **Kaya**, s. 104.

<sup>114</sup> **Sönmez**, Yusuf Z.: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkının Kullanılacağı Payların Sınırlandırılması Sorunu (Ayrılma Hakkı Hangi Anda veya Hangi Ana Kadar Elde Edilmiş veya Edilecek Paylar İçin Kullanılabilmelidir?)”, **BATİDER** 2017, C. 33, S. 4, s. 224; ayrılma hakkının doğumuna sebep olan işlem kararının alınmasından sonra edinilecek paylar açısından ayrılma hakkının kullanılmasının dürüstlük kuralına aykırılık teşkil edeceği yönündeki yaklaşım için bkz. **Kaya**, s.105.

<sup>115</sup> RG 31050, 25.02.2020.

<sup>116</sup> Söz konusu tartışmalar için bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s.68-69; **Kaya**, s.106.



hâlinde ayrılma hakkının payı devreden tarafından kullanılacağı TTK 494/1 düzenlemesiyle açıklığa kavuşmuştur. Borsaya kote edilmemiş nama yazılı payların kanuni devri hâlinde ise TTK md. 494/2 hükmü ile genel kurula katılma ve oy haklarının ancak ortaklık onayıyla devralana geçeceği düzenlendiği için onaya kadar ayrılma hakkının kullanılmayacağı ortaya çıkmaktadır<sup>117</sup>. Borsaya kote edilmiş nama yazılı payların devrinin kısıtlanamayacağı hususu SerPK 137/3 hükmünde açıkça belirtilmiştir. Ancak bu noktada öğretilde öne çıkan görüş, ortaklığın pay devrine onay verme anına kadar ayrılma hakkı ve oy hakkı gibi hakların kullanılmayacağı, bir nevi donacağı yönündedir<sup>118</sup>.

Ayrılma hakkının kanundaki düzenleniş şekline bakıldığında emredici hüküm niteliğinde düzenlendiği görülmektedir. Bu itibarla da söz konusu hak, pay sahibinin rızasıyla dahi değiştirilemeyecek ve vazgeçilmesi mümkün olmayan bireysel haklardandır<sup>119</sup>.

Mülga Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği<sup>120</sup> döneminde ayrılma hakkı yalnızca ortaklıktan talep edilebilecek bir hak konumundayken yürürlükte olan tebliğ bu noktada bir yenilik getirmiş bulunmaktadır. Tebliğ uyarınca, ortaklık yönetim kurulunca alınacak bir karar ile ayrılma hakkına konu payın diğer pay sahipleri ile yatırımcılara da önerilme imkânı getirilmiştir<sup>121</sup>.

Mülga tebliğ döneminde ayrılma hakkının kullanılması ortaklık bakımından bir satın alma yükümlülüğü doğururken yürürlükte olan tebliğin getirdiği, yönetim kurulunca alınacak bir karar ile payların diğer pay sahipleri ve yatırımcılara önerilmesi imkânı ile bu yükümlülük hafifletilebilecektir.

Ayrılma hakkının doğabilmesi için ortaklık tarafından önemli nitelikte bir karar alınması ve ayrılma hakkını kullanacak ortağın bu kararın alındığı genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanarak muhalefetini tutanağa geçirtmesi gerekmektedir. Söz konusu

<sup>117</sup> Aynı yönde bkz. **Kaya**, s.108.

<sup>118</sup> Bu durumun ortaklık işlem menfaati ve hukuki güvenlik gereği olduğu hakkında bkz. **Kaya**, s.109; Aynı yönde bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 73.

<sup>119</sup> Karşı yönde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 324.

<sup>120</sup> RG 28861, 24.12.2013.

<sup>121</sup> Ayrılma hakkına konu payın ortaklık dışındaki üçüncü kişilere teklif edilmesi durumunun taşıyacağı çekinceler hakkında bkz. **Kaya**, s.112-113; Aynı yönde bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 78; Söz konusu tartışmalar tebliğ düzenlemesinden önce yapılmış olup yeni tebliğ düzenlemesinin gelmesinden sonraki duruma ilişkin detaylı değerlendirme için bkz. aşağıdaki bölüm.

önemli nitelikteki kararlar; birleşme, bölünme, tür değiştirme, yeni imtiyazlar öngörülmesi ya da mevcut imtiyazların kapsam veya konusunun değiştirilmesi gibi yatırımcıların yatırım kararlarında değişiklik yapmasına yol açacak nitelikte olmalıdır. Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin bu çalışmanın 1.2. numaralı başlığında daha detaylı bilgi verileceği için burada yalnızca ayrılma hakkının kullanılabilmesi için bazı önemli nitelikteki kararlara muhalif kalınması gerektiğini belirtmekle yetiniyoruz.

Ayrılma hakkına konu pay, SerPK md. 24'te belirtildiği üzere *adil bir bedel* üzerinden ortaklık ya da diğer pay sahipleri ve yatırımcılara satılmak zorundadır. Yine adil bedelin nasıl belirleneceği hususu da II-23.3 sayılı tebliğ md. 14'te<sup>122</sup> detaylıca belirlenmiştir. Bedel için kanunda yapılan bu belirleme de ayrılma hakkının ayırt edici özelliklerinden biri olup ayrılma hakkına konu paylar ancak böylesi bir bedel karşılığı edinilebilmektedir.

#### **1.1.5. Türk Hukukunda Ayrılma Hakkına İlişkin Düzenlemeler**

TTK'da ayrılma hakkı yalnızca ortaklıkların birleşme işlemlerine ilişkin olarak md. 141'de düzenlenmiş bulunmaktadır. Hüküm uyarınca, birleşme işlemine katılan ortaklıklar; pay sahiplerine, birleşme sözleşmesiyle bir seçim hakkı tanıyabileceklerdir. Bahse konu seçim, birleşmeye katılan ortaklardan devralan ortaklıkta pay ve ortaklık hakkı ile devredilecek ortaklık paylarının gerçek değerini karşılayan bir ayrılma akçesi

<sup>122</sup> “(1) Payları borsada işlem gören ortaklıklarda ayrılma hakkı kullanım fiyatı, 11 inci maddenin ikinci fıkrası uyarınca belirlenen tarih itibarıyla payları Yıldız Pazarda işlem gören ortaklıklar için bu tarihten önceki son bir aylık, diğer ortaklıklar için ise bu tarihten önceki son altı aylık dönem içinde borsada oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalamasıdır. Bu fıkranın uygulanmasında bir ay otuz gün olarak dikkate alınır. (2) Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda ayrılma hakkı kullanım fiyatının tespiti amacıyla 8 inci madde uyarınca alınan yönetim kurulu kararının kamuya açıklandığı tarihteki değeri esas alan değerlendirme raporu hazırlanır. Değerleme raporunun tamamı ya da özet bölümü, önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kurul toplantısı gündemi ile birlikte açıklanır. Değerleme raporu tarihi ile önemli nitelikteki işlemin genel kurulda görüşüleceği tarih arasında ortaklığın değerini etkileyecek önemli bir değişiklik meydana gelmesi durumunda; değerlendirme kuruluşu tarafından söz konusu değişikliğin ayrılma hakkı kullanım fiyatına etkisini gösteren ek rapor hazırlanarak genel kurula sunulur. Ek raporda ayrılma hakkının fiyatının etkilendiği sonucuna varılırsa ayrılma hakkı yeni belirlenen fiyat üzerinden kullanılır. (3) Birinci fıkranın uygulanmasında Kurulca; a) Kanununun 107 nci maddesinde sayılan fiiller nedeniyle 101 inci veya 107 nci maddeleri kapsamında işlem yapılmasına veya, b) Ekonomiyi ya da sektörü etkileyen olağanüstü gelişmelerin varlığının kabulüne, ilişkin karar alınmış olması durumunda, karara esas teşkil eden dönemler dikkate alınmaz. Bu süreler hesaplamaya esas alınan dönemlerin başına eklenmek suretiyle dönemler tamamlanır. (4) Aynı genel kurul toplantısında birden fazla önemli nitelikteki işlemin görüşülecek olması durumunda pay sahibine ödenecek ayrılma hakkı bedeli, pay sahibinin ayrılma hakkına sahip olduğu tüm önemli nitelikteki işlemler kapsamında, her bir işlem için hak kazanılan pay tutarları da dikkate alınarak, en yüksek fiyattan başlanarak hesaplanır. (5) Ayrılma hakkı bedelinin tam ve nakden ödenmesi zorunludur. (6) Ayrılma hakkının kullanılması sonucunda geri alınan paylar, işlem sınırları hariç, ortaklıkların kendi paylarını geri almasına ilişkin Kurul düzenlemelerine tabidir.”

arasında yapılacaktır. Aynı maddenin ikinci fıkrasında ise, birleşme sözleşmesinde yapılacak bir düzenlemeyle seçim hakkının ortadan kaldırılarak yalnızca ayrılma akçesi verilmesi yönünde bir düzenleme yapılabileceği öngörülmüştür. Söz konusu madde 10.02.2000 tarihinde Ünal Tekinalp başkanlığında oluşturulan bir komisyon tarafından hazırlanmaya başlanan TTK Tasarısı ile getirilmiş olan yeniliklerden birisidir.

Madde gerekçesinde söz konusu hakkın getirilmesiyle, birleşmeye muhalif kalan pay sahibinin ayrılma hakkının, düzenlenmiş olduğu belirtilmektedir. Nitekim ayrılma hakkı, Avrupa Topluluğu'nun(AT) ortaklıklarla ilgili İkinci Yönergesinde olumlu bir boşluk bırakmak amacıyla bilinçli olarak düzenlenmediği ve bu sayede ülkelerin kendi iç mevzuatlarında düzenleyebilmesine imkân tanıdığı bir haktır. Birleşmede ilke olarak görülen ortak olma durumunun devamlılığı hususunun birleşmeye muhalif kalan ortakları ortaklıkta kalmaya mecbur bırakmasının doğru olmadığı ve ayrılma akçesiyle ortaklara '*yenilik doğurucu bir seçim hakkı*' tanındığı belirtilmiştir. İkinci fıkra ise bir çıkarma hakkı öngörmektedir. Burada gerekli nisaplar sağlanarak alınan karar sonucunda bir ortağın çıkarılmasına karar verilebilmektedir<sup>123</sup>.

Ayrılma hakkının TTK'daki görünüm şekli yukarıda belirtilen ve yalnızca birleşme işlemlerine özgü olarak ortaklara tanınan 'ayrılma akçesi' imkânıdır. Ayrılma hakkı esas itibariyle SerPK md. 24'te ve bu madde dayanak alınarak çıkarılan tebliğlerde düzenlenmiştir. 6362 sayılı SerPK, AB müktesebatına tam uyum çerçevesinde ve 6102 sayılı TTK'ya da uyum sağlayabilmek amaçlarıyla düzenlenmiş olsa da düzenlenirken esas dikkate alınan hususlar, sermaye piyasasını düzenleyen kanunların *piyasa düzenleyici metin* olmalarından ötürü ihraççı, yatırımcı ve piyasa işlemi üçlüsüdür<sup>124</sup>. 6262 sayılı SerPK'nın düzenlenme amaçlarından biri de uluslararası sermaye piyasası alanında artan rekabet ortamında piyasa süreçlerine dahil olmayı sağlayacak yeni bir kanun düzenlemesi ihtiyacının doğmasıdır<sup>125</sup>.

SerPK md. 24'ün gerekçesinde ayrılma hakkının AB mevzuatına uyum sağlanması amacıyla getirilmiş olduğu belirtilmektedir<sup>126</sup>. Gerekçede, ayrılma hakkının getirilmesi ile birlikte, hâkim ortak tarafından kontrol edilen ortaklıklarda azınlık pay sahiplerinin

<sup>123</sup> TBMM Yasama Dönemi 23, Yasama Yılı 2, Sıra Sayısı 96, s. 49-50.

<sup>124</sup> TBMM Yasama Dönemi 24, Yasama Yılı 2, Sıra Sayısı 337, s. 9.

<sup>125</sup> TBMM Yasama Dönemi 24, Yasama Yılı 2, Sıra Sayısı 337, s. 9.

<sup>126</sup> TBMM Yasama Dönemi 24, Yasama Yılı 2, Sıra Sayısı 337, s. 22.

korunacağı ve paylarını borsada satma olanağı bulamayan küçük pay sahiplerinin paylarına likidite sağlanacağı belirtilmiştir. Yine bu hak ile ortaklık içinde çıkması muhtemel menfaat çatışmalarının önüne geçilerek sürekli değişen piyasa koşullarına da uyum sağlanabilecektir<sup>127</sup>. Konuyla ilgili düzenleme yapma yetkisi de SPK'ya verilmiştir.

7222 sayılı Kanun ile maddede değişiklikler yapılmıştır. Söz konusu değişikliklerin yapılmasının sebebi olarak kanunun genel gerekçesinde “*finansal piyasaların küreselleşmesi, bütünleşmesi, tüketici tercihlerinin değişmesi ve teknoloji kullanımının yaygınlaşması, finans sektöründe faaliyetlerin kapsam ve çeşitliliğinin gün geçtikçe artması olgusunu da beraberinde getirmektedir. Finansal piyasaların etkin ve verimli bir şekilde çalışmasının temini için bu piyasaların düzenlenmesi ve denetlenmesine ilişkin kuralların da zaman içinde gözden geçirilmesinin bir zorunluluk olarak ortaya çıkması*” olduğu belirtilmiştir<sup>128</sup>.

Yapılan değişiklikler ile öncelikle ayrılma hakkının hangi paylar bakımından doğacağı tartışmasına<sup>129</sup> bir son verilmiş ve hakkın doğmasına neden olan önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklanma tarihinde sahip olunan paylar bakımından bir sınırlama getirilmiştir.

Payın satın alınacağı bedel bakımından da değişiklik yapılmıştır. Maddenin eski hâlinde ayrılma payının bedeline ilişkine olarak “*halka açık ortaklık bu payları pay sahibinin talebi üzerine, söz konusu önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalamasından satın almakla yükümlüdür*” şeklinde bir düzenleme mevcutken değişiklik sonrasında *adil bedel* kıstası getirilmiş bulunmaktadır<sup>130</sup>.

Aynı zamanda, maddenin eski hâlinde hiçbir şekilde yer almayan *önerilme* kavramı da 7222 sayılı Kanunla ilk kez hüküm altına alınmıştır. SerPK md. 24/1 son cümle: “*Kurul, ayrılma talebine konu payların ortaklık tarafından satın alınmasından önce diğer pay*

<sup>127</sup> TBMM Yasama Dönemi 24, Yasama Yılı 2, Sıra Sayısı 337, s. 22.

<sup>128</sup> TBMM Yasama Dönemi 27, Yasama Yılı 3, Sıra Sayısı 176, s. 11.

<sup>129</sup> Bkz. yuk. BİRİNCİ BÖLÜM, 1.1.3.4. numaralı başlık altında yapılan açıklamalar.

<sup>130</sup> Gereğede adil fiyat esasına geçilmesinin sebebi olarak bu kıstasın bütün dünyada kullanılması gösterilmiştir. Bkz. TBMM Yasama Dönemi 27, Yasama Yılı 3, Sıra Sayısı 176, s. 18.

*sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesine ilişkin usul ve esasları düzenleyebilir.”* şeklinde düzenlenmiştir<sup>131</sup>.

Son olarak SPK'ya halka açık anonim ortaklıklar bakımından ayrılma hakkından muafiyet hâllerinin düzenlenmesi noktasında yetki verilmiştir. Bununla ilgili olarak madde gerekçesinde ayrılma hakkına ilişkin tanınan muafiyetlerin genişletilerek ortaklığın niteliğine göre Kurul'a istisna getirme yetkisi tanındığı belirtilmiştir. Gerekçede, İtalyan hukuku örnek alınarak kurtarma amacı taşıyan birleşmeler, ayrılma hakkının kullanılması sonucunda ortaya çıkan sermaye kaybı veyahut borca batıklık durumunun başlaması gibi belli bazı durumlarda ortaklıklara muafiyet öngörülmesi için başvuru imkanının tanınması ve ayrılma hakkının doğumu için gerekli durumların ortaklık türlerine göre çeşitlendirilebilmesi için Kurul'a yetki tanındığı belirtilmiştir.

SerPK tarafından SPK'ya verilen yetki kapsamında kurul tarafından ilk olarak, 24.12.2013 tarihli Resmi Gazete (RG)'de yayımlanan II-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği, sonrasında bu tebliği ilga eden 27.06.2020 tarihli II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği yayımlanmıştır. II-23.3 sayılı Tebliğin yayımlanma gerekçesinin SerPK'da yapılan değişiklikler ve piyasadan gelen talepler olduğu Kurul tarafından yapılan basın açıklamasında belirtilmiştir<sup>132</sup>.

II-23.3 sayılı tebliğ ile ayrılma hakkına ilişkin bazı yenilikler getirilmiş bulunmaktadır. Yukarıda da ifade edildiği üzere 7222 sayılı Kanun öncesi dönemde ayrılma hakkının hangi paylar açısından doğacağı hususunda kanun ve tebliğde bir belirleme yapılmadığı için konu öğretilerde tartışmalıydı<sup>133</sup>. Ancak 7222 sayılı Kanun ile ayrılma hakkının doğumuna sebep olan önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihte sahip olunan paylar bakımından ayrılma hakkının kullanılabilmesi açıklığa kavuşturulmuştur.

Kanuna paralel olarak yapılan tebliğ düzenlemesinde de payları borsada işlem gören ortaklıklar bakımından ayrılma hakkının doğması için, önemli nitelikte işlemin kamuya

<sup>131</sup> Bu hususla ilgili olarak madde gerekçesinde önerilmenin getirilmesinin, 2004 yılında İtalya'da yapılan hukuk reformunun örnek alınması ve rüçhan ve önalım hakkına benzer bir hak tanınması yoluyla olduğu belirtilmiştir.

<sup>132</sup> Basın açıklaması için bkz. <https://www.spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/ii-23-3-sayili-onemli-nitelikteki-islemler-ve-ayrilma-hakki-tebliği-basin-aciklamasi> (E.T.: 15.11.2022)

<sup>133</sup> İlgili tartışmalar için bkz. yuk. BİRİNCİ BÖLÜM, 1.1.4., s. 28 vd.

açıklandığı tarihin esas alınacağı, bu konuda takasın tamamlanıp tamamlanmadığı önemli olmaksızın eşleşmiş emirlerin de dahil edileceği öngörülmüştür. Bu çerçevede, ayrılma hakkına konu olacak pay tutarları, önemli nitelikte işlemin kamuya açıklanma tarihinden genel kurul toplantı tarihine kadarki süreçte yapılan satışlardan son giren ilk çıkar esası dikkate alınarak ve gün sonu net bakiyeler üzerinden düşülmesi yoluyla belirlenecektir. Bu şekilde yapılan belirleme sonucunda oluşacak pay ve pay sahiplerini gösterir liste Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. tarafından hazırlanacak ve ortaklık genel kurul toplantısından bir önceki iş günü ortaklığa iletilecektir(II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği md. 11/2).

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar bakımından borsa fiyatının belli olmaması ve payların likiditesinin düşük olması sebepleri gerekçe gösterilerek ortaklık genel kurul toplantısına katılan tüm ortaklar bakımından ayrılma hakkının kullanılabilmesi öngörülmektedir(II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği md. 11/3).

7222 sayılı Kanunla birlikte ayrılma hakkı kullanım bedeli olarak *adil bedel* kıstası getirilmiş bulunmaktadır. Kanun maddesinde ayrılma hakkına konu pay bedelinin adil bir bedel olacağı söylenilmekle yetinilmiş, bedelin belirlenmesiyle ilgili esasları belirleme yetkisi SPK'ya bırakılmıştır. Tebliğ md. 14'te bu husus detaylıca düzenlenmiştir. Bu çerçevede, ayrılma hakkına konu önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarih itibarıyla payları Borsa İstanbul A.Ş. Yıldız Pazar'da bulunan ortaklıklar bakımından söz konusu tarihten önceki son bir aylık, Yıldız Pazar dışında payları işlem gören ortaklıklar bakımından ise açıklanma tarihinden önceki son altı aylık dönemde borsada oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması, ayrılma hakkı kullanım bedeli olarak esas alınacaktır(II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği md. 14/1).

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar bakımından ise değerlendirme raporu hazırlanacak, değerlendirme raporunun esas alacağı tarihten genel kurul toplantısına kadar geçen sürede ortaklık değerinin etkileyecek nitelikte gelişme olması hâlinde ise ek rapor alınabilecektir(II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği md. 14/2).

Kanun maddesinde yapılan bir diğer değişiklik olan ayrılma hakkına konu payların diğer

pay sahipleri ile yatırımcılara önerilmesi ile ilgili olarak da kanun koyucu yalnızca, böyle bir imkânın tanınmasına ilişkin usul ve esasların kurulca düzenlenebileceğini belirtmiştir. Tebliğ md. 13'te bu husus düzenlenmiş olup bu çalışmanın ikinci bölümünde detaylıca inceleneceğinden burada konuyla ilgili daha detaylı bir açıklama yapılmamaktadır.

Ayrılma Hakkına Konu Payların Diğer Pay Sahipleri veya Yatırımcılara Önerilmesi 7222 sayılı Kanun ile ayrılma hakkına ilişkin yapılan son değişiklik ise ayrılma hakkı kullandırılması yükümlülüğüne muafiyet getirilebilmesi imkânıdır. Bu husus tebliğ md. 16'da düzenlenmektedir. Bu kapsamda, ortaklığın finansal güçlükten kurtulmak amacıyla gerçekleştirmiş olduğu önemli nitelikteki işlemler, maddi menfaat elde etmek amacıyla ortaklık malvarlığı üzerinde üçüncü kişiler lehine ayni hak tesisi gibi durumlarda kurul tarafından ayrılma hakkının kullandırılması yükümlülüğüne muafiyet getirilebileceği düzenlenmiştir.

Bunun yanı sıra mülga tebliğ döneminde ayrılma hakkının doğmadığı haller arasında sayılan imtiyazların kaldırılması veya mevcut imtiyazların değiştirilmesi, gönüllü pay alım teklifinde bulunulması, birleşme işlemleri gibi durumlar ayrılma hakkının kullandırılmasına muafiyet getirilebilecek durumlar arasına alınarak bu hususta karar verme yetkisi SPK'ya tanınmıştır. Ayrılma hakkının doğmadığı hallere ise yeni tebliğ kapsamında kurtarma amaçlı birleşmeler, geri alım hakkıyla bankalara yapılan satışlar gibi birtakım ilave düzenlemeler yapılarak ortaklıkların devamlılığının sağlanması amaçlanmıştır.

## **1.2.ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEM KAVRAMI VE TÜRK HUKUKUNDA DÜZENLENİŞİ**

Halka açık anonim ortaklıklarda gerekli çoğunluk sağlanarak alınan ve pay sahiplerinin paylarını tehlikeye sokabilecek nitelikte olan, ortaklığın ticari hayatında esaslı değişiklik yaratabilecek işlemlere önemli nitelikte işlemler denilebilir<sup>134</sup>.

<sup>134</sup> **Manavgat**, Halka Arz, s. 291-295; **Tarhan**, Önemli Nitelikteki İşlemler, s. 41-43; **Semerci Vuraloğlu**, Tuğba: Halka Açık Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri ve Ayrılma Hakkına İlişkin Yeni Düzenlemelerin Değerlendirilmesi, Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2021, C. 16, S. 197-198, s. 284.

Önemli Nitelikteki işlemler SerPK md. 23'te düzenlenmiştir. 7222 sayılı Kanun ile maddede değişiklikler yapılmıştır. Maddenin önceki hâlinde önemli nitelikteki işlemler için herhangi bir tanım öngörülmemiştir. Ancak 7222 sayılı Kanun ile önemli nitelikteki işlemler için tanım yapılmamakla birlikte bir çerçeve çizilmiştir. Buna göre, “yatırımcıların yatırım kararlarının değişmesine yol açacak ortaklığın yapısına ilişkin temel işlemler” önemli nitelikte işlem olarak görülmüştür.

Maddenin 7222 sayılı Kanun ile değişiklik yapılmasından önceki hâlinde, önemli nitelikteki işlemler sınırlayıcı olmayan bir sayma yöntemiyle beş ayrı bentte sayılmış<sup>135</sup> ve kapsamı belirleme hususunda ise SPK'ya yetki verilmişti. Değişiklik sonrasında kanun metninde sayılan önemli nitelikteki işlem örneklemelerinin sayısında sadeleşme yapılmış<sup>136</sup> ve “malvarlığının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya üzerinde bir ayni hak tesis etmesi veya kiralaması, faaliyet konusunu tümüyle veya önemli ölçüde değiştirmesi, borsa kotundan çıkması” hususları yeni metinde önemli nitelikte işlem olarak yer almamıştır. Yapılan düzenlemeyle, SPK'nın yetkisi genişletilerek Kurul'a, önemli nitelikteki işlemleri halka açık ortaklıkların niteliklerine göre belirleme yetkisi verilmiştir<sup>137</sup>. Öğretide, önemli nitelikteki işlemlerin ne kanunda ne de tebliğde sınırlayıcı bir sayma sistemine tâbi tutulmasının ve belirlenmesi noktasında Kurul'a geniş yetki verilmesinin hukuki belirsizliğe sebep olabileceği yönünde eleştiriler yapılmaktadır<sup>138</sup>. Ancak bu eleştirilerin yanı sıra öğretide, hızla değişen koşullara uyum sağlanabilmesi açısından da söz konusu yetkinin verilmesinin yerinde olduğu ifade edilmektedir<sup>139</sup>.

<sup>135</sup> “Halka açık ortaklıkların; a) Birleşme, bölünme işlemlerine taraf olması, tür değiştirme veya sona erme kararı alması, b) Malvarlığının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya üzerinde bir ayni hak tesis etmesi veya kiralaması, c) Faaliyet konusunu tümüyle veya önemli ölçüde değiştirmesi, ç) İmtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi, d) Borsa kotundan çıkması, gibi hususlar bu Kanunun uygulanmasında önemli nitelikte işlem sayılır.”

<sup>136</sup> “Halka açık ortaklıkların birleşme, bölünme işlemlerine taraf olması, tür değiştirmesi, imtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi gibi yatırımcıların yatırım kararlarının değişmesine yol açacak ortaklığın yapısına ilişkin temel işlemler bu Kanunun uygulanmasında önemli nitelikte işlem sayılır.”

<sup>137</sup> Maddenin gerekçesinde de “önemli nitelikteki işlem örneklerinde sadeleşmeye gidilmesi ve önemli nitelikteki işlemlerin tespitinde dikkate alınacak temel kriterler belirlenmesi ve Sermaye Piyasası Kuruluna halka açık şirketlerin niteliğine göre farklı usuller belirleme yetkisi tanınmasının amaçlandığı” belirtilmektedir. Bkz. TBMM Yasama Dönemi 27, Yasama Yılı 3, Sıra Sayısı 176, s. 18.

<sup>138</sup> Adıgüzel, Ayrılma Hakkı, s. 31; SPK'ya verilen yetkinin yasama tekniği açısından yerinde olmadığına ilişkin bkz. Kaya, s. 150; SPK'ya verilen yetkinin sınırlarının belirsiz olduğu ve amacına uygun şekilde kullanılıp kullanılmayacağı tartışmalı olduğu yönünde bkz. Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler, s.62.

<sup>139</sup> Yetkinin SPK'ya verilmesinin, piyasaların ihtiyaç duyduğu esneklik ve yeniliklere uyum sağlanması amacına uygun olduğu ancak bu yetkinin sınırlarının da çizilmesi gerektiği yönünde bkz. Tarhan, Önemli



7222 sayılı kanunla SerPK’da değişiklik yapılması, ilgili tebliğlerde de değişiklik yapılmasını gerekli kılmıştır. Bu kapsamda SPK tarafından yapılan basın açıklamasında<sup>140</sup> da yer verildiği üzere, SerPK’da yapılan değişiklikler ve piyasadan gelen talepler dikkate alınarak II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki Değişiklikler ve Ayrılma Hakkı Tebliği yayımlanmıştır.

Yürürlükteki tebliğ ile mülga tebliğe kıyasla, önemli nitelikteki işlemlerin sayısında bazı noktalarda daraltma yapılmıştır. Öncelikle mülga tebliğ md. 5’te “*ortaklıkların kendi tüzel kişilikleri ile ilgili birleşme, bölünme işlemlerine taraf olması*” şeklinde düzenleme yapılırken yürürlükteki tebliğ burada bir kısıtlamaya giderek “*Ortaklıkların 5 inci maddede tanımlanan birleşme veya bölünme işlemlerine taraf olması*” şeklinde düzenleme yapmıştır. Mülga tebliğde hangi birleşme veya bölünme işlemlerinin önemli nitelikte işlem olarak niteleneceği konusunda belirleme yapılmamışken yürürlükteki tebliğin burada yaptığı kısıtlamayla hukuki belirlilik kriterine de uygun düzenleme yapılmıştır. Yürürlükteki Tebliğ’de *tür değiştirme, imtiyaz öngörülmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunun değiştirilmesi* işlemleri önemli nitelikte işlem olarak görülmeye devam etmiştir.

II-23.3 sayılı tebliğ md. 4/1-c’de “*6 ncı maddede belirlenen önemlilik ölçütlerini sağlayan malvarlığının devri veya bu malvarlığının devri sonucunu doğuran işlemler tesis edilmesi veya bu malvarlığı üzerinde 3/1/2014 tarihli ve 28871 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1)’nin 12 nci maddesine aykırı olmamak kaydıyla üçüncü kişiler lehine sınırlı aynı hak tesis edilmesi*” önemli nitelikteki işlem kapsamına alınmıştır. Mülga tebliğ düzenlemesi ise “*Malvarlığının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya kiraya vermesi veya malvarlığının tümü veya önemli bir bölümü üzerinde aynı hak tesis etmesi*” şeklinde düzenlenmişti. Malvarlığının

---

Nitelikteki İşlemler, s.61, dn 164; hangi işlem ya da işlemlerin ortakları yatırım kararı verme noktasında bir karar yönlendirdiğini belirlemenin kolay olmadığı ve bu bakımdan önemli nitelikteki işlemleri belirleme yetkisinin SPK’ya verilmesinin yerinde olduğu hakkında bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 294; söz konusu yetkinin idari denetime tâbi olduğundan keyfi bir biçimde kullanılamayacağı hakkında bkz. **Semerci Vuraloğlu**, Yeni Düzenlemelerin Değerlendirilmesi, s. 285.

<sup>140</sup> Basın açıklaması için bkz. <https://www.spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/ii-23-3-sayili-onemli-nitelikteki-islemler-ve-ayrilma-hakki-tebliği-basin-aciklamasi> (E.T.: 15.11.2022)

devri hususunda da önemli sayılma ölçütünün genişlediği ve yine belirlilik kazandığı görülmektedir<sup>141</sup>.

Mülga tebliğde önemli nitelikte sayılan *ortaklığın sona erme kararı alması, faaliyet konusunu tümüyle veya önemli ölçüde değiştirmesi, borsa kotundan çıkma kararı alması, ilişkili taraflarından önemli ölçüde malvarlığı edinmesi ve kiralaması* hususları yeni tebliğde bu şekliyle önemli nitelikte işlem olarak sayılmamıştır. Yürürlükteki tebliğde faaliyet konusunun tümüyle değiştirilmesi ancak, birtakım nitelikleri haiz ortaklıkların malvarlığını devretmesi ya da devre yol açacak işlemler tesis etmesi veya ortaklık malvarlığı üzerinde üçüncü kişilere sınırlı aynı hak tanınması durumunda önemli nitelikte işlem olarak yer almıştır.

II-23.3 sayılı Tebliğ md. 4/2’de “*Kurulun diğer düzenlemelerinde önemli nitelikteki işlem olarak belirlenen işlemler de bu Tebliğ hükümlerine tabidir*” denilmekle diğer tebliğlerde yer alan ve önemli nitelikte işlem sayılan işlemlerin bu tebliğ kapsamında da önemli nitelikte işlem olarak nitelendirileceği hüküm altına alınmış bulunmaktadır.

Önemli nitelikteki işlemler başlığı tek başına bir tez çalışmasına konu olabilecek nitelik ve genişlikte bir başlık olmasıyla birlikte, çalışmamızın ana konusunu oluşturmaması sebebiyle konuya yalnızca kavram ve 7222 sayılı Kanun ile II-23.3 sayılı Tebliğin getirdiği farklılıklar üzerinden değinilmekle yetinilmiştir.

---

<sup>141</sup> Bu hususa ilişkin bir değerlendirme için bkz. **Semerci Vuraloğlu**, Yeni Düzenlemelerin Değerlendirilmesi, s. 287-289.

## İKİNCİ BÖLÜM

### HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA AYRILMA HAKKINA KONU PAYIN DİĞER PAY SAHİPLERİ VEYA YATIRIMCILARA ÖNERİLMESİ KAVRAMI

#### 2.1. ÖNERİLMENİN TARİHSEL GELİŞİMİ

##### 2.1.1. İtalyan Hukuk Sisteminde

İtalyan<sup>142</sup> ortaklıklar hukukunda 2003 yılında kapsamlı bir reform niteliği taşıyan değişiklikler yapılmış ve bu değişiklikler 2004 yılında yürürlüğe girmiştir<sup>143</sup>. Söz konusu reform sadece yeni kurum ve kurallar getirmemiş; aynı zamanda ortaklıklar hukuku sisteminin temelini de etkilemiştir. Bahse konu düzenlemeler ile ortaklıklar hukuku sistemini modernize etmek ve İtalyan ortaklıklar hukukunu Avrupa’da daha rekabetçi hâle getirmek amaçlanmaktadır<sup>144</sup>. Özellikle, sözleşme özgürlüğünün kapsamı önemli ölçüde genişletilmiştir. Aynı zamanda; yöneticilerin, pay sahipleri toplantısı ve pay sahipleri üzerindeki yetkisi arttırılmış ve böylece yönetim kurulu ortaklığın yönetiminde daha merkezi bir rol almaya başlamıştır<sup>145</sup>.

Çoğunluk pay sahiplerinin ve onlar tarafından seçilen yöneticilerin oldukça geniş olan yetkilerini dengelemek amacıyla, söz konusu reform kapsamında, var olan kurumlar tadil edilip yeni koruma yolları getirilerek azınlık pay sahiplerinin ortaklık içerisindeki etkinliği arttırılmaya çalışılmıştır. Bu reformla getirilen yenilikler arasında yer alan ayrılma hakkına ilişkin düzenlemeler ise en önemli gelişmelerdendir<sup>146</sup>.

Yeni düzenlemelerle birlikte bir yandan pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanabileceği zorunlu hâllerin sayısı arttırılırken bir yandan da payları borsaya kote edilmemiş

<sup>142</sup> Çalışmamızın odak noktasını oluşturan önerilme kavramının mehazı İtalyan hukuku olduğu ve diğer hukuk sistemlerinde ilgili kurum çalışmamıza konu bağlamda ele alınmadığı için tarihsel gelişim yalnızca İtalyan hukuku üzerinden incelenmiştir.

<sup>143</sup> Bahse konu reformun detaylı bir incelemesi için bkz. **Federico, Ghezzi/ Malberti, Corrado**: The Two-Tier Model and One-Tier Model of Corporate Governance in the Italian Reform of Corporate Law, ECFR 2008, 1-47; Söz konusu reformun yapılmasındaki en önemli sebepler, 1942 tarihli İtalyan Medeni Kanunu’nun sermaye şirketlerini düzenleyen organizasyon, yetki, usul ve şekle ilişkin hükümlerinin, değişen ve gelişen süreçte şirketlerin ihtiyaçlarını karşılayamamaları olduğu hakkında bkz. **Çoştan**, s. 187.

<sup>144</sup> **Çoştan**, s. 179.

<sup>145</sup> **Ventoruzzo**, s. 13.

<sup>146</sup> **Ventoruzzo**, s. 13.

ortaklıkların ayrılma hakkı için ek olanaklar sunması noktasında geniş bir özgürlük alanı oluşturulmuştur<sup>147</sup>. Düzenleme öncesinde, pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanması durumunda ayrılma hakkına konu paylar değerlerinin altında bir fiyattan devredilmekteyken yeni düzenlemelerle birlikte ayrılma hakkına konu payın adil bir bedel üzerinden değerlendirilmesi sağlanmış ve bu sayede ayrılma hakkı son bir çare değil bir seçenek olarak görülmeye başlanmıştır<sup>148</sup>.

Son olarak reform, payların veya iştiraklerin hem tasfiye sürecini hem de yöntemini, hangi payların öncelikle mevcut pay sahiplerine veya üçüncü kişilere önerileceğini sonrasında da ortaklık tarafından satın alınabileceğini ortaya koyan bir sistem oluşturarak kesin bir düzenleme yapmaktadır. Sermaye azaltılması yoluyla payların tasfiye edilme sürecinin ise başka hiçbir seçenek olmadığı takdirde işletilebileceği hüküm altına alınmaktadır<sup>149</sup>.

Görüldüğü üzere önerilme kavramının İtalyan hukukunda ortaya çıkışı, 2003 yılında düzenlenen ve 2004 yılında yürürlüğe giren İtalyan ortaklıklar hukukunda yapılan reform ile olmuştur.

## **2.1.2. Türk Hukuk Sisteminde**

### **2.1.2.1. TTK Kapsamında**

6762 sayılı mülga Türk Ticaret Kanunu (eTTK)<sup>150</sup>, 13/1/2011 tarihli ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ile yürürlükten kaldırılmıştır. 6762 sayılı TTK'nın yürürlükten kaldırılmasının sebepleri, kanun gerekçesinde; “6762 sayılı Kanunu Doğrudan Etkileyen Gelişmeler, AB Tam Üyeliğine Aday Olma, Müzakerelere Başlanması Kararı ve “Müzakere Eden Ülke” Konumu, Teknolojik Gelişmeler ve İnternet, Uluslararası Piyasaların Bir Parçası Olmak ve Ticaret Kanununu Etkileyen Yeni Kanunlar” olmak üzere 5 ayrı başlık olarak açıklanmıştır<sup>151</sup>. 6102 sayılı TTK'nın yürürlüğe girmesi, 6362 sayılı SerPK gerekçesinde de belirtildiği gibi kapsamlı bir reform niteliği taşımaktadır<sup>152</sup>.

<sup>147</sup> Çoştan, s. 200.

<sup>148</sup> Ventrizzo, s. 13.

<sup>149</sup> Ventrizzo, s. 14.

<sup>150</sup> RG 9353, 29.06.1956.

<sup>151</sup> TBMM Yasama Dönemi 23, Yasama Yılı 2, Sıra Sayısı 96, s. 2-4.

<sup>152</sup> TBMM Yasama Dönemi 24, Yasama Yılı 2, Sıra Sayısı 337, s. 7.

6102 sayılı TTK ile birlikte; pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakları genişletilerek çağdaştırılmış, yeni azınlık hakları getirilmiş, pay sahiplerine haklı bir sebep olması durumunda ortaklığın feshini isteyebilme hakkı tanınmış, ortaklığın kendi paylarını iktisabına istisnalar getirilmiş, yine azınlığa tanınan bir kısım haklar düzenlenerek işlevselleştirilmiş, rüçhan hakkının kısıtlanmasında genel kurula yetki verilmiş ve böylece pay sahipliği hakkına daha kapsamlı bir koruma tanınmış, elektronik ortamda genel kurul toplantısı yapma ve katılma olanaklarına ilişkin düzenlemeler yapılarak pay sahiplerinin ortaklık yönetimine daha etkin katılması sağlanmıştır.

6102 sayılı TTK yukarıda da bahsedildiği gibi birçok hakka düzenleme getirmesi ve aynı zamanda yeni haklar ihdas etmesiyle Türk Ticaret Kanunu sistemini modernize etmiştir. 6102 sayılı TTK ile birlikte reform niteliğinde birçok değişiklik yapılmış ancak, Kıta Avrupası ve Anglo-sakson hukuk sistemlerinde uzunca bir süredir var olan ayrılma hakkına ilişkin nitelikli bir düzenleme yapılmamıştır. Ayrılma hakkı, gerekçenin AT'yi inceleyen kısımlarında “*Pay sahipliği ve Azlık Hakları ile Pay Sahibinin Yeni Dava Hakları*” başlığında pay sahiplerine tanınan yeni haklar adı altında bahsedilmiş ancak ayrılma hakkına ilişkin bir düzenleme yeni kanunda yer almamıştır<sup>153</sup>. Ayrılma hakkı düzenlenmediği için bu kapsamda adı geçen hakka konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilmesinden bahsetmek de mümkün olmamaktadır. Nitekim önerilme kavramı ancak ayrılma hakkının düzenlenmesiyle gündeme gelebilecektir.

Yukarıda da bahsedildiği gibi<sup>154</sup> ayrılma hakkı TTK'da kendisini md. 141 ayrılma akçesi düzenlemesiyle göstermektedir<sup>155</sup>. Bu hükmün düzenlenmesinin de ortaklığın varlığını sürdürebilirliğini sağlama amacı taşıdığı yine genel gerekçede belirtilmiş bulunmaktadır<sup>156</sup>. TTK md. 141 ayrılma akçesi düzenlemesinde ise önerilme imkânından söz edilmemiştir.

<sup>153</sup> TBMM Yasama Dönemi 23, Yasama Yılı 2, Sıra Sayısı 96, s. 28.

<sup>154</sup> Bkz. yuk. BİRİNCİ BÖLÜM, 1.1.5., s. 32 vd.

<sup>155</sup> Ayrılma hakkı ve ayrılma akçesi kurumlarının karşılaştırmalı olarak incelendiği bir çalışma için bkz. **Tarhan**, Damla Gül: Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşme İşlemleri Açısından Ayrılma Hakkı ve Ayrılma Akçesi, BATİDER, 2017, C. 33, S. 1, s. 211-258.

<sup>156</sup> Akçenin muaccel olmasının şirketin sürdürülebilirliğine ilişkin olduğu hakkında bkz. TBMM Yasama Dönemi 23, Yasama Yılı 2, Sıra Sayısı 96, s. 49.

### 2.1.2.2. SerPK Kapsamında

Türk Ticaret Kanunu sisteminde yapılan reform niteliğindeki düzenlemeler Sermaye Piyasası Kanununda da değişiklik yapılmasını gerekli kılmıştır. Nitekim 6362 sayılı SerPK gerekçesinde kanunun çıkarılma amacının AB müktesebatı ile 6102 sayılı TTK'ya uyum sağlamak olduğu belirtilmektedir. Nitekim gerekçede yine, yeni TTK'da sermaye piyasası mevzuatının açıkça saklı tutulduğu hükümlerin yanı sıra SPK'ya açıkça düzenleme yetkisi tanınan hükümlerin bulunmasının, Sermaye Piyasası mevzuatının yeni TTK'ya paralel olarak düzenlenmesi ihtiyacını ortaya çıkardığı belirtilmektedir<sup>157</sup>.

Türk hukukunda ayrılma hakkı düzenlemeleri esas olarak Sermaye Piyasası Kanunu nezdinde kendisine yer bulmaktadır. Mülga 2499 sayılı SerPK'da ayrılma hakkına ilişkin bir düzenleme mevcut değildi. Halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkına ilişkin düzenlemeler, 6362 sayılı SerPK ile getirilen yeniliklerden biridir.

Ayrılma hakkının düzenlendiği SerPK md. 24 gerekçesinde ayrılma hakkının AB mevzuatına uyum sağlanması amacıyla halka açık ortaklıklar bakımından ilk kez düzenlendiği belirtilmektedir<sup>158</sup>. Ancak maddenin ilk hâlinde, ayrılma hakkına konu payın yalnızca ortaklık tarafından satın alınması mümkün olacak şekilde ayrılma hakkı düzenlemesi yapılmıştır. Hakkın bu şekilde hüküm altına alınması öğretide, ayrılma hakkının kullanılması durumunda ayrılma hakkına konu payların ortaklık tarafından satın alınması zorunlu olduğundan bu durumun ortaklık malvarlığında önemli bir azalmaya yol açarak ortaklığı mali olarak zor bir duruma düşürebileceği yönünde eleştirilere sebebiyet vermiştir<sup>159</sup>.

Ayrılma hakkı düzenlemesinde, ayrılma hakkının hangi paylar bakımından doğacağı noktasında bir açıklık bulunmadığından bu hakkın yalnızca oy hakkı bulunan paylara

<sup>157</sup> TBMM Yasama Dönemi 24, Yasama Yılı 2, Sıra Sayısı 337, s. 7-8.

<sup>158</sup> "Madde ile pay sahiplerinin ortaklıktan ayrılma hakkı düzenlenmektedir. AB mevzuatına uyum sağlanması amacıyla halka açık ortaklıklar bakımından ilk kez düzenlenen "ayrılma hakkı" kavramı, önemli kararların alındığı genel kurullara katılmayan veya katılıp da olumsuz yönde oy veren pay sahiplerine belirli şartlar dâhilinde ve adil bir fiyat üzerinden paylarını şirkete satma hakkı vermekte olup, özellikle hâkim ortak tarafından yönetilen şirketlerde azınlık pay sahiplerinin korunması ve paylarını borsada satma imkânı olmayan küçük ortakların sahip olduğu paylar için likidite sağlanması bakımından önemli bir işleve sahiptir. Diğer yandan uygulamanın başlamasıyla birlikte yaşanacak olası çıkar çatışmaları ve benzeri sorunların hızla çözüme kavuşturulması ve değişen piyasa koşullarına uyum sağlanarak uygulamanın sağlıklı bir şekilde yönlendirilebilmesi için Kurul'a adil bedelin belirlenmesi, ödenmesi, ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin esaslar ve ayrılma hakkının doğmadığı hâllere ilişkin olarak düzenleme yapma yetkisi tanınmıştır." Bkz. TBMM Yasama Dönemi 24, Yasama Yılı 2, Sıra Sayısı 337, s. 22.

<sup>159</sup> Bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 324; **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 25.

tanınması gerektiği ve böylelikle kullanım alanı sınırlanarak ortaklığa yüklenecek mali yükün azalacağı yönünde görüşler öne sürülmüştür<sup>160</sup>. Hatta ayrılma hakkının kullanılmasının ortaklık üzerinde oluşturacağı mali yük sebebiyle, ortaklığın, ayrılma hakkına konu önemli nitelikteki işlemi yapmaktan vazgeçebileceği yönünde görüşler de bulunmaktadır. Ancak bahis konusu görüşler, ayrılma hakkını yalnızca oy hakkı bulunan paylara tanınan hakkın amacıyla ters düşeceği ve hakkın kullanımını oldukça daraltacağı yönünde eleştirilmiştir<sup>161</sup>. Bu eleştiriyi getiren yazarlar ayrılma hakkının kullanılmasının ortaklığı mali olarak etkileyeceği anlaşılırsa başka çözüm yollarının bulunabileceğini; ancak bulunacak çözümün hakkın özünü etkileyecek nitelikte olmaması gerektiğini düşünmektedirler.

Anonim ortaklıklara hâkim olan ilkelerden birisi ortaklığın devamlılığı ilkesidir. Nitekim TTK'nın haklı sebeplerle fesih başlıklı 531. Maddesinin; “...*Mahkeme, fesih yerine, davacı pay sahiplerine, paylarının karar tarihine en yakın tarihteki gerçek değerlerinin ödenip davacı pay sahiplerinin şirketten çıkarılmalarına veya duruma uygun düşen ve kabul edilebilir diğer bir çözüme karar verebilir.*” şeklindeki düzenlemesinden de feshin son çare olarak nitelendirilmesi gerektiği anlaşılmaktadır. Yargıtay tarafından da madde bu şekilde değerlendirilmektedir<sup>162</sup>.

Ayrılma hakkının getiriliş amacında, daha önce detaylıca bahsedildiği üzere, geniş bir menfaat kümesinin gözetildiği görülmektedir<sup>163</sup>. Ayrılma hakkında ilk olarak azınlık pay sahiplerini koruyucu işlev öne çıksa da ayrılma hakkının ortaklık işlem menfaatini sağlama amacı olduğunu da görmekteyiz. Nitekim bu durum da yine ortaklığın devamlılığı ilkesine dayanmaktadır.

Ayrılma hakkının TTK'daki en net görünümü olan ayrılma akçesinin düzenlenme amacı ise ortaklığın devamlılığını sağlamaktır. Bu durum gerekçede “*akçenin muacceliyeti*

<sup>160</sup> İlgili görüşlerin detaylı incelemesi için bkz. **Siegel**, s. 130-134 ; **Sönmez**, Ayrılma Hakkı s. 66; Ayrılma hakkının yalnızca oy hakkına sahip paylar bakımından mümkün olması gerektiği, oy hakkı olmayan paylara ayrılma hakkı tanınması durumunda ortaklıkta ekonomik menfaati bulunan tahvil sahiplerine de ayrılma hakkına benzer bir hak tanınma zorunluluğunun ortaya çıkabileceği yönünde bkz. **Özdoğan**, s. 751.

<sup>161</sup> Bu görüş için bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 68. **Kaya**, s. 103, dn.373'te sayılan yazarlar.

<sup>162</sup> Konuya ilişkin Yargıtay kararlarının detaylı incelemesi için bkz. **Erten**, Cengiz: Anonim Şirketlerde Haklı Sebeplerle Fesih Hakkının Yargıtay İçtihatları Çerçevesinde Değerlendirilmesi, Uyuşmazlık Mahkemesi Dergisi 13, 2019, 187-211.

<sup>163</sup> Bkz. yuk. BİRİNCİ BÖLÜM, 1.1.1.2., s.7 vd.

*şirket düşünülerek karara bağlanmıştır”* denilmek suretiyle açıkça ortaya konulmuştur<sup>164</sup>.

Yukarıda açıklanan ortaklığın devamlılığı ilkesi ve ayrılma hakkının kullanılmasının ortaklık üzerinde oluşturacağı mali risk düşünüldüğünde bu duruma bir çözüm getirilmesi gerekliliği açıkça ortaya çıkmaktadır. Söz konusu ihtiyacın karşılanması amacıyla kanun koyucu tarafından 7222 sayılı kanunla SerPK’da yapılan değişiklikler neticesinde ayrılma hakkına konu payın diğer pay sahipleri ile yatırımcılara önerilmesi imkânı getirilmiştir.

Söz geçen maddenin gerekçesinde, yukarıda detaylıca bahsetmiş olduğumuz, 2004 yılında İtalyan hukukunda yürürlüğe giren reform örnek alınarak halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkına konu payın ortaklık tarafından satın alınmasından önce rüçhan ve önalım haklarına benzer nitelikte diğer pay sahipleri ve yatırımcılara önerilme ‘hakkının’<sup>165</sup> getirilmesinin amaçlandığı belirtilmiştir. Bu hakkın ortaklıklara zorunlu mu yoksa seçimlik olarak mı tanınacağı konusunda ise SPK’ya geniş bir alan ve esneklik tanınması amacıyla kanun metninin buna imkân verecek şekilde düzenlendiği belirtilmektedir. Gerçekten de ayrılma hakkının hüküm altına alındığı SerPK md. 24’te önerilmenin, *“Kurul, ayrılma talebine konu payların ortaklık tarafından satın alınmasından önce diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesine ilişkin usul ve esasları düzenleyebilir.”* şeklinde yer aldığını görmekteyiz. Kanun yapma tekniği düşünüldüğünde söz konusu hükmün emredici hukuk kuralı olarak değil de yedek hukuk kuralı olarak düzenlendiğini görülmektedir<sup>166</sup>. Nitekim hükmün gerekçesinde de hükmün bu şekilde düzenlenmesinin bilinçli olarak yapıldığı ve böylece SPK’ya hareket imkânı sağlanmak istendiği belirtilmektedir<sup>167</sup>.

<sup>164</sup> TBMM Yasama Dönemi 23, Yasama Yılı 2, Sıra Sayısı 96, s. 49.

<sup>165</sup> Önerilme kavramının kanun gerekçesinde bir hak olarak nitelendirilmiş olmasına karşılık ne SerPK’da ne de SerPK md. 23, 24, 25 ve 29’a dayanılarak çıkarılan II-23.3 sayılı Tebliğ’de kavram hak olarak nitelendirilmemekle birlikte başka herhangi bir nitelendirme de yapılmamıştır. Kavramın hukuki niteliği ayrı bir başlık altında incelenecek olup burada sadece bu hususa dikkat çekmekle yetiniyoruz.

<sup>166</sup> Emredici hukuk kuralları, uyulmasının zorunlu olduğu ve aksi kararlaştırılmayacak hukuk kurallarıdır. Yedek hukuk kurallarının uygulanması noktasında ise ilgililerin iradesi önem kazanmaktadır ve bu kuralların aksi kararlaştırılabilmektedir. Bkz. **Akipek**, Jale/ **Akıntürk**, Turgut/ **Ateş**, Derya: Türk Medeni Hukuku, Başlangıç Hükümleri Kişiler Hukuku, C. 1, 18. Baskı, İstanbul 2022, s.108-112; **Atay**, Ender Ethem: Hukuk Başlangıcı, Ankara 2021, s. 68-76; **Güriz**, Adnan: Hukuk Başlangıcı, 16. Baskı, Ankara 2014, s. 21.

<sup>167</sup> TBMM Yasama Dönemi 27, Yasama Yılı 3, Sıra Sayısı 176, s. 18.



### 2.1.2.3. II-23.3 Sayılı Tebliğ Kapsamında

7222 sayılı kanunla SerPK’da yapılan değişiklikler SPK tarafından çıkarılan tebliğlerde de değişiklik yapılması gerekliliğini ortaya koymuştur. Nitekim bununla ilgili olarak kurul tarafından yapılan 27 Haziran 2020 tarihli basın açıklamasında 7222 sayılı kanunda yapılan değişiklikler ve piyasadan gelen talepler doğrultusunda II-23.3 sayılı Tebliğin çıkarıldığı belirtilmiştir<sup>168</sup>. 7222 sayılı kanun ve bu kapsamda çıkartılan II-23.3 sayılı Tebliğ ile getirilen değişiklikler yukarıda detaylıca incelenmişti<sup>169</sup>. Tekrara düşmemek ve önerilme kavramına yoğunlaşmak amacıyla söz konusu değişiklikler burada yeniden incelenmemektedir.

Kanun metninde önerilme kurumu ile ilgili hiçbir belirleme yapılmamış ve esasları düzenleme yetkisi SPK’ya verilmiştir. Kurul da bu yetkiye dayanarak II-23.3 sayılı Tebliğ md. 13’te “*Ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesi ve işleyiş süreci*” başlığı altında düzenleme yapmıştır.

Hükme göre, payları borsaya kote edilmiş olan halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkına konu olan paylar, alınacak bir yönetim kurulu kararı ile ortaklık tarafından satın alınmadan önce ayrılma hakkı kullanım fiyatı üzerinden diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilebilecektir. Söz konusu payların kimler tarafından satın alınabileceğine ilişkin olarak da düzenleme yapılmıştır. Bu payların, satın almayı talep eden tüm pay sahiplerine veya yatırımcılara oransal dağıtım esası uyarınca eşitsizliğe yol açmayacak şekilde dağıtılacağı öngörülmüştür. Ancak, satın alma talebinde bulunan pay sahipleri veya yatırımcıların kendi aralarında dağıtımın nasıl olacağı hususunda yapacakları bir anlaşmayla da dağıtımın yapılabileceği hüküm altına alınmıştır. Ayrılma hakkına konu olan payların diğer pay sahipleri ile yatırımcılarca talep edilmeyen kısmı için ise yine ortaklık tarafından satın alınacağı öngörülmektedir(II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği md. 13/1,2).

Ayrılma hakkına konu payları satın almak için talepte bulunan pay sahipleri veya yatırımcıların, bu taleplerini, genel kurul toplantısını takip eden üç iş günü içerisinde almak istedikleri pay tutarlarını da belirterek ortaklık tarafından belirlenen aracı

<sup>168</sup> Basın açıklaması için bkz. <https://www.spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/ii-23-3-sayili-onemli-nitelikteki-islemler-ve-ayrilma-hakki-tebliği-basin-aciklamasi> (E.T.: 24.11.2022)

<sup>169</sup> Bkz. yuk. s. 30 vd.

kuruma<sup>170</sup> yazılı olarak bildirmeleri ve bu pay tutarlarına ilişkin tutarı da yine aracı kurumda bloke etmeleri gerekmektedir. Söz konusu taleplerin aracı kuruma iletilmesini izleyen üç iş gününün sonunda, bu talepler aracı kurum tarafından ortaklığa bildirilir. Dördüncü iş gününde, ayrılma hakkına konu paylar için alım talebi gelmesi durumunda talepte bulunan kişiler ve talepte buldukları pay tutarları; ayrılma hakkına konu paylar için herhangi bir talepte bulunulmaması hâlinde ise bu payların ortaklık tarafından satın alınacağı belirtilerek yönetim kurulu tarafından satın alma işleminin başlangıcı ve bitişini gösteren bir karar alınır ve bu karar aynı gün Kamuyu Aydınlatma Platformunda (KAP)<sup>171</sup> ilan edilir (II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği md. 13/3).

Ayrılma hakkını kullanım taleplerinin aracı kuruma iletilmesi, ayrılma hakkını kullanım sürecinin başlamasından itibaren on iş günü içerisinde gerçekleşmelidir. Ayrılma hakkının diğer pay sahipleri veya yatırımcılara oransal dağıtım esasına veya kendi aralarında yaptıkları anlaşmaya göre dağıtılması, talep edilmeyen payların ortaklık tarafından satın alınması ve ayrılma hakkını kullanarak payını satan pay sahiplerine paylarının karşılığının ödenmesi onuncu iş gününden sonraki iş günü tamamlanır (II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği md. 13/4).

## 2.2. ÖNERİLME KAVRAMI

### 2.2.1. Hukuki Nitelendirme

Önerilme, ilk defa 7222 sayılı kanunla yapılan değişiklikler ile SerPK kapsamında Türk hukukunda kendine yer bulmuştur. İlgili kurumun kanundaki düzenlemesi oldukça kısadır ve hukuki niteliğine ilişkin herhangi bir belirlemeye yer verilmemiştir. Ancak kanun gerekçesinde önerilmeden bahsedilirken, “...ortaklık tarafından satın alınmadan önce rüçhan hakkına veya önalım hakkına benzer şekilde ilk olarak pay sahiplerine

<sup>170</sup> 6362 sayılı SerPK'nın “Kısaltmalar ve Tanımlar” başlıklı 3. Maddesinde aracı kurum: “37 nci maddenin birinci fıkrasındaki yatırım hizmet ve faaliyetlerinden (a), (b), (c), (e) ve (f) bentlerinde yer alanları münhasıran olmak üzere Kurul tarafından yetkilendirilen yatırım kuruluşu” olarak tanımlanmaktadır. Söz konusu bentlerde sayılan yatırım hizmet ve faaliyetleri ise: “sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi, sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesidir.”

<sup>171</sup> Kamuyu aydınlatma platformuna ilişkin detaylı bir inceleme için bkz. **Akyürek**, Koray: Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Halka Açık Anonim Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), 1. Baskı, İstanbul 2020.

*önerilme hakkının tanınmasına...*” şeklinde bir niteleme yapılmıştır. Gerekçede önerilme, rüçhan veya önalım benzeri bir hak olarak görülmüştür. Kanunun verdiği yetkiye dayanarak Kurul tarafından çıkarılan II-23.3 sayılı Tebliğ’de ise kuruma herhangi bir nitelik atfedilmemiştir.

Gerekçeden yola çıkılarak önerilmenin bir hak olduğu ön kabulünde bulunulduğunda öncelikle hak kavramının tanımı üstünde durulmalıdır. Hak kavramına ilişkin çeşitli görüşler ortaya atılmıştır. İrade teorisini önceleyen görüşe göre hak, “*hukuk düzeninin bireylere tanıdığı irade veya irade kudreti*”<sup>172</sup>, menfaat teorisine göre hak, “*hukukten korunan menfaat*”<sup>173</sup>, irade ve menfaat teorilerinin eksikliği sonucunda ortaya çıkan karma görüşe göre ise hak, “*ferdin hukukça korunan menfaat veya değerlerin gerçekleştirilmesine veya korunmasına ilişkin irade kudreti*”<sup>174</sup> olarak tanımlanmaktadır. Bu görüşlerin dışında öne sürülen daha yeni tarihli bir görüş ise hakkı açıklarken hukuki ilişki kavramını merkeze almakta ve ilgili hakkın sahibine, bahse konu hukuki ilişki içerisinde bulunan kişi veya kişiler karşısında bir ayrıcalık ya da imtiyazlı bir durum tanıdığını ileri sürmektedir<sup>175</sup>.

Yukarıda yapılan hak tanımlarına göre, özellikle yeni tarihli görüşün vurguladığı ‘*ayrıcalık ya da imtiyazlı bir durum*’ hususu dikkate alındığında gerçekten de burada pay sahipleri ve yatırımcılar bakımından imtiyazlı bir durum ortaya çıkararak, öncelikli bir imkân tanındığı anlaşılmaktadır. Nitekim bu öncelik hususu, hakkın rüçhan ve önalım hakkı gibi hak sahibine öncelik tanıyan haklara benzetilmesinde ve yine İtalyan hukukunda da önerilmenin (*offer*) bir *pre-emptive right*<sup>176</sup> olarak işaret edilmesinde görülmektedir. Ancak gözden kaçırılmaması gereken nokta, buradaki hakkın ayrılma hakkı olduğudur. Nitekim, önerilme ancak ayrılma hakkı doğduğu durumlarda mümkündür ve esasında önerilme, ayrılma hakkının kullanılma yöntemlerinden biridir. Başka bir deyişle, burada mevcut olan hak ayrılma hakkı olup önerilme, diğer pay

<sup>172</sup> Bu görüş, hukuk düzeninin, hak sahibine bir mal veya üçüncü kişinin davranışı üzerinde yetki verdiğini ileri sürmektedir. Bunun için bkz. **Eren**, s. 46.

<sup>173</sup> Bu görüşe göre, hukuk tarafından korunan menfaatin konusunu ‘hukuki değerler’ oluşturmaktadır. Bahse konu menfaat veya hukuki değerler ise malvarlığı ya da şahıs varlığı değeri olabilmektedir. **Eren**, s. 46.

<sup>174</sup> Hâkim görüş niteliğinde olan bu görüşe göre hak, hukukça korunan ve sahibine dilediğinde söz konusu korumadan yararlanma yetkisi tanıyan bir menfaattir. **Eren**, s. 46.

<sup>175</sup> **Eren**, s. 46.

<sup>176</sup> Bkz. **Ventoruzzo**, s. 15.

sahipleri ve yatırımcılar için öncelikli bir durum ortaya çıkaran hukuki bir imkân niteliğindedir.

Daha önce<sup>177</sup> pay sahibinin ayrılma hakkını kullanması sonucunda ortaklık tarafında da bir satın alma yükümlülüğü ortaya çıktığından bahsedilmişti. Burada söz konusu olan ise bir zorunluluk olmayıp öncelikli bir imkândır. Bahse konu imkân, ayrılma hakkına konu payın ortaklık tarafından satın alma zorunluluğunun yanı sıra diğer pay sahipleri ile yatırımcılar bakımından doğacak olan satın alma imkânıdır. Yukarıda yapılan açıklamalar ışığında, ayrılma hakkının kullanılma yöntemi olan, kanun koyucu tarafından sahibine, pay edinme noktasında bir hukuki imkân tanıyan bu kurumun, öncelikli bir satın alma imkânı olarak nitelendirilebileceği kanaatindeyiz.

### 2.2.2. Amaç ve Fonksiyon

Önerilme kavramının amaç ve fonksiyonunun belirlenebilmesi için öncelikle bu imkânın doğumunun bağlı olduğu ayrılma hakkının, tarihsel süreci ile amacının belirlenmesi gerekmektedir. Nitekim, ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilmesi ancak ayrılma hakkının doğması ile mümkün olacaktır. Ayrılma hakkının doğması ise, ortaklık tarafından ayrılma hakkını doğuracak önemli nitelikte bir işlem yapılması ve bu işleme karşı pay sahiplerince olumsuz oy kullanılarak muhalefetin tutanağa geçirilmesi şartlarına bağlıdır.

SerPK md. 23'te sayılan önemli nitelikteki işlemlere karşı olumsuz oy kullanma ve muhalefetini tutanağa geçirme şartlarını yerine getiren ya da SerPK md. 24/2 kapsamına giren pay sahipleri açısından, ayrılma hakkını kullanarak paylarını ortaklığa satma hakkı doğmaktadır. İşte pay sahipleri bakımından doğan bu satma hakkının karşılığı olarak da ortaklık açısından bir satın alma zorunluluğu ortaya çıkmaktadır<sup>178</sup>. Bu satın alma zorunluluğu ise ortaklık malvarlığı üzerinde ciddi bir yükün oluşması ihtimalini doğurmaktadır. Öyle ki, ortaklık bu sebeple ayrılma hakkının doğumuna sebebiyet veren önemli nitelikteki işlemi yapmaktan vazgeçecek<sup>179</sup> ya da önemli nitelikteki işlemin

<sup>177</sup> Bkz. yuk. İKİNCİ BÖLÜM, 2.1.2.3., s. 46 vd.

<sup>178</sup> *Schindler* tarafından öne sürülen görüşe göre, ayrılma hakkı pay sahibine ortaklıktan çıkma hakkı tanırken ortaklığa veya üçüncü kişilere de satın alma yükümlülüğü getirmektedir. Bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 21; Bunun bir satın alma zorunluluğu olduğuna dair **Sönmez** ve **kaya**'ya atıf at.

<sup>179</sup> Ayrılma hakkının kullanılmasıyla ortaya çıkan mali belirsizliğin ortaklığın işlemi yapmasında caydırıcı bir etkiye sahip olabileceği hakkında bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 25.

yapılması sonrasında ortaklık malvarlığının ayrılma hakkına konu payları karşılamaya yetmeyeceği anlaşılırsa ortaklık tasfiye sürecine girebilecektir. Nitekim İtalyan hukukunda da ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılar tarafından ya da ortaklık tarafından satın alınmadığında son çare olarak ortaklık sermayesinin azaltılacağı ya da ortaklığın tasfiye sürecine gireceği belirtilmektedir<sup>180</sup>. Söz konusu durum da ayrılma hakkının getirilme amacıyla tamamen ters düşmektedir. Daha önce de belirtildiği gibi, ayrılma hakkının tanınması pay sahiplerinin haklarını korurken ortaklığı da fesih davasına karşı korumaktadır<sup>181</sup>.

Ayrılma hakkının doğumu daha önce de detaylıca açıklandığı gibi oybirliğinden oy çokluğu sistemine geçiş döneminde olmuştur. Nitekim oybirliği ilkesi ortaklığın alacağı her bir kararda oybirliğinin sağlanmasını öngörmekteydi. Ancak, tarihsel süreç içerisinde, ABD’de, anonim ortaklıkların sermaye ihtiyacının ve bununla paralel olarak pay sahibi sayısının artması sonucunda oybirliği ile karar almak imkânsız hâle gelmiştir. Bu durum da ortaklıkları hareket edemez hâle getirmiştir. Ortaklıkların işlem yapabilmesi için oybirliğinden oy çokluğuna geçiş yapılmıştır.

Oy çokluğu ile karar alma esasının benimsenmesi durumunda ise ortaklığın yapacağı işleme karşı olumsuz oy kullanan pay sahiplerinin ortaklık içerisindeki mevcudiyeti sorunu ortaya çıkmıştır. Söz konusu sorunun çözülmesi için de işleme karşı olumsuz oy kullanan ortaklara ortaklıktan ayrılma hakkı tanınarak pay sahipliği hakları korunmuştur. Ayrılma hakkında öncelikle korunanın pay sahipliği hakları olduğu düşünülse de burada çok daha büyük bir menfaat kümesi söz konusudur<sup>182</sup>. Ayrılma hakkı ile aynı zamanda çoğunluğun hakları ile ortaklığın işlem menfaati de korunmaktadır. Hatta oy çokluğuna geçişin sebebinin ortaklığın işlem menfaati olduğu düşünüldüğünde ayrılma hakkıyla ortaklığın korunduğu açıkça ortaya çıkmaktadır. Nitekim ayrılma hakkının oybirliği ilkesini değiştirmek için getirildiğini ifade eden görüşler de mevcuttur<sup>183</sup>.

<sup>180</sup> **Ventoruzzo**, s. 16; Yine aynı doğrultuda ayrılma hakkının fonksiyonunu açıklarken *Schindler*, ayrılma hakkının ortaklığı fesih davası açılması riskine karşı koruduğunu belirtmektedir. Bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 21

<sup>181</sup> Bu yöndeki bir görüş için bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 21.

<sup>182</sup> Ayrılma hakkı, bireysel bir hak olmasından ötürü pay sahibi menfaatinin korur. Aynı zamanda ayrılma hakkına konu işlemin yapılması da ayrılma hakkının kullanılmasıyla mümkün olduğundan işlem menfaatinin korumaktadır. Yine ayrılma hakkının kullanılmasıyla ortaklık bakımından bir satın alma yükümlülüğü ortaya çıkacağından ortaklık menfaatinin korunması da söz konusu olacaktır. Bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 22.

<sup>183</sup> **Godshall/Hendricks**, s. 121.

Oybirliği ilkesi her bir pay sahibine ortaklık tarafından yapılacak işlemleri veto etme yetkisi vermektedir. Ancak pay sahiplerine tanınan bu veto yetkisi ortaklık açısından da büyük bir maliyet anlamına gelmektedir. Bu maliyetin de ticaret hayatının süratli karar alma sürecine uygun olmadığı açıktır<sup>184</sup>. Öğretide bir görüş, ayrılma hakkının getirilmesiyle birlikte, işlemin yapılması menfaati ile pay sahipliği haklarının korunması menfaatinin dengelendiğini öne sürmektedir<sup>185</sup>.

Yukarıda, ayrılma hakkının kullanılmasının ortaklık malvarlığında büyük bir yük oluşturması sebebiyle ortaklığın ayrılma hakkına konu işlemi yapmaktan vazgeçebileceğine değinilmişti. Bu noktada, ortaklığın işlem menfaatini korumak amacıyla getirilen bir hakkın kullanılması sonucunda ortaklığın işlemi yapmaktan vazgeçmesi hakkın getiriliş amacıyla tamamen ters düşecek ve ayrılma hakkını işlevsizleştirecektir. Bu nedenle hem pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanmasıyla pay sahipliği haklarının korunmasını hem de ortaklığın malvarlığı ve işlem menfaatinin korunmasını sağlayacak alternatif imkânların öngörülmesi gerekmektedir<sup>186</sup>.

Bu menfaat dengesinin sağlanması amacıyla ayrılma hakkının öngörüldeğü hukuk düzenlerinde çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. *Canada Business Corporation Act (CBCA)* konuyla ilgili olarak eğer ayrılma hakkına konu payın ödenmesi ortaklığın borç ödmeden aczine veya ortaklığın pasifinin aktifinden fazla olmasına yol açacaksa muhalif pay sahibine bu ödemenin yapılmayacağını öngören bir sınırlama getirmektedir (*CBCA art. 190/26*).

İsviçre’de ise ayrılma hakkına konu payların ortaklığın hangi kaynaklarından karşılanacağı ile ilgili sınırlama getirilmiş bulunmaktadır(*FusG art. 8*). Yine ayrılma hakkının kullanılmasından muafiyet tanınabilecek halleri de bu kapsamda saymak mümkündür<sup>187</sup>.

Yukarıda sayılan durumlarda, ortaklık malvarlığı korunurken pay sahiplerinin ayrılma hakkına da sınırlama getirilmiş bulunmaktadır. Ayrılma hakkına konu payların diğer pay

---

<sup>184</sup> **Magnet**, s. 100.

<sup>185</sup> **Magnet**, s. 100.

<sup>186</sup> Bu düzenlemelerin hassas bir denge gözetilerek yapılması gerektiğine ilişkin bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 26.

<sup>187</sup> Ayrılma hakkının kullanılmasından muafiyet tanınabilecek haller hukukumuzda II-23.3 sayılı tebliğ md. 16’da düzenlenmiş bulunmaktadır.

sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesi yoluyla ise hem ortaklık malvarlığı korunmakta hem de ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahiplerinin bu hakkı kısıtlanmamış olmaktadır. Bu itibarla, ayrılma hakkına konu payların diğer ortak veya pay sahiplerine önerilmesi imkânı alternatif bir çözüm olarak ortaya çıkmaktadır. Bu şekilde bir yandan ortaklık malvarlığı korunurken bir yandan da ortaklığın yabancılaşmasının da önüne geçilmiş olacaktır. Ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilmesi süreciyle ortaklık sermayesinin de korunduğu söz konusu hakkın mehzâzı olan İtalyan hukukunda da belirtilmektedir<sup>188</sup>.

### 2.2.3. Önerilme İmkânının Özellikleri

#### 2.2.3.1. Pay Sahipliğine Bağlı Olma Zorunluluğunun Olmaması

Ayrılma hakkına konu payın diğer pay sahipleri ile yatırımcılara önerilmesi kanunda mutlak emredici olarak düzenlenmemektedir. Yedek hukuk kuralı niteliğinde düzenlenen bu hüküm, pay sahipleri ile yatırımcılara öncelikli bir satın alma imkânı tanımaktadır. Kanun düzenlemesinde ayrılma hakkına konu payın “...*diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara...*” önerilmesi şeklinde düzenleme yapılmakta olup söz konusu imkânın kullanımını için pay sahibi olma zorunluluğu getirilmemektedir.

Söz konusu düzenlemenin mehzâzı olan İtalyan hukukunda bu imkân düzenlenirken payların diğer pay sahipleri veya üçüncü kişilere önerilebileceği belirtilmiştir. Burada üçüncü kişi kavramı oldukça geniş ve belirsiz olsa da bu durum imkânın getiriliş amacıyla uyum içerisinde. Yukarıda da detaylıca bahsedildiği gibi, bu imkânın düzenlenmesinin esas amacı ayrılma hakkının kullanılmasyla ortaklık malvarlığı bakımından doğacak maliyeti azaltmak olduğundan, ayrılma hakkına konu payların çok daha geniş bir çevreye önerilmesinin ortaklık malvarlığının korunması amacına daha iyi hizmet edeceği açıktır.

Nitekim, ortaklık tarafından bu önerinin yapılması, önerinin karşı tarafı için bir satın alma zorunluluğu doğurmamaktadır. Ortaklık yönetim kurulu tarafından alınan ayrılma hakkına konu payların önerilmesine ilişkin karar uyarınca yapılan öneriye karşılık satın alma talebi önerilen miktarın hepsine yönelik olabileceği gibi bir kısmına yönelik de

---

<sup>188</sup> Ventoruzzo, s. 16.

olabilecektir. Bu durumda talep edilmeyen payların ortaklık tarafından satın alınacağı II-23.3 sayılı Tebliğ’de açıkça belirtilmiştir.

Satın alma talebinin ayrılma hakkına konu payların çok az bir kısmını karşılması ya da pay sahipleri ile yatırımcılar tarafından hiç satın alma talebinde bulunulmaması durumunda önerilme imkânı ile sağlanmak istenen amaca ulaşamayacak ve ortaklık malvarlığının üzerindeki mali risk devam edecektir. Bu sebeple ayrılma hakkına konu payların önerileceği muhatap çevresinin genişletilmesi ile hakların talep edilme ihtimali artacak ve önerilme kurumu işlerlik kazanacaktır.

Düzenlemenin bahsedilen şekilde yapılmasında da iki sorun ortaya çıkabilir. Öncelikle önerilme ile ortaklık pay sahipleri ile yatırımcılarına rüçhan veya önalım hakkına benzer bir öncelik tanındığı için bu imkânın üçüncü kişiler denilmek suretiyle çok geniş bir muhatap çevresine tanınması, imkânın ‘öncelik’ niteliğiyle uygun düşmeyebilir. Ancak burada, yönetim kurulunun ayrılma hakkına konu payları önce pay sahipleri ardından yatırımcılar olmak üzere basamaklı olarak ilgililere teklif etmesiyle öncelik niteliğine zarar gelmeyecektir.

Söz konusu durumla ilgili ortaya çıkabilecek bir diğer sorunu ise, üçüncü kişiler denilmek suretiyle muhatap çevresinin genişletilmesi ve belirsizleşmesi sonucunda bu payları edinecek kişilerin ortaklık dışından olmasının, ortaklıkta yabancılaşma sorununa yol açabilecek olması teşkil etmektedir. Ancak ortaklık malvarlığını korumak ve bu yolla da ortaklığın devamlılığını sağlamak daha üstün bir menfaat kriterini karşılamaktadır. Aynı zamanda, ayrılma hakkına konu paylar ortaklığın azınlık hisselerine denk geldiğinden bu durum da büyük bir yabancılaşma sorununa sebebiyet vermeyecektir. Bu sebeplerle, Türk hukukunda da söz konusu hükmün mehzaz hukukta olduğu gibi *pay sahipleri veya üçüncü kişiler* şeklinde düzenlenmesinin kurumun getiriliş amacına daha uygun olacağı kanaatindeyiz.

### **2.2.3.2. Şarta Bağlı Olması**

#### **2.2.3.2.1. Yönetim Kurulu Tarafından Karar Alınmasının Zorunlu Olması**

Ayrılma hakkını hüküm altına alan 7222 sayılı kanunla değişik SerPK md. 24/1’in son cümlesi: “*Kurul, ayrılma talebine konu payların ortaklık tarafından satın alınmasından önce diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesine ilişkin usul ve esasları*



*düzenleyebilir.*” şeklinde kaleme alınmıştır. Hükmün düzenleniş şeklinin emredici değil, yedek hukuk kuralı niteliğinde, yetki verici nitelikte olduğu yukarıda belirtilmiştir<sup>189</sup>. Hükmün gerekçesinde de düzenlemenin bu şekilde yapılmasının sebebi olarak, önerilme imkânının ortaklıklar tarafından zorunlu mu yoksa seçimlik olarak mı kullanılacağı noktasında SPK’ya inisiyatif tanınması olduğu ifade edilmektedir. SPK tarafından bahse konu yetki, ortaklıklara seçim hakkı tanıyacak şekilde kullanılmıştır. Nitekim, ilgili düzenleme II-23.3 sayılı Tebliğ 13/1 hükmünde: “*Payları borsada işlem gören ortaklıklarda ayrılma hakkına konu payların ortaklık tarafından satın alınmasından önce ayrılma hakkı kullanım fiyatı üzerinden diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesine ilişkin yönetim kurulu kararı alınabilir.*” şeklinde yapılmıştır.

Hukukumuzda ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilmesi ancak ortaklık yönetim kurulunun bu yönde bir karar almasına bağlı kılınmıştır. Başka bir ifadeyle, yönetim kurulu böyle bir karar almadığı sürece ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilmesi mümkün olmayacaktır. Burada önerilme imkanının bir şarta bağlandığı dikkati çekmektedir. Bu şart ise yönetim kurulunun ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilmesi yönünde karar almasıdır.

Öğretide bir görüş, ayrılma hakkına konu payların pay sahiplerine önerilmesinin zorunlu tutulmasının daha uygun olacağını ve bu şekilde mehz hukukla da uyumluluk sağlanacağını ifade etmektedir<sup>190</sup>. İlgili görüşte belirtildiği gibi madde bu şekliyle önerilme imkanının mehazıyla uyumsuzdur. Nitekim önerilme kurumu İtalyan Hukukunda hüküm altına alınırken “*yöneticiler teklif eder*” şeklinde düzenleme yapılmıştır<sup>191</sup>.

Kanaatimizce ise, kanun düzenlemesi bu hâliyle sermaye şirketlerinin yapısına daha uygundur. Nitekim yönetim kurulu, sermaye şirketleri bakımından, şahıs şirketlerinin aksine, daha işlevsel ve önemli bir organdır. Bu itibarla, önerilme imkânının pay sahiplerine veya yatırımcılara sunulması noktasında yönetim kuruluna inisiyatif tanınması yerinde bir düzenlemedir. Aynı zamanda, şirketin mali gücünün ayrılma

<sup>189</sup> Bkz. yuk. s. 45.

<sup>190</sup> Semerci Vuraloğlu, Yeni Düzenlemelerin Değerlendirilmesi, s. 304.

<sup>191</sup> Semerci Vuraloğlu, Yeni Düzenlemelerin Değerlendirilmesi, s. 304, dn 51.

hakkına konu payları edinecek yeterlilikte olduğu bir durumda şirkete, ayrılma hakkına konu payları diğer pay sahiplerine önerme zorunluluğu yüklemek ne ayrılma hakkının ne de ayrılma hakkının kullanılmasını sağlamak amacıyla getirilen önerilme imkânının amacına uygun düşecektir. Gerçekten de, ayrılma hakkının kullanılmasıyla şirketin üzerine yüklenecek mali yükü hafifletmek amacıyla getirilen önerilme imkânının, şirketin gerekli mali yeterliliğe sahip olduğu bir durumda kullanılması bir anlam taşımayacaktır. Aynı şekilde, ayrılma hakkına konu payların gerekli mali yeterliliğe sahip şirket bakımından devralınması, ayrılma sürecini hızlandırarak hem ayrılan pay sahiplerinin paylarının karşılığını daha çabuk edinmesini sağlayacak hem de ticaret hayatının süratli yapısına daha uygun olacaktır.

#### **2.2.3.2.2. Payları Satın Almak İsteyen Pay Sahibi veya Yatırımcıların Gerekli Tutarı Aracı Kurum Nezdinde Bloke Etmesinin Zorunlu Olması**

Ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilebilmesi için ilk önce yönetim kurulu tarafından karar alınması gerekmektedir. Söz konusu kararın alınması önerilme imkânının doğması için gerekli bir şart niteliğini taşımaktadır. Yönetim kurulu tarafından alınacak karar şekli şart niteliğindedir. II-23.3 sayılı Tebliğ 13/3: *“Ayrılma hakkına konu payları satın almak isteyen pay sahipleri veya yatırımcıların, genel kurul tarihinden itibaren üç iş günü içinde almak istedikleri pay tutarına ilişkin yazılı taleplerini ortaklığın belirleyeceği aracı kuruma iletmeleri ve alımı karşılayacak tutardaki fonu aracı kurum nezdinde bloke etmeleri gerekir...”* hükmünü havidir. Buna göre, yönetim kurulu tarafından karar alındıktan sonra ise payları satın almak isteyenlerin gerekli tutarı aracı kurum nezdinde bloke etmeleri gerekmektedir. Bahse konu gereklilik ise önerilme kurumunun maddi şartını teşkil etmektedir. Nitekim söz konusu tutarların bloke edilebilmesi için ilgili kişilerin bunu karşılayacak bir ekonomik güce sahip olmaları gerekmektedir.

İlk bakışta bahse konu durumun, pay devir serbestisindeki payı devralacak ekonomik yeterliliğe sahip muhataplar bulmaya benzediği düşünülse de burada farklı bir durum söz konusudur. Nitekim pay devir serbestisinde payını devredecek pay sahibinin payı devralacak muhatabı bulması ve aralarında pay devri hususunda, özellikle payın bedeli, anlaşmanın sağlanması gerekmektedir. Önerilme kurumunda ise pay sahiplerinin böyle bir çaba içerisinde olmalarına gerek yoktur. Paylar diğer pay sahipleri veya yatırımcılar

tarafından satın alınmasa dahi, ortaklık tarafından satın alınmak zorundadır. Bu satın alma zorunluluğu da daha önce bahsedildiği gibi ayrılma hakkının benzerlerinden en önemli farkını oluşturmaktadır. Aynı zamanda pay bedelinin de adil bir bedel olma gerekliliği kanuni güvence altına alınmıştır.

Burada ortaklık bakımından da muhatap bulma konusunda pay devir serbestisindeki pay sahibinin çabasına benzer bir çabaya gerek yoktur. Gerçekten de ortaklık burada yönetim kurulu tarafından karar alındıktan sonra diğer pay sahipleri veya yatırımcılara böyle bir imkânın kullanılabileceğini duyuracak, ayrılma hakkına konu paylar ise talep eden diğer pay sahipleri veya yatırımcılara dağıtılacaktır. Burada 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu (TBK)<sup>192</sup> md. 3'te düzenlenen öneri ve kabul müessesesi benzeri bir durum bulunmaktadır. İrade beyanlarından zaman itibariyle önce yapılan öneri niteliğinde olduğundan<sup>193</sup> burada öneriyi ortaklık yapmaktayken önerinin kabulü talepte bulunan diğer pay sahipleri veya yatırımcılar tarafından gerçekleşmektedir. Sözleşmenin kurulma anı bakımında ise önerinin hazır olanlar ve hazır olmayanlar arasından yapılması önem taşımakta olup burada hazır olmayanlar arasında bir öneri söz konusu olduğundan sözleşmenin kuruluş anı kabul beyanının önerene ulaştığı, önerenin hakimiyet alanına girdiği andır<sup>194</sup>. Yapılan açıklamalar ışığında, burada sözleşmenin kurulduğu anın, aracı kurum tarafından alım taleplerinin ortaklığa iletildiği yani genel kurul tarihinden sonraki üçüncü iş gününün sonu olduğu görülmektedir.

Bütün bu değerlendirmeler ışığında buradaki maddi şartın yönetim kurulu tarafından karar alınmasında olduğu gibi ortaklığın değil, satın alma talebinde bulunan diğer pay sahipleri veya yatırımcıların yerine getirmesi gereken bir şart olduğu görülmektedir.

### **2.2.3.3. Oransal Dağıtım Esasına Tâbi Olması veya Dağıtım Şekli Hususunda Anlaşma Yapılabilmesi**

#### **2.2.3.3.1. Oransal Dağıtım Esası Kavramı**

II-23.3 sayılı Tebliğ md. 13/2'de: "*Ayrılma hakkına konu paylar, satın almayı talep eden tüm pay sahiplerine veya yatırımcılara aralarında eşitsizlik yaratmayacak şekilde oransal dağıtım esasına göre dağıtılır. Satın alma talebinde bulunan pay sahiplerinin*

<sup>192</sup> RG 27836, 11.01.2011.

<sup>193</sup> Oğuzman/Öz, s. 53.

<sup>194</sup> Oğuzman/Öz, s. 78.

veya yatırımcıların kendi aralarında dağıtım şekli konusunda anlaşmaları halinde, anlaşmaları dağıtım şekli esas alınır...” şeklinde düzenleme yapılmaktadır. Bu itibarla, ayrılma hakkına konu payların talepte bulunan pay sahipleri veya yatırımcılara nasıl dağıtılacağına ilişkin olarak Tebliğ’de ikili bir sistem belirlenmiştir. Buna göre, söz konusu paylar satın alma talebinde bulunan pay sahipleri ile yatırımcıların kendi aralarında dağıtım şekli konusunda anlaşmaları hâlinde bu anlaşmaya göre, herhangi bir anlaşma yapılamaması durumunda ise talepte bulunanlar arasında bir eşitsizlik yaratmayacak şekilde oransal dağıtım esası uyarınca dağıtılacaktır.

Tebliğ ile oransal dağıtım esasına göre dağıtım yapılacağı belirlenmiş olsa da oransal dağıtımda oranın neye göre belirleneceği hususunda belirsizlikler bulunmaktadır. Pay sahipleri bakımından mevcut paylar oranında talepte bulunulabileceği kabul edildiği düşünüldüğünde yatırımcılar bakımından neye göre belirleme yapılacağı sorunu ortaya çıkacaktır.

Oransal dağıtım esası ile kastedilmek istenenin talepte bulunanların talep ettikleri miktarın oranına göre pay edinmeleri olduğu düşünüldüğünde ise kavramı bir örnek üzerinden açıklamak daha iyi anlaşılabilmesini sağlayacaktır. Örnek olarak, bir A ortaklığının oransal olarak tanesini 20 TL’den dağıtacağını duyurduğu 10.000.000 lot pay senedi için talep topladığı bir durumda, ortaklığın toplamayı düşündüğü bedel 200.000.000 TL iken talep miktarının 10 milyar TL olduğu bir durumu ele alalım. Burada gelen talep miktarını, ortaklığın gelmesini düşündüğü talep miktarına böldüğümüzde  $(10.000.000.000/200.000.000)$  sonuç 50 çıkacaktır. Başka bir deyişle, ortaklığın önerdiği miktarın 50 katı fazla talep gelmiştir. Oranın yüzdesini bulmak için  $100, 50'$ ye bölünür  $(100/50)$ . Burada oran %2’dir. Bu durumda her talep sahibi talep ettikleri miktarın yüzde ikisi oranında pay edinebilecektir. Yani, 100.000 TL talep edene 2000 TL, 5.000 TL talep edene ise 100 TL tutarında pay verilir. Ancak talep tutarına göre dağıtım yapılması durumunda da itibari, yanıltıcı taleplerle piyasa manipülasyonu yapılması ihtimali ortaya çıkabilecektir. Bu ihtimalin azaltılabilmesi için pay sahiplerine payları, yatırımcılara talepleri oranında dağıtım yapılması yerinde olacaktır. Yatırımcıların talep tutarlarında manipülasyon yapmalarını engellemek için ise tebliğde belirtildiği gibi, talep tutarlarının üç iş günü gibi kısa bir sürede bildirilmesi ve ayrıca talep edilen tutarı karşılayacak fonun aracı kurum nezdinde bloke edilmesi gerekmektedir.

Üzerinde durulması gereken bir diğer noktayı ise, ortaklık tarafından yatırımcılara öneri yapılırken yönetim kurulu tarafından yatırımcılar kategorilendirilerek mi yoksa hepsine eşit şekilde mi dağıtım yapılacağı hususu oluşturmaktadır. Tebliğde buna ilişkin bir belirleme yapılmamıştır. SPK tarafından tebliğ düzenlemesi yapılırken yönetim kuruluna esneklik sağlayacak şekilde düzenleme yapıldığı ve sermaye ortaklıklarındaki yönetim kurulu yapısı dikkate alındığında yatırımcılara dağıtımın nasıl yapılacağı hususunun yönetim kurulunun takdirine bırakılmasının yerinde olacağı kanaatindeyiz.

Aynı zamanda, dağıtımın pay sahipleri ve yatırımcılara aynı anda mı yoksa kademeli olarak ilk önce pay sahiplerine, tutar karşılanmazsa yatırımcılara önerilmesi şeklinde mi olacağı hususu da belirsizdir. Tebliğin lafzına bakıldığında, önerilmenin “...*pay sahiplerine veya yatırımcılara...*” şeklinde gerçekleşeceği anlaşılmaktadır. Burada düzenleme yapılırken ‘ve’ ifadesi kullanılsaydı pay sahiplerine ve yatırımcılara aynı anda öneri yapılacağı sonucu çıkarılabilecekken ‘veya’ ibaresi her ikisine aynı anda, önce pay sahibine sonra yatırımcıya ya da önce yatırımcıya sonra pay sahibine şeklindeki olasılıklara imkân vermektedir. Tebliğ’de, *pay sahipleri* ibaresinin *yatırımcılar* ibaresinden önce düzenlenmesi de Kurul’un bir tercihi olarak yorumlanabilecektir. Kurul tarafından dağıtım şekli noktasında kesin bir belirleme yapılmadığından dağıtımın nasıl yapılacağını belirleme yetkisinin yönetim kurulunda olduğu kanaatindeyiz.

#### **2.2.3.3.2. Dağıtım Şekli Hususunda Anlaşma Yapılması**

Tebliğde, dağıtım şekli hususunda talepte bulunanların anlaşma yapabileceği de belirtilmiştir. Tebliğ ile alım talebinde bulunanların iradelerine öncelik verilerek böylesi bir anlaşma yapma imkânı tanınması, talepte bulunanların menfaatinde. Gerçekten de söz konusu payların oransal dağıtım esasına göre dağıtılması durumunda, yönetim kurulunun belirleyeceği dağıtım şekli ile pay oranı ve talep oranına göre pay edinilebilecektir. Anlaşma yapılması durumunda ise, payı alacak ekonomik güce sahip olmasına rağmen ilgili payı edinemeyecek pay sahipleri, anlaşmaya varılması durumunda oran engeline takılmadan edinmek istediği pay miktarını edinebilecektir.

#### 2.2.3.4. Ayrılma Hakkına Konu Payların Talep Edilmeyen Kısımının Ortaklık Tarafından Satın Alınmasının Zorunlu Olması

II-23.3 sayılı Tebliğ 13/2'nin son cümlesi: “*Ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılar tarafından talep edilmeyen kısmı ortaklık tarafından satın alınır.* “ şeklindedir. Tebliğin bu hükmü ayrılma hakkının amacına uygundur. Bu yükümlülüğün ortaklık bakımından kanundan doğan bir borç niteliği taşıdığı görülmektedir<sup>195</sup>. Aynı zamanda bu yükümlülük anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesine ve sermayenin iadesi yasağına da bir istisna teşkil etmektedir<sup>196</sup>.

Ayrılma hakkının bir menfaatler dengelemesi amacı taşıdığını ve bir yandan pay sahiplerinin menfaati korunurken bir yandan da ortaklığın işlem menfaati ile malvarlığının korunduğundan daha önce bahsedilmişti<sup>197</sup>. Benzer şekilde, önerilme kurumunda da bir menfaat dengelemesi yapıldığı görülmektedir. Ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilmesi imkânı ile ortaklık malvarlığı korunurken talep edilmeyen kısımlar için ortaklığa satın alma zorunluluğu getirilmesiyle de pay sahiplerinin menfaati korunmaktadır.

Önerilme imkânının doğmasının ve kullanılmasının şarta bağlı olduğundan daha önce bahsedilmişti. Bu kapsamda, önerilme imkânının doğabilmesi için yönetim kurulu tarafından karar alınması, kullanılmasının mümkün olması için de söz konusu payların talep edilmesi ve talebi karşılayacak miktarın aracı kurum nezdinde bloke edilmesi gerekmektedir. Olağan şartlar altında, ayrılma hakkına konu payların ortaklık tarafından satın alınmasının ortaklık malvarlığını riske atma ihtimali olduğundan, yönetim kurulu tarafından payların önerilmesi için karar alınması muhtemeldir. Burada belirsiz olan ve ortaklık malvarlığı bakımından risk oluşturacak husus, söz konusu paylar için talep gelip gelmeyeceğidir.

Satın alma taleplerinin az olması ya da hiçbir satın alma talebinin olmaması durumunda önerilme imkânının getirilmesiyle ulaşılmak istenen amaca ulaşılamaması ihtimali ortaya çıkacaktır. Bahse konu ihtimalin gerçekleşmesi durumunda ortaklık malvarlığı üzerindeki

<sup>195</sup> Sönmez, Ayrılma Hakkı, s. 79.

<sup>196</sup> Sönmez, Ayrılma Hakkı, s. 25; Aydoğan, F.: Önemli Nitelikteki İşlemler, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi, İstanbul 2019, s. 240.

<sup>197</sup> Bkz. yuk. BİRİNCİ BÖLÜM, 1.1.1.2., s. 7 vd.

tehlike devam edecek olsa da Kurul tarafından pay sahiplerinin menfaati üstün tutulmuş ve ortaklığın satın alma zorunluluğuna bu madde kapsamında<sup>198</sup> muafiyet getirilmemiştir.

### 2.2.3.5. Payın Kullanım Fiyatı Üzerinden Satın Alınması

#### 2.2.3.5.1. 7222 Sayılı Kanunla Değişiklik Yapılmadan Önceki Durum

##### 2.2.3.5.1.1. SerPK Düzenlemesi

Ayrılma hakkının, ayrılma hakkını kullanarak ortaklıktan ayrılmak isteyen pay sahiplerinin menfaatlerini koruma işlevinden daha önce detaylıca bahsedilmişti<sup>199</sup>. Burada amaçlanan, ortaklık tarafından önemli nitelikteki işlemin gerçekleştirilmesine ilişkin alınacak karar sonrasında ortaklıktan ayrılmak isteyen pay sahiplerinin, paylarını değerinin altında devretmek zorunda kalmasından dolayı katlanacağı zararın önüne geçilmesidir. Bahse konu amacın gerçekleştirilebilmesi için ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin payları, adil bir değer<sup>200</sup> üzerinden satın alınmalıdır<sup>201</sup>.

7222 sayılı kanunla SerPK’da değişiklik yapılmadan önce, ayrılma hakkı kullanım bedelinin<sup>202</sup> belirlenmesi noktasında payları borsada işlem gören ve görmeyen ortaklıklar bakımından ayrı düzenlemeler öngörülmüştü. Payları borsada işlem gören ortaklıklar bakımından ayrılma hakkı kullanım bedeli belirlenirken, bahse konu önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklanmasından önceki otuz günde<sup>203</sup> borsada oluşacak ağırlıklı ortalama fiyatların ortalamasının esas alınacağı düzenlenmekteyken; payları borsada

<sup>198</sup> Nitekim ayrılma hakkının doğduğu haller sınırlandırılmış ve ayrılma hakkının doğmadığı haller ile ortaklığa ayrılma hakkından muafiyet tanınabilecek haller ayrıca hüküm altına alınmıştır. Bkz. II-23.3 sayılı tebliğ md. 15 ve 16.

<sup>199</sup> Bkz. yuk. BİRİNCİ BÖLÜM, 1.1.1.2., s.7 vd.

<sup>200</sup> Adil değere ilişkin “*pay sahibinin muhalefet ettiği ve bu hakkın doğmasına yol açan genel kurul kararının yürürlüğe girmesinden önceki değer*” tanımı için bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 120; “*adil değer payın alım satım değerinden ziyade; işletmenin kâr dağıtım oranı büyüme hızı, piyasa faiz ve iskonto hadleri ile öz varlık yapısı gibi ortaklığın mali yapısı ile ilgili çeşitli faktörlere göre değerlendirilmesiyle ortaya çıkan gerçek değer*” olduğuna ilişkin tanım için bkz. **Bektaş**, s. 816-817.

<sup>201</sup> Adil değere ilişkin olarak bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 119-135; **Bektaş**, s. 815-821; **Kaya**, s. 273-287; **Özdoğan**, s. 741-743; **Semerci Vuraloğlu**, Yeni Düzenlemelerin Değerlendirilmesi, s. 306.

<sup>202</sup> Söz konusu ifade yerine ‘ayrılma akçesi’ nin kullanılabilmesine ilişkin görüş için bkz. **Adıgüzel**, Ayrılma Hakkı, s. 40; Yazar bu görüşünü TTK md. 141’e dayandırmakta olup TTK’da düzenlenen ayrılma kavramı ile işbu çalışmada yer alan ayrılma kavramı birbirinden farklı olduğundan ayrılma hakkı kullanım bedeli ifadesi tercih edilecektir.

<sup>203</sup> Öğretide bu otuz günlük sürenin oldukça kısa olduğu, söz konusu süre esas alınarak yapılacak belirlemenin payın gerçek değerini yansıtmayabileceği ve piyasada yapılacak manipülatif işlemlerle pay değerinin alçak ya da düşük tutulabileceği yönünde eleştiriler bulunmaktadır. Bkz. **Manavgat**, Çağlar: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma Ve Satma Hakkı Sermaye Piyasası Hukukunda Yeni Yaklaşımlar, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi 2015, S. 2, s. 99.

işlem görmeyen ortaklıklarda kullanım bedelinin nasıl belirleneceğine ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisi Kurul'a devredilmiştir.

#### 2.2.3.5.1.2. Mülga II-23.1 Sayılı Tebliğ Düzenlemesi

Ayrılma hakkı kullanım bedeli, mülga II-23.1 sayılı Tebliğ “*Ayrılma Hakkı Kullanım Fiyatı*” başlıklı md. 10’da hüküm altına alınmıştı. Payları borsada işlem gören ortaklıklar bakımından ayrılma hakkı kullanım bedelinin nasıl tespit edileceği SerPK tarafından belirlenmiş olmakla birlikte mülga II-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği “*Ayrılma Hakkı Kullanım Fiyatı*” başlıklı md. 10/1 hükmü bahse konu hususu daha detaylı bir şekilde düzenlemiştir. Hükme göre, payları borsada işlem gören anonim ortaklıklarda ayrılma hakkı kullanım fiyatı belirlenirken işlemin ilk kez kamuya açıklandığı tarihten önceki ve açıklama yapılan tarih hariç olmak üzere, otuz gün içinde borsada oluşacak düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması esas alınacaktır.

Yukarıda değinildiği gibi payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar bakımından ayrılma hakkı kullanım bedelinin belirlenmesine ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisi Kurul'a devredilmiştir. Kurul da bu yetkisine dayanarak payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda ayrılma hakkı kullanım bedelinin tespiti için Kurul tarafından değerlendirme raporu<sup>204</sup> hazırlanacağını belirtmiştir<sup>205</sup>. İlgili değerlendirme raporunun hazırlanmasında fiyatın adil ve makul olduğunun Kurulca tespitinin yapılması gerektiği de mülga Tebliğde belirtilmekteydi. Değerleme raporunun, ayrılma hakkına konu önemli nitelikte işlemin görüşüleceği genel kurul toplantısı gündemiyle birlikte açıklanacağı hususu da mülga Tebliğ’de yer almaktaydı.

<sup>204</sup> Söz konusu değerlendirme raporunun hazırlanmasında SPK III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (RG 29966, 01.02.2017) hükümleri uygulanacaktır. İlgili Tebliğ md. 3/1’de değerlendirme standartları hakkında detaylı düzenleme yapılmıştır. Buna göre: “*Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulması zorunludur. 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.*”

<sup>205</sup> Amerikan hukukunda pay bedeli tespit davasına ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Özdoğan**, s. 739; Değerleme raporuyla belirlenen fiyattan memnun kalmayan pay sahiplerine dava açma hakkı tanınması gerektiği, çünkü değerlendirme raporunun payın borsadaki değerine kıyasla somut olmadığı hakkında bkz. **Bektaş**, s. 818.



Mülga Tebliğ md. 10/3'te: *“Bu maddenin ilk iki fıkrası uyarınca kamuya açıklama yapılmamış olması veya açıklamanın zamanında yapılmamış olması ya da payları borsada işlem gören ortaklıklar için KAP, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için ise Kurul ve ortaklık internet sitesi dışında başka bir yerde açıklama yapılmış olması hallerinde; işleme ilişkin yönetim kurulu kararının özel durumlara ilişkin Kurul düzenlemeleri uyarınca kamuya açıklanması gereken tarih veya herhalde ortaklık yetkililerince yönetim kurulu kararından daha önce açıklama yapılmış olması halinde bu tarih ayrılma hakkı kullanım fiyatının tespitinde işlemin ilk defa kamuya açıklandığı tarih olarak kabul edilir.”* şeklinde belirleme yapılmıştır<sup>206</sup>. Bu belirlemeyle birlikte Kurul, kamuya açıklama yapılmaması ya da yapılacak açıklamanın gerekli şartlara uyulmadan yapılmış olması durumlarında dahi açıklamanın kamuya açıklanması gereken zamanda yapılmış sayılacağını hüküm altına almaktadır. Böylece ayrılma hakkı kullanım bedelinin belirlenmesine ilişkin süre kıstasında boşluk bırakılmamaya çalışılmıştır<sup>207</sup>.

Ayrılma hakkına konu önemli nitelikteki işleme ilişkin birden fazla özel durum açıklaması yapıldığı hâllerle ilgili ayrıca belirleme yapılmış ve mülga Tebliğ md. 10/4: *“Önemli nitelikteki bir işleme ilişkin birden fazla sayıda özel durum açıklamasının yapıldığı durumlarda, söz konusu önemli nitelikteki işleme ilişkin ayrılma hakkı kullanım fiyatının belirlenmesinde; fiyat, tutar, oran ya da değerlendirme sonucu ve benzeri bilgilere yer verilmesi veya işlemin o aşamada kesin olup olmadığı hususları aranmaksızın, yapılması planlanan işleme ilişkin niyetle ilgili olarak kamuya yapılan ilk açıklama tarihi esas alınır.”* hükmüne yer verilmiştir. Burada ayrılma hakkının kullanım fiyatının belirlenmesine ilişkin, herhangi bir kısıtlama getirilmeksizin yapılacak herhangi bir niyet açıklamasının kamuya açıklanma tarihi bakımından esas alınacağı düzenlenmişti. Ancak söz konusu hüküm, ilk açıklamanın esas alınacağı öngörüsüyle anonim ortaklık yönetim kurulları tarafından yapılacak ilk açıklamada fiyatın bilinçli olarak düşük tutulacağı veya bazı manipülatif davranışlarda bulunulma ihtimalinin doğabileceği bakımından eleştirilmiştir<sup>208</sup>.

<sup>206</sup> Payın değerinin belirlenmesinde belirleme yapılacak tarih aralığı oldukça önemli olup payın değerinin söz konusu önemli nitelikteki işlemin etkilerini doğurmadığı bir tarih esas alınarak yapılması gerekmektedir. Bkz. **Sönmez**, Ayrılma Hakkı, s. 124.

<sup>207</sup> SPK tarafından hesaplama yapılacak zaman aralığı konusunda detaylı bir belirleme yapıldığı ve istisnai bir durumun bile bırakılmadığı belirtilmiştir. Bkz. **Kaya**, s. 276.

<sup>208</sup> İlgili eleştiri için bkz. **Kaya**, s. 276.

Mülga Tebliğ md. 10/5'te ise önemli nitelikte işlemin yapılamayacağı anlaşıldığında veya yapılmasından vazgeçildiğinde yapılacak özel durum açıklamasından itibaren bir yıl geçtiğinde yukarıda detaylıca bahsedilen üç ve dördüncü fıkralara ilişkin sürecin yeniden başlayacağı belirtilmekteydi. Öğretide, söz konusu sürenin çok uzun olduğu ve ayrılma hakkının amacıyla örtüşmeyeceği yönünde eleştiriler bulunmaktaydı<sup>209</sup>.

Ayrılma hakkı kullanım fiyatının belirlenmesinde birden fazla önemli nitelikte işleme karşı muhalif kalınması durumu mülga Tebliğ md. 10/6'da ayrıca hüküm altına alınmıştır. Maddeye göre: *“Aynı genel kurul toplantısında karara bağlanacak her bir önemli nitelikteki işlemin ayrı bir gündem maddesi olarak görüşülmesi ve her bir işlem için belirlenecek ayrılma hakkı kullanım fiyatının gündemde ayrıca gösterilmesi; ancak genel kurul toplantısına katılıp da birden fazla önemli nitelikteki işlem için olumsuz oy kullanan ve muhalefet şerhlerini toplantı tutanağına işleyen pay sahiplerine ödenecek ayrılma hakkı kullanım fiyatının belirlenmesinde, ilgili ortağın olumsuz oy kullandığı tüm önemli nitelikteki işlemlere ilişkin ayrılma hakkı kullanım fiyatlarının en yükseklerinin dikkate alınması gerekir.”* Burada ayrılma hakkının getirilme amacına paralel bir şekilde pay sahibinin çıkarının korunduğu göze çarpmaktadır. Nitekim, pay sahibi muhalif olduğu her bir işlem nedeniyle ayrılma hakkını kullanamayacağından, bunlar arasında fiyatı en yüksek olanın bedel bakımından esas alınması çıkarlarına daha uygun olacaktır.

Anılan maddenin son iki fıkrasında ayrılma bedelinin tam ve nakden ödenme zorunluluğu ile ayrılma hakkının kullanılmasıyla ortaklık tarafından satın alınan payların ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesine ilişkin Kurul düzenlemelerine tâbi olduğuna hükmedilmiştir.

## **2.2.3.5.2. 7222 Sayılı Kanunla Değişiklik Yapıldıktan Sonraki Durum**

### **2.2.3.5.2.1. 7222 Sayılı Kanunla Değişik SerPK Düzenlemesi**

7222 sayılı kanunla SerPK'da yapılan değişiklikler kapsamında SerPK md. 24 ile düzenlenen ayrılma hakkıyla ilgili birtakım yenilikler getirilmiştir. Söz konusu yeniliklerin içerisinde ayrılma hakkı kullanım bedeline ilişkin olarak da *fair value* yani adil bedel esasına geçilmiştir. İlgili kanun hükmü, *“ Halka açık ortaklık bu payları pay sahibinin talebi üzerine, Kurulca belirlenecek esaslara göre **adil bir bedel** üzerinden satın*

<sup>209</sup> Daha detaylı bilgi için bkz. **Kaya**, s. 277.

*almakla yükümlüdür.”* şeklindedir. Nitekim kanun gerekçesinde de yapılan değişikliklerle ayrılma hakkı kullanım bedeline ilişkin olarak tüm dünyada benimsenen adil fiyat esasına geçilmesinin amaçlandığı belirtilmektedir.

7222 sayılı kanun öncesinde SerPK’da adil bedel kavramı kullanılmamaktaydı. Yukarıda da bahsedildiği gibi payları borsada işlem gören ortaklıklar bakımından fiyatın nasıl belirleneceğine ilişkin tespit yapılmış, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için de belirleme yapma yetkisi Kurul’a devredilmişti. Değişiklikler sonrasında, ilga edilen hükmün aksine, SerPK’da, kullanım bedelinin nasıl belirleneceğine ilişkin herhangi bir belirleme yapılmamış yalnızca adil bedel esasına göre belirleme yapılacağını söylenerek yine usul ve esasları belirleme yetkisi Kurul’a devredilmiştir. İlgili hüküm, “...*adil bedelin hesaplanmasına ilişkin usul ve esaslar Kurul tarafından belirlenir. Kurul ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin bu hususlarda ortaklıkların niteliğine göre farklı usul ve esaslar belirleyebilir.*” şeklindedir.

#### **2.2.3.7.2.2. II-23.3 Sayılı Tebliğ Düzenlemesi**

7222 sayılı Kanunla yapılan değişiklikler ve piyasadan gelen talepler dikkate alınarak SPK tarafından II-23.3 sayılı Tebliğ’in çıkartıldığından daha önce de bahsedilmişti. Ayrılma hakkı kullanım fiyatına ilişkin olarak adil bedel esasına geçilmesi Tebliğ hükümlerinin de buna göre düzenlenmesini gerektirmiştir. Bu kapsamda II-23.3 sayılı Tebliğ md. 14 ile ayrılma hakkı kullanım fiyatına ilişkin esaslar belirlenmiştir. Yürürlükteki Tebliğ ile mülga Tebliğ dönemindeki fiyat belirlemesine ilişkin payları borsada işlem gören ve görmeyen ortaklıklar için farklı hesaplama yöntemleri belirlenmesine devam edilmiştir. Ancak payları borsada işlem gören ortaklıklar, payları Yıldız Pazar’da işlem gören ortaklıklar ve diğerleri şeklinde ayrıma tâbi tutulmuştur. Hükme göre, payları borsada işlem gören ortaklıklarda ayrılma hakkına konu önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarih itibarıyla payları Yıldız Pazar’da işlem gören ortaklıklar bakımından bu tarihten önceki son bir aylık, diğer ortaklıklar bakımından ise bu tarihten önceki son altı aylık dönemde borsada oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması ayrılma hakkı kullanım fiyatını teşkil eder. Adil

bedel hesaplamasına ilişkin hükümler içeren diğer tebliğlerde de düzenlemeler yapılmış ve adil bedel hesaplama yönteminde yeknesaklaşma amaçlanmıştır<sup>210</sup>.

<sup>210</sup> II-27.3 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği md. 6'da hakların kullanım bedeline ilişkin belirleme: "(1) Ortaklıktan çıkarma ve satma hakkı kullanım bedeli Türk Lirası olarak tam ve nakden ödenir. (2) Ortaklıktan çıkarma ve satma hakkı kullanım bedeli olarak; a) Payları borsada işlem gören ortaklıklar için; 1) Payları Yıldız Pazarda işlem gören ortaklıklarda hakların doğmasının kamuya açıklandığı tarihten önceki son bir aylık; payları Yıldız Pazar dışındaki pazar ve platformlarda işlem gören ortaklıklar için ise bu tarihten önceki son altı aylık dönem içinde borsada oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması ile her bir pay grubuna ilişkin fiyatın tespiti amacıyla hazırlanan değerlendirme raporunda belirlenen değerlerin ortalaması ve 2) Hâkim ortak konumunun kazanılmasının eş anlı olarak yönetim kontrolü değişikliğine yol açması durumunda pay alım teklifi düzenlemeleri çerçevesinde hesaplanması gereken zorunlu pay alım teklifi fiyatından yüksek olanı, b) Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için; 1) Her bir pay grubuna ilişkin fiyatın tespiti amacıyla hazırlanan değerlendirme raporunda belirlenen değer ve 2) Hâkim ortak konumunun kazanılmasının eş anlı olarak yönetim kontrolü değişikliğine yol açması durumunda pay alım teklifi düzenlemeleri çerçevesinde hesaplanması gereken zorunlu pay alım teklifi fiyatından yüksek olanı, dikkate alınır. (3) İkinci fıkranın (a) bendinin (1) numaralı alt bendinde belirtilen süreler içinde Kurulca; a) Kanununun 107 nci maddesinde sayılan fiiller nedeniyle 101 veya 107 nci maddeler kapsamında işlem yapılmasına veya b) Ekonomiyi ya da sektörü etkileyen olağanüstü gelişmelerin varlığının kabulüne ilişkin karar alınmış olması durumunda, karara esas teşkil eden dönemler dikkate alınmaz. Bu süreler hesaplama esas alınan dönemlerin başına eklenmek suretiyle dönemler tamamlanır." şeklinde yapılmıştır; II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği md. 15'te zorunlu pay alım teklifi fiyatına ilişkin belirleme: "(1) Hedef ortaklığın yönetim kontrolünde doğrudan bir değişiklik meydana gelmesi durumunda pay alım teklifi fiyatı; a) Borsada işlem gören hedef ortaklık pay veya pay grupları için; 1) Payların satışına ilişkin anlaşmanın veya ortaklığın pay sahipliğinde değişiklik olmayacağını yönetim kontrolünün ele geçirilmesine yönelik özel yazılı anlaşmanın veya herhangi bir anlaşma olmaksızın yapılan alımlarla yönetim kontrolünün elde edildiğinin kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalamasından, 2) Pay alım teklifinde bulunan veya birlikte hareket ettiği kişilerce, pay alım teklifini doğuran pay alımları da dahil olmak üzere, pay alım teklifi yükümlülüğünün doğduğu tarihten önceki altı ay aylık dönem içinde hedef ortaklığın aynı grup paylarına ödenen en yüksek fiyattan, düşük olamaz. b) Borsada işlem görmeyen hedef ortaklık pay veya pay grupları için; 1) Varsa pay grupları arasındaki imtiyaz farklılıkları da dikkate alınarak Kurulun değerlemeye ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanan değerlendirme raporunda belirlenen fiyattan, 2) Pay alım teklifinde bulunan veya birlikte hareket ettiği kişilerce, pay alım teklifini doğuran pay alımları da dahil olmak üzere, pay alım teklifi yükümlülüğünün doğduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde hedef ortaklığın aynı grup paylarına ödenen en yüksek fiyattan, düşük olamaz. (2) Hedef ortaklığın yönetim kontrolünde dolaylı bir değişiklik meydana gelmesi durumunda pay alım teklifi fiyatı; a) Borsada işlem görmeyen hedef ortaklık pay veya pay grupları için, varsa pay grupları arasındaki imtiyaz farklılıkları da dikkate alınarak Kurulun değerlemeye ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanan değerlendirme raporunda belirlenen fiyatın, b) Pay alım teklifinde bulunan veya birlikte hareket ettiği kişilerin, pay alım teklifi yükümlülüğünün doğduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde, hedef ortaklığın ilgili pay gruplarında yaptıkları alımlarda ödedikleri en yüksek fiyatın, c) Borsada işlem gören hedef ortaklık payları veya pay grupları için hedef ortaklıkta yönetim kontrolünün dolaylı değişikliğine sebep olan payların devrine ilişkin anlaşmanın veya yönetim kontrolünün ele geçirilmesine yönelik özel yazılı anlaşmanın veya herhangi bir anlaşma olmaksızın yapılan alımlarla yönetim kontrolünün elde edildiğinin kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde hedef ortaklık paylarında oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalamasının, yüksek olanından düşük olmayacak şekilde belirlenir. (3) Zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğünün doğumuna yol açan pay iktisaplarında ödenen bedelin doğrudan içinde değerlendirilebilecek olan yan edimler veya pay devir tarihinden sonra bazı şartların tahakkuku halinde ödenecek prim ve benzeri hususlar pay alım teklifi fiyatının hesaplanmasında dikkate alınır. (4) Kurulca gerekli görülmesi halinde, pay alım teklifi fiyatının tespiti için payların devir tarihi esas alınarak değerlendirme raporu hazırlanması istenebilir. (5) Pay alım teklifi fiyatını ve dolayısıyla yatırımcıların pay alım teklifine katılıp katılmayacaklarına ilişkin kararlarını etkileyen günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların ait oldukları dönemlerde gerçekleştirilen işlemler ile ilgili olarak Kurulca; a) Kanununun 107 nci maddesinde sayılan fiiller nedeniyle 101 inci veya 107 nci maddeleri kapsamında işlem

Öğretide bir aylık sürenin çok kısa olduğu ve bu kadar kısa süre baz alınarak yapılacak belirlenimin adil bedeli yansıtmama ihtimalinin yüksek olduğu, ortaklık yönetimi tarafından ortaklık hisselerinin nispeten düşük seyrettiği bir dönemde önemli nitelikte işlemin gerçekleştirilebileceği yönünde eleştiriler mevcuttur<sup>211</sup>. Yeni düzenleme ile bir aylık sürenin yalnızca payları Yıldız Pazar'da işlem gören ortaklıklara hasredilmesi bu yönde olumlu bir gelişmedir<sup>212</sup>.

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar bakımından, mülga tebliğe kıyasla hazırlanacak değerlendirme raporunun esas alınacağı tarihe ilişkin belirleme yapılmış ve bu tarih, önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarih olarak tespit edilmiştir. Değerleme raporunun önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kurul toplantısı gündemiyle birlikte açıklanacağı hususu aynen devam ettirilmiştir. Ek olarak, değerlendirme raporu tarihi ile önemli nitelikteki işlemin genel kurulda görüşüleceği tarih arasında ortaklığın değerini etkileyecek nitelikte önemli bir değişikliğin ortaya çıkması durumunda ek bir rapor hazırlanacağı ve bu ek raporla bahse konusu değişikliğin ayrılma hakkı kullanım fiyatına etkisinin açıklanacağı düzenlenmiştir. Ek raporla ayrılma hakkı kullanım fiyatının etkilendiği sonucuna varılması durumunda ise ayrılma hakkının yeni belirlenen fiyat üzerinden kullanılacağına hükmedilmiştir<sup>213</sup>.

Tebliğ md. 14/3 ile adil bedel hesaplamasına ilişkin ileri bir düzenleme yapılarak, piyasa dolandırıcılığı sayılan fiiller nedeniyle SerPK 101 ve 107. maddeleri kapsamında tedbir uygulanması veya ekonomi ve sektörü etkileyen olağanüstü gelişmelerin varlığı durumunda, bahse konu durumların yaşandığı dönemlerin adil bedel hesaplanmasında dikkate alınmayacağına hükmedilmiştir. İlgili süreler hesaplama için esas alınan dönemlerin başına eklenerek dönemler tamamlanacaktır.

---

*yapılmasına veya, b) Ekonomiyi ya da sektörü etkileyen olağanüstü gelişmelerin varlığının kabulüne, ilişkin karar alınmış olması durumunda, karara esas teşkil eden dönemler fiyatın hesaplanmasında dikkate alınmaz. Bu süreler hesaplamaya esas alınan dönemlerin başına eklenmek suretiyle dönemler tamamlanır. (6) Birinci fıkranın (a) bendinin (2) numaralı alt bendi ile ikinci fıkranın (b) bendinde tanımlanan en yüksek fiyatın tespitinde, borsada işlem gören pay grupları açısından düzeltilmiş borsa fiyatları dikkate alınır.”*

<sup>211</sup> **Manavgat**, Halka Arz, s. 334; **Turan**, Gökçen: 6362 Sayılı Kanun'da Halka Açık Ortaklık Pay Sahiplerine Tanınan Ayrılma Hakkı, LHD, 2014, C. 12, S. 139, s. 112; **Semerci Vuraloğlu**, Ayrılma Hakkı, s. 407-410.

<sup>212</sup> **Semerci Vuraloğlu**, Yeni Düzenlemelerin Değerlendirilmesi, s. 309.

<sup>213</sup> Önemli nitelikteki işlem kararı alındıktan sonra ayrılma fiyatının etkilenmesinin ayrılma hakkını kullanacak pay sahipleri bakımından bir etkisi olmadığı, ilgili düzenleme ile önemli nitelikteki işlemle piyasada oluşacak negatif etkiden arı bir değer tespitinin amaçlandığı yöndeki görüş için bkz. **Semerci Vuraloğlu**, Yeni Düzenlemelerin Değerlendirilmesi, s. 310.

Tebliğ md. 14/4'te, mülga Tebliğ döneminde olduğu gibi, birden fazla önemli nitelikteki işlemin aynı genel kurul toplantısında görüşülecek olması durumunda her bir işlem bakımından hak kazanılan pay tutarları da dikkate alınarak en yüksek fiyat üzerinden hesaplama yapılacağı düzenlenmiştir. Mülga Tebliğ'e kıyasla burada Tebliğ'in 8. Maddesine göre belirlenecek pay sahiplerinin 'son giren ilk çıkar' esası<sup>214</sup> uyarınca tespit edilen payları için ayrılma hakkı mümkün olacağından, ilgili maddeye "her bir işlem için hak kazanılan pay tutarları da dikkate alınarak" ibaresi eklenmiştir.

#### 2.2.4. Önerilme İmkânının Kullanım Şekli

7222 sayılı kanunla değişik SerPK md. 24'te önerilme imkânının kullanılmasına ilişkin usul ve esasların SPK tarafından düzenleneceği belirtilmiştir. Kurul da bu yetkiye dayanarak II-23.3 sayılı Tebliğ ile *Ayrılma Hakkına Konu Payların Diğer Pay Sahiplerine veya Yatırımcılara Önerilmesi ve İşleyiş Süreci* başlıklı md. 13'te önerilme imkânını düzenlemiştir. Maddeye göre, payları borsada işlem gören anonim ortaklıklarda ayrılma hakkına konu payların ortaklık tarafından satın alınmadan önce diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesi mümkündür. Ancak bunun için yönetim kurulu tarafından karar alınması ve payların kullanım fiyatı üzerinden önerilmesi gerekmektedir (II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği md. 13/1).

Önerilme imkânının getirilmesine ilişkin yönetim kurulu kararının nasıl alınacağına ilişkin bir belirleme yapılmadığından burada genel esaslara göre karar alınacağı anlaşılmaktadır. Anonim ortaklıklarda yönetim kurulu kararlarının nasıl alınacağı TTK md. 390 ve devamında düzenlenmiş bulunmaktadır. Buna göre yönetim kurulu; başkan ile başkan vekili tarafından kendiliğinden veyahut üyelerden birinin başkandan yönetim kurulunu toplantıya çağırmasını yazılı olarak istemesi durumunda yine başkan tarafından

<sup>214</sup> Son giren ilk çıkar esasında, pay sahiplerinin önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklanma tarihinden sonra edindiği paylar için ayrılma hakkının doğmayacak; yapmış olduğu pay satışları bakımından ise kamuya açıklanma tarihinden sonra yapılan ilk işlemin alım niteliğinde olması durumunda ve bu alım tutarı kadar olduğunda ayrılma hakkına konu edilecek pay tutarı etkilenmeyecektir. Bu durumda, yatırımcı tarafından, geri alınsa dahi, önemli nitelikte işlemin kamuya açıklanma tarihinden sonra satılan paylar bakımından ayrılma hakkı söz konusu olmayacaktır. Son giren ilk çıkar esasının daha iyi anlaşılabilmesi için *Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği Uygulama Rehberi* s. 3'te konu bir örnekle açıklanmıştır. İlgili örnek için bkz. <https://spk.gov.tr/data/61e223a61b41c61238836051/b8db2ed0161deb10c81c83ef7b38fc8f.pdf> (E.T.: 03.12.2022)

toplantıya çağırılır<sup>215</sup>. Toplantı gündemini, toplantıya çağırıcı yapan başkan veya başkan vekili belirler. Yönetim kurulu toplantıları bakımından genel kurul toplantılarında geçerli olan gündeme bağlılık ilkesi geçerli olmadığından toplantı sırasında dile getirilen herhangi bir husus da gündemde bulunmamasına rağmen görüşülebilir. Bu kapsamda, önerilme imkânına ilişkin kararın alınması için toplantı çağırısı ve teklif yönetim kurulu başkanı, başkan vekili veya her bir yönetim kurulu üyesi tarafından yapılabilecektir. Söz konusu karara ilişkin gerekli toplantı ve karar nisabı da eğer esas sözleşmede aksine ağırlaştırıcı bir hüküm bulunmuyorsa yine genel esaslara göre belirlenecektir. Bu itibarla, ilgili kararın alınması için gerekli toplantı nisabı yönetim kurulu üyelerinin salt çoğunluğu, karar nisabı ise toplantıya katılanların çoğunluğudur<sup>216</sup>.

Yönetim kurulu tarafından karar alınmasının ardından ilgili kararın nasıl ilan edileceği hususunda da bir belirleme yapılmamıştır. Ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilmesine ilişkin yönetim kurulu kararı alındığı, genel kurul toplantı tarihinden önce genel kurul bilgilendirme dokümanına eklenmesi gerekmektedir<sup>217</sup>.

Ayrılma hakkına konu payların talepte bulunan pay sahipleri veya yatırımcılara nasıl dağıtılacağına ilişkin olarak ise Tebliğde ikili bir sistem belirlenmiştir. Buna göre, söz konusu paylar satın alma talebinde bulunan pay sahipleri ile yatırımcıların kendi aralarında dağıtım şekli konusunda anlaşmaları hâlinde bu anlaşmaya göre, herhangi bir anlaşma yapılamaması durumunda ise talepte bulunanlar arasında bir eşitsizlik yaratmayacak şekilde oransal dağıtım esası uyarınca dağıtılacaktır. Talep edilmeyen kısımlar ise ortaklık tarafından satın alınacaktır (II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği md. 13/2).

Ayrılma hakkına konu payları satın alma talebinde bulunan pay sahipleri ile yatırımcılar, ilgili taleplerini, ayrılma hakkına konu önemli nitelikteki işlem kararının alındığı genel kurul tarihinden itibaren üç iş günü içerisinde satın almak istedikleri pay tutarını da belirterek yazılı bir biçimde ortaklık tarafından belirlenen aracı kuruma iletecek ve ilgili

<sup>215</sup> TTK md 392/7: “Her yönetim kurulu üyesi başkandan, yönetim kurulunu toplantıya çağırmasını yazılı olarak isteyebilir.”

<sup>216</sup> TTK md. 390/1: “Esas sözleşmede aksine ağırlaştırıcı bir hüküm bulunmadığı takdirde, yönetim kurulu üye tam sayısının çoğunluğu ile toplanır ve kararlarını toplantıda hazır bulunan üyelerin çoğunluğu ile alır. Bu kural yönetim kurulunun elektronik ortamda yapılması hâlinde de uygulanır.”

<sup>217</sup> **Semerci Vuraloğlu**, Yeni Düzenlemelerin Değerlendirilmesi, s. 306.

tutarı aracı kurum nezdinde bloke edeceklerdir (II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği md. 13/3). Aracı kurum nezdinde bloke edilme zorunluluğu da ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin menfaati düşünülerek getirilmiştir. Nitekim, satın alma tutarının başlangıçta garanti altına alınması gelecekte yaşanacak olası bir ifada bulunmama sorununa karşı pay sahiplerini korumaktadır<sup>218</sup>.

Üç iş gününün sonunda, aracı kuruma iletilen satın alma talepleri aracı kurum tarafından ortaklığa bildirilir. Dördüncü iş gününde; satın alma talebi gelmesi durumunda ilgili taleplerin sahipleri ile talep tutarları, herhangi bir talep gelmemesi durumunda ise ayrılma hakkına konu payların ortaklık tarafından satın alınacağı hususu, satın alma işleminin başlangıç ve bitiş tarihine ilişkin yönetim kurulunca alınan kararlar birlikte, yine yönetim kurulu tarafından KAP' ta ilan edilir (II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği md. 13/3).

Ayrılma hakkına konu paylara ilişkin satın alma talebinde bulunanlara ilgili payların oransal dağıtım esasına veya anlaşma yapılması hâlinde bu anlaşmaya göre dağıtılması, satın alma talebinde bulunulmayan payların ortaklık tarafından satın alınması ve son olarak ayrılma hakkının kullanarak paylarını satan pay sahiplerine ilgili tutarların ödenmesi ayrılma hakkının kullandırılmaya başlanmasını takip eden onuncu iş gününden sonraki iş günü tamamlanır (II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği md. 13/4).

## **2.3. ÖNERİLME İMKÂNININ BENZER HUKUKİ KURUMLARLA KARŞILAŞTIRILMASI**

### **2.3.1. Önerilme İmkânı Ve Rüçhan Hakkı**

#### **2.3.1.1. Rüçhan Hakkı Kavramı**

Rüçhan sözcüğü sözlükte “*üstünlük, yeğlik, öncelikli*” şeklinde tanımlanmaktayken rüçhan hakkı “*yasal olarak tanınan öncelik hakkı*” olarak yer almaktadır<sup>219</sup>. Rüçhan hakkı Türk hukukunda yalnızca ticaret hukuku bağlamında değil, icra iflas hukuku<sup>220</sup>,

<sup>218</sup> Semerci Vuraloğlu, Yeni Düzenlemelerin Değerlendirilmesi, s. 306.

<sup>219</sup> <https://sozluk.gov.tr/> (E.T.: 04.12.2022)

<sup>220</sup> 2004 sayılı İcra ve İflas Kanunu (RG 2128, 19.06.1932) İcranın geri bırakılması müessesesi kapsamında ilam alacaklısının teminat üzerindeki rüçhan hakkını düzenleyen md. 36/6, ihalenin yapılmasında alacak üzerindeki rüçhan hakkına ilişkin md. 115/1, taşınmaz ihalesinde rüçhan hakkını düzenleyen md. 129, muvakkat rehin açığı belgesine ilişkin rüçhan düzenlemesi yapan md. 150/f, rehin açığı belgesine ilişkin



borçlar hukuku<sup>221</sup>, sınai mülkiyet hukuku<sup>222</sup>, iş hukuku<sup>223</sup> gibi birçok hukuk alanında farklı şekillerde yer almaktadır. Aynı zamanda 1136 sayılı Avukatlık Kanunu<sup>224</sup>, 5684 sayılı Sigortacılık Kanunu<sup>225</sup>, 6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun'da<sup>226</sup> da rüçhan hakkı içeren hükümler bulunmaktadır. TTK'da ise rüçhan hakkı, kollektif ortaklığın iflasını düzenleyen md. 240/2, kollektif ortaklık alacaklıların rüçhan hakkına ilişkin md. 271, komandit ortaklıkların komandite ortaklarının sorumluluğu noktasında rüçhan hakkını hüküm altına alan md. 325/2, komanditerin iflasında rüçhan hakkını düzenleyen md. 326'da kişisel alacaklıların rüçhan hakkı kanunlaştırılmaktadır.

Rüçhan hakkı birçok hukuk dalında ve birçok kanunda çeşitli formlarda düzenlenmiş bulunmaktadır. Çalışmamızda esas alacağımız ve önerilme hakkı ile karşılaştırmasını yapacağımız anonim ortaklıklarda rüçhan hakkı ise TTK md. 461'de düzenlenmektedir. İlgili madde düzenlemesine göre rüçhan hakkı, dış kaynaklardan yeni pay çıkarılarak yapılan sermaye artırımını sonucunda, her bir pay sahibinin mevcut paylarının sermayeye oranına göre yeni payları öncelikli olarak satın alma hakkını düzenlemektedir. Mülga TTK döneminde de rüçhan hakkı düzenlenmekteydi<sup>227</sup>. İlgili madde ile, genel kurul tarafından alınacak esas sermaye artırım kararında aksine bir şart olmadıkça pay sahiplerine, ortaklıktaki payları oranına göre yeni çıkarılan paylardan alma hakkı olduğu hüküm altına alınmaktaydı. Mülga TTK döneminde rüçhan hakkı tek bir maddede ve esas

---

rüçhanı düzenleyen md. 152/1, rehin mal üzerindeki rüçhan hakkının düzenleyen md. 185/1, adi ve rehinli alacakların sırasına ilişkin rüçhanı düzenleyen md. 206/1, adi tasfiye ve iflasın açılmasına ilişkin rüçhanı düzenleyen md. 219/4, icrai hacizlere iştirakte ihtiyati hacze ilişkin rüçhan hakkını düzenleyen md. 268/3, taşınır rehinine ilişkin rüçhan hakkından mahrumiyeti düzenleyen md. 309/g/2.

<sup>221</sup> 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu (TBK) (RG 27836, 11.01.2011) kefalete ilişkin rüçhan hakkını düzenleyen md. 592/1.

<sup>222</sup> 6769 sayılı Sınai Mülkiyet Kanunu (RG 29944, 22.12.2016) markanın tesciline ilişkin rüçhan hakkını düzenleyen md. 12 ve rüçhan hakkının talep edilmesine ilişkin md. 13.

<sup>223</sup> 4857 sayılı İş Kanunu (RG 25134, 22.05.2003) md. 36/3'te İşçi ücretlerinin hak edişlerine ilişkin rüçhan hakkı düzenlenmiştir. Daha detaylı bilgi için bkz. **Bilgin**, Hikmet: Bazı Özel Kanun Hükümlerince Kendilerine Rüçhan Hakkı Tanınan Alacaklar, Prof. Dr. Ejder Yılmaz'a Armağan 2014, C. 1, s. 550.

<sup>224</sup> RG 13168, 19.03.1969; İlgili kanun md. 166/2 ve 166/4'te vekalet ücretine ilişkin rüçhan hakkı düzenlenmektedir. Detaylı açıklamalar için bkz. **Bilgin**, s. 543-547.

<sup>225</sup> RG 26552, 03.06.2007; İlgili kanun md. 17/6 ile sigorta şirketleri tarafından gösterilen teminatlar üzerinde sigortalı müşterilerin rüçhan hakkı düzenlenmektedir. Daha kapsamlı bilgi için bkz. **Bilgin**, s. 548-549.

<sup>226</sup> RG 8469, 28.07.1953; İlgili kanunun 12. Maddesinde kısıtlı bir rüçhan düzenlemesi bulunmaktadır. Bunun için bkz. **Bilgin**, s. 549-550.

<sup>227</sup> 6762 sayılı TTK md. 394: "Umumi heyetin esas sermayenin artırılmasına mütaallik kararında aksine şart olmadıkça pay sahiplerinden her biri yeni hisse senetlerinden şirket sermayesindeki payı ile mütenasip miktarını alabilir. İdare meclisi pay sahiplerine verilecek senetlerin ihraç bedellerini gazetelerle ilan eder. Bu hususta yapılacak ilanlarda pay sahiplerinin yeni pay alma haklarını kullanabilmeleri için tayin olunacak müddet, 15 günden aşığaı olamaz."

sermaye sistemi kapsamında yer almaktayken<sup>228</sup>, 6102 sayılı TTK ile rüçhan hakkı daha detaylı ve sermaye sistemi türleri dikkate alınarak ayrı ayrı düzenlenmektedir<sup>229</sup>.

### 2.3.1.2. Tanımı

Rüçhan hakkına ilişkin hem eTTK döneminde hem de 6102 sayılı TTK döneminde yapılan düzenlemeler gözetilerek birçok tanım yapılmış bulunmaktadır. Öğretide rüçhan hakkı, “*şirket sermayesinin çoğaltılması halinde eski hissedarlara hisseleri nispetinde bu çoğaltmaya iştirak edebilmeleri için*” tanınan bir hak<sup>230</sup>, “*sermayenin artırılması sonucu çıkarılacak yeni paylarından ortaklık sermayesindeki paylarıyla orantılı olarak alma hususunda halihazırda pay sahiplerine tanınan*” bir öncelik hakkı<sup>231</sup>, “*Sermaye artırımları sonucu çıkarılacak yeni paylardan, ortaklık esas (veya kayıtlı sermayeli ortaklıklarda çıkarılmış) sermayesindeki payları ile orantılı olarak alma konusunda mevcut pay sahiplerine tanınan öncelik hakkına yeni pay alma (rüçhan) hakkı denmektedir.*” şeklinde yapılan tanımla bir öncelik hakkı<sup>232</sup>, “*Pay sahipleri, esas sermayenin artırılması dolayısıyla çıkarılan yeni payları, sermayeye katılma oranları ölçüsünde öncelikle edinme hakkına sahiptirler. Buna yeni payları almada öncelik (= rüçhan) hakkı denir.*” şeklindeki ifadeyle yine bir öncelik hakkı olarak tanımlanmaktadır.

Öğretide yapılan tanımlar incelendiğinde rüçhan hakkının pay sahibine tanınan bir hak olarak değerlendirildiği görülmektedir<sup>233</sup>. Oysaki, rüçhan hakkı TTK kapsamında sadece pay sahiplerine değil TTK md. 503 kapsamında intifa senedi sahiplerine, TTK md. 478 uyarınca ise imtiyaz tanınan belli payların sahiplerine de tanınmıştır. Öğretide rüçhan hakkının sadece kanuni rüçhan hakkı ele alınarak değil de hukuki işlemi de kapsayacak şekilde tanımlanması gerektiğini savunan bir görüş rüçhan hakkını, “*esas veya kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş olan anonim şirketlerde yeni paylar çıkarılarak yapılan*

<sup>228</sup> Hükmün çok genel nitelikte ele alındığı ve uygulanması noktasında tereddütlere sebebiyet verdiği hakkında bir eleştiri için bkz. **Aytaç**, Zühtü: Anonim Ortaklıklarda Rüçhan Hakkı, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu II, Ankara 1985, s 293 .

<sup>229</sup> Esas sermaye artırımına ilişkin md. 461, kayıtlı sermaye sisteminde rüçhan hakkını düzenleyen md. 460 ve şartlı sermaye sisteminde md 465, 466, 467 hükümleri bulunmaktadır. 6102 sayılı TTK ile rüçhan hakkı konusunda getirilen yeniliklere ilişkin detaylı bir inceleme için bkz. **Yıldız**, Şükrü: “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununda Rüçhan Hakkı Konusunda Getirilen Değişiklikler” Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi 2012, C. 18, S. 2, 809-818.

<sup>230</sup> **Hırş**, Ernst E.: Ticaret Hukuku Dersleri, 2. Bası, İstanbul 1946, s. 269;

<sup>231</sup> **Moroğlu**, Erdoğan: Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı, 4. Baskı, İstanbul 2018, s. 142.

<sup>232</sup> **Bahtiyar**, Mehmet: Ortaklıklar Hukuku, 14. Baskı, İstanbul 2020, s. 302.

<sup>233</sup> Bu belirlemenin hakkı dar kapsamda değerlendirdiği yönündeki görüş için bkz. **Değirmencioglu Aydın**, Nihan: Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkı, 1. Baskı, İstanbul 2021, s. 6.

*dış kaynaklardan sermaye artırım sonucu çıkarılan yeni payları, pay sahiplerinin mevcut paylarının sermayeye oranına göre alması ile pay sahibi olan veya olmayan kişilere esas sözleşme, genel kurul, yönetim kurulu kararı veyahut şirketin üçüncü kişilerle yapacağı borçlar hukuku sözleşmesiyle yeni çıkarılan payları öncelikle alma hakkı sağlayan bir hak” olarak tanımlamaktadır<sup>234</sup>.*

### **2.3.1.3. İfade Edilme Şekli**

Önerilme hakkı ile rüçhan hakkı arasında karşılaştırma yaparken iki hukuki kurumun farklı hukuk sistemlerinde nasıl adlandırıldığı husus önem taşımakta olduğundan burada rüçhan hakkının hem yabancı hukuk sistemlerinde hem de Türk hukuk sisteminde ifade ediliş biçimleri üzerinde durulacaktır.

Rüçhan hakkı Amerikan hukuk sisteminde “*preemptive*”, İngiliz hukuk sisteminde “*preemption*”, Alman hukuk sisteminde ise “*Bezugsrecht*” olarak adlandırılmaktadır<sup>235</sup>.

Rüçhan hakkı eTTK döneminde md. 394 ile hüküm altına alınırken madde başlığında “*yeni pay alma hakkı*” olarak yer almaktayken mülga kanunun farklı hükümlerinde rüçhan hakkı olarak da düzenlenmekteydi<sup>236</sup>. Aynı şekilde eSerPK md 12/4 ve 12/5 ile “*yeni pay alma hakkı*” şeklinde hüküm altına alınırken, eSerPK md. 7’de rüçhan hakkı olarak düzenlenmektedir. 6102 sayılı TTK’nın rüçhan hakkını düzenleyen md. 461 hükmünün kenar başlığı “*rüçhan hakkı*” şeklindedir ve düzenlemenin bu şekilde yapılmasının sebebi olarak ilgili madde gerekçesinde, yeni pay almada pay sahibine tanınan önceliğin vurgulanması amacıyla yaygın bir şekilde kullanılan “*rüçhan*” sözcüğünün kullanıldığı belirtilmektedir<sup>237</sup>. Hem madde gerekçesinden hem de maddenin 2,4 ve 5. fıkralarında rüçhan hakkı ifadesi kullanılmaktayken 3. fıkrasında yeni pay alma hakkı ifadesinin kullanılmasından bu iki ifadenin aynı anlama geldiği sonucuna varılmaktadır<sup>238</sup>.

<sup>234</sup> Değirmencioğlu Aydın, s. 7.

<sup>235</sup> Cahn, Andreas / Donald, David C.: Comparative Company Law Text and Case on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA, Second Edition, Cambridge, Cambridge University Press, 2018, s. 13.

<sup>236</sup> Bununla ilgili olarak bkz. eTTK md. 182/2, 210, 264/2, 265, 393/2-3, 11, 934, 1247, 1248/1, 3, 1250/4, 1253, 1257, 1447.

<sup>237</sup> TBMM Yasama Dönemi 23, Yasama Yılı 2, Sıra Sayısı 96, s. 164.

<sup>238</sup> TTK’nın tasarı hâlinde kimi maddelerde “*yeni pay alma hakkı*” ifadesi kullanılırken kanunlaşma aşamasında bunun “*rüçhan hakkı*” olarak değiştirilmesinin bilinçli, bazı hükümlerde yeni pay alma hakkı

6362 sayılı SerPK’da ise “*rüçhan hakkı*” ifadesi hiç kullanılmamış, kanunun 12, 18 ve 29. maddelerinde “*yeni pay alma hakkı*” ifadesi tercih edilmiştir. İkincil mevzuatta da SerPK ile uyumlu bir şekilde “*yeni pay alma hakkı*” ifadesine yer verilmiştir.

Yukarıda bahsedildiği gibi kanun koyucunun bilinçli ya da bilinçsiz tercihleri sonucunda mevzuatta bir terim birliği bulunmamaktadır. Mevzuattaki bu ikilik öğretiye de sirayet etmiştir ve farklı yazarlar tarafından farklı terimler kullanılmıştır. Nitekim, öğretilerde kimi yazarlar “*yeni pay alma hakkı*” terimini kullanırken<sup>239</sup> kimi yazarlar da “*rüçhan hakkı*”<sup>240</sup> terimini kullanmayı tercih etmektedir. Bu yaygın iki terimin yanı sıra öğretilerde “*önce alım hakkı*”<sup>241</sup>, “*yeni payları alabilmede öncelik hakkı*”<sup>242</sup>, “*yeni paylarda ön alım hakkı*”<sup>243</sup>, “*daha önce satın alabilme hakkı*”<sup>244</sup>, gibi nitelendirmeler de yapılmaktadır.

#### 2.3.1.4. Rüçhan Hakkının Amacı

Anonim ortaklıklardaki payların pay sahiplerine dağılışı ve pay sahipliği yapıları ortaklıklarda yaşanan menfaat çatışmalarının sebeplerinden birini teşkil etmektedir. Anonim ortaklıkların yapısına göre iki menfaat çatışması türü söz konusu olabilmektedir. Halka açılma oranı ve dolayısıyla pay sahibi fazla olan ortaklıklarda payın sahibi ile payı kontrol eden farklılaşmakta ve payın gerçek sahibi pay üzerinde denetim yapamamaktadır. Dolayısıyla bu ortaklıklarda pay sahibi ile yöneticiler arasında menfaat çatışması yaşanmaktadır<sup>245</sup>. Halka açılma oranı ve pay sahibi az olan ortaklıklarda ise pay sahibi ve yönetici sıfatları aynı kişide birleştiğinden bu ortaklıklardaki menfaat çatışmaları, pay sahibi ile yöneticiler arasında değil pay sahipleri arasında çıkmaktadır<sup>246</sup>.

---

ifadesinin yer almaya devam etmesinin ise bilinçsiz bir tercihi yansıttığı yönünde bkz. **Değirmencioglu Aydın**, s. 9.

<sup>239</sup> **Karayalçın**, Yaşar: İsviçre Borçlar Kanununda Anonim Şirketler Hukuku Alanında Yapılan Değişiklikler, BATİDER 1993, C. 17, S. 1, s. 12.; **Moroğlu**, s. 142, **Bahtiyar**, s. 302.

<sup>240</sup> **Aytaç**, s. 297; **Akın**, Murat Yusuf: Kayıtlı Sermayede Rüçhan Hakkının Sınırlandırılması veya İlgilinin Bu Hakkı Kullanımdan Yoksun Bırakılmasındaki Kıstaslar, Prof. Dr. Reha Poroy’a Armağan, 1. Baskı, İstanbul 1995, s. 7; **Adıgüzel**, Burak: Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkının Sınırlanması veya Kaldırılması, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2014, C. 18, S. 1, s. 1.

<sup>241</sup> **Ansay**, Tuğrul: Anonim Şirketler Hukuku Dersleri, 5. Baskı, Ankara 1975, s. 203.

<sup>242</sup> **Poroy /Tekinalp /Çamoğlu**, Ortaklıklar I, s. 1348.

<sup>243</sup> **İmregün**, Oğuz: Anonim Ortaklıklar, 3. Bası, İstanbul 1974, s. 242.

<sup>244</sup> **Doğanay**, İsmail: Türk Ticaret Kanunu Şerhi: m. 1-419, 1. Baskı, İstanbul, s. 1181.

<sup>245</sup> **Değirmencioglu Aydın**, s. 13.

<sup>246</sup> **Şehirli Çelik**, Feyzan Hayal/**Kırca**, İsmail / **Manavgat**, Çağlar: Anonim Şirketler Hukuku C. 1, 1. Baskı, Ankara 2013, s. 254 vd.

Türkiye’de halka açık ortaklık sayısı 2022 verilerine göre 592’dir<sup>247</sup>. 2020 senesi Ocak-Aralık verilerine göre Borsa İstanbul’da (BİST) işlem gören ortaklık sayısı 352, bu ortaklıkların halka açıklık oranı ise %25,51’dir<sup>248</sup>. İlgili verilerden de anlaşılacağı gibi, Türkiye’de halka açılma oranı ve bu bağlamda pay sahibi sayısı az olduğundan ortaklık içi menfaat çatışmaları genellikle pay sahipleri arasında çıkmaktadır. Bu menfaat çatışmalarının temelini ise çoğunluk pay sahiplerinin sahip olduğu yönetim kontrolünü kötüye kullanması oluşturmaktadır. Bu nedenle azınlık pay sahiplerinin korunması amacıyla TTK ve SerPK’da birçok hüküm öngörülmüştür. Nitekim bu tez çalışmasının dayandığı ayrılma hakkı ile bu başlıkta anılan rüçhan hakkı da bu koruma yollarındandır.

Rüçhan hakkı ile dış kaynaktan yapılan sermaye artırımını sonucunda ihraç edilen paylar üçüncü kişilere teklif edilmeden önce ortaklığın mevcut pay sahiplerine teklif edilmekte ve böylece azınlıkta bulunan pay sahiplerinin pay sahipliği hakları korunurken, kontrolü elinde bulunduran pay sahiplerinin de düşük bedelden yeni çıkarılan payları edinmelerinin önüne geçilmektedir. Aynı zamanda, rüçhan hakkı pay sahiplerine mevcut payları oranında pay edinme hakkı verdiği için azlık, anılan statüsünü korurken, kontrolünü elinde bulunduran çoğunluğun pay oranında da bir değişiklik olmamaktadır.

Kanuni rüçhan hakkı düzenlemesiyle pay sahiplerinin pay sahipliğinin sağladığı hak ve menfaatleri koruma altına alınmakta, azlık sıfatının kaybedilmesi önlenmekte, yabancılaşmanın önüne geçilmekte, payın sulanmasının yani mevcut olan değerinde aşınma olmasını engellenmekte ve son olarak ortaklık menfaati korunmaktadır<sup>249</sup>.

### 2.3.1.5. Rüçhan Hakkının Özellikleri

Rüçhan hakkı, payın kendisinden doğması sebebiyle kural olarak pay sahibine aittir<sup>250</sup>. Rüçhan hakkı nispi bir haktır<sup>251</sup> ve hak sahibi tarafından ancak sermaye artırım kararı alan ortaklığa karşı ileri sürülebilmektedir. Başka bir deyişle, ortaklık tarafından alınan sermaye artırım kararının sonucunda pay sahipleri bakımından mevcut payları oranında alacak hakkı doğmaktadır. Sermayenin artırılması kararı alınmasıyla yeni ihraç edilen

<sup>247</sup> <https://spk.gov.tr/e-veri-bankasi> (E.T.: 05.12.2022)

<sup>248</sup> <https://www.mkk.com.tr/sites/default/files/2021-12/Borsa-Trendleri-Raporu-Ocak-Aral%C4%B1k-2020.pdf> (E.T.: 05.12.2022)

<sup>249</sup> Detaylı açıklama için bkz. **Değirmencioğlu Aydın**, s. 16-22.

<sup>250</sup> **Poroy /Tekinalp /Çamoğlu**, Ortaklıklar I, s. 1348-1349.

<sup>251</sup> Nispi hakların herkese karşı değil ancak hukuki ilişkinin karşı tarafına karşı ileri sürülebilen bir hak olduğu hakkında bkz. **Eren**, s. 52.

payların mülkiyeti doğrudan rüçhan hakkı sahiplerine geçmemekte; hak sahibi tarafından bu talebin ortaklığa ya da bir aracılık sözleşmesi söz konusuysa aracı kuruma karşı ileri sürülmesi gerekmektedir<sup>252</sup>.

Rüçhan hakkının mali bir hak mı yoksa şahsi bir hak mı olduğu hususu öğretide tartışılmaktadır. Bir kısım yazarlar rüçhan hakkının mali bir hak olduğunu öne sürerken<sup>253</sup>, öğretide bu hakkın hem mali hem şahsi özellikleri taşıyan karma bir hak olduğu<sup>254</sup> ile sadece şahsi bir hak olduğu yönünde de görüşler mevcuttur. Rüçhan hakkı, sahibine kâr payına katılma, tasfiye payı gibi haklar sağlaması bakımından mali nitelikte olduğu gibi sahibine tanıdığı oy hakkıyla da şahsi bir hak olarak addedilebilecektir.

### **2.3.1.6. Rüçhan Hakkını Oluşturan Unsurlar**

Rüçhan hakkını oluşturan unsurlar hakkın öznesi, nesnesi, doğumu ve hakkın kaynağı olmak üzere dört başlıkta incelenebilir<sup>255</sup>. Rüçhan hakkının öznesi hakkı kullanacak olan, sermaye artırımını yapan ortaklığın pay sahipleridir. Bu husus TTK md. 461/1'in lafzından anlaşılmaktadır. Pay sahiplerinin yanı sıra, esas sözleşmeyle konulacak bir hükümlerle imtiyazlı pay sahipleri(TTK md. 478/2) ile intifa senedi sahipleri(TTK md. 502-503) de rüçhan hakkını kullanabilmektedirler.

Rüçhan hakkının konusunu TTK md. 461/1'de belirtildiği üzere, yeni çıkarılan paylar oluşturmaktadır. Rüçhan hakkı iç kaynaklardan yapılan sermaye artırımını sonucunda söz konusu olmamaktadır zira iç kaynaktan artırım zaten mevcut kaynakların esas sermayeye eklenmesi suretiyle mevcut payların itibari değerinin artırılması veya yeni pay çıkarılması şeklinde olmaktadır<sup>256</sup>. Yeni çıkarılan payların iktisabı da kendiliğinden gerçekleşmekte olup rüçhan hakkı burada söz konusu olmamaktadır. Rüçhan hakkı dış kaynaklardan yapılan sermaye artırımını sonucunda doğacaktır. Dış kaynaklardan sermaye artırımını da yine yeni pay çıkarılması ya da mevcut payların itibari değerinin arttırılması ile mümkün olacaktır<sup>257</sup>.

<sup>252</sup> Yıldız, s. 157.

<sup>253</sup> İmregün, s. 242; Aytaç, s. 303.

<sup>254</sup> Domaniç, s.1021; Pulaşlı Hasan, Şirketler Hukuku Şerhi, Cilt III , 3. Baskı, İstanbul, 2018, s. 2258.

<sup>255</sup> Değirmencioğlu Aydın, s. 37.

<sup>256</sup> Moroğlu, s. 195; Bahtiyar, s. 362-363.

<sup>257</sup> Değirmencioğlu Aydın, s. 39.

Rüçhan hakkının doğması, anonim ortaklığın doğmasına bağlıdır; zira anonim ortaklık doğduğu anda her bir pay sahibi de rüçhan hakkına sahip olmaktadır. Buradaki rüçhan hakkı soyut bir haktır<sup>258</sup>. Öğretide bir diğer görüş, rüçhan hakkının doğması için ortaklığın sermaye artırımını yapması gerektiğini ifade etmektedir<sup>259</sup>. Burada doğan rüçhan hakkı ise somut niteliktedir. Nitekim soyut nitelikteki rüçhan hakkının kullanılabilir olması ve talep edilebilir bir alacak hakkına dönüşmesi ancak ortaklığın sermaye artırımını yapmasıyla mümkün olacaktır.

Rüçhan hakkı kanundan doğabileceği gibi hukuki işlemde de doğabilir. Kanuni rüçhan hakkı, dış kaynaklardan yapılan sermaye artırımını sonucunda ortaklığın mevcut bütün pay sahipleri bakımından herhangi başka bir işlem ya da karara ihtiyaç duyulmadan doğan rüçhan hakkıdır. Esas sözleşmede öngörülmesi sonucunda doğan rüçhan hakkı ise esas sözleşmesel rüçhan hakkıdır<sup>260</sup>.

### **2.3.1.7. Rüçhan Hakkının Kullanılması**

#### **2.3.1.7.1. Rüçhan Hakkına Hâkim İlkeler**

##### **2.3.1.7.1.1. Oransallık İlkesi**

Sermaye ortaklıklarında esas olan oransallık ilkesi olup bu ilke “*sermaye payı kadar söz sahibi olma*” kuralına dayanmaktadır<sup>261</sup>. Bahse konu ilke, anonim ortaklıkların hem şahsi hem de malvarlıksal hakları üzerinde geçerlidir. Anılan ilke, TTK’nın birçok hükmünde kendini göstermekte olup rüçhan hakkını düzenleyen md. 461/1’de “*mevcut paylarının sermayeye oranına göre*” ifadesinde somutlaşmaktadır. Rüçhan hakkına hâkim olan ilke kural olarak oransallık ilkesi olmakla birlikte TTK md. 478/2 düzenlemesine göre imtiyazlı pay ihracı yapılmak suretiyle oransallık ilkesi dışına da çıkılabilmektedir<sup>262</sup>.

##### **2.3.1.7.1.2. Hakkın Kullanılmasının Zorunlu Olmaması**

Rüçhan hakkıyla, ortaklığın mevcut pay sahiplerinin yönetsel ve malvarlıksal durumlarını koruyabilmelerinin sağlanması amaçlanmaktadır. Söz konusu hak, pay

<sup>258</sup> Değirmencioglu Aydın, s. 42.

<sup>259</sup> Poroy /Tekinalp /Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 1352.

<sup>260</sup> Değirmencioglu Aydın, s. 43.

<sup>261</sup> Bu kural Alman hukukunda “*so viel Kapital, so viel Rechte*” şeklinde ifade edilmektedir. Bunun için bkz. Bahtiyar, s. 6, dn. 5.

<sup>262</sup> Değirmencioglu Aydın, s. 128.

sahiplerine mevcut durumlarını sürdürmeleri noktasında bir koruma getirmekle birlikte, hakkın kullanımını zorunlu değildir. Nitekim hak, irade kudretini içeren ve hukuk düzeni tarafından sahibine kullanılması yönünde yetki veren ve hukuken korunan bir menfaattir. Rüşhan hakkı da kullanılması sahibinin iradesine bağlı bir hak olduğundan, kullanılma zorunluluğu bulunmamaktadır<sup>263</sup>. Rüşhan hakkı sahibi ilgili hakkı şahsen kullanabileceği gibi başka bir kişiye de devredebilecektir<sup>264</sup>.

### 2.3.1.7.2. Rüşhan Hakkını Kullanma Hakkına Sahip Olanlar

Ortaklık tarafından dış kaynaklardan sermaye artırımını yapıldığında, haklı sebeplerin bulunması durumunda sermaye artırım kararında veya esas sözleşmede hakkın kısıtlanmasına ya da sınırlandırılmasına ilişkin karar alınmadığı sürece her pay sahibi tarafından kullanılabilir. Burada payların nama yazılı ya da hamiline yazılı olması sebebiyle devir şeklinin farklılaşması rüşhan hakkına sahip olmayı etkilememektedir. Başka bir deyişle, sermaye artırım kararı alındığı sırada nama yazılı pay senedi sahibi olanlar yeni çıkarılan hamile yazılı pay senetleri üzerinde, hamile yazılı pay senedi sahibi olanlar ise yeni çıkarılan nama yazılı pay senetleri üzerinde rüşhan hakkına sahip olacaklardır<sup>265</sup>.

Sermaye artırımını dolayısıyla ihraç edilen payların imtiyazlı pay olması durumunda ise TTK md. 461/1'de pay niteliğine göre bir ayırım yapılmadığından adi ya da imtiyazlı payı olmasına bakılmadan her pay sahibinin ihraç edilen imtiyazlı pay üzerinde rüşhan hakkı bulunacaktır<sup>266</sup>. Bunun yanı sıra, sermaye artırımına ilişkin kararda, çıkarılan imtiyazlı payların sadece çıkarıldığı imtiyaz grubu tarafından satın alınabileceğine ilişkin bir belirleme yer alabilecektir. Ancak ilgili kararın alınması rüşhan hakkının kısıtlanması anlamına geleceğinden anılan ihtimal TTK md. 461/2 uyarınca öngörülen nisabın sağlanması ve haklı sebeplerin varlığı durumunda söz konusu olabilecektir<sup>267</sup>. Yine TTK md. 461/2'de sayılan şartların sağlanması durumunda esas sözleşmeyle, ihraç edilen

<sup>263</sup> Bunun için bkz. **Aytaç**, s. 307.

<sup>264</sup> **Değirmencioğlu Aydın**, s. 128.

<sup>265</sup> **Moroğlu**, s. 148; **Yıldız**, s. 159.

<sup>266</sup> Konuya ilişkin AB yönergesi düzenlemesi ile TTK düzenlemesini karşılaştırarak eleştiri yapan bir görüş için bkz. **Değirmencioğlu Aydın**, s. 79; **Moroğlu**, s. 148; **Yıldız**, s. 161.

<sup>267</sup> Bu kararın alınmasında haklı sebep bulunmadığı yönünde bir görüş için bkz. **Değirmencioğlu Aydın**, s. 81.



imtiyazlı payların rüçhan hakkına yalnızca bahsi geçen imtiyazlı pay grubunun sahip olacağına ilişkin kısıtlama getirilebilmektedir<sup>268</sup>.

İhraç edilecek paylar üzerinde sınırlayıcı hakların olması durumunda da rüçhan hakkı kullanacak kişiler farklılaşabilecektir. Ancak rüçhan hakkı çalışmamızın ana konusunu oluşturmadığından ve karşılaştırmalı olarak inceleneceğinden ötürü burada daha fazla detaylı açıklamaya yer verilmemektedir.

Yukarıda bahsedildiği gibi kanunen rüçhan hakkına sahip olanların yanı sıra hukuki işlemle rüçhan hakkı edinen hak sahipleri de bulunmaktadır. Bu hak sahiplerini, imtiyazlı pay sahipleri, intifa senedi sahipleri, katılma intifa senedi sahipleri, anonim ortaklık tarafından sözleşme yapılması yoluyla rüçhan hakkı tanınan üçüncü kişiler oluşturmaktadır<sup>269</sup>.

### **2.3.1.8. Önerilme İmkânı ile Rüçhan Hakkının Karşılaştırılması**

Rüçhan hakkı ile önerilme imkânı ilk olarak amaçları bakımından birbirlerine benzemektedirler. Nitekim her ikisi de azınlık haklarını ve ortaklık menfaatlerini korumayı ve ortaklıkta yabancılaşmanın önüne geçilmesini amaçlamaktadır. Önerilme imkânı bu amacın gerçekleştirilmesini, ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilmesi suretiyle ortaklık malvarlığını koruyarak, alım talebinde bulunulmayan payların ortaklık tarafından kullanım fiyatı üzerinden satın alınmasıyla da azınlık menfaatini koruyarak sağlamaktayken; rüçhan hakkı amacını, yeni ihraç edilen pay senetlerinin öncelikle pay sahipleri tarafından edinilmesi ile azınlık statüsünün korunmasını temin ederek, payın sulanmasının önüne geçilmesiyle de ortaklık menfaatini koruyarak gerçekleştirmektedir.

Rüçhan hakkı ile önerilme imkânı doğum şekilleri bakımından farklı özellikler taşımaktadır. Rüçhan hakkı, sözleşmeden veya kanundan doğmaktayken, önerilme imkânının doğması için yönetim kurulu tarafından bu yönde bir karar alınması gerekmektedir. Burada iki kurumun şöyle bir benzerliği söz konusu olabilir; kullanılmalarının mümkün olması için gerekli kararın yönetim kurulu tarafından alınması gerekliliği. Rüçhan hakkının doğumu esasen şirketin doğumuna bağlı olup burada soyut

<sup>268</sup> Görmez, s. 41; Yıldız, s. 161.

<sup>269</sup> Buna ilişkin daha detaylı bilgi için bkz. Değirmencioğlu Aydın, s. 78-97.

bir rüçhan hakkı bulunmaktayken, sermaye artırımı kararının alınması sonrasında ise kullanılması mümkün somut bir rüçhan hakkı söz konusu olacaktır. Kayıtlı sermaye sistemine tâbi ortaklıklarda sermaye artırımı kararı yönetim kurulu tarafından alınmakta olduğundan her iki kurumun bu bakımdan, yalnızca kayıtlı sermaye sistemine tâbi ortaklıklarda, benzer olduğu söylenebilecektir.

Rüçhan hakkı ve önerilme imkânı kullanılmalarının bir olayın gerçekleşmesine bağlı olması bakımından da birbirleriyle benzerlik göstermektedirler. Rüçhan hakkının doğumu her ne kadar anonim ortaklığın doğumuyla eş zamanlı olsa da hakkın kullanılabilmesi için sermaye artırımı yönünde karar alınması gerekmektedir. Önerilme imkânının kullanılabilmesi için de ortaklık tarafından gerçekleştirilen önemli nitelikte bir işlem sonucunda pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanması, ardından yönetim kurulu tarafından da payların önerilmesi yönünde karar alınması gerekmektedir. Burada önerilmenin gerçekleşmesinin daha uzun ve şart içeren bir sürece bağlandığı da gözden kaçırılmamalıdır.

Rüçhan hakkı ile önerilme imkânı işlemin tarafları açısından da benzerlik göstermektedir. Nitekim rüçhan hakkında işlemin hakkı kullanan tarafında pay sahipleri ile sözleşmeyle kararlaştırılması durumunda üçüncü kişiler bulunurken, önerilme imkânı da pay sahipleri veya yatırımcılar tarafından kullanılmaktadır. Rüçhan hakkı kural olarak ortaklığa karşı yöneltilmesi gereken nispi bir haktır ancak bir aracılık sözleşmesinin bulunması durumunda ilgili hak aracı kuruma da iletilebilmektedir. Önerilme imkânında ise alım talepleri her halükârda aracı kurum üzerinden gerçekleşmektedir.

Önerilme imkânıyla rüçhan hakkının her ikisi de kullanılma zorunluluğu bulunmayan haklardır. Aynı zamanda her iki kurumda da oransal bir kullanım söz konusudur. Nitekim rüçhan hakkı pay sahiplerinin payı oranında kullanılmaktayken önerilme imkânında da paylar oransal dağıtım esasına göre dağıtılmaktadır.

Önerilme imkânı ve rüçhan hakkının yukarıda bahsedilen benzer birtakım özelliklerinin yanı sıra farklılıkları da bulunmaktadır. Bu farklılık öncelikle kendisini söz konusu iki kurumun kullanılabilmesi için ortaklık türlerinde göstermektedir. Önerilme imkânı yalnızca payları borsaya kote edilmiş anonim ortaklıklar bakımından söz konusu olabilmekteyken, rüçhan hakkı bakımından böyle bir sınırlama yapılmamıştır.

Önerilme imkânı ile rüçhan hakkının farklılaştığı bir başka nokta ise söz konusu hakların kullanılabilmesi paylardır. Önerilme, ayrılma hakkına konu paylar bakımından mümkün olmaktadır; rüçhan hakkı sermaye artırımının sonucunda ihraç edilen paylar üzerinde doğmaktadır.

### 2.3.2. Önerilme İmkânı Ve Önalım Hakkı

#### 2.3.2.1. Tanımı

Önalım hakkı, TMK md. 732-735 arasında devir hakkı kısıtlamaları kenar başlığı altında ve “şerhler” kenar başlıklı md. 1009’da hüküm altına alınmıştır. TBK’da ise md. 237 ve 242’de hüküm altına alınmıştır. Kanuni düzenlemelerde önalım hakkına ilişkin herhangi bir tanıma yer verilmemesine karşılık, öğretinin tarafından birçok tanım yapılmıştır.

İslam hukukunda şuf’a hakkı, “*Bir bina ya da akar hükmünde bulunan taşınmaz malın maliki, bu akar veya binasının tamamını veya bir hissesini bir üçüncü şahsa belli bir bedelle satması halinde, bu bina veya akarın komşusu ya da ortağı olan kişinin bu bina ya da akarı, belli bedeli müşteriye onun rızası ile ödeyerek ya da hâkimin hükmü ile cebren, yani müşterinin rızasına bakılmaksızın satın alıp, kendi varlığına katma hakkına “Şuf’a” denir*” şeklinde tanımlanmaktadır<sup>270</sup>.

Doktrinde bir yazar<sup>271</sup> hakkı, “şuf’a (önalım) hakkı, kanun veya akitten doğan ve hak sahibinin tek taraflı bir irade beyanı ile hükümlerini husule getiren, sübjektif-ayni mahiyette öyle biri inşai haktır ki, borçlu hakkın mevzuu olan şeyi, tamamen kendi ihtiyariyle, hissedarlardan gayri şahıslara salim bir bey akti neticesinde sattığı takdirde, şefie, kararlaştırılan bedeli ödüyerek meşfuun mülkiyetinin tercihan kendisine geçirilmesini veya şerh verilmemiş akdi şuf’ada vaki zararının tazminini muayyen müddet için talep salahiyeti bahşeder” şeklinde tanımlamaktayken başka bir yazar<sup>272</sup>, “taşınmaz malikinin taşınmazını bir üçüncü kişiye satması halinde ön alım hakkı sahibine tek taraflı beyanı ile taşınmazın alıcısı olabilme yetkisi veren yenilik doğuran hak” olarak tanımlamakta, bir diğer yazar “önalım hakkı yenilik doğuran bir hak olarak kanundan veya sözleşmeden doğan ve taşınmazlarda ve paylı mülkiyet ilişkisi söz konusu olduğunda

<sup>270</sup> Feyzioğlu, Feyzi N.: Şuf’a Hakkı, İstanbul 1959, s. 59-72; Şıpka, Şükran Taman :Türk Hukukunda Kanuni Önalım (Şuf’a) Hakkı(MK. m. 659)(Hukuki Niteliği ve Kullanma Koşulları), İstanbul 1994, s. 2.

<sup>271</sup> Feyzioğlu, s. 5.

<sup>272</sup> Oğuzman, M.Kemal/Seliçi, Özer/Oktay-Özdemir, Saibe: Eşya Hukuku, 17.Bası, İstanbul 2014,s.532

*paydaşlara tanınan bir hak olduğu” olarak tanım yapmakta olup bir diğer yazar ise<sup>273</sup> bahse konu hakkı, “Önalım hakkı, malikin malını bir üçüncü kişiye satması ya da ekonomik bakımdan satışı eş değer bir işlem yapması halinde (BK 240/I), hak sahibine, tek taraflı bir irade beyanıyla o malın alıcısı olma yetkisini veren yenilik doğuran bir haktır” olarak tanımlamaktadır.*

Söz konusu tanımlar değerlendirildiğinde önalım hakkının; taşınmaz malikin tek taraflı irade beyanıyla kullanabildiği, kanundan ya da sözleşmeden doğabilen ve sahibine öncelikli bir alım yetkisi veren yenilik doğurucu bir hak olduğu görülmektedir.

### **2.3.2.2. İfade Edilme Şekli**

Önalım hakkı ifadesinin Türk hukukundaki ilk görünüşü 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu (TMK)<sup>274</sup> ile olmuştur. 4721 sayılı TMK ile yürürlükten kaldırılan 743 sayılı Türk Kanunu Medenisi<sup>275</sup> döneminde ve Mecelle’de *şuf’a hakkı* ifadesi kullanılmaktaydı<sup>276</sup>. Bahse konu hak, Latince’ de “*preemptio*”; Alman hukukunda “*vorkaufsrecht*”; Fransız hukukunda “*preemption*”; Anglo Sakson hukuk sistemlerinde ise “*preemptive right*” ya da “*preemption*” olarak yer almaktadır<sup>277</sup>.

### **2.3.2.3. Önalım Hakkının Amacı**

Kanuni önalım hakkının amacı, paylı mülkiyet ilişkisinin içerisine paydaşlar tarafından istenmeyen kişilerin girmesi engellenerek yabancılaşmanın önüne geçmek ve payların olabildiğince az sayıda kişinin elinde toplanması sağlanarak paylı mülkiyet ilişkisini sona erdirmektir. Sözleşmeden doğan önalım hakkında ulaşılmak istenen amaç ise önalım sözleşmesiyle belirlenmiş bedelin hak sahibine koruma sağlaması ile taşınmazın istenmeyen bir kişi tarafından edinilmesinin engellenmesidir<sup>278</sup>.

### **2.3.2.4. Önalım Hakkının Hukuki Niteliği**

Herkese karşı öne sürülebilen ve hak sahibine eşya üzerinde doğrudan hakimiyet tanıyan hak, aynı haktır<sup>279</sup>. Öğretide bazı yazarlar önalım hakkının bir aynı hak niteliğinde

<sup>273</sup> Sirmen, A. Lale: Eşya Hukuku, 5. Baskı, Ankara 2017, s. 409.

<sup>274</sup> RG 24607, 08.12.2001.

<sup>275</sup> Resmi Ceride 339, 04.04.1926.

<sup>276</sup> Fezyoğlu, s. 3.

<sup>277</sup> Şıpka, s.1.

<sup>278</sup> Fezyoğlu, s. 52.

<sup>279</sup> Oğuzman/Seliçi/Oktay-Özdemir, s. 4.

olduğunu öne sürmektedir. Bu görüşü savunan yazarlar önalım hakkının aynı haklar gibi herkese karşı ileri sürülebilme özelliğini, görüşlerinin merkezine almaktadır<sup>280</sup>.

Aynı hakları nispi haklardan ayıran en önemli özellik herkese karşı öne sürülebilmedir. Nispi haklar ise yalnızca sözleşmenin tarafları arasında hüküm ve sonuç doğurur ve yalnızca sözleşmenin tarafları bu hakları birbirine karşı ileri sürebilir<sup>281</sup>. Bir nispi hak, eşyaya bağlı borç ilişkisine konu olması durumunda ise eşyanın maliki olan herkese karşı ileri sürülebilmektedir. Önalım hakkının aynı hak olmadığını savunan görüşün sahipleri de 'herkese karşı ileri sürülebilme' özelliğinin sözleşmeden doğan önalım hakkında tapuya şerh verilmesiyle; kanuni önalım hakkında ise kanun gereği ortaya çıktığını, nitekim burada herkese değil yalnızca eşyanın maliki olan herkese öne sürülebilme imkânı bulunduğunu, ayrıca, önalım hakkının aynı hakların aksine hak düşürücü süreye sahip olduğunu ifade etmektedirler<sup>282</sup>.

Yenilik doğurucu haklar, tek taraflı varması gerekli irade beyanıyla kurulabilmektedir. Yenilik doğurucu hakların tek tarafın irade beyanıyla hukuki ilişki kurma, hukuki ilişkiye değiştirme veya onu sona erdirme gibi özellikleri onu, hukuki ilişkiye ilişkin değişikliklerde tarafların karşılıklı irade beyanlarının gerektiği alacak haklarından ayırmaktadır<sup>283</sup>.

Öğretide ağırlıklı olan görüş, önalım hakkının, sözleşmeden veya kanundan doğabilmesi, nispi nitelikli sonuçlar doğurması ve kullanılmasıyla karşı tarafın hukuki alanında sonuç doğurması gibi özellikleri haiz olması sebebiyle yenilik doğurucu hak niteliğinde olduğu yönündedir<sup>284</sup>.

### 2.3.2.5. Önalım Hakkının Türleri

#### 2.3.2.5.1. Kanuni Önalım Hakkı

TMK m.d 732-734 hükümleri arasında düzenlenmiş bulunan kanuni önalım hakkı, paylı mülkiyete tâbi olan taşınmazlarda paydaşlardan herhangi birinin payını üçüncü bir kişiye

<sup>280</sup> Feyzioğlu, s. 230.

<sup>281</sup> Eren, s. 52.

<sup>282</sup> Şıpka, s.22-23.

<sup>283</sup> Yenilik doğuran haklara ilişkin olarak bkz. Eren, s. 61 vd.

<sup>284</sup> Kayaözü, Mustafa Aykut: Sözleşmeden Doğan Önalım Hakkı, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2015, s. 39, dn. 167'de sayılan yazarlar.

satması hâlinde söz konusu olmaktadır. Kanuni önalım hakkı, paylı mülkiyette devir kısıtlaması ortaya çıkarmakta ve pay sahibinin payını dilediği kişiye devretmesini engellemektedir. Paylı mülkiyet ilişkisinde kanuni önalım hakkı düzenlemesi yapılması yoluyla payların serbestçe devredilmesinin engellenmesi, paylı mülkiyet ilişkisinde yabancılaşmayı önlemek ve paylı mülkiyet ilişkisinin sona ermesini hızlandırmak amaçlarını taşımaktadır<sup>285</sup>.

Kanuni önalım hakkı eşyaya bağlı borç niteliğinde olduğundan, paydan ayrı olarak devredilememektedir. Söz konusu hak, pay sahipliği sıfatına tanındığından paylı mülkiyete tâbi eşyanın pay sahipliği sıfatının edinilmesiyle birlikte kendiliğinden doğacaktır<sup>286</sup>.

### 2.3.2.5.2. Sözleşmeden Doğan Önalım Hakkı

Önalım hakkı kanunda düzenlenmiş olması sebebiyle kanundan doğabileceği gibi, taraflar arasında düzenlenen bir sözleşmeden de doğabilmektedir. Sözleşmeden doğan önalım hakkının kanuni dayanağını, TBK md. 237 vd. ile TMK md. 735 oluşturmaktadır. Önalım sözleşmesinin hukuki niteliğine ilişkin olarak “*giriş*”, “*ön sözleşme*”, “*satış vaadi*” görüşleri öne sürülmüş, “*çift şart bağlı satım teorisi*” görüşü ağırlık kazanmıştır<sup>287</sup>. Ağırlık kazanan görüşteki çift şart, satış konusu şeyin üçüncü kişiye satılması ile alıcının önalım hakkını kullanmasıdır. Söz konusu teori, teorinin kabul edilmesinin önalım hakkının yenilik doğurucu hak niteliğiyle bağdaşmayacağı ve sözleşme kurulduktan sonra sözleşme konusunun belirlenmesinin hâli hazırda kurulmuş bir sözleşmenin konusunun kurulduğu anda belirli olması gerekliliği ile uyuşmamaktadır<sup>288</sup>.

Sözleşmeden doğan önalım hakkı, tarafların yalnızca önalım hakkı tanınması hususundan anlaşma sağladığı “*olağan önalım hakkı*” ve tarafların önalım hakkı tanınması konusundaki anlaşmalarının yanı sıra özel hükümlere de yer verdiği “*nitelikli önalım hakkı*” olmak üzere iki farklı şekilde tanınabilmektedir.

<sup>285</sup> Oğuzman/Seliçi/Oktay-Özdemir, s. 551.

<sup>286</sup> Uçar, Sercan: Anonim Şirket Paylarının Devrinde Önalım ve Öncelik Hakları, 2. Baskı, Ankara 2020, s. 76.

<sup>287</sup> Kırca, Çiğdem: Önalım Hakkı Konusunda Medeni Kanundaki değişiklikler, Prof. Dr. Ömer Teoman’a 55. Yaş Günü Armağanı, C. 2, İstanbul 2002, s. 1183.

<sup>288</sup> Kırca, s. 1181-1182.

Önalım hakkının geçerli bir şekilde hüküm ve sonuçlarını doğurması yazılı şekilde yapılmasına bağlı olup hak en fazla on yıllık süre için tanınabilir. Taşınmazlar üzerinde tanınan önalım hakkı, tarafların anlaşması durumunda tapuya şerh edilebilir. Söz konusu şerhin süresi de yine en fazla on yıl olabilir. Bu süre uzatılamaz ancak kısaltılabilir. Söz konusu sürenin uzatılması ancak yeni bir şerh sözleşmesi yapılmasıyla mümkün olabilmektedir. Son olarak tapuya verilen şerh hak sahibine, taşınmaza malik olan herkese karşı önalım hakkını ileri sürme hakkı verir.

### **2.3.2.6. Önalım Hakkının Kullanılması**

Önalım hakkının kullanılması, önalım olgusunun gerçekleşmesine bağlı olup ilgili olgu genellikle taşınmazın satışınıdır. Hakkın kullanılabilmesi satış sözleşmesinin geçerli bir şekilde akdedilmiş olmasına bağlıdır. Hakkın kullanılması için borçlandırıcı işlemin yapılması yeterli olup, tasarruf işleminin de yapılmış olması aranmaz. Taşınmazın satış gibi bir hukuki işleme konu edilmesi halinde, bu önalım olayı ve içeriği noter yoluyla hak sahibine bildirilmelidir. Bu bildirim izleyen üç ay ve her hâlükârda satışın gerçekleşmesinden itibaren iki yıl içerisinde önalım hakkı kullanılmalıdır. Söz konusu süreler hak düşürücüdür. Önalım hakkı dava yolu ile kullanılmaktadır<sup>289</sup>.

### **2.3.2.7. Önerilme İmkânı ile Önalım Hakkının Karşılaştırılması**

Önalım hakkı da önerilme imkânı gibi sahibine öncelikli bir hak tanımaktadır. Bu öncelikli hak, öncelikli olarak bir malvarlığı edinme hakkıdır. Her iki kurum da anonim ortaklıklarda yabancılaşmanın önlenmesi amacıyla hizmet etmektedir. Bu bakımdan amaçlarının da paralel olduğu görülmektedir.

Önalım hakkı ve önerilme imkânı, doğumlarının bir olayın gerçekleşmesine bağlanması bakımından da benzerlik göstermektedirler. Önalım hakkının kullanılabilmesi için satım işleminin gerçekleşmesi gerekmektedirken önerilme imkânının kullanılabilmesi için de ortaklık tarafından gerçekleştirilen önemli nitelikte bir işlem sonucunda pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanması, ardından yönetim kurulu tarafından da payların önerilmesi yönünde karar alınması gerekmektedir.

<sup>289</sup> Önalım hakkının kullanılmasına ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Sirmen**, s. 414 vd.

Önalım hakkı ile önerilme imkânının birtakım benzerlikleri olduğu gibi birçok farklılığı da bulunmaktadır. Önalım hakkının kullanılması için şirkete karşı ileri sürülmesi gerekirken, önerilme imkânında talepler aracı kuruma iletilmektedir. Söz konusu kurumların doğum şekilleri de birbirinden farklı özellikler taşımaktadır. Önalım hakkının doğumu kanundan ya da esas sözleşmeden ileri gelebilmektedir. Önerilme imkânının doğması içinse yönetim kurulu tarafından ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilmesi yönünde karar alınması gerekmektedir.

Söz konusu kurumların tarafları da farklılık göstermektedir. Önalım hakkında hak pay sahibi tarafından kullanılırken, önerilme imkânı pay sahipleri veya yatırımcılar tarafından kullanılabilir. İşlemin yöneldiği taraf açısından da farklılık bulunmaktadır. Önalım hakkı pay sahibine karşı ileri sürülürken önerilme imkânı aracı kuruma karşı ileri sürülür.

Bu iki kurumun konusu da farklılık içermektedir. Önalım hakkı mevcut paylar ile sermaye artırımını ile ihraç edilecek yeni paylar üzerinde kullanılmaktayken önerilme imkânı ayrılma hakkına konu paylar üzerinde mümkün olacaktır. Son olarak ilgili kurumların mümkün olduğu ortaklık yapıları da farklılaşmaktadır. Önerilme imkânı yalnızca payları borsaya kote edilmiş anonim ortaklıklar bakımından söz konusu olabilmekteyken, önalım hakkı bakımından böyle bir sınırlama yapılmamıştır.

### **2.3.3. Önerilme İmkânı Ve Öncelik Hakkı**

#### **2.3.3.1. Öncelik Hakkı Kavramı ve Amacı**

Anonim ortaklıklarda pay devrinin serbestliği ilkesi hâkim olduğundan pay devir serbestisine göre payını devredecek pay sahibi, payını kime devredeceğini seçebilmektedir. Ancak anonim ortaklıklarda yaygın olarak, payını devredecek pay sahibinin payını üçüncü bir kişiye devretmeden önce ortaklığın mevcut pay sahiplerine teklif etme şartının getirildiği görülmektedir. Bu sayede payını devredecek kişinin payı devretme hak ve özgürlüğünü elinden alınmadan ortaklık yapısının içerisine yabancı bir üçüncü kişinin girmesi engellenmiş olur. Burada ortaklığın mevcut pay sahiplerinin üçüncü kişilere göre sahip olduğu bir “*öncelik hakkı*” mevcuttur<sup>290</sup>.

---

<sup>290</sup> Okutan-Nilsson, s. 210.



Öncelik hakkı Türk hukukunda kanuni bir düzenleme altına alınmamıştır. Bu hak, Anglo-Amerikan hukuk sistemi içerisinde doğmuştur ve çoğunlukla anonim ortaklık payları üzerinde söz konusu olmaktadır. Bahse konu hak, kanundan ya da hukuki bir düzenlemeden değil sözleşmeden doğmaktadır. Öncelik hakkı genel olarak, ileride yapılması planlanan bir satış sözleşmesine ilişkin olarak tanınmaktadır. Öncelik hakkı ile temin edilen, ileride yapılacak satış sözleşmesinde ilk olarak hak sahibine satım teklifinde bulunulmasıdır<sup>291</sup>.

### 2.3.3.2. Hukuki Niteliği

Öncelik hakkı bir sözleşmeden doğduğundan ve sözleşmeye ilişkin hak ve borçlar yalnızca sözleşmenin taraflarına karşı ileri sürülebileceğinden, nispi nitelik taşıyan bir haktır<sup>292</sup>. Öncelik hakkı farklı şekillerde öngörülebileceğinden hakkın hukuki niteliğine ilişkin kesin bir belirleme yapılamayacaktır. Nitekim söz konusu hak bir alacak hakkı ya da yenilik doğuran bir hak şeklinde tanınabilmektedir.

Öncelik hakkı ileride yapılacak bir sözleşmeyi taahhüt etmesi bakımından ön sözleşmeye benzemekle birlikte öncelik hakkının ön sözleşme niteliği taşıyıp taşımadığı hususu öğretide tartışmalıdır. Öğretide bir görüş “*iradi şarta bağlı tek tarafa borç yükleyen*” ve “*geciktirici şarta bağlı tek tarafa borç yükleyen*” şeklinde ikili bir ayırım yapıp öncelik hakkını ön sözleşme olarak nitelendirmekteyken<sup>293</sup>, bir diğer görüş öncelik hakkının ön sözleşmeyle yalnızca etkileri bakımından benzeştiğini ancak öncelik hakkının bir ön sözleşme niteliğinde olmadığını ifade etmektedir<sup>294</sup>.

### 2.3.3.3. Türleri

#### 2.3.3.3.1. Teklifte Öncelik

Pay sahibi, payı üzerinde öncelik hakkı tanıdığı kişiye teklifte bulunma yükümlülüğü altındadır ancak payını satma zorunluluğu bulunmamaktadır. Bir diğer ifadeyle, pay sahibi payı üzerinde teklifte öncelik tanıdığı durumda, hak sahibine payını satmak istediğini bildirmek ve pay devrine ilişkin hak sahibiyle de görüşme yapmak

<sup>291</sup> Uçar, s. 61.

<sup>292</sup> Uçar, s. 61.

<sup>293</sup> Doğan, Gül: Ön Sözleşme (Sözleşme Yapma Vaadi), İstanbul 2006, s. 97-98.

<sup>294</sup> Ayrancı, Hasan: Ön Sözleşme, Ankara 2006, s. 102-103.

yükümlülüğü altındadır. Bununla birlikte, payı satma isteğinin bildirilmesi herhangi bir icap anlamına gelmemekte ancak bir icaba davet niteliği taşımaktadır<sup>295</sup>.

Öncelik hakkı yükümlüsü ile öncelik hakkı sahibi payın satımına ilişkin koşullarda, özellikle bedelde, anlaşamadıkları durumda öncelik hakkı yükümlüsü payı daha yüksek bedel teklif eden üçüncü kişiye satabilecektir. Ancak öncelik hakkı yükümlüsü, payı aynı koşullarda öncelik hakkı sahibine de satabiliyorsa ona satmak zorunluluğu altındadır. Öncelik hakkının bu türünde pay sahibinin, öncelik hakkı sahibinin teklifini beğenmediği durumda daha iyi teklif veren üçüncü kişilere payını satma imkânı bulunmaktadır.

#### **2.3.3.3.2. İcapta Öncelik**

İcapta öncelik hakkında, yükümlüye icapta bulunma zorunluluğu yükleyecek şekilde öncelik hakkı düzenlenmiştir. Öncelik hakkının bu türünde, pay sahibi payını satmak istediğinde öncelikle öncelik hakkı sahibine icapta bulunmak zorundadır. Öncelik hakkı sahibinin bu icaba yönelik kabul beyanıyla pay devir sözleşmesi kurulmuş olacaktır. Buradaki icap ve kabule ilişkin olarak borçlar hukuku hükümleri uygulama alanı bulacaktır. Öncelik hakkının bu türü, hak sahibinin kabul beyanıyla sözleşmenin kurulması bakımından önalım hakkıyla benzerlik göstermektedir<sup>296</sup>.

#### **2.3.3.3.3. Kabulde Öncelik**

Kabulde öncelik tanınması durumunda öncelik hakkı sahibi tarafından yapılan teklif üçüncü kişilerin tekliflerinden daha aşağı koşullar içermemek şartıyla pay sahibi tarafından kabul edilmek zorundadır. Kabulde öncelik hakkı teklifte öncelik hakkına benzese de kabulde öncelik hakkında icabın kabul edilme zorunluluğu bulunmaktadır<sup>297</sup>.

#### **2.3.3.4. Önerilme İmkânı ile Öncelik Hakkının Karşılaştırılması**

Önerilme imkânı ve öncelik hakkının her ikisi de anonim ortaklık paylarını edinmede pay sahiplerine öncelik tanıyan haklardır. Aynı zamanda her iki kurumun amacı da ortaklık içerisinde yabancılaşma olmasının önüne geçilmesidir.

Söz konusu kurumlar temel olarak benzemekle birlikte birçok farklılıkları da bulunmaktadır. Nitekim öncelik hakkı herhangi bir kanuni düzenlemeye dayanmamasına

<sup>295</sup> Okutan-Nilsson, s. 211; Uçar, s. 63.

<sup>296</sup> Okutan-Nilsson, s. 212; Uçar, s. 64.

<sup>297</sup> Uçar, s. 65.

rağmen önerilme imkânı SerPK md. 24 hükmüne dayanmaktadır. Yine öncelik hakkının doğması sözleşmeye bağlıyken, önerilme imkânının doğması için yönetim kurulu tarafından bir karar alınması gerekmektedir.

Söz konusu iki kurumun tarafları da birbirinden farklılık göstermektedir. Öncelik hakkının taraflarını yükümlü ile hak sahibi oluşturmaktayken önerilme imkânının taraflarını pay sahibi veya yatırımcılar ile ayrılmak isteyen pay sahibi oluşturmaktadır.

İki kurumun konuları da farklılık göstermektedir. Öncelik hakkı mevcut paylar üzerinde doğmaktayken önerilme imkânı yalnızca ayrılma hakkına konu paylar bakımından mümkün olabilmektedir. Son olarak önerilme imkânı yalnızca payları borsaya kote edilmiş anonim ortaklıklar bakımından söz konusu olabilmekteyken, öncelik hakkı bakımından böyle bir sınırlama yapılmamıştır.

### **2.3.4. Önerilme İmkânı Ve Önerilmeye Muhatap Olma Hakkı**

#### **2.3.4.1. Önerilmeye Muhatap Olma Hakkı**

Anonim ortaklıklarda kural olarak pay devrinin serbestliği ilkesinin kabul edildiğine daha önce değinilmişti. Anonim ortaklıklarda payın serbestçe devredilebilirliği ilkesinin kabulü, sermaye şirketlerinde pay sahibinin kişiliğinin değil sermayenin önemli olmasına dayanmaktadır. Pay devri sınırlamaları ise esas olarak TTK md. 492 ve 493'te düzenlenen bağlam hükümleri gereğince yapılabilmekte olup bu başlık altına incelenecek önerilmeye muhatap olma hakkı da bu sınırlamalardan birini oluşturmaktadır.

Anonim ortaklıklarda önerilmeye muhatap olma hakkı, iki şekilde ortaya çıkabilmektedir. Bu hakkın ortaya çıktığı durumlardan birisi şartlı sermaye artırımıyla ihraç edilen değiştirme ve alım hakkı içeren senetlerin, öncelikle pay sahiplerine ortaklıktaki mevcut payları oranında önerilmesi yükümlülüğü yükleyen bir pay sahipliği hakkıdır (TTK md. 466)<sup>298</sup>. Önerilmeye muhatap olma hakkının bir diğer görünümünü ise, anonim ortaklıktaki payını ortaklık dışındaki üçüncü bir kişiye satmak isteyen pay sahibinin, payını, öncelikle ortaklıktaki mevcut pay sahiplerine önermek zorunda olması ve öncelik hakkı sahibi pay sahibinin üçüncü kişiyle yapılacak satış sözleşmesi hükümlerini aynen

<sup>298</sup> Önerilmeye muhatap olma hakkına ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Değirmencioglu Aydın**, s. 67 vd.

yerine getireceğini belirtmesi durumunda satış sözleşmesinin, öncelik hakkı sahibiyle yapılma zorunluluğu oluşturmaktadır<sup>299</sup>.

Önerilmeye muhatap olma hakkı her ne kadar ortaklık ana sözleşmesine konulacak bir hüküm ile sağlansa da TTK md. 493/7 ile esas sözleşmeyle payların devredilebilirlik şartlarının ağırlaştırılmayacağı düzenlendiğinden, önerilmeye muhatap olma hakkının bir esas sözleşme hükmü olarak değil de borçlar hukuku sözleşmesi olarak değerlendirilebileceği öğretide ağırlıklı olarak kabul edilmektedir<sup>300</sup>. Bu itibarla, borçlar hukukuna hâkim olan nispiyet ilkesi uyarınca sözleşmenin sonuçları yalnızca taraflar arasında sonuç doğuracak, korporatif etkiye sebebiyet vermeyecektir<sup>301</sup>. Söz konusu hakkın kullanılması sonucunda bir zararın ortaya çıkması hâlinde de borca aykırı davranışta bulunan kişiye karşı tazminat talebi yöneltilenilebilecektir<sup>302</sup>. Bu kapsamda hak sahibinin, payı devralan üçüncü kişiden payların kendisine devredilmesini talep etme olanağı bulunmamaktadır. Hak sahibi yalnızca payı devreden yükümlüden zararı için tazminat talebinde bulunabilecektir<sup>303</sup>.

Önerilmeye muhatap olma hakkının getirilme amacına bakıldığında ise, yabancılaşmanın önlenmesi ile ortakların mevcut pay oranlarını muhafaza etmelerinin sağlanmaya çalışıldığı görülmektedir<sup>304</sup>.

#### **2.3.4.2. Önerilme İmkânı ile Önerilmeye Muhatap Olma Hakkının Karşılaştırılması**

Önerilmeye muhatap olma hakkı, önerilme imkânından farklı bir hak olmakla birlikte birtakım benzerlikler de içermektedir. Önerilmeye muhatap olma hakkı ile önerilme imkânının getirilme amaçları birbirine benzemektedir. Önerilme imkânının getirilmesi ile ayrılma hakkına konu payların anonim ortaklık tarafından iktisap zorunluluğunun anonim ortaklık malvarlığı üzerinde yaratacağı mali riskin engellenmesi ile yabancılaşmanın

<sup>299</sup> **Kendigelen**, Abuzer/ **Kırca**, İsmail: Şirketler Hukuku Cilt III, 1. Baskı, İstanbul 2022, s. 323.

<sup>300</sup> **Teoman**, Ömer: Yaşayan Ticaret Hukuku(Hukuki Mütalâalar) Kitap 16: 2014-2020, 1. Baskı, İstanbul 2021, s. 188; **Kendigelen**, Abuzer: Hukukî Mütalâalar(Mahkeme Kararları ile Birlikte) Cilt XI: 2010-2011, 1. Baskı, İstanbul 2013, s. 98.

<sup>301</sup> Buna ilişkin olarak bkz. **Teoman**, s. 188; Korporatif hüküm doğurmasının ancak bir bağlam hükmü şeklinde sözleşmede yer almasıyla olacağı hakkında bkz. **Kendigelen**, s. 98; hakkın bağlam hükmü hâline getirilmesi durumunda tazminat talebinin ileri sürülemeyeceği, yalnızca payın pay defterine kaydının reddedilmesi yaptırımının uygulanabileceği hakkında bkz. **Okutan-Nillson**, s. 248.

<sup>302</sup> **Teoman**, s. 188; **Kendigelen**, s. 98.

<sup>303</sup> **Teoman**, s. 188-189.

<sup>304</sup> **Kendigelen**, s. 106; **Kendigelen/Kırca**, s. 323.

önüne geçilmesi amaçlanmakta, önerilmeye muhatap olma hakkında da yabancılaşmanın önlenmesi amaçlanmaktadır.

Önerilmeye muhatap olma hakkı bir malvarlığı hakkı olmasıyla önerilme imkânına benzemektedir. Ancak önerilmeye muhatap olma hakkının pay sahipliği sıfatına bağlı olması ancak önerilme imkânının pay sahipleri dışında yatırımcılar tarafından da kullanılması noktasında iki kurum farklılaşmaktadır.

Önerilmeye muhatap olma hakkı, pay sahiplerinin mevcut payları oranında kullanılabilmesi bakımından oransallık ilkesine tabidir. Önerilme imkânında da oransal dağıtım esası kabul edildiğinden bu iki kurum bu noktada benzeşmektedir.

Şartlı sermaye artırımını bağlamında önerilmeye muhatap olma hakkında, ihraç edilen tahvil ve diğer borçlanma araçlarının pay sahiplerine önerilmesi yönetim kuruluna bir zorunluluk olarak yüklenmiştir. Ancak önerilme imkânında Kurul tarafından yönetim kuruluna bu noktada bir inisiyatif tanınmış ve yönetim kuruluna, önerilme hakkına ilişkin karar alma zorunluğu yüklenmemiştir. Söz konusu iki kurum bu noktada ayrışmakla birlikte her iki kurumda da önerinin yapılması kendisine öneri yapılan taraf bakımından bir kabul zorunluluğu doğurmamaktadır.

Şartlı sermaye artırımında önerilmeye muhatap olma hakkını düzenleyen TTK md. 466/2'de önerilmeye muhatap olma hakkının haklı sebeplerin varlığında sınırlandırılabilceği öngörülmektedir. Böylesi bir hükmün öngörülme amacı ise söz konusu hakkın kullanılmasında bir zorunluluk yüklenmiş olmasıdır. Nitekim, önerilme imkânının kullanılmasında yönetim kuruluna bir zorunluluk yüklenmemiş olup bir inisiyatif tanınmış olduğundan hakkın kısıtlanması ya da sınırlandırılmasına ilişkin de bir hüküm öngörülmemiştir.

Önerilmeye muhatap olma hakkı ile önerilme imkânı, tanındığı hak üzerinde ilgisine diğerlerine nazaran bir öncelik tanınması ile getirilme amaçları gibi temel noktalarda birbirine oldukça benzer niteliktedir.

### 2.3.5. Önerilme İmkânı Ve TTK Md. 493/6 Hükümü Kapsamında Kaçınma Klozu

#### 2.3.5.1. TTK md. 493/6 Hükümü Kapsamında Kaçınma Klozu

TTK md. 493/1 hükmü: “*Şirket, esas sözleşmede öngörölmüş önemli bir sebebi ileri sürerek veya devredene, paylarını, başvurma anındaki gerçek değeriyle, kendi veya diğer pay sahipleri ya da üçüncü kişiler hesabına almayı önererek, onay istemini reddedebilir.*” şeklinde düzenlenmektedir. Hükümde bahsedilen reddetme sebebi, ortaklığın işletme konusu veyahut işletmenin ekonomik bağımsızlığı bakımından reddin haklı olması durumunda önemli sebep olarak değerlendirilmektedir.

Payların gerçek değerinin belirlenmesi için payı devralan mahkemeye başvurabilecektir. Mahkeme tarafından belirleme yapılırken ortaklığın karar tarihine en yakın tarihteki değeri esas alınacaktır. Mahkeme tarafından değer belirlenmesi yapıldıktan ve bu değer devralan tarafından öğrenildiği tarihten itibaren bir ay içerisinde devralan bu fiyatı reddetme hakkına sahiptir. Devralan bahse konu süre içerisinde fiyatı reddetmezse ortaklığın devralma önerisini kabul etmiş sayılacaktır. TTK md. 493/6 ile öngörölen bu düzenleme ile ortaklık, diğer pay sahipleri ve üçüncü kişiler lehine bir önalım hakkı tanınmış olmaktadır.

TTK md. 493/1 hükmüyle ortaklık lehine bir “*kaçınma klozu*” tanınmaktadır<sup>305</sup>. Gerçekten de esas sözleşmesel bağlam hükümleriyle azınlıkta kalan pay sahiplerinin hakları korunurken, kaçınma klozu ile de ortaklığa istemediği kişileri ortaklık yapısı içerisine almama imkânı tanınmaktadır. Burada ortaklığa tanınan “*yasal şarta bağlı bir alım hakkı*” söz konusudur.

#### 2.3.5.1.1. Amaç

Söz konusu hükümle, bir taraftan ortaklığın istemediği kişileri ortaklık yapısına almaması ve böylece ortaklık içerisinde muhtemel istenmeyen durumların yaşanması engellenirken bir taraftan da payını devretmek isteyen pay sahibinin devir hakkı güvence altına alınmaktadır. Bu devir hakkı güvence altına alınırken payın gerçek değeri de korunmaktadır. Başka bir ifadeyle, kaçınma klozunun getirilmesiyle bir yandan ortaklık

<sup>305</sup> Söz konusu hukuki imkânın farklı hukuk düzenlerindeki farklı ifade edilişleri hakkında bkz. **Bozkurt, Tamer**: Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması(Bağlam), İstanbul 2016, s. 135-136.

tarafından ortaklık yapısı içerisinde istenmeyen kişilerin ortaklığa alınması engellenmekte bir taraftan da esas sözleşmesel bir ön alım hakkı tanınmaktadır<sup>306</sup>.

### **2.3.5.1.2. Uygulanma Koşulları**

#### **2.3.5.1.2.1. Payların Devrinin Kısıtlanmış Olması**

eTTK döneminde ortaklık, pay devrinin pay defterine kaydedilmesinden herhangi bir neden göstermeden kaçınabilmekteydi ve ortaklığın payını devretmek isteyen pay sahibinin payını devredememesi durumundaki zararını önleyici herhangi bir önlem alma yükümlülüğü bulunmamaktaydı. Kaçınma klozu ile ortaklık payı deftere kaydetmekten kaçınırken yine herhangi bir gerekçe göstermeyecek ancak payını devretmek isteyen pay sahibinin menfaatini gözeteyecektir. Burada değinilmesi gereken konu, söz konusu imkânın her durumda mı yoksa paylar sınırlandırılmışken mi mümkün olacağı hususudur. Ancak kanunun sistematüğinde söz konusu madde esas sözleşmesel bağlam ile aynı kenar başlık altında art arda düzenlenmekte olup birbirinden ayrı düşünülmesi mümkün değildir. Bu kapsamda, nama yazılı payların devri kısıtlanıyorsa, kaçınma klozu mümkün olabilecek; kısıtlama yoksa kaçınma klozu işletilemeyecektir<sup>307</sup>. Başka bir deyişle, kaçınma klozunun doğumu bağlamın öngörülmesine bağlıdır<sup>308</sup>.

#### **2.3.5.1.2.2. İşletilmesi için Esas Sözleşmeye Hüküm Konulmasının Gerekmemesi**

Kaçınma klozu, esas sözleşmesel bağlam ile pay devrinin kısıtlanması ile mümkün olabileceğinden esas sözleşmeye kaçınma klozuna ilişkin bir hüküm konulması gerekip gerekmediği hususu bir soru işareti oluşturabilir. Ancak, kaçınma klozunun işletilebilmesi için ortaklık sözleşmesinde buna ilişkin bir hüküm bulunmak zorunda değildir<sup>309</sup>.

#### **2.3.5.1.2.3. Bağlı Nama Yazılı Payın Devredilmesi ve Ortaklığa Başvuru Yapılması**

Kaçınma klozunun kullanılarak alım hakkının kullanılabilmesi ancak bağlı nama yazılı payların devredilmesi ve devralanın da pay defterine kayıt için ortaklığa başvurması gerekmektedir. Söz konusu hakkın bir alım mı yoksa ön alım mı hakkı olduğu noktasında

<sup>306</sup> Bozkurt, s. 137.

<sup>307</sup> Sevi, s.56; Şener, s. 586.

<sup>308</sup> Bozkurt, s. 139-142.

<sup>309</sup> Bozkurt, s. 142- 145.

öğretide bir yazar, bunun anonim ortaklığa tanınan yasal bir ön alım hakkı olduğunu ifade etmektedir<sup>310</sup>. Başka bir görüşe göre ise, söz konusu hak yasal şarta bağlı bir alım hakkı olmakla birlikte ancak payın devredilmesiyle mümkün olabileceğinden aynı zamanda ön alım hakkı niteliğindedir<sup>311</sup>.

#### **2.3.5.1.2.4. Ortaklığın Herhangi Bir Gerekçe Öne Sürmek Zorunda Olmaması**

TTK md. 493/1’de: “*Şirket, esas sözleşmede öngörülmüş önemli bir sebebi ileri sürerek veya devredene, paylarını, başvurma anındaki gerçek değeriyle, kendi veya diğer pay sahipleri ya da üçüncü kişiler hesabına almayı önererek, onay istemini reddedebilir.*” denilmekte ve kaçınma klozu hüküm altına alınmaktadır. Maddede ortaklığın pay defterine kayıttan kaçınması noktasında ikili bir ayırım yapılmış, bir taraftan önemli bir ileri sebep sürerek pay devrine onayın reddedilebileceği düzenlenirken, bir taraftan da herhangi bir sebep öne sürmeden payın gerçek değerinin teklif edilmesi suretiyle pay devrine kayıttan imtina edilebileceği hüküm altına alınmıştır<sup>312</sup>.

#### **2.3.5.1.2.5. Devre Onay Verme Kararının Yönetim Kurulu Tarafından Alınma Zorunluluğunun Olmaması**

Payın devrine onay verme yetkisi kural olarak yönetim kurulundadır ve yönetim kurulu bu yükümlülüğünü özen ve sadakat borcu ile eşit işlem ilkesine uygun olarak hakkın kötüye kullanılması teşkil etmeyecek şekilde kullanılmalıdır. Ancak söz konusu yetki yönetim kurulunun devredilemez nitelikteki yetkilerinden olmayıp borsada işlem görmeye bağlı nama yazılı paylar bakımından ilgili karar genel kurul tarafından da alınabilecektir<sup>313</sup>.

#### **2.3.5.1.2.6. Teklifin Gerçek Değer Üzerinden Yapılması**

TTK md. 493/1’de: “... *başvurma anındaki gerçek değeriyle...*” , md. 493/4’te: “...*gerçek değeri ile devralmayı önerdiği takdirde...*” , 493/5’te: “...*Devralan, paylarının gerçek değerinin belirlenmesini, şirketin merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinden isteyebilir; bu hâlde mahkeme şirketin karar tarihine en yakın*”

<sup>310</sup> **Tekinalp**, Ünal: Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları (Pay Defteri Hukuku ile), İstanbul 2012, N. 6-15, 6-16.

<sup>311</sup> **Bozkurt**, s. 147.

<sup>312</sup> **Bozkurt**, s. 147.

<sup>313</sup> Detaylı bilgi için bkz. **Bozkurt**, s. 154.



*tarihteki değerini esas alır... ” ve 493/6’da: “Devralan, gerçek değeri öğrendiği tarihten itibaren bir ay içinde bu fiyatı reddetmezse, şirketin devralma önerisini kabul etmiş sayılır.”* şeklinde düzenleme yapılmıştır. Bu düzenlemelerden de anlaşılacağı üzere, pay devrinin geçerli bir sebep öne sürülmeden reddedilmesi ancak payın gerçek değerinin teklif edilmesiyle mümkün olacaktır. Söz konusu gerçek değer nasıl belirleneceğine ilişkin kanunda bir kriter belirtilmemiş olmakla birlikte, değere ilişkin belirlemenin mahkeme tarafından yapılacağı öngörülmüştür.

### **2.3.5.1.3. Alım Teklifi**

Bağlı nama yazılı paya ilişkin alım teklifinin, payını devreden pay sahibinin bütün paylarını kapsayacak şekilde yapılması gerekmektedir. Alım teklifinin yöneleceği muhatap da yine bağlı nama yazılı payını devreden pay sahibi olacaktır. Söz konusu paylar ya ortaklık tarafından alınacaktır ya da ortaklık bu payları diğer pay sahipleri veya üçüncü kişiler hesabına devralacaktır. Payların diğer pay sahipleri ile üçüncü kişiler hesabına alınması durumunda, ortaklık payları önce kendi hesabına alacak ardından adına hareket ettiği pay sahibi veya üçüncü kişiye devredecektir. Ortaklık payları ister kendisi alsın isterse diğer pay sahipleri ile üçüncü kişiler hesabına alsın, devreden pay sahibinin borçlusu her zaman kendisi olacaktır<sup>314</sup>.

### **2.3.5.1.4. Önerilme İmkânı ile TTK md. 493/6 Hükmü Kapsamında Kaçınma Klozunun Karşılaştırılması**

Önerilme imkânı ile kaçınma klozu amaçları ve korudukları menfaatler birbirleriyle oldukça benzerdir. Kaçınma klozunda ortaklık tarafından ortaklık yapısına girmesi istenmeyen kişilerin ortaklığa girmesi engellenerek yabancılaşmanın önüne geçilirken payını devretmek isteyen pay sahibinin payı da gerçek değeri üzerinden alınarak pay sahibinin menfaati korunmaktadır. Nitekim önerilme imkânıyla da payların öncelikle pay sahiplerine ve yatırımcılara önerilmesi ile yabancılaşmanın önüne geçilirken pay sahibinin payının adil bir değer üzerinden alınması ve talep edilmeyen payların da ortaklık tarafından alınmasıyla pay sahibinin hakları korunmaktadır. Kaçınma klozunda payın kullanım fiyatının belirlenmesinde “*gerçek değer*” esasını benimsenmişken önerilme imkanında da “*adil değer*” esasını benimsenmektedir. Önerilme imkânının usul ve

<sup>314</sup> Alım teklifine ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Bozkurt**, s. 155 vd.

esaslarını düzenleyen Tebliğ adil değerin de nasıl belirlenmesi gerektiği noktasında detaylı bir belirleme yapmışken kaçınma klotuna ilişkin gerçek değerin mahkeme tarafından belirleneceği söylenilmekle yetinilmiş kanunda ilgili değerin belirlenmesine ilişkin bir kriter belirtilmemiştir. Ancak her iki düzenlemede de payın değerinin korunmaya çalışıldığı kesin olarak söylenebilecektir.

Bu iki kurumun doğumlarının belli bir olayın gerçekleşmesine bağlı olması noktasında da benzerlik taşıdığı görülmektedir. Gerçekten de kaçınma klotunun mümkün olabilmesi için pay devrinin sınırlanmış olması gerekmektedirken önerilme imkânının mümkün olabilmesi için de önemli nitelikteki işlemin yapılması sonucunda pay sahiplerinin ortaklıktan ayrılma hakkını kullanmaları gerekmektedir.

Bir başka benzerlik ise her iki kurumun da kullanılması için gerekli kararın yönetim kurulu tarafından alınacak olmasında kendisini göstermektedir. Gerçekten de kaçınma klotunun işletilmesi için pay devrini reddetme yetkisine de önerilme imkânının kullanılması için karar alma yetkisine de yönetim kurulu sahiptir.

Kaçınma klotu ile önerilme imkânını kullanan taraflar açısından da benzerlik bulunmaktadır. Nitekim kaçınma klotunda paylar ortaklık, pay sahipleri veya üçüncü kişiler tarafından alınırken, önerilme imkânında paylar ortaklık, pay sahipleri veya yatırımcılar tarafında alınmaktadır. Buradaki farklılık kaçınma klotunda üçüncü kişiler denilerek muhatap kitlesinin geniş tutulmuş olmasına karşılık önerilme imkânında yatırımcıların daha sınırlı bir muhatap çevresinin belirlenmesidir.

Bu iki kurumun benzerlikleri yanında birtakım farklılıkları da bulunmaktadır. İlk olarak kaçınma klotuna konu paylar ilk önce ortaklık tarafından diğer pay sahipleri veya üçüncü kişiler hesabına alınmakta daha sonra onlara devretmektedir. Ancak önerilme imkânında böyle bir durum söz konusu değildir. Söz konusu paylar alım talebinde bulunan pay sahipleri ile yatırımcılara doğrudan geçmektedir.

Bir diğer farklılık ise kaçınma klotu ile önerilme imkânının üzerinde kullanıldığı paylar ile ilgilidir. Kaçınma klotu bağlı nama yazılı paylar üzerinde kullanılırken önerilme imkânı, payın türüne bakılmaksızın ayrılma hakkına konu pay ne ise onun üzerinde kullanılmaktadır.

Söz konusu iki kurumun kullanılma süresi de birbirinde farklıdır. Kaçınma klozunda ilgili hakkın kullanılması gerçek değer belirlenmesinden itibaren bir aylık bir süreye bağlanmışken önerilme süreci on günlük bir zaman dilimi içinde tamamlanmaktadır. Bu durumun sebebi de önerilme imkânının payları borsada işlem gören ortaklıklar bakımından mümkün olması ve borsada işlemlerin süratli yapılması gerekliliğidir.

Bu iki kurum bakımından incelenecek son farklılık ise işletilmelerinin mümkün olduğu ortaklık türünde kendini göstermektedir. Nitekim önerilme imkânı, yalnızca payları borsada işlem gören ortaklıklar bakımından mümkünken kaçınma klozu borsaya kote edilmemiş ortaklıklarda görülmektedir. Nitekim daha önce de açıklandığı gibi borsaya kote edilmiş ortaklıklar bakımından pay devri sınırlaması mümkün olmamaktadır.

## SONUÇ

Ortaklıklar hukukunda ayrılma hakkı, ortağın ortaklıktan ayrılmasının ortaklığın feshine ya da infisahına sebebiyet vermemesi durumu olarak tanımlanmaktadır. Ayrılma hakkının kullanılmasıyla, sürekli borç ilişkilerinde olduğu gibi, ortağın tek taraflı irade beyanıyla ortaklıktan ayrılması mümkündür. Ortağın kişisel nitelikteki bir hakkı olan ayrılma hakkının kullanılmasının, ortaklığın bütününe etki ederek ortaklığın infisahına sebebiyet vermesi, ortaklık hukukuna hâkim ilkelerle, özellikle ortaklığın devamlı olması ilkesiyle örtüşmemektedir.

Ortaklıklar hukukunda bir ortağın ortaklıktan ayrılması çıkma, çıkarılma, pay devri, ayrılma akçesi gibi yollarla serbestçe gerçekleştirilmekte olup bu tez çalışmasında temel olarak SerPK md. 24 ile düzenlenen ayrılma hakkı ele alınmıştır.

Anonim ortaklıklarda ayrılma hakkı kavramının ilk ortaya çıkışı, 19. yüzyılın ikinci yarısında Amerika Birleşik Devletleri Eyalet Mahkemelerinin önüne gelen bir davada vermiş olduğu ortaklıktan ayrılma kararı ile olmuştur. Ayrılma hakkı kavramının hukuki düzenlemesi ise kavram, yargı kararlarında yer aldıktan sonraki süreçte gerçekleşmiştir.

ABD ortaklıklar hukukunda, öğretisi ve yargı kararlarında ortaklık sözleşmesi, hem devlet ve ortaklık arasında hem de pay sahipleri ve ortaklık arasında akdedilen bir sözleşme olarak görülmektedir. Bu itibarla, sözleşmenin tarafı olanların tümünün rızası olmadan sözleşme değiştirilememektedir. Söz konusu kazanılmış hak, pay sahiplerinin ortaklıktaki payını korumaktadır. Ezcümle, ortaklıklar hukukunda geçerli olan ilke, oybirliği ile karar alma ilkesidir.

Büyük yatırımların gerçekleştirilebilmesi için yüksek miktarda sermaye gerekmede ve bununla doğru orantılı olarak da ortaklıklardaki yatırımcı sayısı artmaktadır. Yatırımcı ve pay sahibi sayısının artmasıyla, 19. yüzyıl başlarında anonim ortaklıklarda hâkim prensip olan oybirliği ile karar alma yönteminin uygulanması olanağı kalmadığından oy çokluğu ile karar alma yöntemi benimsenmeye başlanmıştır. Oy çokluğu ile karar alma yöntemi ile karar alma süreçleri hızlanmış, alınması gereken kararların önündeki oybirliğini sağlama zorunluluğu biçiminde tezahür eden engel ortadan kaldırılmıştır. Ancak bu durumda da alınan kararlara muhalif kalan pay sahiplerinin anonim ortaklıktaki varlıkları sorunu ortaya çıkmıştır. Bu sebeple, alınan karara muhalif kalan ortağı

bulunmak istemediği bir ortaklık yapısı içerisinde bulunmaya zorlamanın haksız bir durum ortaya çıkaracağı düşünülerek bu ortakları korumak amacıyla söz konusu ortaklara ayrılma hakkı tanınmıştır.

Ayrılma hakkının doğuşuna bakıldığında, ayrılma hakkının getiriliş amacının ortaklık birleşmelerini gerçekleştirmek ve muhalif kalan ortağın pay sahipliği haklarını ve menfaatini korumak olduğu görülmektedir. Ayrılma hakkının getirilmesi ile, azınlık pay sahipleri ile çoğunluk pay sahipleri arasındaki menfaatler dengesini korumak amaçlanmaktadır. Sonuç olarak, ayrılma hakkının getirilmesi ile hem ortaklığın ticari hayatın gerektirdiği kararları oy çokluğu ile süratle alması hem de pay sahiplerinin pay sahipliğinden doğan hak ve menfaatlerinin korunması sağlanmıştır. Tez çalışmasının ana konusu olan önerilme imkânının doğumu ayrılma hakkına bağlı olduğu için halka açık anonim ortaklıklara tanınan ayrılma hakkı bu tez çalışmasının ilk bölümünde detaylıca incelenmiştir.

Ayrılma hakkı TTK'da kendisini md. 141 ayrılma akçesi düzenlemesiyle göstermektedir. Bu hükmün düzenlenmesinin de ortaklığın varlığını sürdürebilirliğini sağlama amacı taşıdığı da yine genel gerekçede belirtilmiş bulunmaktadır. TTK md. 141 ayrılma akçesi düzenlemesinde ise önerilme imkânından söz edilmemiş olup, Türk hukukunda ayrılma hakkı düzenlemeleri esas olarak Sermaye Piyasası Kanunu nezdinde kendisine yer bulmaktadır. Mülga 2499 sayılı SerPK'da ayrılma hakkına ilişkin bir düzenleme bulunmamaktayken halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkına ilişkin düzenlemeler, 6362 sayılı SerPK ile getirilen yeniliklerden biridir.

Ayrılma hakkının düzenlendiği SerPK md. 24 gerekçesinde ayrılma hakkının AB mevzuatına uyum sağlanması amacıyla halka açık ortaklıklar bakımından ilk kez düzenlendiği belirtilmektedir. Ancak maddenin ilk hâlinde, ayrılma hakkına konu payın yalnızca ortaklık tarafından satın alınması mümkün olacak şekilde ayrılma hakkı düzenlemesi yapılmıştır. Hakkın bu şekilde hüküm altına alınması öğretide, ayrılma hakkının kullanılması durumunda ayrılma hakkına konu payların ortaklık tarafından satın alınması zorunlu olduğundan bu durumun ortaklık malvarlığında önemli bir azalmaya yol açarak ortaklığı mali olarak zor bir duruma düşürebileceği yönünde eleştirilere sebebiyet vermiştir.

Ayrılma hakkının kullanılmasının ortaklık üzerinde oluşturacağı mali risk düşünüldüğünde bu duruma bir çözüm getirilmesi gerekliliği açıkça ortaya çıkmaktadır. Söz konusu ihtiyacın karşılanması amacıyla kanun koyucu tarafından 7222 sayılı kanunla SerPK’da yapılan değişiklikler neticesinde ayrılma hakkına konu payın diğer pay sahipleri ile yatırımcılara önerilmesi imkânı getirilmiştir.

Madde gerekçesinde, 2004 yılında İtalyan hukukunda yapılan reform örnek alınarak halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkına konu payın ortaklık tarafından satın alınmasından önce rüçhan ve önalım haklarına benzer nitelikte diğer pay sahipleri ve yatırımcılara önerilme ‘hakkının’ getirilmesinin amaçlandığı belirtilmiştir. Bu hakkın ortaklıklar bakımından zorunlu mu yoksa seçimlik olarak mı düzenleneceği konusunda ise SPK’ya geniş bir alan ve esneklik tanınması amacıyla kanun düzenlemesinin buna imkân verecek şekilde düzenlendiği belirtilmektedir.

7222 sayılı kanunla SerPK’da yapılan değişiklikler, SPK tarafından çıkarılan tebliğlerde de değişiklik yapılması gerekliliğini ortaya koymuştur. Nitekim bununla ilgili olarak kurul tarafından yapılan 27 Haziran 2020 tarihli basın açıklamasında 7222 sayılı kanunda yapılan değişiklikler ve piyasadan gelen talepler doğrultusunda II-23.3 sayılı Tebliğin çıkarıldığı belirtilmiştir.

Kanun metninde önerilme kurumu ile ilgili hiçbir belirleme yapılmamış ve esasları düzenleme yetkisi SPK’ya verilmiştir. Kurul da bu yetkiye dayanarak II-23.3 sayılı tebliğ md. 13’te “*Ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri ve yatırımcılara önerilmesi ve işleyiş süreci*” başlığı altında düzenleme yapmıştır. Buna göre, payları borsaya kote edilmiş olan halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkına konu olan paylar, alınacak bir yönetim kurulu kararı ile ortaklık tarafından satın alınmadan önce ayrılma hakkı kullanım fiyatı üzerinden diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilebilecektir.

Yukarıda, ayrılma hakkının kullanılmasının ortaklık malvarlığında büyük bir yük oluşturması sebebiyle ortaklığın ayrılma hakkına konu işlemi yapmaktan vazgeçebileceğine değinilmişti. Bu noktada, ortaklığın işlem menfaatini korumak amacıyla getirilen bir hakkın kullanılması sonucunda ortaklığın işlemi yapmaktan vazgeçmesi hakkın getiriliş amacıyla tamamen ters düşecek ve ayrılma hakkını işlevsizleştirecektir. Bu nedenle hem pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanmasıyla pay sahipliği haklarının korunmasını hem de ortaklığın malvarlığı ve işlem menfaatinin

korunmasını sağlayacak alternatif imkânların öngörülmesi gerekmektedir. Önerilme imkânı da bu korumayı sağlayacak ayrılma hakkının kullanılma yöntemlerinden birisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Önerilme imkânı kullanılması için pay sahibi olma zorunluluğu getirmeyen, yönetim kurulunun kararına bağlı, ayrılma hakkının kullanılma yöntemlerinden birine teşkil eden bir hukuki imkândır.

Sonuç bölümünde kısaca, tez çalışmasının ikinci bölümünde ise detaylı olarak önerilme imkânının tarihsel süreci, amacı, özellikleri, kullanılma süreci açıklanmış, düzenlemeye ilişkin bazı öneri ve eleştirilerde bulunulmuştur.

Çalışmada son olarak, önerilme imkânı benzer hak ve kurumlarla karşılaştırılmıştır. Bu kapsamda önerilme imkânı sırasıyla rüçhan hakkı, önalım hakkı, öncelik hakkı, önerilmeye muhatap olma hakkı ve kaçınma klozu ile karşılaştırılmıştır. Söz konusu haklar ayrılma hakkına amaç itibarıyla oldukça benzemekte olup kullanılma şekilleri, doğumları, tarafları, kullanılacakları ortaklık türleri ve paylar gibi noktalarda farklılıklar ve benzerlikler taşımaktadır.

Rüçhan hakkı, önerilme imkânı ile amaçta , doğumlarının şarta bağlı olmasında, hak sahibi taraflar noktasında, oransal olarak kullanıma tâbi olmada benzerlikler taşımaktayken doğum şekilleri, kullanılacakları ortaklık türleri, üzerinde kullanılacakları paylar açısından ise farklılıklar taşımaktadır.

Önalım hakkı ise yine amaç, şarta bağlı olma gibi noktalarda önerilme imkânına benzemekteyken doğum şekli, taraflar, konu ve kullanılmasının mümkün olduğu ortaklıklar bakımından önerilme imkânından farklılaşmaktadır.

Önerilme imkânı ve öncelik hakkının her ikisi de pay sahiplerine öncelik tanınması ve amaçları bakımından oldukça benzer olmakla birlikte doğum şekilleri, tarafları, konuları ile kullanılmasının mümkün olduğu ortaklıklar bakımından farklı iki kurumu teşkil etmektedir.

Önerilmeye muhatap olma hakkı ile önerilme imkânı getirilme amaçları noktasında, pay sahiplerine öncelik tanınması noktasında, her ikisinin de bir malvarlığı hakkı olmasında ve oransallığa tâbi olmada benzerlikler taşımaktayken tarafları, sınırlanma imkânı ve yönetim kurulunun ilgili karar almada zorunlu olup olmasının bakımından farklılıklar içermektedir.

Önerilme imkânı ile kaçınma klozunun amaçları ve korudukları menfaatler birbirleriyle oldukça benzerdir. Kaçınma klozunda payın kullanım fiyatının belirlenmesinde “*gerçek değer*” esası benimsenmişken önerilme imkanında da “*adil değer*” esası benimsenmesi payın değerinin korunmaya çalışılması bakımından benzerdir. Bu iki kurumun doğumlarının belli bir olayın gerçekleşmesine bağlı olması noktasında da benzerlik taşıdığı görülmektedir. Bir başka benzerlik ise her ikisinin de kullanılması için gerekli kararın yönetim kurulu tarafından alınacak olmasında kendisini göstermektedir. Kaçınma klozu ile önerilme imkânını kullanan taraflar açısından da benzerlik bulunmaktadır.

Bu iki kurumun benzerlikleri yanında birtakım farklılıkları da bulunmaktadır. İlk olarak kaçınma klozuna konu paylar ilk önce ortaklık tarafından diğer pay sahipleri veya üçüncü kişiler hesabına alınmakta daha sonra onlara devretmektedir. Ancak önerilme imkânında böyle bir durum söz konusu değildir. Söz konusu paylar alım talebinde bulunan pay sahipleri ile yatırımcılara doğrudan geçmektedir. Bir diğer farklılık ise kaçınma klozu ile önerilme imkânının üzerinde kullanıldığı paylar ile ilgilidir. Söz konusu iki kurumun kullanılma süresi de birbirinde farklıdır. Son olarak bu iki kurumun mümkün olduğu ortaklık türleri de birbirinden farklıdır.



## KAYNAKÇA

- ADIGÜZEL**, Burak: “Sermaye Piyasası Hukuku”, Ankara 2017. (Anılış: Sermaye Piyasası)
- ADIGÜZEL**, Burak: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı”, GÜHFD 2014, C. 18, S. 2, s. 1-51. (Anılış: Ayrılma Hakkı)
- ADIGÜZEL**, Burak: “Türk Sermaye Piyasasında Yeni Sermaye Piyasası Kanununun Getirdikleri”, MECAS, 2017, s. 53-68. (Anılış: Sermaye Piyasası Kanununun Getirdikleri)
- ADIGÜZEL**, Burak: “Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkının Sınırlanması veya Kaldırılması”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2014, C. 18, S. 1, 1-48. (Anılış: Rüçhan Hakkı)
- AKIN**, Murat Yusuf: “Kayıtlı Sermayede Rüçhan Hakkının Sınırlandırılması veya İlgilinin Bu Hakkı Kullanımdan Yoksun Bırakılmasındaki Kısıtlar”, Prof. Dr. Reha Poroy’a Armağan, 1. Baskı, İstanbul 1995, 7-37.
- AKİPEK**, Jale/ **AKINTÜRK**, Turgut/ **ATEŞ**, Derya: “Türk Medeni Hukuku, Başlangıç Hükümleri Kişiler Hukuku”, C. 1, 18. Baskı, İstanbul 2022.
- AKYÜREK**, Koray: “Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Halka Açık Anonim Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)”, 1. Baskı, İstanbul 2020.
- ALTAN**, Derin: “Sermaye Piyasasında Pay Sahiplerinin Ayrılma Hakkı ve Önemli Nitelikteki İşlemler”, BFHD 2014, C. 3, S. 11, s. 117-161.
- ANSAY**, Tuğrul: “Anonim Şirketler Hukuku Dersleri”, 5. Baskı, Ankara 1975.
- ATAY**, Ender Ethem: “Hukuk Başlangıcı”, Ankara 2021.
- AYRANCI**, Hasan: “Ön Sözleşme”, Ankara 2006.
- AYTAÇ**, Zühtü: “Anonim Ortaklıklarda Rüçhan Hakkı, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu II”, Ankara 1985, s. 297-338.
- BAHTİYAR**, Mehmet: “Ortaklıklar Hukuku”, 14. Baskı, İstanbul 2020.

- BAKIRCI**, Sadiye Sıla: “Şirketler Hukukunda Birleşme İşlemleri Sebebiyle Ayrılma Akçesi”, Birinci Baskı, Ankara 2022.
- BEKTAŞ**, İbrahim: “Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı ve Pay Alım Teklifi Zorunluluğu”, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı, Bankacılık Enstitüsü Yayınları, Ankara 2015, 751-827.
- BİLGİN**, Hikmet: “Bazı Özel Kanun Hükümlerince Kendilerine Rüçhan Hakkı Tanınan Alacaklar”, Prof. Dr. Ejder Yılmaz’a Armağan, Ankara 2014, C. 1, 539-554.
- BOZKURT**, Tamer: “Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması(Bağlam)”, Birinci Baskı, İstanbul 2016.
- CAHN**, Andreas / **DONALD**, David C.: “Comparative Company Law Text and Case on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA”, Second Edition, Cambridge, Cambridge University Press, 2018.
- CALİO**, J.E.: “New Appraisals of Old Problems: Reflections on the Delaware Appraisal Proceeding”, *American Business L., J.*, V.32, I.1, 1994, pp. 1-72.
- CARNEY**, William J.: “Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes”, *American Bar Foundation Research Journal*, 1980, 5(1), 69–132.
- ÇAM**, Gülçin: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler”, Birinci Baskı, Ankara 2019.
- ÇAMOĞLU**, Ersin: “Kollektif Ortaklıkta Haklı Sebep Kavramı ve Ortağın Haklı Sebep ile Çıkarılması”, İstanbul 1976. (Anılış: Kollektif Ortaklıkta Haklı Sebep)
- ÇANGA BELBER**, Eda: “Karşılaştırmalı Hukuk Işığında Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Önemli Nitelikte İşlemler”, Birinci Baskı, İstanbul 2017.
- DEĞİRMENCİOĞLU Aydın**, Nihan: “Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkı”, 1. Baskı, İstanbul 2021.
- DOĞAN**, Gül: “Ön Sözleşme (Sözleşme Yapma Vaadi)”, İstanbul 2006.
- DOĞANAY**, İsmail: “Türk Ticaret Kanunu Şerhi: m. 1-419”, 1. Baskı, İstanbul.

- DOMANIÇ**, Hayri: “Adi-Kollektif ve Komandit Şirketler”, 4. Baskı, İstanbul 1988. (Anılış: Kollektif)
- DOMANIÇ**, Hayri: “Türk Ticaret Kanunu Şerhi”, C. I, İstanbul 1988. (Anılış: Şerh)
- ERTEN**, Cengiz: “Anonim Şirketlerde Haklı Sebeplerle Fesih Hakkının Yargıtay İçtihatları Çerçevesinde Değerlendirilmesi”, Uyuşmazlık Mahkemesi Dergisi 13, 2019, 187-211.
- FEDERİCO**, Ghezzi/ **MALBERTİ**, Corrado: “The Two-Tier Model and One-Tier Model of Corporate Governance in the Italian Reform of Corporate Law”, ECFR 2008, 1-47.
- FEYZİOĞLU**, Feyzi N.: “Şuf’a Hakkı”, İstanbul 1959.
- GÜRİZ**, Adnan: “Hukuk Başlangıcı”, 16. Baskı, Ankara 2014.
- HACİMAHMUTOĞLU**, Sibel: “AT Komisyonu’nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme”, BATİDER 2001, C. 21, S.1, 95-140.
- HAİGT**, Carol B.: “The Standard of Care Required of an Investment Banker to Minority Shareholders in a Cash-Out Merger: Weinberger v. UOP, Inc.” Delaware Journal of Corporate Law, vol. 8, no. 1, 1983, pp. 98-122.
- HERZEL**, Leo/ **COLLİNG**, Dale E.: “Establishing procedural fairness in squeeze-out mergers after Weinberger v. UOP.” *The Business Lawyer*, 1984, 1525-1539.
- HİRŞ**, Ernst E.: “Ticaret Hukuku Dersleri”, 2. Bası, İstanbul 1946.
- İMREGÜN**, Oğuz: “Kollektif, Komandit ve Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Ortaklıklar”, İstanbul 1989. (Anılış: Kollektif)
- İMREGÜN**, Oğuz: “Anonim Ortaklıklar”, 3. Bası, İstanbul 1974. (Anılış: Anonim Ortaklıklar)
- KARABABA**, Serdar: “(Mukayeseli hukuk ve Türk hukuku açısından): Anonim Ortaklıkta Satın Alma:(Squeeze-Out) Ve Çıkarma Hakları”, Ankara 2016.
- KARAYALÇIN**, Yaşar: “İsviçre Borçlar Kanununda Anonim Şirketler Hukuku Alanında Yapılan Değişiklikler”, BATİDER 1993, C. 17, S. 1, 5-48.
- KAYA**, Barış: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı”, Birinci Baskı, İstanbul 2018.

- KAYAÖZÜ**, Mustafa Aykut: “Sözleşmeden Doğan Önalım Hakkı”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2015.
- KAYIHAN**, Şaban: “Şirketler Hukuku”, Gözden Geçirilmiş Beşinci Baskı, Ankara 2021.
- KENDİGELEN**, Abuzer: “Hukukî Mütalâalar(Mahkeme Kararları ile Birlikte)” Cilt XI: 2010-2011, 1. Baskı, İstanbul 2013.
- KENDİGELEN**, Abuzer/ **KIRCA**, İsmail: “Şirketler Hukuku Cilt III”, 1. Baskı, İstanbul 2022.
- KIRCA**, Çiğdem: “Önalım Hakkı Konusunda Medeni Kanundaki Değişiklikler”, Prof. Dr. Ömer Teoman’a 55. Yaş Günü Armağanı, C. 2, İstanbul 2002.
- KORKMAZ**, Melih Can: “Anonim Ortaklıkta Rüçhan Hakkı”, Birinci Baskı, Ankara 2022.
- LEVY**, I. J.: “Right of Dissenting Shareholders Appraisal Remedy”, Tennessee L. Rev., V. 65, I. 3, 1997-1998.
- MAGNET**, Joseph Eliot: “Shareholders' Appraisal Rights in Canada.” Ottawa Law Review, vol. 11, no. 1, 1979, pp. 98-162.
- MANAVGAT**, Çağlar: “Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz”, Ankara 2016. (Anılış: Halka Arz)
- MANAVGAT**, Çağlar: “Aleni Pay Alım Teklifi”, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 64, Ankara 1997. (Anılış: Pay Alım Teklifi)
- MANAVGAT**, Çağlar: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma Ve Satma Hakkı Sermaye Piyasası Hukukunda Yeni Yaklaşımlar”, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi 2015, S. 2, 93-106. (Anılış: Çıkarma Ve Satma Hakkı)
- MANNİNG**, Bayless: “The Shareholders's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker.” Yale Law Journal, vol. 72, no. 2, December 1962, pp. 223-265.
- MCCAMANT**, Wallace: “Wrong without Remedy: A Legal Satire VII” - The Railway Lease, *Green Bag*, vol. 15, no. 11, November 1903, pp. 526-528.
- MEMİŞ**, Tekin/ **TURAN**, Gökçen: “Sermaye Piyasası Hukuku”, Güncellenmiş 5. Baskı, Ankara 2020.

- MOROĞLU**, Erdoğan: “Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı”, 4. Baskı, İstanbul 2018.
- OĞUZMAN**, M.Kemal/ **SELİÇİ**, Özer/ **OKTAY-ÖZDEMİR**, Saibe: “Eşya Hukuku”, 17.Bası, İstanbul 2014.
- OĞUZMAN**, Kemal/ **ÖZ**, Turgut: “Borçlar Hukuku Genel Hükümler Cilt-1”, 17. Bası, İstanbul 2019.
- OKUTAN NİLSSON**, Gül: “Anonim Ortaklıklarda Pay Sahipleri Sözleşmeleri”, İstanbul 2004.
- ÖLEKLİ**, Neşe: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkı”, İÜHFİM, 2018, C. 76, S. 1, s. 219-254.
- ÖZDOĞAN**, Ayşegül: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı”, Cumhuriyetin 80. Yılına Armağan, Ankara 2004, SPK Yayınları, Yayın No. 147, C. 2, s. 693-762.
- PASLI**, Ali/ **AKAY**, Hasan Onur: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkını Kullanan Pay Sahibinin, Şirketler Topluluğu Düzenlemelerinden Yararlanma Olanığı”, İÜHFİM, 2019, C. 77, S. 1, s. 49-70.
- POROY**, Reha/ **TEKİNALP**, Ünal/ **ÇAMOĞLU**, Ersin: “Ortaklıklar Hukuku I”, 14. Bası, İstanbul 2019. (Anılış: Ortaklıklar I)
- POROY**, Reha/ **TEKİNALP**, Ünal/ **ÇAMOĞLU**, Ersin: “Ortaklıklar Hukuku II”, 14. Bası, İstanbul 2019. (Anılış: Ortaklıklar II)
- SEMERCİ VURALOĞLU**, Tuğba: “Sermaye Piyasası Kanununa Göre Anonim Ortaklıkta Ayrılma Hakkı”, Birinci Baskı, İstanbul 2018. (Anılış: Ayrılma Hakkı)
- SEMERCİ VURALOĞLU**, Tuğba: “Halka Açık Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri ve Ayrılma Hakkına İlişkin Yeni Düzenlemelerin Değerlendirilmesi”, Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2021, C. 16, S. 197-198, s. 281-318.(Anılış: Yeni Düzenlemelerin Değerlendirilmesi)
- SİEGEL**, Mary: “Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-first Century”, Harvard Law Journal, S. 32, 1995, pp. 79-143.
- SİRMEN**, A. Lale: “Eşya Hukuku”, 5. Baskı, Ankara 2017.

- SONGUR**, Damla: “Ticari Temsilcinin Yetkisinin Kanuni Sınırları Üzerine Bir İnceleme: Halka Açık Şirketlerde Önemli Nitelikteki İşlemler”, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, 2019, C. 5, S. 2, s. 243-259.
- SÖNMEZ**, Yusuf Ziyaeddin: “Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, birinci Baskı, İstanbul 2009. (Anılış: Ayrılma Hakkı)
- SÖNMEZ**, Yusuf Ziyaeddin: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkının Kullanılacağı Payların Sınırlandırılması Sorunu (Ayrılma Hakkı Hangi Anda veya Hangi Ana Kadar Elde Edilmiş veya Edilecek Paylar İçin Kullanılabilmelidir?)”, BATİDER 2017, C. 33, S. 4, s. 191-227.( Anılış: Payların Sınırlandırılması)
- ŞEHİRALİ ÇELİK**, Feyzan Hayal/ **KIRCA**, İsmail/ **MANAVGAT**, Çağlar: “Anonim Şirketler Hukuku C. 1”, 1. Baskı, Ankara 2013.
- ŞENER**, Oruç Hami: “Ortaklıklar Hukuku Ders Kitabı”, 4. Bası, Ankara 2019.
- ŞIPKA**, Şükran Taman: “Türk Hukukunda Kanunî Önalım (Şuf’a) Hakkı(MK. m. 659)(Hukuki Niteliği ve Kullanma Koşulları)”, İstanbul 1994.
- TARHAN**, Damla Gül: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler ve Sonuçları”, Birinci Baskı, İstanbul 2018. (Anılış: Önemli Nitelikteki İşlemler)
- TARHAN**, Damla Gül: “Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşme İşlemleri Açısından Ayrılma Hakkı ve Ayrılma Akçesi”, BATİDER, 2017, C. 33, S. 1, s. 211-258. (Anılış: Ayrılma Akçesi)
- TEKİNALP**, Ünal: “Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları (Pay Defteri Hukuku ile)”, İstanbul 2012.
- TEOMAN**, Ömer: “Yaşayan Ticaret Hukuku(Hukuki Mütalâalar) Kitap 16: 2014-2020”, 1. Baskı, İstanbul 2021.
- THOMAS**, Randall S.: “Revising the Delaware Appraisal Statute, Delaware Law Review”, V. 3, I. 1, 2000.
- TOPALOĞLU**, Mustafa: “Limited Şirketlerde Ayrılma Akçesinin Ödenmesine İlişkin Sorunların Değerlendirilmesi”, Çukurova Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2017, C. 4; S. 8, s. 171-181.

**TURAN**, Gökçen: “6362 Sayılı Kanun’da Halka Açık Ortaklık Pay Sahiplerine Tanınan Ayrılma Hakkı”, LHD, 2014, C. 12, S. 139, s. 75-116.

**UÇAR**, Sercan: “Anonim Şirket Paylarının Devrinde Önalım ve Öncelik Hakları”, 2. Baskı, Ankara 2020.

**WEISS**, Elliot J.: “Balancing Interests in Cash-Out Mergers: The Promise of Weinberger v. UOP, Inc.” *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 8, no. 1, 1983, p. 1-58.(Anılış: Cash Out Mergers )

**YILDIZ**, Şükrü: “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununda Rüçhan Hakkı Konusunda Getirilen Değişiklikler”, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi 2012, C. 18, S. 2, 809-817.



**HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**YÜKSEK LİSANS TEZ ÇALIŞMASI ORJİNALLİK RAPORU**

**HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA**

Tarih: 28/04/2023

Tez Başlığı : **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkına Konu Payların Diğer Pay**

**Sahipleri veya Yatırımcılara Önerilmesi ve Hukuki Sonuçları**

Yukarıda başlığı gösterilen tez çalışmamın a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam **87** sayfalık kısmına ilişkin, **27/04/2023** tarihinde ~~çalışmam~~/tez danışmanım tarafından Turnitin adlı intihal tespit programından aşağıda işaretlenmiş filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezin benzerlik oranı **% 17** 'tür.

Uygulanan filtrelemeler:

- 1-  Kabul/Onay ve Bildirim sayfaları hariç
- 2-  Kaynakça hariç
- 3-  Alıntılar hariç
- 4-  Alıntılar dâhil
- 5-  5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları'nı inceledim ve bu Uygulama Esasları'nda belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

Tarih ve İmza

**Adı Soyadı:** Amine Nur Güran  
**Öğrenci No:** N19235487  
**Anabilim Dalı:** Özel Hukuk Anabilim Dalı  
**Programı:** Özel Hukuk Tezli Yüksek Lisans Programı

**DANIŞMAN ONAYI**

UYGUNDUR.

\_\_\_\_\_  
Dr. Öğr. Üyesi Elif Cemre HAZIROĞLU





**HACETTEPE UNIVERSITY  
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES  
MASTER'S THESIS ORIGINALITY REPORT**

**HACETTEPE UNIVERSITY  
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES  
PRIVATE LAW DEPARTMENT**

Date: 27/04/2023

Thesis Title : **Offering Shares Subject to The Appraisal Right in Publicly Held Corporations to Other Shareholders or Investors and Its Legal Results**

According to the originality report obtained by myself/my thesis advisor by using the Turnitin plagiarism detection software and by applying the filtering options checked below on **27/04/2023** for the total of **87** pages including the a) Title Page, b) Introduction, c) Main Chapters, and d) Conclusion sections of my thesis entitled as above, the similarity index of my thesis is **17 %**.

Filtering options applied:

1.  Approval and Declaration sections excluded
2.  Bibliography/Works Cited excluded
3.  Quotes excluded
4.  Quotes included
5.  Match size up to 5 words excluded

I declare that I have carefully read Hacettepe University Graduate School of Social Sciences Guidelines for Obtaining and Using Thesis Originality Reports; that according to the maximum similarity index values specified in the Guidelines, my thesis does not include any form of plagiarism; that in any future detection of possible infringement of the regulations I accept all legal responsibility; and that all the information I have provided is correct to the best of my knowledge.

I respectfully submit this for approval.

Date and Signature

**Name Surname:** Amine Nur Gran  
**Student No:** N19235487  
**Department:** Private Law  
**Program:** LLM in Private Law(Thesis) Programme

**ADVISOR APPROVAL**

APPROVED.

\_\_\_\_\_  
 Assist Prof. Dr. Elif Cemre HAZIROĞLU



**HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**TEZ ÇALIŞMASI ETİK KOMİSYON MUAFİYETİ FORMU**

**HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA**

Tarih: 28/04/2023

Tez Başlığı: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkına Konu Payların Diğer Pay Sahipleri veya Yatırımcılara Önerilmesi ve Hukuki Sonuçları

Yukarıda başlığı gösterilen tez çalışmam:

1. İnsan ve hayvan üzerinde deney niteliği taşımamaktadır,
2. Biyolojik materyal (kan, idrar vb. biyolojik sıvılar ve numuneler) kullanılmasını gerektirmemektedir.
3. Beden bütünlüğüne müdahale içermemektedir.
4. Gözlemsel ve betimsel araştırma (anket, mülakat, ölçek/skala çalışmaları, dosya taramaları, veri kaynakları taraması, sistem-model geliştirme çalışmaları) niteliğinde değildir.

Hacettepe Üniversitesi Etik Kurullar ve Komisyonlarının Yönergelerini inceledim ve bunlara göre tez çalışmamın yürütülebilmesi için herhangi bir Etik Kurul/Komisyon'dan izin alınmasına gerek olmadığını; aksi durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

28/04/2023

**Adı Soyadı:** Amine Nur Güran  
**Öğrenci No:** N19235487  
**Anabilim Dalı:** Özel Hukuk Anabilim Dalı  
**Programı:** Özel Hukuk Tezli Yüksek Lisans Programı  
**Statüsü:**  Yüksek Lisans  Doktora  Bütünleşik Doktora

**DANIŞMAN GÖRÜŞÜ VE ONAYI**

Dr. Öğr. Üyesi Elif Cemre HAZIROĞLU

Detaylı Bilgi: <http://www.sosyalbilimler.hacettepe.edu.tr>

Telefon: 0-312-2976860

Faks: 0-3122992147

E-posta: [sosyalbilimler@hacettepe.edu.tr](mailto:sosyalbilimler@hacettepe.edu.tr)



**HACETTEPE UNIVERSITY**  
**GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES**

**ETHICS COMMISSION FORM FOR THESIS**

**HACETTEPE UNIVERSITY  
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES  
PRIVATE LAW DEPARTMENT**

Date: 28/04/2023

Thesis Title: Offering Shares Subject to The Appraisal Right in Publicly Held Corporations to Other Shareholders or Investors and Its Legal Results

My thesis work related to the title above:

1. Does not perform experimentation on animals or people.
2. Does not necessitate the use of biological material (blood, urine, biological fluids and samples, etc.).
3. Does not involve any interference of the body's integrity.
4. Is not based on observational and descriptive research (survey, interview, measures/scales, data scanning, system-model development).

I declare, I have carefully read Hacettepe University's Ethics Regulations and the Commission's Guidelines, and in order to proceed with my thesis according to these regulations I do not have to get permission from the Ethics Board/Commission for anything; in any infringement of the regulations I accept all legal responsibility and I declare that all the information I have provided is true.

I respectfully submit this for approval.

28/04/2023

**Name Surname:** Amine Nur Güran  
**Student No:** N19235487  
**Department:** Private Law  
**Program:** LLM in Private Law(Thesis) Programme  
**Status:**  MA  Ph.D.  Combined MA/ Ph.D.

**ADVISER COMMENTS AND APPROVAL**

Assist Prof. Dr. Elif Cemre HAZIROĞLU

