TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI

ŞİRKETLER HUKUKUNDA BİRLEŞME İŞLEMLERİ SEBEBİYLE AYRILMA AKÇESİ

Yüksek Lisans Tezi

Sadiye Sıla BAKIRCI

Ankara, 2020

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI

ŞİRKETLER HUKUKUNDA BİRLEŞME İŞLEMLERİ SEBEBİYLE AYRILMA AKÇESİ

Yüksek Lisans Tezi

Sadiye Sıla BAKIRCI

Tez Danışmanı
Prof. Dr. Feyzan Hayal ŞEHİRALİ ÇELİK

Ankara, 2020

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI

ŞİRKETLER HUKUKUNDA BİRLEŞME İŞLEMLERİ SEBEBİYLE AYRILMA AKÇESİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Feyzan Hayal ŞEHİRALİ ÇELİK

TEZ JÜRİSİ ÜYELERİ

Adı ve Soyadı	**İmzası**
1- Prof. Dr. Feyzan Hayal ŞEHİRALİ ÇELİK	
2- Prof. Dr. Korkut ÖZKORKUT	
3- Dr. Öğr. Üyesi Çiğdem YATAĞAN ÖZKAN	
4-	
5-	

Tez Savunması Tarihi

08. 12.2020

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne,

Prof. Dr. Feyzan Hayal ŞEHİRALİ ÇELİK danışmanlığında hazırladığım "Şirketler Hukukunda Birleşme İşlemleri Sebebiyle Ayrılma Akçesi (Ankara 2020)"adlı yüksek lisans ☐ - doktora/bütünleşik doktora ☐ tezimdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu, başka kaynaklardan aldığım bilgileri metinde ve kaynakçada eksiksiz olarak gösterdiğimi, çalışma sürecinde bilimsel araştırma ve etik kurallarına uygun olarak davrandığımı ve aksinin ortaya çıkması durumunda her türlü yasal sonucu kabul edeceğimi beyan ederim.

Tarih:

Sadiye Sıla BAKIRCI

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER ..... **i**
KISALTMALAR ..... **viii**
TEŞEKKÜR ..... **xi**
GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM

ŞİRKET BİRLEŞMELERİNDE AYRILMA HAKKI VE AYRILMA AKÇESİNE İLİŞKİN GENEL ESASLAR

I. ŞİRKET BİRLEŞMELERİ 6
A. Birleşmelere Duyulan İhtiyaç 6
B. Birleşme Kavramı ve Türleri 9
C. Birleşmenin Unsurları 12
a. En Az İki Ticaret Şirketinin Varlığı 12
b. Malvarlığı/İşletme Birleşmesinin Gerçekleşmesi ve Küllî Halefiyet İlkesi 13
c. Tasfiyesiz Sona Erme İlkesi 15
d. TTK m. 137 Hükmünde Belirtilen Eşleşmeye Uygun Olma 16
II. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNDE TEMEL İLKE: PAY SAHİPLİĞİNİN DEVAMLILIĞI 18
III. PAY SAHİPLİĞİNİN DEVAMLILIĞI İLKESİNİN İSTİSNASI: "AYRILMA HAKKI" 23
A. Kavram Olarak "Ayrılma Hakkı" ve "Ayrılma Akçesi" 23
B. Terminoloji 25
C. Ayrılma Hakkı ile Ayrılma Akçesinin Doğuşu ve Tarihsel Gelişimine Genel Bakış 25
D. Ayrılma Hakkına İlişkin Teoriler ve Ayrılma Hakkının Hukuki Niteliği 32
a. Ayrılma Hakkına İlişkin Teoriler 32
aa. Veto Hakkını Kaybetmenin Tazmini Teorisi (*Conventional Theory*) 32
bb. Şirket Malvarlığına El Koyulması Teorisi 33
cc. Yönetimsel Teşvik Teorisi 34
dd. Tercihlerin Uyumlaştırılması Teorisi 35
b. Ayrılma Hakkının Hukuki Niteliği 36
E. Ayrılma Hakkının İşlevleri 40

a. Paylara Likidite Kazandırma İşlevi 40
b. Azınlık ve Çoğunluk Pay Sahiplerinin Korunması İşlevi 41
c. Şirket İçi İşlem Maliyetini Azaltma İşlevi 44
d. Şirket İçi Barışı Sağlama İşlevi 45
F. Türk Hukukunda Ayrılma Akçesinin Doğuşunda ETTK Düzenlemelerinin Etkileri ve Ayrılma Akçesinin Felsefi Temelleri 45
IV. AYRILMA AKÇESİNİN TÜRLERİ 52
A. TTK Hükümlerinin Değerlendirilmesi 52
a. Seçimlik Ayrılma Akçesi 54
b. Zorunlu Ayrılma Akçesi 58
aa. Genel Olarak 58
bb. *Squeeze-Out* ile İlişkisi 60
B. Sermaye Piyasası Mevzuatının Değerlendirilmesi 63
a. Genel Olarak 63
b. Sözleşme Kurma Zorunluluğuna Sebep Olması 65
V. AYRILMA AKÇESİNE İLİŞKİN NORMATİF DÜZENLEMELERİN VE TERMİNOLOJİ KONUSUNUN DEĞERLENDİRİLMESİ 67
A. Normatif Düzenlemeler 67
a. TTK Hükümlerinin Değerlendirilmesi 68
b. Sermaye Piyasası Mevzuatının Değerlendirilmesi 69
B. Birleşmede Ayrılma Akçesine İlişkin TTK m. 141 ve SPKn m. 24 Hükümlerinin Birlikte Uygulanabilirliği 72
a. HAAŞ'lerin Taraf Olduğu Birleşmelere Uygulanacak Mevzuat 73
b. HAAŞ'nin Taraf Olduğu Birleşmelere, TTK ve Sermaye Piyasası Mevzuatında Yer Alan Ayrılma Akçesi Hükümlerinin Birlikte Uygulanabilirliği 79
aa. Amaç ve İşlev Bakımından 80
bb. Kapsam Bakımından 81
aaa. Genel Olarak 81
bbb. HAAŞ'nin Taraf Olduğu Kolaylaştırılmış Usulde Birleşmeler 83
cc. Değerlendirmemiz 84
C. Ayrılma Akçesine İlişkin Normatif Düzenlemelerin Hangi Tür İşlemlere Uygulanabileceği 88
a. TTK Hükümlerinin Değerlendirilmesi 88
aa. Bölünme Bakımından 89

bb. Tür Değiştirme ve Bir Ticari İşletmenin Ticaret Şirketi Tarafından Devralınması Bakımından 93
b. Sermaye Piyasası Mevzuatının Değerlendirilmesi 95
aa. Önemli Nitelikteki İşlem Kavramı 96
bb. Sınırlı Sayıda Olmaması 99
aaa. Yönetim Kurulu Tarafından Alınan Önemli Kararlar Bakımından .. 104
bbb. Yapısal Değişiklik Kararları Bakımından 105
aaaa. Birleşme 105
bbbb. Bölünme 109
cccc. Tür Değiştirme 110
dddd. Payları Borsada İşlem Gören Şirketin Bu Niteliğe Sahip Olmayan Bir Şirket Tarafından Devralınması Durumu 111
ccc. SPKr Tarafından Belirlenecek Önemli Nitelikteki İşlemler 112
D. Terminoloji Konusunun Değerlendirilmesi 115
VI. AYRILMA AKÇESİNİN HUKUKİ NİTELİĞİNİN SAPTANMASI VE BENZER KAVRAMLARLA KARŞILAŞTIRILMASI 117
A. Ayrılma Akçesinin Hukuki Niteliği 117
B. Ayrılma Akçesinin Benzer Kavramlarla Karşılaştırılması 121
a. Anonim Şirketin Haklı Nedenle Fesih Davası ile Karşılaştırılması 121
b. Hâkim Pay Sahibinin Satın Alma Hakkı İle Karşılaştırılması 125
c. Hâkimiyetin Hukuka Aykırı Kullanılmasından Doğan Çıkma Hakkı İle Karşılaştırılması 128
d. Pay Alım Teklif Zorunluluğu ile Karşılaştırılması 131
e. Çıkarma ve Satma Hakkı ile Karşılaştırılması 133
f. Diğer Kurumlarla Karşılaştırılması 136

İKİNCİ BÖLÜM
AYRILMA AKÇESİNİN KULLANIM SÜRECİ

I. AYRILMA AKÇESİ TALEP EDEBİLECEK PAY SAHİPLERİ 140
A. TTK Hükümlerinin Değerlendirilmesi 140
B. Sermaye Piyasası Mevzuatının Değerlendirilmesi 142
a. Pay Sahibinin Temsilcisinin Katılması Durumunda 143
b. Pay Üzerinde İntifa Hakkı Olması Durumunda 144
c. Bağlam Hükümlerine Tabi Payların Devri Durumunda 146
II. AYRILMA AKÇESİ BELİRLENEBİLMESİNE İLİŞKİN NİSAPLAR 147
A. TTK Hükümlerinin Değerlendirilmesi 147

a. Ayrılma Akçesinin Türünün Nisaba Etkili Olup Olmadığı Hususu 149
b. İlgili Nisabın Sözleşmenin Tamamının Onaylanması İçin Aranıp Aranmayacağı Hususu 153
c. İlgili Nisap ile Çifte Yetersayı Aranıp Aranmadığı Hususu 154
d. İlgili Nisabın Hesaplanmasında Oydan Yoksun Payların Etkisi 156
B. Sermaye Piyasası Mevzuatının Değerlendirilmesi 157
a. Birleşme Kararı Alınabilmesi İçin Gerekli Olan Nisap 157
b. Oydan Yoksun Payların, Ayrılma Hakkının Kullanılması ve Nisabın Hesaplanmasına Etkisi 159
III. AYRILMA AKÇESİNİN TALEP EDİLEBİLECEĞİ SÜRE VE HÜKÜM DOĞURMA ANI 162
A. TTK Hükümlerinin Değerlendirilmesi 162
a. Seçim Hakkının Kullanılabileceği Süre ve Kullanmamaya Bağlanan Sonuçlar 162
b. Ayrılma Akçesinin Hüküm Doğurma Anı 167
B. Sermaye Piyasası Mevzuatının Değerlendirilmesi 169
IV. AYRILMA AKÇESİ TALEP EDEBİLMENİN ŞARTLARI VE TALEP EDİLEBİLECEK AYRILMA AKÇESİ MİKTARI 171
A. TTK Hükümlerinin Değerlendirilmesi 171
a. Seçim Hakkını Kullanacak Ortakların, Birleşmeye Muhalif Kalmalarının Gerekip Gerekmediği Hususu 172
b. Çıkabilecek Pay Sahipleri Bakımından Bir Sınırlama Yapılıp Yapılamayacağı Hususu 175
c. Çıkarılabilecek Pay Sahipleri Bakımından Bir Sınırlama Yapılıp Yapılamayacağı Hususu 178
d. Çıkarılmada Haklı Sebebin Gerekip Gerekmediği Hususu 180
B. Sermaye Piyasası Mevzuatının Değerlendirilmesi 183
a. Genel Kurul Öncesi Yapılması Gerekenler 184
aa. II-23.1 Sayılı Tebliğ Hükümlerinin Değerlendirilmesi 185
bb. II-23.3 Sayılı Tebliğ Hükümlerinin Değerlendirilmesi 186
b. Pay Sahibinin Genel Kurula Katılması Durumunda Yapılması Gerekenler 189
c. Pay Sahibinin Genel Kurula Katılamaması Durumunda 195
d. Ayrılma Hakkının Kullanılmasının Engellenmesi 196

V. AYRILMA AKÇESİNİN TALEP EDİLEBİLECEĞİ PAYLAR VE DİĞER PAY SAHİPLİĞİ HAKLARINA ETKİSİ 198
A. TTK Hükümlerinin Değerlendirilmesi 198
B. Sermaye Piyasası Mevzuatındaki Düzenlemelerin Değerlendirilmesi 199
a. II-23.1 Sayılı Tebliğ Düzenlemesinin Değerlendirilmesi 200
b. II-23.3 Sayılı Tebliğ Düzenlemesinin Değerlendirilmesi 204

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

AYRILMA AKÇESİNİN HESAPLANMA VE ÖDENME SÜRECİ

I. AYRILMA AKÇESİNİN TESPİT EDİLMESİNDE DEĞER VE DEĞERLEME 206
A. Genel Olarak 206
B. Şirket Değeri ve Değerleme 208
a. Değer 208
aa. Defter Değeri Yöntemi (*Book Value*) 210
bb. Pazar (Piyasa) Değeri (*Market Value*) 211
cc. Tasfiye Değeri (*Liquidation Value*) 211
dd. Gerçek Değer (*Intrinsic Value*) 212
aaa. Tanımı 212
bbb. Adil Değer (*Fair Value*)-Gerçeğe Uygun Değer-Gerçek Değer İlişkisi 215
b. Değerleme 219
aa. Düzeltilmiş Defter Değeri Yöntemi (*Adjusted-Book Value Approach*) 222
bb. Hisse Senetleri ve Borçları Değerleme Yöntemi 222
cc. Karma Yöntem 223
dd. İskonto Edilmiş (İndirgenmiş) Nakit Akımları Yöntemi (*Discounted Cash Flow Approach -"DCF"*) 223
II. AYRILMA AKÇESİNİN HESAPLANMASI VE ÖDEMEYE İLİŞKİN ESASLAR 227
A. Ayrılma Akçesinin Hesaplanması 227
a. TTK Düzenlemesi Açısından 227
aa. Devralan Şirketin Paylarına Karşılık Gelen Gerçek Değer Esası 227
bb. Gerçek Değerin Hesaplanmasında Dikkate Alınan "Yaşayan Şirket" Ölçütü 228
cc. Gerçek Değer Esasının Emredici Nitelikte Olup Olmadığı 229

dd. Gerçek Değerin Hesaplanma Yöntemi 233
aaa. İlk Aşamada Şirket Değerinin Tespit Edilmesi 233
bbb. Pay Üzerindeki Avantaj ve Dezavantajların, Payın Değeri Üzerindeki Etkisi 234
ccc. Şirket İçinde Azınlık ya da Hâkim Pay Sahibi Konumunda Olunmasının, Payın Değeri Üzerindeki Etkisi 236
ddd. Pay Sahibinin Kusurunun, Payın Değeri Üzerindeki Etkisi 237
ee. Gerçek Değeri Kimin Hesaplayabileceği 238
ff. Gerçek Değerin Hesaplanmasında Esas Alınacak Bilanço ve Tarih 239
aaa. Hesaplamada Esas Alınacak Bilanço 239
bbb. Hesaplamada Esas Alınacak Tarih 242
gg. Değişim Oranının Hesaplanması 245
hh. Ayrılma Akçesinin Hesaplanamaması Durumunda Başvurulabilecek Hukuki Yollar 246
aaa. Gerçek Değerin Belirlenmesi Talebi 246
bbb. Ortaklık Paylarının ve Ortaklık Haklarının İncelenmesi (Denkleştirme) Davası 247
ccc. Özel Denetleme Hükümlerinin Uygulanması Talebi 249
b. Sermaye Piyasası Mevzuatı Açısından 251
aa. Payları Borsada İşlem Gören HAAŞ'ler Bakımından 252
aaa. II-23.1 Sayılı Tebliğ Hükümlerinin Değerlendirilmesi 253
bbb. II-23.3 Sayılı Tebliğ Hükümlerinin Değerlendirilmesi 258
bb. Payları Borsada İşlem Görmeyen HAAŞ'ler Bakımından 261
cc. Ayrılma Akçesinin Hesaplanamaması Durumunda Başvurulabilecek Hukuki Yollar 266
aaa. Aynen İfa Davası 267
bbb. Ayrılma Hakkı Kullanım Bedelinin Tespiti Davası 268
B. Ayrılma Akçesinin Ödenme Şekli 273
a. TTK Düzenlemesi Açısından 273
aa. Nakden Verilme Zorunluluğu Olmaması 273
bb. İstisnai Durumlar 277
b. Sermaye Piyasası Mevzuatı Açısından 278
C. Ayrılma Akçesinin Ödeneceği Kaynak ve Şirketin Kendi Paylarını Edinmesi Sorunu 278
a. TTK Düzenlemesi Açısından 278

aa. Ayrılma Akçesinin Ödeneceği Kaynak 278
bb. Ayrılma ile Şirketin Kendi Paylarını Edinmesi Sorunu 281
b. Sermaye Piyasası Mevzuatı Açısından 282
aa. Ayrılma ile HAAŞ'nin Kendi Paylarını Edinmesi Sorunu 282
bb. Ayrılma Akçesinin Ödeneceği Kaynak ve Ayrılma Hakkının Kullanılacağı Payların, Diğer Pay Sahipleri ve Yatırımcılara Önerilmesi Süreci 285
D. Ayrılma Akçesinin Ödenme Zamanı ve Faiz 287
a. TTK Düzenlemesi Açısından 287
b. Sermaye Piyasası Mevzuatı Açısından 290
aa. Aracı Kurum Vasıtasıyla Ödeme Yapılması 290
bb. Aracı Kurum Vasıtasıyla Ödeme Yapılmasına Muafiyet Tanınması 292
SONUÇ 293
KAYNAKÇA 304
ÖZET 325
ABSTRACT 326

KISALTMALAR

AB	:	Avrupa Birliği
aşa.	:	Aşağıda
AÜHFD	:	Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
BAM	:	Bölge Adliye Mahkemesi
BATİDER	:	Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BAUHFD	:	Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
BB Tebliği	:	Birleşme ve Bölünme Tebliği
Bkz.	:	Bakınız
BTHAE	:	Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü
C.	:	Cilt
DCF	:	*Discounted Cash Flow*
DEÜHFD	:	Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
dn.	:	Dipnot
DÜİİBFD	:	Dicle Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi
Ed.	:	Editör
ESOGÜ İİBFD	:	Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi
ETTK	:	6762 sayılı Eski Türk Ticaret Kanunu
EÜHFD	:	Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
f.	:	Fıkra
GÜHFD	:	Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
HAAŞ	:	Halka Açık Anonim Şirket
HAAO	:	Halka Açık Anonim Ortaklık

HD.	:	Hukuk Dairesi
HESBAİD	:	Hukuk, Ekonomi ve Siyasal Bilimler Aylık İnternet Dergisi
HGK	:	Hukuk Genel Kurulu
HMK	:	6100 sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu
İnÜHFD	:	İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
İsvBirK	:	İsviçre Birleşme, Bölünme, Tür Değiştirme ve Malvarlığı Devri Hakkında Federal Kanun (*Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung*)
KAP	:	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KHÜHFD	:	Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
m.	:	Madde
MBCA	:	*Model Business Corporation Act*
MDBD	:	Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi
MKK	:	Merkezi Kayıt Kuruluşu Anonim Şirketi
No	:	Numara
prg.	:	Paragraf
RG.	:	Resmî Gazete
s.	:	Sayfa
S.	:	Sayı
SBD	:	Sosyal Bilimler Dergisi
SBE	:	Sosyal Bilimler Enstitüsü
SPKn	:	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SPKr	:	Sermaye Piyasası Kurulu
SÜHFD	:	Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi

T.	:	Tarih
TBK	:	Türk Borçlar Kanunu
TFM	:	Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi
TMS	:	Türkiye Muhasebe Standartları
TTK	:	6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG	:	Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
TÜBİTAK	:	Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu
UDS	:	Uluslararası Değerleme Standartları
UMS/UFRS	:	Uluslararası Muhasebe Standartları/Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
vd.	:	Ve devamı
Yarg.	:	Yargıtay
yuk.	:	Yukarıda
YÜHFD	:	Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi

TEŞEKKÜR

Bu tez çalışması, yüksek lisans eğitimimi sürdürdüğüm dönemde kazandığım ve TÜBİTAK tarafından verilen 2210-A Genel Yurt İçi Yüksek Lisans Burs Programı'nın desteği ile tamamlanmıştır. İlgililere teşekkür ederim.

GİRİŞ

Şirketler, sürekli değişen ve gelişen piyasa ortamına uyum sağlayabilmek, faaliyetlerini daha kontrollü ve verimli sürdürebilmek adına birleşme, bölünme ve tür değiştirme gibi yapısal değişiklik mekanizmalarına başvurmaktadır. Ulusal ve uluslararası sektörde aynı veya benzer faaliyetlerin farklı şirketler nezdinde yürütülmesi, rekabeti arttırmakta ve bu durum, şirketleri birleşerek tek tüzel kişilik bünyesinde hizmet vermeye zorlamaktadır. Şirket birleşmelerinde temel kural, pay sahipliğinin devamlılığı ilkesi uyarınca birleşmeye taraf olan şirketlerde pay sahiplerinin, belirli bir değişim oranına göre devralan ya da yeni kurulan şirkette pay sahibi olmaya devam etmeleridir. Ancak bu temel kural, hukuk sistemimizde mutlak olarak kabul edilmemiş, ayrılma akçesi öngörülmek suretiyle pay sahiplerinin birleşme işlemi dışında tutulmalarına imkân tanınmıştır. Bu tez de şirketler hukukunda birleşme sebebiyle pay sahiplerine verilecek ayrılma akçesi konusunu çeşitli yönleriyle ele almaktadır.

İlk kez 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu m. 141 hükmüne konu edilen seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesi, 6762 sayılı Eski Türk Ticaret Kanunu'ndan büyük bir sapma olarak nitelendirilmektedir. Bu düzenlemeye göre şirket tarafından, birleşme neticesinde pay sahipliğinin devam ettirilmesi istenmeyen pay sahipleri zorunlu ayrılma akçesi alarak; kendi iradeleriyle birleşmeye taraf olmak istemeyen pay sahipleri de seçimlik ayrılma akçesi alarak birleşme işleminin dışında tutulabilmektedir. TTK'nın Ticaret Şirketleri Kitabı'nın, Genel Hükümler kısmında düzenlenen ayrılma akçesi, yalnız anonim şirketlerin taraf olduğu birleşmelere değil; diğer ticaret şirketlerinin taraf olduğu birleşmelere de uygulanabilecek bir hüküm niteliğindedir. Ancak birleşme hükümleri kapsamında düzenlenmesi sebebiyle ayrılma akçesi, bölünme ve tür değiştirme gibi diğer yapısal değişiklik işlemleri açısından uygulanmamaktadır.

Birleşme işlemlerinde pay sahipliğinin devamlılığı ilkesinin mutlak olarak benimsenmediği bir diğer kurum ise sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen, önemli

nitelikli işlemler sebebiyle ayrılma hakkının kullanılmasıdır. 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun tebliğlerinin ilgili hükümlerine göre, önemli nitelikte olduğu kabul edilen birleşme işlemine muhalif olan pay sahipleri, mevzuatta gösterilen maddî ve şeklî şartları yerine getirmek koşuluyla bir bedel karşılığında ayrılma hakkını kullanabilmektedir.

TTK düzenlemesinin aksine, sermaye piyasası mevzuatında ayrılma hakkı kullanım bedelinin talebi, yalnız birleşme işlemi ile sınırlı tutulmamış; önemli olduğu kabul edilen diğer bazı işlemler açısından da başvurulabileceği kabul edilmiştir. Ayrılma hakkı kullanım fiyatı olarak adlandırılan söz konusu bedel; TTK düzenlemesinde öngörülen ayrılma akçesi gibi, azınlık pay sahiplerini çoğunluğa karşı koruma, çoğunluk pay sahiplerini azınlığa karşı koruma, pay sahiplerinin likidite ihtiyacını giderme, şirket içi barış ve huzuru sağlama, çoğunluk pay sahiplerinin tam hâkimiyetine imkân sunma ve işlemi yapmadan önce konunun etraflıca düşünülmesini sağlama gibi amaç ve işlevlere hizmet etmektedir. Kanun koyucu tarafından iki yasal düzenlemeyi nitelemek üzere farklı kavramların kullanılması tercih edilmiş ise de öngörülmelerindeki temel düşünce sebebiyle terminolojinin, her iki düzenleme açısından ayrılma akçesi olarak saptanması ve açıklamaların karşılaştırmalı olarak yapılması gerekmektedir.

Sermaye piyasası hükümlerinde yer alan ayrılma hakkı kullanım bedeli, yalnız HAAŞ'ler açısından uygulama bulmakta iken; TTK hükümlerine konu edilen ayrılma akçesi hem halka açık hem de kapalı anonim şirketler açısından uygulanabilmektedir. Bu sebeple her iki düzenlemenin birlikte uygulanıp uygulanamayacağı konusu da anılan hükümlerin, birlikte değerlendirilmesini gerekli kılmıştır. Ancak tezimizde; sermaye piyasası mevzuatında öngörülen diğer önemli nitelikteki işlemlere yer verilmemiş; TTK m. 141 hükmüne uygun şekilde yalnız birleşme işlemlerini kapsayacak bir incelemeye yer verilmiştir. Konunun bu şekilde sınırlandırılmasında, ayrılma hakkının birleşme

işlemlerinde oybirliği ilkesinden oy çokluğuna geçilmesine dayanan tarihçesi de etkili olmuştur.

TTK hükümlerinin, sermaye piyasası mevzuatı karşısında, konuyu daha genel bir çerçevede ele aldığı görülmektedir. Gerçekten SPKn hükümlerinde, ayrılma hakkının kullanımı ve bedele ilişkin genel bir sınır çizilmiş, Sermaye Piyasası Kurulu'nun ikincil düzenlemeleri ile de detaylandırmalara yer verilmiştir. Ancak pay sahibinin ayrılması ile sonuçlanan her iki kurum açısından birçok hususun, belirsizlik yarattığı ve doktrinde tartışmalara sebep olduğu tespit edilmiştir. Birleşme işlemleri sebebiyle ayrılma akçesine ilişkin eserlerin sınırlı sayıda olması ve uygulamada karışıklık yaratma ihtimali; tez konumuzu belirlememizde etkili bir neden olmuş ve bu bağlamda uygulayıcılara katkı sağlaması amaçlanmıştır.

Çalışmamızda halka açık ve kapalı anonim şirketlerin taraf olduğu birleşmelerde ayrılan pay sahibine ödenecek ayrılma akçesi ile yalnız halka açık anonim şirket pay sahiplerine ödenecek ayrılma hakkı kullanım bedeli konuları incelendiğinden; TTK, SPKn ve SPKr'nun ikincil düzenlemeleri ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Bu bakımdan çalışmada Türk Hukuku incelenmiş; mehaz düzenlemeler ve konunun karşılaştırmalı hukuktaki yeri, yalnız belirli başlıklarla sınırlandırılmıştır.

Tez çalışmamızı sürdürdüğümüz esnada yürürlüğe giren "Bankacılık Kanunu ile Bazı Konularda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" ile SPKn'nun çalışma konumuzu ilgilendiren bazı hükümlerinde değişiklik yapılmıştır. Yapılan değişikliklere uyum sağlama amacı ve piyasadan yöneltilen talepler doğrultusunda, SPKr tarafından ikincil düzenlemelerde de değişiklik yapılmasına karar verilmiştir. Bu bağlamda "II-23.3 Sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği" 27.06.2020 tarihli 31168 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Ancak anılan Tebliğ'in geçiş hükümlerinde, 27.06.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan işlemler açısından konuya

ilişkin eski düzenleme olan "II-23.1 Sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği"nin uygulanacağı belirtilmiştir.

27.06.2020 tarihinin oldukça yakın bir tarih olması sebebiyle bu tarihten önce kamuya açıklanan işlemlerin sayıca fazla olması, bir HAAŞ'nin farklı tarihte kamuya açıkladığı işlemlerin farklı yasal düzenlemelere tâbi olması ve her iki düzenlemede ileri sürülebilecek ortak görüş ve tartışmaların bulunması gibi sebeplerle çalışmamızda, SPKr'nun eski ve yeni tarihli düzenlemeleri karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Benimsenen bu sistematik doğrultusunda, ayrılma akçesine dair temel ve güncel hususlara ilişkin esaslar ortaya konulmuş; uyuşmazlıkların çözümünde meydana gelebilecek karışıklıkların giderilmesi amaçlanmıştır.

Şirketler hukukunda birleşme işlemleri sebebiyle ayrılma akçesi konulu tezimiz üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde, şirket birleşmelerinin nedeni, türleri, unsurları, birleşmede pay sahipliğinin devamlılığı ilkesi ve istisnası olarak ayrılma akçesi, mahkeme kararları ışığında ayrılma hakkının tarihçesi, doğuşuna dair teoriler, hukuki niteliği ve işlevleri ele alınmıştır. Bu çerçevede ayrılma akçesi hükümlerinin felsefi altyapısı, türleri, birleşmede ayrılma akçesi konulu normatif düzenlemeler ve terminolojinin saptanması ile ayrılma akçesinin hukuki niteliği ve benzer kavramlarla karşılaştırılması konularına yer verilmiştir.

Çalışmamızın ikinci bölümünde, ayrılma akçesine dair maddi hukuk hükümleri ve uygulamasına ilişkin konular incelenmiştir. Bu doğrultuda ayrılma akçesi talep edebilecek pay sahipleri, ayrılma akçesinde aranılan nisaba ilişkin tartışmalar, ayrılma akçesi talebinin ileri sürülebileceği süre ve hüküm doğuracağı an, ayrılma akçesi talep edilebilmesi için gerekli şekli şartlar ile üst sınır, ayrılma akçesinin talep edilebileceği paylar ve diğer pay sahipliği haklarına etkisi konularına yer verilmiştir. Bu bölümde ele alınan konular, sırasıyla TTK ve sermaye piyasası mevzuatında öngörülen ayrılma akçesi hükümlerinin değerlendirilmesi suretiyle sistematize edilmiştir.

Çalışmamızın üçüncü ve son bölümünde, TTK ile SPKn ve ikincil düzenlemelerde yer verilen ayrılma akçelerinin hesaplanması ve hukuka aykırılık durumunda başvurulacak mekanizmalara yer verilmiştir. Her iki düzenleme açısından da ortak olması sebebiyle ilk olarak değer kavramı ve değerleme yöntemlerine ilişkin özellik arz eden hususlar incelenmiştir. Bundan sonra TTK düzenlemesinde ayrılma akçesinin hesaplanmasında esas alınan gerçek değer kavramı; sermaye piyasası düzenlemesinde öngörülen ayrılma akçesinin hesaplanmasında, payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde esas alınan borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyat, payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde esas alınan değerleme raporuna ilişkin önem arz eden hususlar inceleme konusu yapılmıştır. Ayrılma akçesinin hesaplanması, ödenmesi, şirketin kendi paylarını edinmesi, ödeme zamanı ve faiz gibi konular da TTK ve sermaye piyasası mevzuatı açısından karşılaştırmalı olarak ele alınmıştır.

Çalışmamızın sonuç bölümünde ise TTK ve sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen ayrılma akçesi düzenlemelerine ilişkin tartışmalar özetlenmeye çalışılmış, çeşitli değerlendirmeler yapılmış, kanun boşluğu olan konularda uygulanacak esas ve usullere yer verilerek olması gereken hukuk bakımından çeşitli tavsiyelerde bulunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

ŞİRKET BİRLEŞMELERİNDE AYRILMA HAKKI VE AYRILMA AKÇESİNE İLİŞKİN GENEL ESASLAR

I. ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

A. Birleşmelere Duyulan İhtiyaç

Şirketler, ekonomik faaliyetlerini ulusal ve uluslararası rekabet ortamında teknolojik gelişmeler ile bağlantılı olarak sürdürmektedir. Şirket faaliyetleri üzerinde teknoloji, sermaye, ticari mal ve hizmet hareketlerini de kapsayan küreselleşme süreci büyük etki göstermekte[1] ve bu etki, faaliyetlerin büyüyerek devam ettirilmesi bakımından önem taşımaktadır. İşletmelerin yoğunlaşması açısından ise büyüme hareketleri, *konzern* ve şirket birleşmeleri olmak üzere temelde iki şekilde gerçekleşmektedir[2]. *Konzern*de ekonomik faaliyette bulunan yapıların hukuken bağımsızlıklarını koruyarak bir araya gelmeleri, şirket birleşmelerinde ise ekonomik güçlerin hukuki olarak tek çatı altında toplanması söz konusudur[3].

Şirket birleşmeleri ile piyasadaki rekabet ortamının şekillenmesi arasında doğrudan bir bağ bulunmaktadır. Bu bakımdan birleşmenin rekabet hukukunun esaslarıyla da yakın ilişki içinde olduğu sonucuna varılmaktadır. Nitekim ticaret hukuku açısından, birleşmenin hukuki boyutu; rekabet hukuku açısından ise birleşmenin ekonomik boyutu değerlendirilmektedir. Tüm bu sebeplerle şirket birleşmesi, başta ekonomik ve hukuki olmak üzere birçok boyutu bünyesinde barındıran bir kurumdur.

---

[1] *Göktaş*, Abdulkadir: "*Dünyada ve Türkiye'de Şirket Birleşmeleri ve Hukuksal Boyutu"*, Yaklaşım Dergisi, 2001, S. 108, Y. 9, s. 112.

[2] *Yasaman*, Hamdi: "*Şirket Birleşme ve Bölünmeleri"*, Bilgi Toplumunda Hukuk Ünal Tekinalp'e Armağan, C. 2, İstanbul: Beta 2003, (Anılış: *Yasaman, Birleşme ve Bölünme*), s. 695.

[3] *Yasaman, Birleşme ve Bölünme*, s. 695.

Şirketler; büyüme, pazar oluşturma, sinerji yaratma, faaliyetlerini kurumsal düzeyde sürdürme, artan maliyetleri azaltarak gelirini artırma, teknoloji transferini gerçekleştirme gibi temel nedenlerden ötürü birleşme işlemlerinin tarafı olmaktadır[4]. Bu bakımdan finansman kolaylığı sağlama, katma değer oluşturma isteği, şirketin hâlihazırda kötü yönetimi, üretim metodunun bütünleştirilmesi, vergisel kolaylıklardan yararlanma arzusu ve psikolojik etmenler şirket birleşmelerine ivme kazandırmaktadır[5].

Şirketlerin doymuş ya da düşme eğilimi içindeki bir pazardan kurtulmak istemesi, verimli ve genç yöneticilerini kaybetme korkusu da birleşmelerin tarafı olmalarına sebep olmaktadır. Şirkete vekâlet ilişkisi ile bağlı yöneticilerin kendi menfaatlerini, pay sahiplerinin menfaatlerinden fazla gözetmeleri durumunda piyasadaki diğer faktörlerin şirketi ele geçirmeye çalışma girişimleri gündeme gelebilmektedir. Bu bakımdan şirket faaliyetlerinin verimli yönetim ilkeleri uyarınca uygun pazarda sürdürülmesi[6], şirket yöneticilerinin finansal ve yönetimsel yeteneklerini göstererek daha büyük şirketleri yönetme arzuları da şirket yönetiminin birleşmeye başvurmasında etkili olmaktadır[7].

Şirket birleşmeleri neticesinde elde edilen toplam üretim, yatırım ve pazarlama güçlerinin, tek başlarına sahip olacaklarından daha fazla olması bir başka deyişle sinerjinin sağlanması da şirket birleşmelerini tetiklemektedir[8]. Gerçekten gelirin artırılarak maliyetin azaltılması amacına yönelen şirketlerin güçlerini birleştirerek tek

---

[4] Şirket birleşmelerinin nedenleri ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. *İpekel Kayalı*, Ferna: *Türk Ticaret Kanunu'na Göre Birleşmeler,* İstanbul: Vedat 2014, s. 22 vd.; *Sağlam*, Necdet/*Şengel* Salim: "*Şirket Birleşmeleri ve Muhasebeleştirilmesi"*, Şirket Birleşmeleri, (Ed.: *Sumer*, Haluk/*Pernsteiner*, Helmut), İstanbul: Alfa 2004, s. 306 vd.; *Sevim*, Adnan: "*Şirket Birleşmelerinde Kurumsal Kaynak Planlaması (Enterprise Resources Planning – ERP)'nin Önemi"*, Şirket Birleşmeleri, (Ed.: *Sumer*, Haluk/*Pernsteiner*, Helmut), İstanbul: Alfa 2004, s. 327 vd.;*Turanlı*, Hüsnü: *Yeni Türk Ticaret Kanununa Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşmesi*, İzmir: Orion 2014, s. 46 vd.

[5] *Sağlam/Şengel*, s. 306-307.

[6] *İpekel Kayalı*, s. 23; *Turanlı*, s. 49.

[7] *Sağlam/Şengel*, s. 307.

[8] *Turanlı*, s. 49.

başlarına yapabileceklerinden çok daha fazlasına ulaşacakları sinerjiyi yakalaması, birleşmelere başvurulmasında oldukça etkili bir nedendir[9].

Büyüme hareketleri de şirket birleşmelerinin gerçekleştirilmesinde önemli rol oynayan bir başka etkendir. İçsel büyüme, şirketin öz kaynakları ya da borçlanma vasıtasıyla kendini geliştirmesi; dışsal büyüme ise başka şirket ya da şirketleri de kapsayan ittifak ve birleşme süreçlerini kapsayan bir işlemdir[10]. Dışsal büyüme olarak adlandırılan birleşme işlemi ile üretim faktörlerinin daha etkili kullanılması ve işletme değeri ile pay sahiplerinin refah düzeyinin artırılması da gözetilen bir başka nedendir[11].

Şirket birleşmelerinin ilk olarak 18. yüzyıl sonlarında ABD'de, şirket dayanışmasını sağlamak üzere küçük ve orta ölçekli şirketlerin güçlerini bir araya getirdiği yatay birleşmeler şeklinde ortaya çıktığı ifade edilmektedir. İlerleyen süreçte ürün ve pazar genişletme amacıyla özellikle madencilik ve metal sanayiinde dikey birleşmeler dikkat çekmiştir. 1980'li yıllarda ise yüksek enerji fiyatları, liberalleşme ve yabancı sermaye gibi sebeplerle birleşme faaliyetleri ivme kazanmış; 1990'lı yıllarda yaşanan finansal sorunlara rağmen şirket birleşmelerinde önemli sayılara ulaşılmıştır[12].

2000'li yıllara gelindiğinde özellikle ABD, Avrupa ve Japonya ekseninde beliren küreselleşme süreci; şirketlerin kendi faaliyetlerini geliştirerek birleşme ve satın alma

---

[9] *Turanlı*, s. 49.

[10] Ayrıntılı bilgi için bkz. *Turanlı*, s. 48.

[11] *Sevim*, s. 332. Şirketler tüm bu sayılan nedenler doğrultusunda daha başarılı bir şekilde faaliyet gösterebilmek adına birleşme işlemlerine taraf olmaktadır. Birleşmelerin başarısı uzun vadede kârlı, verimli ve sürekli çalışma faktörlerinin değerlendirilmesi ile tespit edilebilmektedir. Yapılan araştırmalarda kültürel uyumsuzluklar, sermaye yetersizliği, şirketin önemli çalışanlarının işten ayrılması, iletişim sorunları ve beklentilerin gerçekleşmemesi gibi sebeplerle birleşmelerde başarının ancak %25-30 civarında sağlanabildiği yönünde bkz. *Sevim*, s. 334-335. Zira birleşme sebebiyle şirketlerin çoğu defa hantallaştığı, özel alanlarda uzmanlaşamadıkları ve işlem maliyetlerinin arttığına ilişkin bkz. *Büyükyaka*, Cüneyt: "*Yeni Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Şirketlerin Bölünme ve Birleşme İşlemlerinin Hukuki Prosedürü"*, Regesta Ticaret Hukuku Dergisi, 2011, S.1, s. 84.

[12] *Göktaş*, s. 113.

işlemlerine daha fazla yönelmelerine sebep olmuştur[13]. Sanayi sektöründe gerçekleştirilen birleşmeler, hizmet sektöründe gerçekleştirilen birleşmelerden daha fazla olmuş ve uluslararası nitelik taşıyan işlemler de yıllar içinde artarak devam etmiştir[14].

Türkiye'de ise 1950'li yıllardan sonra özellikle kamu sektörü ve bankacılık alanında, 1980'li yıllarda ise ekonomi politikalarının da etkisiyle finansal güçlük içindeki şirketlerin satılmaları yoluyla birleşme işlemlerine başvurulduğu görülmüştür. Sonraki süreçte yabancı sermaye; ticari ve mali sektörde *joint venture* biçiminde; turizm, otomotiv, bankacılık gibi sektörlerde şirket birleşmeleri ile etkisini göstermiştir[15]. Zira aynı sektörde yer alan şirketlerin grup içi birleşmelerle piyasada güçlü konuma erişme amacı da şirket birleşmelerine başvurmanın bir başka boyutunu oluşturmuştur. Bu anlamda birçok fonksiyonu bünyesinde barındıran şirket birleşmelerinin kolaylaştırılması ve belirli bir sistematik çerçevesinde gerçekleştirilmesi açısından ülke mevzuatlarında konunun özel olarak düzenlenmesi büyük önem taşımaktadır[16].

B. Birleşme Kavramı ve Türleri

Türk Ticaret Kanunu[17]'nun 136 vd. maddeleri ile Sermaye Piyasası Kurulu[18]'nun en az bir tarafın halka açık anonim şirket[19] olduğu birleşmelere yönelik hükümleri belirleyen II-23.2 Sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği[20]'nin 4. maddesinde, şirket

[13] *Göktaş*, s. 113.

[14] *Göktaş*, s. 114.

[15] *Göktaş*, s. 115.

[16] *Göktaş*, s. 121.

[17] 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu, çalışmamızda "TTK" olarak anılacaktır, (RG. S.: 27846, RG. T.: 14.02.2011).

[18] Sermaye Piyasası Kurulu, çalışmamızda "SPKr" olarak anılacaktır.

[19] Halka açık anonim şirketler, çalışmamızda "HAAŞ" olarak anılacaktır.

[20] II-23.2 Sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği, çalışmamızda "BB Tebliği" olarak anılacaktır, (RG. S.: 28865, RG. T.: 28.12.2013).

birleşmesine ilişkin bir tanıma yer verilmemiş; birleşmenin, devralma ya da yeni kuruluş yoluyla yapılabileceği belirtilmiştir[21].

Doktrinde şirket birleşmesi kavramı; bir veya birden çok şirketin külli halefiyet yoluyla malvarlığının devralan şirkete geçerek tasfiye edilmeksizin sona ermesi ve devrolunan şirket pay sahiplerinin, devralan ya da yeni kurulan şirkette pay sahibi olmaya hak kazanması şeklinde tanımlanmaktadır[22].

Ekonomik anlamda birleşme, şirketlerin bir başka şirket yararına ekonomik ve hukuki bağımsızlıklarını terk ettikleri[23]; yatay, dikey ve karma birleşme ile ileriye ve geriye doğru birleşmeler şeklinde kabul edilmektedir[24]. Yatay birleşmede aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin birleşmesi; dikey birleşmede sektörün farklı safhalarında faaliyet gösteren şirketlerin birleşmesi; karma birleşmede ise birbiriyle ilişkisi olmayan alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin birleşmesi ön plana çıkmaktadır[25]. İleriye doğru birleşmelerde, mali açıdan daha güçlü tarafın; geriye doğru birleşmelerde ise mali açıdan güçsüz tarafın devralan şirket olması söz konusudur.

---

[21] Doktrinde yeni kuruluş yoluyla birleşmenin tam birleşme, devralma yoluyla birleşmenin ise katılma şeklinde birleşme olarak adlandırılması yönünde bkz. *Göktaş*, s. 115. Biz çalışmamızda TTK terminolojisine uygun olarak "yeni kuruluş" ve "devralma" kavramlarını kullanmayı tercih ediyoruz.

[22] *İpekel Kayalı*, s. 9; *Türk*, Hikmet Sami: *Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesinde Nevilerin Aynı Olması Koşulu*, BTHAE: Ankara 1986, (Anılış: *Türk, Aynı Neviden Olma*), s. 41.; Benzer tanım ve açıklamalar için bkz. *Yasaman, Birleşme ve Bölünme*, s. 700; *Bahtiyar*, Mehmet: *Ortaklıklar Hukuku,* 14. Baskı, İstanbul: Beta 2020, (Anılış: *Bahtiyar, Ortaklıklar*), s. 63; *Teoman*, Ömer: *Yaşayan Ticaret Hukuku Hukuki Mütalaalar Kitap 11*, İstanbul: Vedat 2003, s. 88; *Arslanlı*, Halil: *Anonim Şirketler C. IV-V Anonim Şirketin Hesapları, Anonim Şirketin İnfisahı ve Tasfiyesi,* İstanbul: Fakülteler Matbaası 1961, (Anılış: *Arslanlı, C. IV-V*), s. 240; *Tekil*, Fahiman: *Anonim Şirketler Hukuku*, 2. Baskı, İstanbul: Alkım 1998, s. 510; *Tekinalp*, Ünal: *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku,* 4. Baskı, İstanbul: Vedat 2015, (Anılış: *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*), s. 681; *Şener*, Oruç Hami: *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku Ders Kitabı*, 2. Baskı, Ankara: Seçkin 2015, s. 122 vd.

[23] *Al Kılıç*, Şengül: *Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşmesi*, İstanbul: Beta 2009, s. 8.

[24] *Turanlı*, s. 51 vd.; *İpekel Kayalı*, s. 36.

[25] *Turanlı*, s. 51 vd.

Öte yandan taraf sayısına, hâkim şirket-bağlı şirket ilişkisine ve pay sahiplerine ayrılma akçesi ödenip ödenemeyeceğine göre de şirket birleşmelerinin sınıflandırılması mümkündür. Buna göre birleşmeye katılan şirketlerin iki ya da çok taraflı olmasına göre iki taraflı ve çok taraflı birleşme; devrolunan şirket pay sahiplerine ayrılma akçesi ödenmesi durumunda ihraçlı birleşme, ayrılma akçesi yerine bir başka şirket payının verilmesi durumunda üç yanlı birleşme, devrolunan şirketin devralan şirketin yavru şirketi veya iştiraki olması durumunda ise topluluk içi birleşme söz konusu olmaktadır[26].

Çalışmamız açısından ele alınacak hukuki anlamda birleşme ise satım, ürün kirası gibi ekonomik anlamda birleşme kabul edilen durumlardan daha dar kapsamlı bir kavram olup[27] TTK m. 136 hükmünde düzenlenen devralma ve yeni kuruluş yoluyla birleşmeye karşılık gelmektedir.

En az bir şirkete ait aktif ve pasif malvarlığı unsurlarının tasfiye işlemi yapılmaksızın başka bir şirkete devredilmesi[28] durumu, devralma şeklinde birleşmeye vücut vermektedir. Devralma yoluyla birleşmede bir veya birden fazla devrolunan şirket, yalnız bir tane de devralan şirket bulunmaktadır. Birleşme neticesinde devrolunan şirket sona ermekte ve ticaret sicilinden silinmekte; devralan şirketin tüzel kişiliğinde bir değişiklik olmaksızın şirket sermayesi ile pay sahibi sayısında değişiklik meydana gelmektedir[29].

Yeni kuruluş şeklinde birleşme ise iki veya daha fazla şirkete ait aktif ve pasif malvarlığı unsurlarının, tasfiye işlemi yapılmaksızın yeni kurulan şirkete sermaye olarak

---

[26] *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 681 vd.; *Turanlı*, s. 51 vd.

[27] *Al Kılıç*, s. 8.

[28] TTK'daki "*Bir şirketin diğerini devralması*" şeklindeki ifadenin, devralma yoluyla birleşmenin, yalnız iki şirket arasında gerçekleşebileceği anlamına gelmesi sebebiyle sakıncalı olduğu yönünde bkz. *Turanlı*, s. 54.

[29] *Pulaşlı*, Hasan: *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt 1*, 3. Baskı, Ankara: Adalet 2018, (Anılış: *Pulaşlı, Şerh I*), s. 211. Bu durumda birleşmeye katılan şirketlerin pay sahipleri, yeni kurulan şirketin kurucuları sıfatını kazanacağına ilişkin bkz. *Yasaman, Birleşme ve Bölünme*, s. 700.

koyulması ve sona eren şirket ortaklarına da değişim oranına göre şirket paylarının verilmesi ile gerçekleşmektedir. TTK m. 137 uyarınca, yeni kurulan şirketin ancak anonim, limited, sermayesi paylara bölünmüş komandit ve kooperatif şirket türünde olabileceği hüküm altına alınmıştır. Buna göre yeni kuruluş şeklindeki birleşmeye katılan şirketlerin tüzel kişilikleri birleşme sonrası sicilden silinerek sona ermekte ve devrolunan şirketlerin mal ve hakları yeni kurulan şirkete geçmektedir[30].

C. Birleşmenin Unsurları

a. En Az İki Ticaret Şirketinin Varlığı

Hukuki anlamda birleşme olduğu kabul edilen devralma ve yeni kuruluş şeklindeki birleşmelerden bahsedebilmek için her şeyden önce en az iki ticaret şirketinin varlığı gerekmektedir. Ticari işletmelerin taraf olacağı birleşmelere ilişkin TTK m. 194 hükmü bir kenara bırakılırsa TTK m. 124 hükmünde ticaret şirketi olarak belirtilen kollektif, komandit, limited, anonim ve kooperatif şirketler, birleşme işleminin tarafı olabilmektedir. Hem devralma hem de yeni kuruluş yoluyla gerçekleştirilecek birleşmelere katılacak ticaret şirketlerinin ticaret siciline tescil edilmiş olması gerekmekte; ön şirketin birleşmenin tarafı olmayacağı kabul edilmektedir[31]. Birleşme sonrası pay sahibi olunan şirket ya daha önce mevcut bir devralan şirket ya da bu işlem için kurulan yeni bir şirket olup işlevseldir[32].

---

[30] *Pulaşlı, Şerh I*, s. 212; *Pulaşlı*, Hasan: *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, 6. Baskı, Ankara: Adalet 2020, (Anılış: *Pulaşlı, Genel Esaslar*), s. 74. İsviçre uygulamasında birleşmeye katılan şirketlerin ilk olarak küçük bir şirket kurduğu, ikinci olarak kurulan şirketle birleştikleri, üçüncü olarak da yeni şirkette sermaye artırımı yapma yolunu tercih ettikleri ve böylelikle ticaret siciline daha erken bir tarihte tescilin gerçekleştiğine ilişkin bkz. *Pulaşlı, Şerh I*, s. 212.

[31] *İpekel Kayalı*, s. 18.

[32] *Tekinalp*, Ünal (*Poroy*, Reha/*Çamoğlu*, Ersin): *Ortaklıklar Hukuku I*, 14. Baskı, İstanbul: Vedat 2019, s. 122.

Devralma yoluyla birleşmede en az bir devralan şirket ile en az bir devrolunan şirketin[33] varlığına; yeni kuruluş yoluyla birleşmede ise yeni bir şirket kurmak üzere infisah eden en az iki şirketin varlığına ihtiyaç bulunmaktadır. TTK hükümleri ile birleşmeye katılabilecek şirket sayısı açısından azami bir sınırlamaya yer verilmediğinden bu konuda bir üst sayı bulunmamaktadır[34].

Devralma yoluyla birleşmede şirketlerden biri infisah etmekte; diğer şirket devrolunan şirketin pay sahipleri ile birlikte varlığını devam ettirmektedir. Bu tür birleşmelerde devrolunan şirketi ifade etmek üzere "katılma" ya da "iltihak" kavramları da kullanılmaktadır[35]. Yeni kuruluş şeklindeki birleşmede ise kanunen devrolunan şirketler tarafından kurulacağı varsayılan ve sırf birleşme amacına özgülenmiş bir şirket kurulmakta; bu şirket "yeni kuruluş" veya "yeni ortaklık" olarak adlandırılmaktadır [36].

b. Malvarlığı/İşletme Birleşmesinin Gerçekleşmesi ve Küllî Halefiyet İlkesi

Birleşme ile bir devralan ya da yeni kurulan şirket, bir veya birden fazla devrolunan şirketle birleşme sözleşmesine göre iradi bir şekilde birleşmekte ve devrolunan şirketin malvarlığı, küllî halefiyet ilkesi uyarınca kendiliğinden devralan ya da yeni kurulan şirkete geçmektedir. Bir diğer söylemle şirket birleşmesinin gerçekleşebilmesi için birleşmenin tarafı olan şirketlere ait tüm hak ve borçların yeni

[33] Devrolmak suretiyle birleşmeye taraf olan şirket için TTK m. 141 gerekçesinde "devredilen şirket"; TTK m. 151/5 hükmünde "devreden şirket"; TTK m. 136/2 hükmünde ise "devrolunan şirket" ifadelerine yer verilmiştir. Biz de çalışmamızda, tanımlara ilişkin TTK m. 136/2 hükmünde belirtildiği şekliyle "devrolunan şirket" ifadesini kullanmayı tercih ediyoruz.

[34] *Al Kılıç*, s. 11.

[35] *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 681.

[36] *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 681-682. Ancak bu ifadenin, sermaye piyasası mevzuatında yer verilen "birleşme amaçlı ortaklık" kavramından farklı olduğunu belirtmek gerekmektedir. Birleşme amaçlı ortaklık kavramı hakkında bkz. aşa. s. 107, dn. 330, dn. 331.

kurulan ya da devralan şirket nezdinde kaynaşması gerekmektedir[37]. Bu sebeple şirketin malvarlığında ya da ticari işletmede yer alan münferit bazı unsurların, devralan ya da yeni kurulan şirkete aktarılması istenmiyorsa, bunların birleşme öncesinde ayrı bir devir yöntemiyle elden çıkarılması isabetli bir çözüm olacaktır[38]. Birleşme neticesinde tüm malvarlığı unsurlarının bir bütün olarak devredilmesi, hukuki ve ekonomik birleşmenin aynı anda gerçekleştirilmesine de zemin hazırlamaktadır[39].

Birleşme ile tüm hak ve borçların, herhangi bir devir işlemine gerek kalmaksızın kendiliğinden (*ipso iure*) geçmesi durumu ise külli halefiyet ilkesi olarak adlandırılmaktadır[40]. Külli halefiyet ilkesi ancak kanunda açıkça öngörülen durumlarda karşılaşılan bir sonuçtur. Şirket birleşmeleri açısından bu husus TTK'nın m. 136/4 hükmünde: "*Birleşmeyle, devralan şirket devrolunan şirketin malvarlığını bir bütün hâlinde devralır*." ve m. 153/1 hükmünde: "*Tescil anında, devrolunan şirketin bütün aktif ve pasifi kendiliğinden devralan şirkete geçer.*" şeklinde ifade edilmiştir. Buna göre malvarlığı veya işletmenin bir kısmının devrolması ya da TTK m. 141 hükmünde belirtildiği şekilde pay sahiplerine devralan şirket payından farklı bir şey verilmesi durumunda, külli halefiyet ilkesine aykırı hareket edilmesi sebebiyle TTK kapsamında bir birleşme işlemi gerçekleştirilmemiş olacaktır[41].

---

[37] *Pulaşlı, Şerh I*, s. 209; *Yasaman, Birleşme ve Bölünme*, s. 701. ETTK hükümleri açısından da devralma ve yeni kuruluş yoluyla birleşmede, birleşme işlemi tamamlandıktan sonra malvarlığı bir kül olarak geçmekte; malvarlığının yalnız bir kısmının devri birleşme olarak kabul edilmemektedir. Bkz. *Arslanlı, C. IV-V*, s. 242. Birleşmeye hâkim olan külli halefiyet ilkesinin ETTK düzenlemesine benzer şekilde TTK açısından aynen benimsendiğine ilişkin bkz. *Büyükyaka*, s. 86. Bu bağlamda şirketlerin bağımsızlıklarını korumak suretiyle holding olarak bir araya gelmeleri durumu, TTK m. 136 vd. hükümleri kapsamında birleşme olarak kabul edilemeyecektir. Bkz. *Bahtiyar, Ortaklıklar*, s. 64.

[38] *Al Kılıç*, s. 15. Türk Borçlar Kanunu hükümlerine göre işletme devrinde; sadece malvarlığı devrinin konu edilmesi, bütün aktif ve pasiflerin devrini kapsama zorunluluğunun bulunmaması gibi hususlar, şirket birleşmesinden ayrılmaktadır. Karşılaştırmalı bir inceleme için bkz. *Al Kılıç*, s. 18.

[39] *Al Kılıç*, s. 15.

[40] *Pulaşlı, Şerh I*, s. 208; *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 685; *İpekel Kayalı*, s. 20.

[41] *Al Kılıç*, s. 29.

c. Tasfiyesiz Sona Erme İlkesi

Birleşmenin bir diğer unsuru ise TTK m. 136/4 hükmünde: "*Birleşmeyle devrolunan şirket sona erer ve ticaret sicilinden silinir.*" şeklinde düzenlenen, devrolunan şirketin tasfiye yapılmaksızın sona ermesidir[42]. Sona eren bir şirketin tasfiye edilmesine ilişkin genel kuralın aksine birleşmede olduğu gibi kanunda açıkça düzenlenen hallerde, tasfiyesiz infisah yoluna başvurulabilmektedir. Birleşen şirketlerin tasfiye yapılmaksızın sona erdirilmesi, işletmenin bütünlüğünün sağlanması ve külli halefiyet sebebiyle tasfiye külfetinden kurtarılması gibi sebeplerle isabetli bir düzenlemedir[43].

Birleşmenin, devralma ya da yeni kuruluş yoluyla gerçekleşmesi arasında herhangi bir fark bulunmamakta; her iki durumda da birleşen şirketlerde tasfiye yapılmaksızın malvarlığının geçişi sağlanmaktadır[44]. Zira devralan ya da yeni kurulan şirket, devrolunan şirketin halefi olduğundan tasfiyesiz infisah ile külli halefiyet unsurları da birbirlerini tamamlayıcı hale gelmektedir. Birleşme neticesinde, devralan şirketin, devrolunan şirket malvarlığı kadar sermayesini artırması; devrolunan şirket pay sahiplerinin de belirli bir değişim oranına göre yeni şirkette pay sahibi olmaya devam etmeleri gerekmektedir.

---

[42] *Yasaman*, tasfiyesiz infisah ibaresi kullanılmış ise de birleşmede; birleşen ya da devrolunan şirketlerin borçlarının ödenmesi, alacakların teminat altına alınması ve alacakların tatmin edilmesi gibi tasfiye işlemlerinin yürütüldüğünü belirtmektedir. Ancak tasfiye kabul edilmesi durumunda, tasfiye bakiyesinin dağıtılabileceği anda devrolunan ya da birleşen ortakların terkin edilmesi gerektiğini belirtmiştir. Şu haliyle birleşme sebebiyle tasfiyesiz infisaha özgü açıklamalara ilişkin bkz. *Yasaman, Birleşme ve Bölünme*, s. 702.

[43] *İpekel Kayalı*, s. 20.

[44] Uygulamada şirketlerin sona erip tasfiye edildikten sonra yeni bir şirket kurmaları da olasılık dâhilindedir; ancak bu durumun birleşme ile ilgisi bulunmamaktadır. Bkz. *Pulaşlı, Şerh I*, s. 210.

d. TTK m. 137 Hükmünde Belirtilen Eşleşmeye Uygun Olma

Eski Türk Ticaret Kanunu[45] m. 147[46] hükmünde benimsenenin aksine, TTK m. 137 hükmü uyarınca birleşen şirketlerin aynı türden (nev'iden) olmasına gerek bulunmamakta;[47] bir ticaret şirketine devrolunmak suretiyle bir ticari işletme de birleşmenin tarafı olabilmektedir[48]. İlk kez ETTK hükmü ile düzenlenen aynı türden olma koşulu, öngörüldüğü ETTK döneminde de birtakım tartışmalara sebebiyet vermiştir. Buna göre hükmün düşünce yapısı ve düzenleniş sistematiğinin, dış kaynaklı ya da iç kaynaklı olabileceğine ilişkin çeşitli açıklamalar yapılmıştır[49]. Ancak TTK düzenlemesi ile bu konuda büyük bir yenilik yapılmış ve Kanun'da gösterilen şartları sağlamak kaydıyla, farklı türden şirketlerin birleşmelerine imkân tanınmıştır[50].

---

[45] 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu, çalışmamızda "ETTK" olarak anılacaktır, (RG. S.: 9353, RG. T.: 09.07.1956).

[46] ETTK m. 147: "*Birleşme, yalnız aynı neviden olan şirketler arasında caizdir. Şu kadar ki, birleşme bakımından kollektif ile komandit şirketler ve anonim ile sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler, aynı neviden sayılır.*".

[47] ETTK döneminde birleşen şirketlerin aynı nev'iden olması gerektiği hususunun birleşmenin koşulu sayılıp sayılmayacağı birtakım tartışmaları beraberinde getirmiştir. Ancak birleşme için en az iki şirketin bulunması önkoşulu gibi şirketlerin aynı türden olması da birleşme koşulu olarak nitelendirilmesi gerektiği yönünde bkz. *Türk, Aynı Neviden Olma*, s. 245, dn. 2. ETTK döneminde aynı neviden olmayan şirketlerin birleşebilmesi ancak tasfiye edilmeleri şartıyla mümkün görülmüştür. Bkz. *Arslanlı, C. IV-V*, s. 243.

[48] TTK m. 194 hükmünde, bir ticari işletmenin taraf olduğu birleşme ve tür değiştirme işlemlerine ilişkin esaslar belirtilmiş ve ilgili işlemlere kıyasen uygulanacak TTK hükümleri de atıf yapılmak suretiyle gösterilmiştir. Çalışma konumuzun, birleşmede ayrılma akçesi olması sebebiyle konu ile ilgili kısımlara aşağıda yer veriyor, bu başlıkta anılan hükme değinmekle yetiniyoruz. Bkz. aşa. s. 93 vd.

[49] *Türk, Aynı Neviden Olma*, s. 246 vd. ETTK düzenlemesinde öngörülen nevilerin aynı olması koşulunun, bağlı şirketlerdeki küme ve tür dışı birleşmelere uygulanacak hukuk normlarının uyuşmazlığı gibi bir olumsuzluğu giderdiği ve bu sebeple olumsuz uyuşmazlık kuralı niteliğinde olduğuna ilişkin bkz. *Türk, Aynı Neviden Olma*, s. 290.

[50] ETTK'ya kıyasla birleşmede daha geniş bir alan tanınmış olsa dahi TTK düzenlemesinin sınırlı sayı ilkesini koruduğu hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Al Kılıç*, s. 72 vd.; *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 687; *Pulaşlı, Şerh I*, s. 212; *Pulaşlı, Genel Esaslar*, s. 74. Birleşmenin, şirket türleri arasında tam bir serbesti ile gerçekleştirilmesinin hukuk pratiği, ekonomisi ve güncel ihtiyaçlara cevap verilebilirlik açısından daha uygun olacağı belirtilmektedir. Ancak sınırlı sayı ilkesine göre bir düzenleme yapılmasında ise, alacaklıların korunmasının amaçlandığına ilişkin bkz. *Büyükyaka*, s. 88.

Günümüzde vergisel teşvikler, yönetim ve ekonomik aktifliği artırmak gibi çeşitli sebeplerle başvurulan şirket birleşmelerinde, aynı türden olma koşulu aranmaması, birleşmenin etkin bir şekilde gerçekleştirilmesini sağlamaktadır. TTK m. 137 hükmü uyarınca sermaye şirketi; sermaye şirketi, kooperatif ve devralan şirket olması koşuluyla kollektif ve komandit şirketle birleşebilmektedir. Şahıs şirketi; devrolunan şirket olmak kaydıyla sermaye şirketi ve kooperatif ile birleşebilmektedir. Kooperatif ise kooperatifle, sermaye şirketiyle ve devralan şirket olmak koşuluyla şahıs şirketi ile birleşebilmektedir[51]. Belirtilen eşleştirmeye uymayan bir birleşme, geçerli olamayacağı için; işlemin, öncelikle açıklanan olasılıklardan uygun duruma getirilmesi ve ardından birleşmenin gerçekleştirilmesi gerekmektedir[52].

Yukarıda detaylı olarak belirtildiği üzere, bazen birleşme ile hedeflenen verime ulaşılması bazı ortakların birleşme dışında tutulması ile mümkün olmaktadır. Bir başka deyişle devralan ya da yeni kurulan şirkette ortak olarak devam etmek istemeyen şirket ortakları ile şirket menfaatlerine aykırı tutum sergileyerek şirket içi huzuru bozan ortaklara ayrılma hakkı tanınması, birleşme sonrası şirket menfaatinin korunması bakımından büyük önem taşımaktadır. Bu doğrultuda birleşmenin bir diğer unsuru olan ve çalışma konumuzu oluşturan pay sahipliğinin devamlılığı ilkesinin, özel bir başlıkta ele alınması konunun anlaşılması açısından isabetli olacaktır.

---

[51] TTK'da ticari işletmenin taraf olduğu birleşme ve tür değiştirmeye ilişkin TTK m. 194 hükmündeki istisnai durum dışında; tüzel kişilik ölçütü, ortaklık haklarının devamlılığı ve alacaklıların korunması ölçütlerinden hareketle geçerli sayılan birleşmelere ilişkin bir kanuni düzenleme yapıldığı belirtilmektedir. Bkz. *Çoştan*, Hülya: *Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Hükümlerine Göre Anonim Şirketin Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirme Yoluyla Yeniden Yapılanmasında Alacaklının Korunması,* Ankara: BTHAE 2009, (Anılış: *Çoştan, Yeniden Yapılanma*), s. 33-34.

[52] Bu durumda TTK m. 137'de geçerli birleşme olarak gösterilmeyen bir adi şirketin, ticaret şirketi ile birleşebilmesi de öncelikle adi şirketin, şahıs veya sermaye şirketine dönüştürülmesi ve ardından birleşmenin yapılması ya da TTK m. 194 hükmünün uygulanması ile mümkündür. Bkz. *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I,* s. 122-123.

II. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNDE TEMEL İLKE: PAY SAHİPLİĞİNİN DEVAMLILIĞI

Doktrinde üyelik haklarının devamlılığı[53], süreklilik ilkesi[54] olarak da ifade edilen pay sahipliğinin devamlılığı ilkesi gereği, birleşme sebebiyle pay sahipliği sıfatı sona ermemekte, pay sahipleri yeni kurulan ya da devralan şirkette pay sahibi olmaya devam etmektedir. Buna göre devrolunan şirketteki pay sahipliği, oy haklarının dağılımı ve önem taşıyan hususlar dikkate alınarak uygun bir değişim oranına göre hesaplanmakta ve yeni kurulan ya da devralan şirkette sürdürülmektedir[55].

ETTK döneminde yazılan eserlerde, birleşme ve bölünme işlemleri bakımından tasfiyesiz infisah, külli halefiyet ile ortaklık pay ve haklarının devamlılığı ilkelerinin önemine dikkat çekilmiş; ilgili ilkelerin ancak Kanun'da özel düzenleme olması durumunda uygulanabileceği ifade edilmiştir[56]. TTK'da ise malvarlığı geçişi yanında ortaklık haklarının da birleşme ile devam edeceği hususu, birleşme işleminin ticaret siciline tesciliyle; malvarlığı ve ortaklık haklarının, kendiliğinden yeni kurulan ya da devralan şirkete intikal edeceği şeklinde düzenlenmiştir[57]. Birleşme işleminde devrolunan şirket pay sahibinin, devralan ya da yeni kurulan şirkette, hesaplanan bir değişim oranına göre pay sahipliği sıfatını korumasını bir diğer söylemle pay sahipliğinin devamlılığı ilkesini düzenleyen TTK'nın 140. maddesine göre:

"(*1) Devrolunan şirketin ortaklarının, mevcut ortaklık paylarını ve haklarını karşılayacak değerde, devralan şirketin payları ve hakları üzerinde istemde bulunma*

---

[53] *İpekel Kayalı*, s. 249.

[54] *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 694; *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I*, s. 140.

[55] Ayrıntılı bilgi için bkz. *Al Kılıç*, s. 46 vd.; *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 694; *Pulaşlı, Şerh I*, s. 218 vd.; *Pulaşlı, Genel Esaslar*, s. 77 vd. Bu ilkenin dikkate alınmadığı durumların, ekonomik anlamda birleşme olduğu kabul edilebilirse de hukuki anlamda birleşme olarak değerlendirilemeyeceği yönünde bkz. *İpekel Kayalı*, s. 19.

[56] *Yasaman, Birleşme ve Bölünme*, s. 698.

[57] *Develi*, Bilge: "*6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Ayrılma Akçesi"*, GÜHFD, 2013, C. XVII, S. 1-2, s. 445.

hakları vardır. Bu istem hakkı, birleşmeye katılan şirketlerin malvarlıklarının değeri, oy haklarının dağılımı ve önem taşıyan diğer hususlar dikkate alınarak hesaplanır. (2) Ortaklık paylarının değişim oranları belirlenirken, devrolunan şirketin ortaklarına tahsis olunan ortaklık paylarının gerçek değerlerinin onda birini aşmaması şartıyla, bir denkleştirme ödenmesi öngörülebilir. (3) Devrolunan şirketin oydan yoksun paylarına sahip ortaklarına aynı değerde, oydan yoksun veya oy hakkını haiz paylar verilir. (4) Devrolunan şirkette mevcut bulunan paylara bağlı imtiyaz hakları karşılığında, devralan şirkette eş değerde haklar veya uygun bir karşılık verilir. (5) Devralan şirket, devrolunan şirketin intifa senedi sahiplerine, eş değerli haklar tanımak veya intifa senetlerini, birleşme sözleşmesinin yapıldığı tarihteki gerçek değeriyle satın almak zorundadır.".

Birleşmenin gerçekleşmesi ile devralan ve devrolunan şirket pay sahiplerini en çok kaygılandıran husus, yeni edindikleri payların, eski paylar ile eşit değerde olup olmadığı düşüncesidir[58]. Bu bağlamda birleşmede ana kural, pay sahiplerinin sahip oldukları hakların birleşme sonrasında da devam etmesidir. TTK Gerekçesi[59]'nde, devrolunan ve devralan şirketlerin malvarlıksal büyüklüğünden doğan, mutlak olmayan bir eşitlik ile pay ve hakların devam edeceği, yalnız parasal olarak değil; haklar bakımından da eşitliğin sağlanması gerektiği üzerinde durulmuştur. Ancak pay sahiplerinin bütün menfaatlerinin korunmasının mümkün olmadığı durumlarda, müktesep hakların ihlali hususu gündeme gelmektedir[60]. TTK sistematiğinde, birleşmede

---

[58] *Akbilek*, Nevzat: *Türk ve Avrupa Birliği Hukukunda Anonim Şirket Birleşmelerinde Pay Sahibinin Korunması*, Ankara: Seçkin 2009, s. 159.

[59] 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Gerekçesi, TBMM Dönem: 23, Yasama Yılı: 2, Sıra Sayısı: 96, Türk Ticaret Kanunu ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), m. 140. 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Gerekçesi, çalışmamızda "Gerekçe" olarak anılacaktır.

[60] Birleşmede pay sahiplerinin bazı haklarının ne ölçüde kısıtlanacağı ya da kaldırılacağı konusu müktesep hak kavramı ile yakın ilişki içindedir. Mutlak müktesep hak, hak sahibinin rızası olmadıkça ortadan kaldırılamayan ve sınırlandırılamayan; nispi müktesep hak ise şirket menfaatlerine, iyiniyet esaslarına ve hakkın özüne uygun olarak sınırlandırılabilen hak anlamına gelmektedir. Müktesep haklarla ilgili olarak bkz. *Arslanlı*, Halil: *Anonim Şirketler C. I Umumi Hükümler*, 2. Baskı, İstanbul: Fakülteler Matbaası 1959, (Anılış: *Arslanlı, C. I*), s. 239 vd.; *İmregün,* Oğuz: *Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi*

pay sahiplerinin korunması özel olarak düzenlenmemiş; konu, genel hükümlere atıf yapılmak suretiyle açığa kavuşturulmuştur.

Birleşme işlemleri sürdürülürken pay sahiplerinin korunmasını, birçok yönden ele almak mümkündür. Bu hususta ilk adım birleşme sürecini yürütecek kişilerin, pay sahiplerini koruyabilecek yeterlilikte olmalarıdır. Uygulamada genellikle farklı alanlarda uzmanlaşmış kimselerin bir ekip oluşturduğu ve bir de ekip sorumlusu belirledikleri ifade edilmektedir[61]. İkinci adım, birleşmeyi yürütecek kişilerin gizliliğe özen göstermeleri gerektiğidir. Bu bağlamda işçiler ve üçüncü kişilerin tepki verebileceği girişimlerden kaçınılması ile pay değerlerinin ve pay sahiplerinin korunması yolunda önemli sonuçlar elde edilmiş olacaktır[62]. Pay sahiplerinin birleşme sonrası edinecekleri paylara dair değişim oranı hesaplanma aşamasında ise, devrolunan ve devralan şirket arasında

---

Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunların Telif Çareleri, İstanbul: İsmail Akgün Matbaası 1962, s. 106 vd. Müktesep hakların sınırlandırılabileceği; ancak bu durumun suiistimal edilmemesi gerektiğine ilişkin bkz. *Yasaman*, Hamdi: *Anonim Ortaklıkların Birleşmesi*, Ankara: BTHAE 1987, (Anılış: *Yasaman, Birleşme*), s. 113 vd. Müktesep hakların öngörülüş sebebinin, sözleşme değişikliklerinde pay sahiplerinin ve azınlık haklarının korunması olduğu; ancak olması gereken hukuk bakımından yer verilmemesinin isabetli olacağına ilişkin bkz. *İmregün,* s. 106 vd., s. 132. Müktesep hakkın sınırlandırılması sonucu alınan kararların hakkın özüne dokunması ya da dürüstlük kuralına aykırı olması neticesinde hak sahibinin iptal davası açabileceğine ilişkin değerlendirmeler için bkz. *Al Kılıç*, s. 178; *İmregün*, s. 130 vd. TTK düzenlemesinin müktesep hak kavramına yaklaşımını, TTK m. 452 hükmü ve hükmün gerekçesi kapsamında açığa kavuşturmak gerekmektedir. TTK m. 452 hükmü: "*Genel kurul, aksine esas sözleşmede hüküm bulunmadığı takdirde, kanunda öngörülen şartlara uyarak, esas sözleşmenin bütün hükümlerini değiştirebilir; müktesep veya vazgeçilemez haklar saklıdır.*" şeklindedir. TTK'da müktesep hak kavramı tanımlanmamış ve müktesep haklar da sayılmamış, TTK m. 452 hükmünün gerekçesinde de bazı değişikliklerle birlikte müktesep hak kavramının korunduğu ifade edilmiştir. Doktrinde kanuni müktesep hakların, değiştirilmesi veya kaldırılması açısından pay sahiplerinin oybirliğine ihtiyaç duyulan hak olduğu ve mutlak/nispi müktesep hak ayrımına da artık gerek bulunmadığı ifade edilmiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I*, s. 682 vd. Ayrılma hakkı da müktesep bir hak olarak nitelendirildiğinden, birleşme neticesinde ayrılma hakkının doğmayacağına dair esas sözleşmeye bir hüküm konulabilmesinin, esas sözleşmenin oy birliği ile kabul edilmesini gerektirdiğine ilişkin bkz. *Turan,* Gökçen: "*6362 Sayılı Kanun'da Halka Açık Ortaklık Pay Sahiplerine Tanınan Ayrılma Hakkı"*, Legal Hukuk Dergisi, 2014, C. 12, S. 139, (Anılış: *Turan, Ayrılma Hakkı*), s. 98.

[61] *Akbilek*, s. 160.

[62] *Akbilek*, s. 160.

haksızlığa neden olmamak amacıyla, yaşayan şirket değerinin esas alınması gerekmektedir[63]. Nitekim aksi durumun kabulü, devrolunan şirketin aleyhine bir durum olarak tasfiye değeri yöntemine[64] başvurulması sonucuna yol açacaktır[65].

Pay ve hak sahipliğinin devamı bakımından birleşme neticesinde hangi ortaklık haklarının intikal edeceği de açığa kavuşturulması gereken bir başka konudur. Gerekçe hükmünde, devrolunan şirkete katılma payı ile malvarlığı, yönetim, denetim ve inceleme haklarının kastedildiği ifade edilmiştir[66]. Zira ortaklara yalnız pay verilmekle kalmayıp aynı zamanda diğer pay sahipliği haklarının geçişinin de sağlandığı; ancak azınlık haklarının bu kapsama dahil olmadığı belirtilmiştir[67]. Gerçekten payların geçişi ile oransal eşitlik ilkesi devreye girdiğinden, devrolunan şirkette azınlık olan pay sahibi ya da pay sahiplerinin, yeni kurulan veya devralan şirkette her koşulda azınlık sıfatında olamayacağı bir olasılık dahilindedir. Bu sebeple pay sahipliği ilkesi ile azınlık hakkının devam etmesi mümkün görülmemiştir[68].

ETTK düzenlemesi açısından, her ne kadar ortakların birleşme işlemine taraf olma zorunluluğuna, TTK m. 141'de olduğu gibi ayrılma akçesi ile bir istisna öngörülmemiş ise de ETTK m. 454 hükmünde yer verilen düzenleme ile pay sahipliğinin devamlılığı ilkesi mutlak olarak benimsenmemiştir. İlgili hükme göre bir anonim şirketin malvarlığının, bir kamu tüzel kişisi tarafından devralınması halinde, şirketin tasfiye yapılmamasına karar verilebileceği düzenlenmiştir. Bu durumda malvarlığı devrolunan anonim şirket pay sahiplerinin, para ve diğer değerleri alabileceğine dikkat çekilerek bunun birleşmede pay sahipliğinin devamlılığı ilkesinin bir istisnası olduğu ifade

[63] Bkz. Gerekçe m. 140.

[64] Bkz. aşa. s. 211.

[65] *Bilgili*, Fatih/*Demirkapı*, Ertan: *Şirketler Hukuku*, 9. Baskı, Bursa: Dora 2013, s. 74.

[66] Bkz. Gerekçe m. 140.

[67] Bkz. Gerekçe m. 140.

[68] *Al Kılıç*, s. 47, dn. 145.

edilmiştir[69]. Ancak ETTK düzenlemesinde, ayrılma akçesinin öngörülmemesi sebebiyle, bazı şirket ortaklarına birleşme neticesinde yeni kurulan ya da devralan şirkette hesaplanan değişim oranına göre pay verilmesi yerine yalnız ayrılma akçesi niteliğinde bir bedelin ödenmesine imkân tanınmamıştır[70]. Nitekim ETTK m. 454[71] hükmüne göre pay sahiplerine, pay verilmesi yerine yalnız belirli bir bedel ödenmesi durumunun, birleşme olarak değerlendirilmeyeceği hususu da pay sahipliğinin devamlılığı ilkesinin mutlak olarak benimsendiğini ortaya koymaktadır.

Pay sahipliğinin devamlılığı ilkesi uyarınca ortakların, önceki şirkette sahip olduğu hakların belirli bir değiş-tokuş oranına göre hesaplanması ve yeni şirkette de pay sahibi olmaları esası kabul edilmiştir. TTK m. 141 hükmü ile düzenlenen ayrılma akçesi, TTK sistematiği bakımından yenilik arz etmekte ve ETTK döneminde kabul edilen pay sahipliğinin devamlılığı ilkesinin mutlak olarak kabul edilmesine bir istisna getirmektedir. Bu doğrultuda birleşmeye taraf olmak istemeyen ya da birleşmenin tarafı olması istenmeyen pay sahiplerinin talep edebileceği ayrılma akçesini özel olarak incelemek gerekmektedir.

---

[69] *Yasaman*, *Birleşme ve Bölünme,* s. 702. Ancak *Yasaman*, açıklamanın devamında birleşme ile pay sahiplerine pay verilmiyor ve devir sonunda geçen malvarlığına karşılık yalnızca belirli miktarda para ödeniyor ise birleşmeden söz edilemeyeceğini belirtmiştir.

[70] *Arslanlı, C. IV*-*V*, s. 242. ETTK m. 451 hükmüne göre birleşmede pay sahiplerine paydan başka bir karşılığın verilemeyeceği ve bunun da kanundan kaynaklanan bir zorunluluk olduğu, aksi takdirde ETTK anlamında bir birleşmeden bahsedilemeyeceğine ilişkin bkz. *Arslanlı, C. IV*-*V*, s. 242, dn. 116.

[71] ETTK m. 454: "*Bir anonim şirketin malları devlet, vilayet, belediye gibi bir amme hükmi şahsiyeti tarafından devralınırsa, şirketin umumi heyeti tasfiye yapılmamasına karar verebilir.*
Bu karar, infisah hakkındaki hükümlere göre verilir ve tescil ve ilan ettirilir.
Tescil ile şirketin mal ve borçları amme hükmi şahsına intikal etmiş olur ve ticaret sicilinden şirketin unvanı silinir ve keyfiyet ilân olunur.".

III. PAY SAHİPLİĞİNİN DEVAMLILIĞI İLKESİNİN İSTİSNASI: "AYRILMA HAKKI"

A. Kavram Olarak "Ayrılma Hakkı" ve "Ayrılma Akçesi"

Doktrinde pay sahipliğinin devamlılığı ilkesi, "üyelik haklarının aynen korunması veya devam etmesi ilkesi" olarak geniş bir başlıkta incelenmiş ve bu ilkeyle ilgili üç istisnaya işaret edilmiştir. Anılan ilkeye ilişkin ilk istisnanın denkleştirme akçesi; ikinci ve en ağır istisnanın ayrılma akçesi ve üçüncü istisnanın ise TTK m. 140/5 hükmü ile düzenlenen intifa senetlerinin satın alınması olduğu ileri sürülmüştür[72]. Ancak pay sahipliğinin devamlılığı ilkesinin, üyelik haklarının devamlılığı kısmı ile ilgili olduğunun kabul edilmesi durumunda, istisnanın da esas olarak ayrılma akçesi düzenlemesine yönelik olduğu anlaşılacaktır[73].

Şirkette pay sahipliği sıfatını sonlandırma amacına yönelen ayrılma hakkı genel olarak, ortak tarafından talep edildiğinde çıkma; şirket tarafından talep edildiğinde ise çıkarılma olarak adlandırılmaktadır[74]. ETTK döneminde, çıkma ve çıkarılma kavramlarının şahıs şirketleri ile bağlantılı kavramlar olduğuna, anonim şirketler açısından ise pay sahibinin ayrılmasının, esas olarak pay devri yolu ile gerçekleştirilebileceğine dikkat çekilmiştir[75]. Gerçekten ayrılma hakkının yalnız çıkma ve çıkarılma hakkı ile ilişkili olduğunu ifade etmek, eksik bir tanım yapılması riskini de beraberinde getirmektedir. Bu noktada çağrıda bulunma zorunluluğu ve aleni pay alım teklifi sonrası azınlığın paylarını satın alma gibi diğer ilgili kurumların da ayrılma hakkı ile ilişkilerinin ortaya konulması gerekmektedir.

---

[72] *Pulaşlı*, *Şerh I,* s. 221; *Pulaşlı, Genel Esaslar*, s. 78.

[73] Bu hususta bahsedilen diğer istisnalar, pay sahipliğinin tam olarak korunması kısmı ile ilişkili olup çalışmamızın kapsamına dâhil edilmemiştir.

[74] *Sönmez*, Yusuf Ziyaeddin: *Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı,* İstanbul: Beta 2009, (Anılış: *Sönmez, Ayrılma Hakkı*), s. 2.

[75] *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 2 vd.

Doktrinde ayrılma hakkının tanımlanabilmesi için konuya dair belirli tasniflerde bulunulmuştur. Bir görüşe göre, geniş anlamda ayrılma hakkı; çağrıda bulunma yükümlülüğü, aleni pay alım teklifi sonrası azınlığın paylarını satın alma hakkı ve bazı genel kurul kararlarına muhalefet eden pay sahiplerinin paylarını ortaklığa satma hakkına; özel anlamda ise, önemli kararlara muhalefet eden pay sahiplerinin paylarını uygun bir fiyat üzerinden şirkete satma hakkına karşılık gelmektedir[76]. Bir başka görüşe göre ise pay devir serbestisi dışında kalan ve pay sahibinin şirketten ayrılması sonucunu doğuran halleri ayrılma hakkı üst başlığı ile incelemek ve ayrılma akçesini de bu hallerden biri olarak değerlendirmek, Sermaye Piyasası Kanunu[77] m. 24 hükmünde ayrılma hakkının özel bir kurum olarak düzenlenmesi sebebiyle uygun bir yaklaşım değildir. Bu durumda, seçimlik ayrılma akçesinin çıkma hakkı, zorunlu ayrılma akçesinin de çıkarılma hakkı olarak nitelendirilmesi, kavramların somutlaştırılması açısından isabetlidir[78].

Yapılan bu tasniflere göre biz de ayrılma hakkının; çıkma, çıkarılma, çağrıda bulunma zorunluluğu, azınlığın paylarını satın alma ve halka açık anonim şirketten ayrılma hakkını kapsayacak şekilde üst bir kavram olduğu yönündeki görüşe katılmaktayız. Gerçekten sayılan hallerin tamamında pay sahibi, iradesi ile ya da iradesi dışında şirketten ayrılmak durumundadır. Birleşme işlemine katılmak istemeyen ya da katılması istenmeyen pay sahibinin, ayrılma akçesi alarak şirketten ayrılması durumunda da pay sahipliği sıfatı sona ermektedir. Bu çerçevede konuya ilişkin üst ve temel kavramı ayrılma hakkı; ayrılan pay sahiplerine ödenen bedeli ayrılma akçesi olarak nitelendirmek

---

[76] *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 8; *Bektaş*, İbrahim: "*Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı ve Pay Alım Teklifi Zorunluluğu"*, BTHAE 60. Yıl Armağanı, Ankara: BTHAE 2015, s. 752 vd.

[77] 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, çalışmamızda "SPKn" olarak anılacaktır, (RG. S.: 28513, RG. T.: 310.12.2012).

[78] *Turan*, Gökçen: *"İhtiyari Ayrılma Akçeli Birleşmeler Hakkında Bazı Tartışmalı Noktalar"*, BTHAE 60. Yıl Armağanı, Ankara: BTHAE 2015, (Anılış: *Turan, İhtiyari Ayrılma Akçesi*), s. 588.

mümkündür. SPK m. 24 ile teknik olarak düzenlenen ayrılma hakkı ile diğer ayrılma halleri arasında herhangi bir astlık-üstlük ilişkisi bulunmadığı görüşünün isabetli olduğu kanaatindeyiz.

B. Terminoloji

Ayrılan pay sahibine verilen karşılık açısından TTK m. 141 hükmünde "*ayrılma akçesi*", TTK m. 191 hükmü ve gerekçesinde "*ayrılma karşılığı*", SPKn m. 24 hükmünde "*adil bedel*", SPKr tarafından düzenlenen II-23.1 Sayılı ve II-23.3 Sayılı Tebliğ'de ise "*ayrılma hakkı kullanım fiyatı*" kavramları kullanılmıştır. Pay sahiplerinin ayrılmasını konu edinen normatif düzenlemeler ile terminoloji konusu aşağıda detaylı olarak incelenmiş olup çalışmamızda anılan hükümlerde yer verilen düzenlemeleri karşılamak üzere "*ayrılma akçesi*" kavramının; karışıklık yaratabilecek kısımlarda ise sermaye piyasası mevzuatı açısından "*ayrılma hakkı kullanım bedeli*" kavramının kullanılması tercih edilmiştir[79].

C. Ayrılma Hakkı ile Ayrılma Akçesinin Doğuşu ve Tarihsel Gelişimine Genel Bakış

Ayrılma hakkının ilk yasal düzenlemeye kavuşması, *Anglo Sakson* Hukuk sisteminde ABD, Kıta Avrupası Hukuk sisteminde ise İtalya ile olmuş ve her iki sistemde de pay sahiplerine ilk olarak birleşme sebebiyle ayrılma hakkı tanınmıştır[80]. Anılan ülke mevzuatlarında, farklı şirketlerin birleşerek en başta kurulan şirketten çok daha başka bir

[79] Ayrılma hakkının konu edildiği normatif düzenlemeler ve terminoloji hususunun ayrıntılı olarak değerlendirilmesi açısından bkz. aşa. s. 67 vd.; s. 115 vd.

[80] *Sönmez, Ayrılma Hakkı,* s. 9. Amerikan Hukukunda mahkeme kararları neticesinde konu ilk kez "*Model Business Corporation Act (MBCA)"* ile yasal düzenlemeye kavuşmuştur. *MBCA* ise tüm ülke bakımından geçerli olmayıp eyaletlerin kendi düzenlemelerini yapmaları bakımından örnek aldıkları model kanun özelliği göstermektedir. Konu ile ilgili bkz. *Adıgüzel,* Burak: *"Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı",* GÜHFD, 2014, C. XVIII, S. 2, (Anılış: *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı*), s. 4, dn. 8.

şirkete bürünmesi, pay sahiplerine ayrılma imkânı tanınmasının temel gerekçesini oluşturmuştur. Bu sebeple ayrılma hakkı ve ayrılma akçesinin doğuşu ve tarihsel gelişimine dair esaslarının ortaya konulabilmesi için özellikle ABD mahkeme kararlarında benimsenen ilkeler doğrultusunda bir inceleme yapılması önem taşımaktadır.

Ayrılma hakkına ilişkin temel hususlar, ABD Hukukunda büyük ölçüde mahkeme kararları doğrultusunda şekillenmiştir. Gerçekten kanun koyucular, mahkemelerin yarattığı ayrılma hakkını tanımama imkânına da sahipken; ayrılma hakkını esas alan mahkeme kararlarının kanunlaştırılmasını tercih etmişlerdir[81]. Yasal düzenlemeler arasında farklılıklar bulunması ise kanun koyucuların, hakkın amacı ve fonksiyonuna ilişkin değil de mahkeme kararlarını derlemek suretiyle norm oluşturmalarından kaynaklanmıştır[82].

ABD Hukukunda ayrılma hakkının gelişimi, ilk olarak sözleşme teorisi çerçevesinde şekillenmiştir. Şirketlerin yapısal değişikliği ve şirket esas sözleşmesinin değiştirilmesi gibi şirket için önem arz eden işlemler ilk dönemlerde oy birliği ile gerçekleştirilmekte idi[83]. Ancak sürekli gelişen ve değişen ekonomik hayatta her önemli kararda oybirliğinin aranması esası, hâkimler ve kanun koyucular tarafından esnetilerek oy çokluğu kuralının benimsenmesine yol açmıştır[84].

Trustees of Dartmouth College v. Woodward Davası[85] ile başlayan süreçte sırasıyla esas sözleşme değişikliği, şirket mallarının satışı ve daha sonra birleşme işlemleri açısından oybirliği ilkesinden vazgeçilerek oy çokluğu esası benimsenmiştir[86].

---

[81] *Siegel*, Mary: "*Back to The Future: Appraisal Rights in The Twenty-First Century"*, Harvard Journal on Legislation, Winter 1995, No. 32, s. 92.

[82] *Manning*, Bayless: "*The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker"*, The Yale Law Journal, 1962, V. 72, No: 2, s. 230.

[83] *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 9.

[84] *Thompson*, Robert B.: "*Squeeze Out Mergers and the "New" Appraisal Remedy"*, 1984-1985, 62 Wash UL Q, s. 416, dn. 3.

[85] 17 U.S., 518, 1819.

[86] *Siegel*, s. 87 vd.

Bu sebeple ayrılma hakkı da pay sahiplerinin veto haklarını kaybetmeleri sebebiyle öngörülen bir tazminattan ziyade, belirli genel kurul kararlarına karşı çıkan pay sahiplerinin, paylarını ortaklığa satarak ayrılmalarına imkân veren bir hak olarak görülmeye başlanmıştır[87]. Çalışmanın bu bölümünde, ayrılma akçesinin konu edildiği önemli yabancı mahkeme kararlarına değinerek ayrılma hakkının ve ayrılma akçesinin niteliği ortaya konulacaktır.

Ayrılma hakkı ve ayrılma akçesinin doğuşuna dair açıklamalarda bulunabilmek için ilk olarak *Delaware* Yüksek Mahkemesi tarafından verilen *Weinberger v. UOP*[88] kararının incelenmesi gerekmektedir[89]. Söz konusu kararda pay sahibi *Weinberger*, azınlığın nakit karşılığı çıkarılmasını dava konusu yapmış; fiyatın, *Delaware* hukuku bakımından adil olmadığını ve davacı azınlığın çıkarılması için geçerli bir sebep bulunmadığını iddia etmiştir. Mahkeme ise *Signal* A.Ş.'nin açıklamalarını haklı bulmuş ve *Delaware Block Method* ile hesaplanan fiyatın adil olduğuna karar vermiştir. Bu yönüyle *Weinberger* Kararı, ayrılma sürecinde azınlık ve çoğunluk arasındaki

---

[87] *Özdoğan*, Ayşegül: *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı*, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara: 2002, (Anılış: *Özdoğan, Ayrılma Hakkı*), s. 6. Bu hususta *Lauman v. Lebanon Valley R. CO* davasında verilen kararda birleşmede oybirliği aranmaması gerektiği, karara muhalif kalan pay sahiplerine paylarının nakit karşılığının verilebileceğine ilişkin olarak bkz. *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 11.

[88] 457, A. 2d 701, (Del. 1983).

[89] Karara konu olan olayda özetle *Signal* A.Ş., 1995 yılında *UOP* A.Ş.'nin %50,5 hissesini satın almış; ancak 1978 yılında *Signal* A.Ş., bir dizi işletme sorununa çözüm bulmak üzere *UOP* A.Ş. hisselerinin geri kalanını da satın almaya karar vermiş ve hisse başına 20-21 Dolar fiyat teklifi ile *freeze-out* sürecinin gerçekleştirilmesi talebinde bulunmuştur. İhale teklifi yapılmadan önce ise *UOP* A.Ş.'nin New York Borsası'nda işlem gören her bir payının değeri 14 Dolar olarak belirtilmiş; *UOP* A.Ş. yönetim kurulunun incelemeleri ve tartışmaları neticesinde *Signal* A.Ş.'nin teklifine olumlu yaklaşılmıştır. Bu bağlamda özellikle *Lehman Brothers*'ın fiyatın adil olduğuna ilişkin yorumu, dış direktörlerin onayı, azınlık pay sahiplerinin çoğunluğunun onayı ve tüm *UOP* A.Ş. hisselerinin üçte ikisinin onayı alınarak *UOP* A.Ş. hisselerinin *Signal* A.Ş. tarafından devralınmasına karar verilmiştir. Karar hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Bratton*, William W.: *Corporate Finance: Cases and Materials*, Eight Edition, Foundation Press: 2016, s. 1226 vd.; *Schwenk*, Michael R.: "*Valuation Problems in the Appraisal Remedy"*, Cardozo Law Review, December 1994, No: 16, www.heinonline.org , (Erişim Tarihi: 03.12.2019), s. 662 vd; *Thompson*, s. 421 vd.

anlaşmazlıkların giderilmesi ve uygun bir karşılığın belirlenmesi bakımından sarf edilen çabayı ortaya koymaktadır.

Weinberger Kararı, ayrılma hakkının uygulanmasına belirli sınırların çizilmesi açısından da önem taşımaktadır. Karar'da hile (*fraud*), yanlış beyan (*misrepresentation*), suiistimal (*self-dealing*), şirket varlıklarının kasıtlı bir biçimde değerinin altında elden çıkarılması (*deliberate waste of corporate assets*) ya da ağır ve açık bir gabin (*gross and palpable overreaching*) gibi durumlarda ayrılma dışındaki yöntemlere başvurulması gerektiği kabul edilmiştir[90]. Her ne kadar *Weinberger* Kararı'nın, azınlığa her türlü adil ve parasal rahatlamayı sağlatacak koşulların ne olduğu sorusunu cevapsız bıraktığı ileri sürülmüş[91] ise de ayrılma hakkının uygulanmasına ilişkin birçok esasın şekillenmesinde önemli bir rolü bulunduğunu belirtmek gerekmektedir.

Ayrılma hakkı uygulamasının yaygınlaşması ile değerleme ölçütleri genişletilmiş, *squeeze-out*[92] prosedürünün kötüye kullanılması önlenmeye çalışılmış ve halka açık şirketlerde azınlığın ekonomik çıkarının bulunması halinde çoğunluğun, makul değeri ödeyerek azınlığı çıkarabileceği kabul edilmiştir. Ancak kapalı anonim şirketler açısından *squeeze out merger* kurumunun farklı prensiplere dayandığı ve ayrılma hakkına ilişkin ilkelerin, kapalı anonim şirketler açısından uygulanmaması gerektiği iddia edilmiştir. Sonraki tarihli kararlarda ayrılma hakkına ilişkin esaslar daha ayrıntılı bir şekilde ortaya koyulmaya çalışılmış ve ayrılma hakkı, yalnız HAAŞ'lere özgü bir kurum olmaktan çıkarılmıştır[93].

---

[90] *Thompson*, s. 422; *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 16.

[91] *Hudson*, Julie Gwyn: "*The Exclusivity of the Appraisal Remedy Under the New North Carolina Business Corporation Act: Deciding the Standarts of Review for Cash-Out Mergers"*, 69 N. C. L. Rev. (1990-1991), s. 523.

[92] Kavram hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. aşa. s. 60 vd.

[93] Kapalı anonim şirketlerde çıkar çatışmalarını önlemek üzere davayı inceleyen mahkemenin, ayrılma hakkının kullanılması niyetinde ise geniş amaca uygun olarak asli ve usule ilişkin şartları da ortaya koyacak ayarlamayı yapması gerektiği yönünde bkz. *Thompson*, s. 434.

Ayrılma hakkının gelişimi ile birlikte pay sahibini koruyucu benzer mekanizmalar ile arasındaki ilişki ve birlikte uygulanabilirliklerinin mümkün olup olmadığı da dava konusu olmuştur. Ayrılma hakkının doğacağı hallerle ilgili olarak hile *(fraud)* kavramı yeniden yorumlanmış ve böyle bir durumda, iptal ya da tazminat davasına başvurulabileceği kanaatine varılmıştır[94]. Özellikle ayrılma hakkının kullanılabilmesi için ayrılmaya sebep olan işlemin geçersiz ya da usulsüz olmasının gerekmediği; iptal davası ve ayrılma hakkının farklı nitelikte kurumlar olduğu ifade edilmiştir. Bir başka anlatımla, ayrılma hakkının kullanılmasının, paya önerilen bedelin adil olmasıyla bağlantılı olduğu; hakkı doğuran işlemin hukuka aykırı olması ile herhangi bir bağlantısı olmadığı ifade edilmiştir[95].

Belirtmek gerekir ki ayrılma hakkı, özellikle ABD Hukukunda birleşme işleminin ele alındığı mahkeme kararlarında ortaya çıkmış ve gelişmiş ise de sadece *Anglo Sakson* Hukukunda kabul edilen bir kurum olarak kalmamıştır. Nitekim TTK'nın mehazı olarak

---

[94] Bu bağlamda *Rabkin v. Philip A. Hunt Chemical Corp*. Davası'na da değinmek gerekmektedir. Karar için bkz. 498 A. 2d 1099, (Del. 1985). Dava konusu olayda özetle, *Hunt* A.Ş.'nin çoğunluk paylarına sahip olan *Olin* A.Ş., *Hunt* A.Ş. ile birleşerek kalan hisseleri de satın almaya karar vermiş; *Hunt* A.Ş. 'nin azınlık hissedarı *Rabkin* ise durumu dava konusu yapmıştır. Mahkeme, durumu *Weinberger* davasına benzeterek *Olin* A.Ş. yöneticilerinin *Hunt* A.Ş.'ye olan sadakatinin sorgulanabileceğine işaret etmiş; *Weinberger* davasının aldatma ve hile konuları ile sınırlı olması sebebiyle davalının iddiasını reddetmiştir. Yüksek mahkeme ise ilk derece mahkemesinin *Weinberger*'ı dar yorumlaması sebebiyle kararı reddetmiştir. Davacılar *Olin* A.Ş.'nin birleşmedeki zamanlama sebebiyle sözleşmesel hakları ihlal ettiğini ve *Olin* A.Ş.'in hisse başına 25 dolarlık bir bedel ödemek için bir yıllık bir taahhütten kaçındığını iddia etmişlerdir. *Hunt* A.Ş. direktörlerinin sözleşmeyi uygulamadaki başarısızlıklarını değerlendiren mahkeme, davacıların ayrılmanın geleneksel sorunları olan değerleme konusunu tartışmadıklarını ifade etmiştir[94]. Bu karar ile hile (*fraud*) kavramının, bazı özen borçlarını da kapsayacak şekilde geniş yorumlanması gerektiği ve bu gibi durumlarda ayrılma hakkı yerine iptal ya da tazminat davalarına başvurulması gerektiği ifade edilmiştir. Bkz. *Pepin,* Michelle M.: "*Exclusivity of Appraisal—The Possibility of Extinguishing Shareholder Claims"*, 42 Case Western Reserve Law Review, 1992, V. 42, I. 3, s. 971-972; *Sönmez, Ayrılma Hakkı,* s. 17.

[95] *Cede & Co. v. Tecnicolor Inc*. Davasında da işlemin usulsüzlüğü ya da hileli olduğuna ilişkin iddiaların ayrılma hakkı ile bağlantılı olarak değerlendirilmesinin yasal süreci uzatacağı ifade edilmiştir. İptal davası ile ayrılma hakkının farklı amaçları korumaya, farklı ve birbiri ile değiştirilemez çözümler üretmeye hizmet ettiğini açıklaması sebebiyle ilgili dava önem arz etmektedir. Bkz. *Pepin*, s. 969-972.

nitelendirilebilecek Alman Hukuku ve İsviçre Hukukunda da ayrılma hakkı ve ayrılma akçesine ilişkin yasal düzenlemeler yapılmıştır[96]. Ayrılma hakkının kabul edildiği hukuk sistemlerinde konu, genel olarak şirket mallarının satışı ve birleşme işlemleri açısından düzenlenmiş; ancak bazı hukuk sistemlerinde, esas sözleşme değişikliği açısından da ayrılma hakkının doğabileceği kabul edilmiştir[97].

Türk Hukukunda ise birleşme sebebiyle ayrılma akçesinin düzenlenmesi, farklı bir sistematiğe sahiptir. Hukukumuzda ilk kez TTK, SPKn ve SPKr'nun ikincil düzenlemelerinde birleşme açısından ayrılma akçesi öngörülmüş ve pay sahiplerinin korunması yolunda önemli bir adım atılmıştır. 6102 sayılı TTK'nın yapısal değişiklikleri düzenleyen 134 ilâ 194'üncü hükümlerinin mehazını, İsvBirK ve dolaylı şekilde Avrupa Birliği 78/855/EEC Sayılı Şirketler Hukuku Üçüncü Konsey Yönergesi (*Third Council Directive*)[98] ile Avrupa Birliği 77/91/EEC Sayılı İkinci Konsey Yönergesi (*Second*

[96] *Sönmez, Ayrılma Hakkı,* s. 172.

[97] *Özdoğan, Ayrılma Hakkı*, s. 6.

[98] Avrupa Birliği 78/855/EEC Sayılı Şirketler Hukuku Üçüncü Konsey Yönergesi (*Third Council Directive*), çalışmamızda "Üçüncü Konsey Yönergesi" olarak anılacaktır, Avrupa Birliği RG. (*Official Journal of the European Communities*) T.: 20.10.1978, L 295, s. 0036-0043, https://www.legislation.gov.uk/eudr/1978/855/pdfs/eudr_19780855_adopted_en.pdf, (Erişim T.: 14.10.2020); Ayrıntılı bilgi için bkz. Şirketler Hukukuna İlişkin AB Müktesebat Rehberi, 2013, s. 14 vd., https://www.mess.org.tr/media/filer_public/72/5d/725d2ceb-b27f-43f4-af2b-c79b70c36296/mess_sirketler_hukuku_nisan_2013_-_final.pdf , (Erişim T.: 25.08.2020).
Üçüncü Konsey Yönergesi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Bahtiyar*, Mehmet: "*Türk Ticaret Kanunu ile Avrupa Birliği'nin Üçüncü Konsey Yönergesi Açısından Anonim Ortaklık Birleşmeleri ve Denetimi"*, Şirket Birleşmeleri, (Ed.: *Sumer*, Haluk/*Pernsteiner*, Helmut), İstanbul: Alfa 2004, (Anılış: *Bahtiyar, Üçüncü Konsey Yönergesi*), s. 1-22.

Council Directive)[99] oluşturmaktadır[100]. İlk kez TTK m. 141 hükmü ile hukukumuza kazandırılan ayrılma akçesi kurumu ise bazı yönleriyle mehaz düzenlemeden ve HAAŞ'ler için öngörülen ayrılma hakkı kullanım bedelinden farklılaşmaktadır[101]. Bu bağlamda oybirliğinden oy çokluğuna geçilmesi sebebiyle birleşme işlemlerinde doğduğu kabul edilen ayrılma akçesinin, hangi teorilere dayandığının açıklanması, konunun hukukumuza yansıyan boyutunun tespit edilmesi açısından önem taşımaktadır.

[99] Avrupa Birliği 77/91/EEC Sayılı Şirketler Hukuku İkinci Konsey Yönergesi (*Second Council Directive*), çalışmamızda "İkinci Konsey Yönergesi" olarak anılacaktır, Avrupa Birliği RG. (*Official Journal of the European Communities*) T.: 13.12.1976, L 26, s. 0001-0013; https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:1977L0091:20091022:EN:PDF , (Erişim T. 28.10.2020). İkinci Konsey Yönergesi'nde ayrılma akçesine ilişkin bir düzenlemeye rastlanmamaktadır. Bu durum, Yönerge'nin şirketlere düzenleme yapma yetkisi tanıdığı olumlu bir boşluk olarak nitelendirilmektedir. Bkz. Gerekçe m. 141/1.

[100] Yönergelerin, tüm AB ülkelerinin ulaşması gereken hedefi gösteren ve üye ülkelerin birbiriyle yakınlaşmasına uygun ortamı sağlayan hukuki düzenlemeler olduğu yönünde bkz. https://europa.eu/european-union/law/legal-acts_en (Erişim T.: 14.10.2020); *Bahtiyar, Üçüncü Konsey Yönergesi*, s. 8; *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I,* s. 8 vd. TTK m. 134, m. 135 ve m. 194 hükümlerindeki farklılıklar bir yana bırakılırsa şirketler hukukunda yapısal değişiklikler hükümleri ile mehaz hukuk büyük ölçüde benzerlik gösterdiğine ilişkin bkz. *Uzel*, Necdet: "*Birleşme, Bölünme, Tür Değiştirme ve Malvarlığı Devri Hakkında Federal Kanun",* Prof. Dr. Hükmet Sami Türk'e Armağan, Ankara: Turhan 2017, (Anılış: *Uzel, Federal Kanun*), s. 718. Yazar, İsviçre kanun koyucusunun Avrupa Birliği yönergelerini dikkate aldığını ve TTK'nın da İsvBirK hükümlerini esas alması sebebiyle düzenlemeler arasında benzerlik bulunduğunu ifade etmektedir. Bkz. *Uzel, Federal Kanun,* s. 717, dn. 1. Mehaz düzenlemeden ayrılan TTK m. 194 hükmünün ise esas olarak ticari işletmelerde yapısal değişikliklere ilişkin bir düzenleme öngördüğü ve Adalet Komisyonu aşamasında TTK metnine eklendiğine ilişkin bkz. *Kendigelen,* Abuzer: *Yeni Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler*, 2. Baskı, İstanbul: On İki Levha 2012, (Anılış: *Kendigelen, İlk Tespitler*), s. 133.

[101] *Tekinalp*, Ünal: "*Birleşmede Ayrılma Akçesi"*, Regesta Ticaret Hukuku Dergisi, 2012, C. 2, S. 1, (Anılış: *Tekinalp, Birleşmede Ayrılma Akçesi*), s. 21-27. Ayrıntılı bilgi için bkz. aşa. s. 67 vd.

D. Ayrılma Hakkına İlişkin Teoriler ve Ayrılma Hakkının Hukuki Niteliği

a. Ayrılma Hakkına İlişkin Teoriler

Ayrılma hakkının ve hakkın kullanılması neticesinde ortaya çıkan ayrılma akçesinin doğuşu ve gelişimi, yukarıda detaylı olarak ele alındığından[102] tekrara düşmemek kaydıyla bu başlıkta, ayrılma hakkının amaç ve fonksiyonlarını ortaya koyan teorilere yer verilmektedir. Ayrılma hakkının niteliğine ilişkin doktrinde ileri sürülen teorileri genel olarak; veto hakkını kaybetmenin tazmini, şirket malvarlığına el koyulması, yönetimsel teşvik ve tercihlerin uyumlaştırılması teorileri başlığı ile incelemek gerekmektedir.

aa. Veto Hakkını Kaybetmenin Tazmini Teorisi (*Conventional Theory*)

Ayrılma hakkının doğuşuna ilişkin ilk teori, oy birliği ilkesinden oy çokluğu ilkesine geçilmesi sebebiyle veto haklarını kaybeden pay sahiplerinin korunması amacıyla geliştirilmiştir[103]. Geleneksel teori (*conventional theory*) olarak da adlandırılan bu teoriye göre, oy birliği ilkesinin terk edilmesi ile veto hakkını kaybeden pay sahibine belirli bir nakit ödenerek ayrılma hakkını kullanma imkânı sunulmakta ve şirket ile pay sahibi arasında uzlaşma sağlanmaktadır[104].

Bu teoride, azınlığın korunmasının önemine dikkat çekilmiş; ancak ayrılma hakkının detayları ile teşvik edilme sebepleri yeterince açıklanamamıştır. Zira pay

---

[102] Bkz. yuk. s. 25 vd.

[103] *Kanda*, Hideki/*Levmore*, Saul: "*The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law"*, Ucla Law Review, February 1985, No. 32, s. 434; *Wertheimer*, Barry M.: "*The Purpose of the Shareholders' Appraisal Remedy"*, Tennessee Law Review, 1998 Spring, Vol. 65, (Anılış: *Wertheimer, Purpose of Appraisal*), s. 666 vd.

[104] *Semerci Vuraloğlu*, Tuğba: *Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Ayrılma Hakkı*, İstanbul: On İki Levha 2018, s. 33. Bu bakımdan ayrılma hakkı, şirket içinde çoğunluğun aldığı karara uymak zorunda olan azınlık açısından koruyucu bir fonksiyona sahiptir. Zira kendi menfaatlerini ön planda tutan çoğunluk karşısında, ayrılma hakkının azınlığı koruyucu yönüne ilişkin bkz. Anılış: *Turan, Ayrılma Hakkı,* s. 78.

sahiplerinin nakit ihtiyaçları ile şirkette pay sahibi olmak yerine ayrılma hakkına başvurma sebeplerini[105] ve şirket birleşmelerinde tanınan ayrılma hakkının, tüzel kişinin ölümü anlamına gelen fesih gibi diğer önemli işlemler bakımından öngörülmemesini açıklamak hususunda geleneksel teorinin yetersiz kaldığı görülmüştür[106].

Ayrılma hakkının doğuşu ve geleneksel teorinin temelini oluşturan birleşmelerde oybirliği ilkesinin terk edilerek oy çokluğu ilkesine geçilmesi sebebiyle pay sahiplerinin kararı veto etme yetkileri ellerinden alınmıştır. Ancak modern şirketler hukukunda genel olarak oy çokluğu sistemi benimsenmiş; karar alma mekanizmasını güçleştiren oybirliği ilkesi, bazı önemli kararların alınması açısından kabul edilmiştir[107]. Oy çokluğu ilkesinin diğer önemli kararların alınabilmesi açısından da kabul edildiği ve o durumlarda da pay sahiplerinin veto yetkisinin ortadan kalktığı düşünüldüğünde, veto yetkisini tazmin etme işlevinin, günümüz koşullarında tek başına etkili bir işlevi olmadığı görüşündeyiz. Her ne kadar ayrılma hakkının doğuşu ile ilk aşamada pay sahiplerinin veto yetkilerinin ortadan kalkması tazmin edilmiş ise de ilerleyen süreçte, söz konusu işlev hakkın özüne yerleşmiş ve ayrı bir işlev olma yönünü yitirmiştir.

bb. Şirket Malvarlığına El Koyulması Teorisi

Ayrılma hakkının caydırıcı etkisini ortaya koyan şirket malvarlığına el koyulması teorisi, şirketin kaderini salt belirli grupların tayin etmesine engel olarak şirket değerinin bir bütün olarak belirlenmesi amacı ile geliştirilmiştir[108]. Bu teorinin savunucularına göre,

---

[105] *Kanda/Levmore*, s. 434.

[106] *Manning*, s. 231. Veto hakkını kaybetmenin tazmini teorisi, ayrılma hakkının, oy çokluğu ile alınan her kararda değil, yalnız önemli nitelikteki işlemler sebebiyle tanınmasını açıklayamadığı yönünde bkz. *Bektaş*, s. 754; *Siegel*, s. 92-93.

[107] *Özdoğan, Ayrılma Hakkı*, s. 11.

[108] *Fischel*, Daniel R.: "*The Appraisal Remedy in Corporate Law"*, American Bar Foundation Research Journal, Vol. 8, No. 4, (Autumn 1983), s. 876; *Semerci Vuraloğlu*, s. 34.

belirli pay sahiplerinin iki aşamalı pay alım teklifi ve *freeze-out merger*[109] gibi işlemleri gerçekleştirmeleri, kendi menfaatlerini şirket menfaatinden üstün tutmaları riskine yol açmaktadır. İşte pay sahiplerine ayrılma hakkının tanınması ve pay değerleri için asgari bir fiyatın belirlenmesi, azınlık ya da çoğunluk ayrımı olmaksızın tüm pay sahiplerinin işlem öncesi fayda sağlamalarında önemli bir koruma oluşturacaktır[110]. Ayrılma hakkının kullanılması neticesinde pay sahiplerine verilecek adil bedelin asgari düzeyde belirlenmesi ile şirketteki tüm payların değerinin düşmesinin de önüne geçecektir[111].

Şirket malvarlığına el koyulması teorisi; ayrılma hakkının, şirket konusunun değiştirilmesi gibi işlemler açısından öngörülmemesi, sorumluluk davası ve topluluk davası ile birlikte uygulanmalarının yaratacağı sakıncalar ve payın ortaklığa satılmasına yönelik süreci açıklayamaması sebebiyle eleştiri konusu olmuş ve eksik kalmıştır[112].

cc. Yönetimsel Teşvik Teorisi

Yönetimsel teşvik teorisi uyarınca, ayrılma hakkını doğuran işlemlerin; şirket yapısını değiştirmesi ve son görev döneminde olmaları sebebiyle görevlerini yerine getirmeyen şirket yöneticilerine karşı ceza mekanizmalarının etkisiz olması sorunu olmak üzere iki ortak özelliği bulunmaktadır[113]. Bu teorinin savunucularına göre, ayrılma hakkının tanınması ile şirket yönetiminin suistimallerine karşı piyasadaki kısıtlamaların

---

[109] Kavram hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. aşa. s. 60 vd.

[110] Birleşmeyi onaylamak için her iki şirket hissedarının %51 oyunun gerektiği bir sistemde, şirket içinde %51 oranında pay sahipliğini koruyan ve kalan %49'luk payı satmak isteyen şirketin tek pay sahibini değerlendirmek gerekmektedir. Bu varsayımda hâkim pay sahibi, ilk satıştan sonra azınlık pay sahiplerini çıkarma imkânına sahip olacaktır. Bu bakımdan ayrılma hakkının tanınması ile amaçlanan husus, ayrılma hakkı neticesinde ödenecek bedeli yüksek tutarak -tıpkı pay sahipleri ve tahvil sahipleri arasında olduğu gibi- azınlık ve çoğunluk pay sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarını en aza indirmek olduğuna ilişkin bkz. *Fischel*, s. 879 vd.

[111] *Semerci Vuraloğlu*, s. 35.

[112] Ayrıntılı bilgi için bkz. *Semerci Vuraloğlu*, s. 36.

[113] *Letsou*, Peter V.: "*The Role of Appraisal in Corporate Law"*, Boston College Law Review, 1998, V. 39, N. 5, s. 1137.

işe yarayamayacağı durumlarda, şirket açısından telafi edilemeyecek zararların önlenmesi amaçlanmaktadır[114]. Bu teori; yöneticilerin şirkette sebep olduğu değişiklikler, şirket varlığının satışı ve aralarında bağ bulunmayan iki şirketin birleşmesi durumlarında başvurulabilecek ayrılma hakkını, diğer teorilere kıyasla daha detaylı olarak açıklamaktadır[115].

Ancak bu teori, az sayıda pay sahibinin yararlanabilmesi nedeniyle şirket yönetiminin suiistimalini caydırıcı etkisinin kısıtlı olması sebebiyle eleştiri konusu olmuştur. Öte yandan ayrılma hakkının kullanılması neticesinde tazminat ödemesi yerine, mahkeme tarafından payın şirkete satılması sürecinin açıklanamaması da bu teorinin, doğrudan kabul görmemesine yol açmıştır[116].

dd. Tercihlerin Uyumlaştırılması Teorisi

Tercihlerin uyumlaştırılması teorisi, ayrılma hakkını doğuran işlem nedeniyle zarara uğrayan pay sahiplerinin haklarının, menfaat elde eden pay sahipleri tarafından tazmin edilmesi amacıyla geliştirilmiştir. Özellikle büyük riskin hâkim olduğu sermaye piyasası işlemlerinde zarar gören pay sahipleri, menfaat sağlayan pay sahiplerinden zararlarını tazmin edecek; menfaat sağlayan pay sahipleri de ancak elde edecekleri menfaatin zarar miktarını aşması durumunda ilgili işleme olumlu oy kullanabileceklerdir[117]. Bu doğrultuda tercihlerin uyumlaştırılması teorisine göre, ayrılma hakkının varlığı gerek zarar gören gerek menfaat sağlayan pay sahiplerine ait tüm payların yüksek değerden işlem görmesinde önemli rol oynamaktadır[118].

[114] *Letsou*, s. 1138; *Semerci Vuraloğlu*, s. 43.

[115] *Semerci Vuraloğlu*, s. 44.

[116] *Letsou*, s. 1139. Diğer teorilerle karşılaştırmalı olarak bkz. *Semerci Vuraloğlu*, s. 44 vd.

[117] *Letsou*, s. 1140.

[118] *Letsou*, s. 1144 vd.; *Semerci Vuraloğlu*, s. 45.

Tercihlerin uyumlaştırılması teorisi uyarınca, ayrılma hakkının tanınması ancak tam rekabet koşullarının sağlanmadığı piyasalar bakımından önem göstermektedir. Nitekim tam rekabet koşullarının hâkim olduğu bir piyasada işlem, tüm pay sahipleri bakımından aynı etkiyi doğuracağından ayrılma hakkının tanınmasına da gerek bulunmamaktadır[119]. Benzer şekilde şirketin tasfiye edilmesi durumunda da tüm pay sahiplerine tasfiye payı ödeneceğinden ayrıca ayrılma hakkı tanınmasının gerekmediği ifade edilmektedir[120]. Bu bağlamda ayrılma hakkını sadece yöneticilerin ya da çoğunluk pay sahiplerinin suistimallerine karşı bir çıkış yolu olarak yorumlayan teorilerin aksine bu teori ile pay sahiplerinin kişisel risk tercihlerine göre farklı etkileri olan işlemlerden kazanç sağlamaları amaçlanmaktadır[121].

Kanaatimizce ayrılma hakkının dayanağını oluşturan esasların belirlenmesi açısından yukarıda açıklanan teorilerin birlikte değerlendirilerek bir sonuca varılması büyük önem göstermektedir. Gerçekten her teori, ayrılma hakkının belirli işlevlerine ve yönlerine odaklanmakta; bir teorinin eksik bıraktığı husus, bir başka teoriyle tamamlanmaktadır. Bu bağlamda her teorinin etkin olduğu kapsayıcı bir yorum, ETTK'nın uygulandığı dönemden TTK düzenlemesine kadar geçen süreçte, ayrılma akçesinin felsefi temellerini ortaya koymak bakımından da önem taşımaktadır.

b. Ayrılma Hakkının Hukuki Niteliği

Ayrılma akçesi talep ederek şirketle ilişkisini sona erdirmeyi amaçlayan pay sahibinin başvurduğu ayrılma hakkının hukukî niteliği konusunda fikir birliği bulunmamaktadır. Ayrılma hakkı, belirli şekli şartları yerine getiren pay sahipleri tarafından başvurulabilecek bir hak olması sebebiyle her şeyden önce, bir pay sahipliği

[119] *Semerci Vuraloğlu*, s. 46.

[120] *Letsou*, 1151; *Semerci Vuraloğlu*, s. 46.

[121] *Letsou*, s. 1149.

hakkı niteliği taşımaktadır. Ayrılma hakkına başvurabilmenin belirli oranda pay sahipliğini gerektirmemesi sebebiyle, pay sahibinin tek taraflı irade beyanının şirkete ulaşması ile hüküm ve sonuç doğurmakta ve bu yönüyle de bir azınlık hakkı değil, bireysel bir hak niteliği göstermektedir[122].

Doktrinde ayrılma hakkının azınlığı koruyucu fonksiyonuna işaret edilse de; azınlık ifadesi ile kastedilen, teknik anlamda azınlık olmayıp ayrılma hakkının bireysel hak olma niteliğini etkilememektedir. Nitekim karara olumsuz oy kullanan ve muhalefet şerhini tutanağa geçirten pay sahibinin, şirkette yüksek oranda oy hakkı bulunması da mümkündür. Bu durumda azınlığı koruma fonksiyonu ile kast edilen azınlık kavramı, karar alınması durumunda karara muhalif kalan ya da kararın alınmasını engelleyebilecek olsa bile oy kullanma hakkı elinden alınan pay sahiplerine karşılık gelmektedir[123].

Ayrılma hakkının bir başka önemli özelliği, tek tarafa yükümlülük yükleyen bir hak olmasıdır. Bir başka deyişle ayrılma hakkına ilişkin şartların oluşması durumunda ayrılma hakkını kullanıp kullanmamak pay sahibinin inisiyatifinde olup, kanunen herhangi bir zorunluluk bulunmamaktadır. Ancak hakkın tek tarafa yükümlülük yüklemesi sebebiyle önemli nitelikte işlemi gerçekleştirecek HAAŞ'nin, ayrılma hakkının kullanılması ve doğuracağı maliyetleri gözeterek hareket etmesi gerekmektedir[124].

Açığa kavuşturulması gereken bir başka husus, ayrılma hakkının vazgeçilemez hak niteliği taşıyıp taşımadığıdır. Doktrinde konuyla ilgili bir görüş, pay sahibinin rızası ile sınırlandırılamayan ve kanunen emredici olarak düzenlenen ayrılma hakkının

---

[122] *Adıgüzel*, *Ayrılma Hakkı*, s. 6.

[123] *Bektaş*, s. 759.

[124] *Tarhan*, Damla Gül: *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler ve Sonuçları*, İstanbul: On İki Levha 2018, (Anılış: *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*), s. 244.

vazgeçilemez nitelik taşıdığı yönündedir[125]. Karşı yöndeki görüş[126] ise, vazgeçilmez hakların, pay sahibinin rızası olsa dahi sınırlandırılması mümkün olmayan ve mutlak eşitlik ilkesinin esas alındığı haklar olmasından hareket ederek konuyu açıklamaktadır. Buna göre her ne kadar SPKn m. 24 hükmü emredici nitelik gösterse de doğrudan şirketin temel yapısı ve niteliklerini konu edinen vazgeçilemez haklar kategorisinde değerlendirilmemesi gerekmektedir. Ayrılma hakkının pay sahibinin rızası olmaksızın ortadan kaldırılamayacak mutlak müktesep hak olarak kabul edilmesinin isabetli olduğuna; nitekim oybirliği ile karar alınması durumunda önemli nitelikteki işleme muhalif kalan pay sahibinin ayrılma hakkının kaldırılmasının da mümkün olduğuna işaret edilmektedir[127].

Bir başka görüş[128] ise esas sözleşme hükmüyle hakkın kaldırılması ya da sınırlanmasının mümkün olmadığı; ancak hakkın kullanım koşulları gerçekleştikten sonra pay sahiplerinin tek taraflı ya da şirket ile yapacakları bir sözleşme ile hak üzerinde tasarruf edebilmelerinin mümkün olduğu yönündedir. Pay sahibinin iradesiyle hakkı kullanmaktan feragat edilebilmesi gerekçesiyle ayrılma hakkının vazgeçilemez olarak nitelendirilemeyeceği belirtilmiştir[129]. Bu bağlamda esas sözleşme ile ayrılma hakkının imtiyaza konu edilmesi de mümkün değildir[130].

Öte yandan ayrılma hakkının yenilik doğurucu hak olarak kabul edilip edilemeyeceği konusunun da değerlendirilmesi gerekmektedir. TK m. 141 hükmünün gerekçesinde seçimlik ayrılma akçesinin, pay sahiplerine yenilik doğuran bir seçim hakkı

---

[125] *Sönmez*, Ayrılma Hakkı, s. 75; *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 6; *Ölekli*, Neşe: "*Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkı"*, İstanbul Hukuk Mecmuası, 2018, C. 76, S. 1, s. 226.

[126] *Turan, Ayrılma Hakkı,* s. 96.

[127] *Turan, Ayrılma Hakkı,* s. 96.

[128] *Manavgat*, Çağlar: Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara: BTHAE 2016, (Anılış: *Manavgat, HAAO*), s. 324.

[129] *Manavgat, HAAO*, s. 324.

[130] *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 6; *Sönmez*, Ayrılma Hakkı, s. 76; Ayrılma hakkının imtiyaza konu edilmesinin, hakkın özüne aykırı olacağı yönünde bkz. *Özdoğan, Ayrılma Hakkı*, s. 43.

tanıdığı düzenlenmesine[131] rağmen; sermaye piyasası mevzuatında, ayrılma hakkının yenilik doğurucu hak niteliği taşıyıp taşımadığı hususunda görüş birliği bulunmamaktadır. Ayrılma hakkı; tek taraflı bir irade beyanı ile kullanılması, başka bir kişinin (şirket tüzel kişisinin) hukuk alanına müdahale etme yetkisi bulunması, kullanılmakla tükenmesi, hak düşürücü süreye tâbi olması gibi özellikleri[132] sebebiyle yenilik doğurucu hak kategorisine yaklaşmaktadır.

Ayrılma hakkının zorunlu bir kabul iradesi içerdiğinin benimsenmesi durumunda, zorunlu kabul beyanının yenilik doğurucu hak niteliğinde olup olmadığı konusu da bir başka tartışmayı beraberinde getirmektedir[133]. Yenilik doğurucu hak olarak ifade edilsin ya da edilmesin zorunlu kabulün, beyanın karşı tarafa ulaşmasıyla hüküm ve sonuç doğurması ve ulaştıktan sonra geri alınamaması gibi belirleyici özellikleri, yenilik doğurucu hakla büyük benzerlik göstermektedir[134].

Ayrılma hakkının tâbi olduğu özel usul sebebiyle yenilik doğurucu olarak kabul edilebilmesi de ancak *opsiyon* ya da *bozucu yenilik doğuran hak* niteliği taşıması durumunda mümkün olabilmektedir. Bu bakımdan ayrılma hakkının kanundan kaynaklanan bir talep hakkı vermesi, opsiyon niteliği taşımasını engellemektedir. Diğer yandan uygulanma sürecinde bazı belirsizlikleri beraberinde getirmesi, taraflar arasında ast-üst ilişkisi olmaması gibi sebepler de bozucu yenilik doğuran hak niteliğine uygun

---

[131] Bkz. Gerekçe m. 141/1.

[132] Yenilik doğuran hakların özellikleri ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. *Buz*, Vedat: *Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar*, Ankara: Yetkin 2005, s. 55 vd.; *Demirbaş*, Harun: *Yenilik Doğuran Haklar*, İstanbul: Vedat 2007, s. 23 vd.

[133] Zorunlu kabul beyanı bir sözleşme ilişkisinde gündeme gelmekte iken; yenilik doğuran haklar, iki taraflı iradelerin karşılıklı olarak bir araya gelmesine yönelik sözleşme ilkesinin bir istisnasını oluşturmaktadır. Buna göre kanundan doğan yenilik doğurucu haklar, hak sahibine karşı tarafın rızasına gerek olmadan işlem yapılabilme imkânı sunan tek taraflı bir hukuki işlem yapma yetkisi vermektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Buz*, s. 64.

[134] Ayrıntılı bilgi için bkz. *Bektaş*, s. 766.

değildir[135]. Ayrılma hakkı her ne kadar yenilik doğurucu bir hak olarak kabul edilemese de belirli şartları sağlayan pay sahibi tarafından ileri sürülebilmesi, sözleşme kurma zorunluluğuna sebep olması ve kabulün karşı tarafa ulaştıktan sonra geri alınamaması gibi özellikleri sebebiyle bizce de yenilik doğurucu hak kategorisine yakınlaşmaktadır.

E. Ayrılma Hakkının İşlevleri

Ayrılma hakkının işlevlerini temel olarak: pay sahiplerinin veto haklarının tazmini, önemli nitelikteki işleme katılmayan pay sahiplerine likidite sağlanması, çoğunluk pay sahiplerinin kararlarına karşı azınlık pay sahiplerinin korunması, azınlık pay sahiplerinin çoğunluk pay sahiplerine karşı korunması, şirket yönetiminin denetimini sağlanması, pay sahiplerinin yatırım yaptıklarından farklılaşan bir şirkette pay sahibi olmaya zorlanmamaları, ayrılmak isteyen pay sahiplerine adil değer üzerinden ödeme yapılması şeklinde sıralamak mümkündür.

Mahkeme kararlarında ve doktrinde ayrılma hakkının birçok işlevi kapsayıcı bir niteliği olduğu belirtilmesine rağmen; bazı yazarlar tarafından, bu husus gözden kaçırılmış ve ayrılma hakkının yalnız belirli yönlerine odaklanılmıştır[136]. İleri sürülen teoriler doğrultusunda, belirtilen işlevlerin yalnız bir kısmı ekseninde açıklama yapmak eksiklik yaratacaktır. Bu sebeple ayrılma hakkının işlevlerini ve bu işlevlerin birbirine üstünlüğü bulunup bulunmadığı hususlarının detaylı olarak incelenmesi gerekmektedir.

a. Paylara Likidite Kazandırma İşlevi

Ayrılma hakkının ilk pratik işlevi, halka açık ve kapalı anonim şirketler bakımından pay sahiplerinin menfaatine uymayan bazı kararlarda ayrılma hakkına başvurma imkânı sunularak paylara likidite özelliği kazandırılmasıdır. Ayrılma hakkı ile

[135] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 256-257.

[136] *Özdoğan, Ayrılma Hakkı*, s. 10; *Semerci Vuraloğlu*, s. 48.

benzer amaçlara yöneldiği ileri sürülen iptal ve sorumluluk davaları, uzun ve maliyetli süreçlere sebep olmakta ve likidite sorununa çözüm getirememektedir[137]. Kapalı anonim şirketlerde birleşme sebebiyle; HAAŞ'lerde, birleşmenin de dâhil olduğu sınırlı sayıda olmayan işlemler sebebiyle başvurulabilen ayrılma hakkı ise, payını devretmek isteyen pay sahiplerine adil değer üzerinden ödeme yapılarak likidite sorununu çözmeye hizmet etmektedir.

Doktrinde pay sahibinin yatırımını paraya çevirme işlevi, diğer işlevlerden ayrı bir şekilde açıklanmış ve payları borsada işlem görmeyen şirketler bakımından tartışma bulunmasa da payları borsada işlem gören şirketler açısından konunun, tartışmaya açık olduğu ileri sürülmüştür. Öte yandan payları borsada işlem gören şirketlerde de önemli işlemin, piyasa fiyatının düşmesine neden olabileceği ve bu sebeple pay sahiplerinin, ayrılma hakkı ile korunmasının önem taşıdığı savunulmuştur[138]. Gerçekten ayrılma hakkına dair maddi ve şekli şartları yerine getiren HAAŞ ve kapalı anonim şirket ortakları; payın devrinin önündeki hukuki, fiili, iktisadi engelleri ayrılma akçesi talep etmek suretiyle aşabilmektedir[139]. Bu sebeplerle biz de ayrılma akçesi ve ayrılma hakkı kullanım fiyatının, pay sahiplerinin likidite ihtiyaçlarını sağlama noktasında önemli bir işlevi bulunduğu kanaatindeyiz.

b. Azınlık ve Çoğunluk Pay Sahiplerinin Korunması İşlevi

Birleşmede ayrılma hakkı, azınlığın korunması yolunda temel bir işlevi üstlenmektedir. Ayrılma akçesinin ilk etkisi, birleşmeyi menfaatine uygun bulmayan ve yeni kurulacak ya da devralan şirkette ortak olarak devam etmek istemeyen devrolunan

[137] *Siegel*, s. 119.

[138] Nitekim payların borsada işlem görmesi sebebiyle her zaman satılabilecek bir piyasanın varlığı, ayrılma hakkı öngörülmesinin nedeni olmamalıdır. Bkz. *Manavgat, HAAO,* s. 320 vd.

[139] *Semerci Vuraloğlu*, s. 51.

şirket ortaklarını, birleşmeye ve sonuçlarına tabi olmaktan kurtarmaktadır[140]. Nitekim uygulamada sıklıkla rastlanan özellikle kârlı grup şirketlerinin, zarar eden grup şirketlerini devralarak fazla vergi vermekten kaçınmaları durumu, azınlık pay sahipleri tarafından istenmeyebilir. Benzer şekilde birleşme öncesi, yüksek oranda pay ve oy hakkına sahip olan azınlık, birleşme sonrası şirket içindeki konumunu yitirmek istemeyebilir[141]. Kaldı ki azınlık pay sahiplerinin, genel kurula katılmak konusunda isteksizliği, birlikte hareket etme yeteneğine sahip olmamaları da imkân dâhilindedir[142]. Tüm bu olasılıklar düşünüldüğünde birleşmeye ekonomik, şirket içi yönetimde etkinlik, belirli imtiyazlara sahip olma gibi nedenlerle karşı çıkan pay sahiplerinin ayrılma akçesi alarak pay sahipliği sıfatını sona erdirmeleri önemli bir sorunu çözmüştür[143].

Öte yandan birleşme işlemine muhalif olan ya da şirket huzurunu bozan ortakların ayrılması, bazı pay sahipliği haklarının dürüstlük kurallarına aykırı biçimde kullanılmasını da önlemektedir. Gerçekten azınlığın aykırı davranışları, şirket varlıkları ve finansmanını kullanmak ve yönetmek bakımından şirketin zarara uğramasına, birleşmeden beklenen verimin gerçekleşmemesine yol açabilecektir[144]. Buna örnek olarak azınlık; "*genel kurul kararlarına karşı iptal davası açmak, oybirliği gereken konularda olumsuz tutum sergilemek, bilanço görüşmelerinin ertelenmesini talep etmek, sorumluluk davası açmak, özel denetçi atanmasını talep etmek, genel kurulu toplantıya çağırmak ve gündeme madde eklenmesini talep etmek, esas sözleşmedeki diğer hakları*

---

[140] *Sızır*, Nil: *Ayrılma Akçesi*, http://nilsizir.av.tr/content/ayrilma-akcesi.pdf_, (Erişim Tarihi: 05.10.2019), s. 3.

[141] *Akbilek*, s. 182; *Moroğlu*, Erdoğan: *Türk Ticaret Kanunu ile Yürürlük ve Uygulama Kanunu Tasarısı Değerlendirme ve Öneriler*, 6. Baskı, İstanbul: Vedat 2009, (Anılış: *Moroğlu, Değerlendirme ve Öneriler*), s. 83.

[142] Bkz. *Manavgat, HAAO*, s. 317.

[143] *Turan, Ayrılma Hakkı*, s. 80.

[144] *Çelik*, Aytekin: *Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma,* 4. Baskı, Ankara: Seçkin 2016, (Anılış: *Çelik, Anonim Şirket*) s. 262; *Akbulak*, Yavuz: "*Halka Açık Şirketlerde Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ortaklıktan Ayrılma"*, Legal Hukuk Dergisi, 2016, C. 14, S. 157, s. 207.

kullanmak" gibi yolları dürüstlük kuralına uygun kullanmak yerine şirkete zarar verecek şekilde kullanabilir[145]. Azınlığın etki gücü, paylarının imtiyazlı olup olmaması ve sahip olunan oy gücüyle yakın ilişki içindedir[146].

Özellikle şirkette sahip olduğu payları ve gücü, şirket aleyhine kullanma amacı taşıyan azınlığın, şirketin büyüme ve rekabet etme riskini sekteye uğratma ihtimali de söz konusudur[147]. Öte yandan, genel kurul ve yönetim kurulu toplantılarında karar alma sürecinde kilitlenmelerin yaşanması da olasılık dâhilindedir[148]. Bu bağlamda ayrılma akçesinin öngörülmesi ile şirket huzurunu bozmaya yönelen azınlığın sahip olduğu hakları, şirket menfaatine kullanmak yerine kendi çıkarları doğrultusunda kullanmasının da önüne geçilmektedir. Bu bakımdan ayrılma hakkına sahip olan ortakların ayrılması ile şirket, kararları hızlı bir şekilde alabilecek ve kararların uygulanmasını önleyecek mekanizmalara başvurulmaması sebebiyle çoğunluk da etkili bir şekilde korunabilecektir[149].

Doktrinde ayrılma hakkının çoğunluğu koruduğu işlevinin, çeşitli sebeplerle eleştirildiği görülmektedir. Eleştirinin ilk boyutu, HAAŞ'lerde önemli nitelikteki işlemler sebebiyle ayrılma hakkının kullanılmasının, şirket tarafından tahsis edilmesi planlanan maliyeti aşması durumunda, yönetim kurulunun işlemden vazgeçebilme yetkisine yöneliktir[150]. Çoğunluğun olumlu oyuna rağmen işlemin yapılmasından vazgeçilmesi sebebiyle aslında çoğunluğun da korunmadığı belirtilmektedir[151]. Diğer yandan işlem

---

[145] *Manning*, s. 227; *Akın*, İrfan: "*TTK m.208 Kapsamında Anonim Şirketlerde Azınlığın Ortaklıktan Çıkarılması"*, GÜHFD, Prof. Dr. Oğuz Kürşat Ünal'a Armağan, 2013, C. XVII, S. 1-2, s. 3 vd.; *Turan, Ayrılma Hakkı*, s. 81.

[146] *Çelik, Anonim Şirket*, s. 263.

[147] *Çelik, Anonim Şirket*, s. 263.

[148] *Özdoğan*, Ayşegül: "*Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı"*, Cumhuriyetin 80. Yılına Armağan C. 2, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu 2004, (Anılış: *Özdoğan, Ortaklıktan Ayrılma*), s. 749.

[149] *Turan, Ayrılma Hakkı,* s. 80 vd.

[150] Ayrıntılı bilgi için bkz. aşa. s. 196 vd.

[151] *Semerci Vuraloğlu*, s. 52.

menfaatinin sağlanması da işlev değil, ayrılma hakkının kullanılmasının bir sonucu olarak ifade edilmektedir. Bu görüşe göre, genel kurul kararının usulüne uygun olarak alınması durumunda, dava açılmasına gerek kalmayacaktır. Önemli işleme muhalif olan pay sahibinin, ayrılma hakkını kullanmak yerine diğer dava haklarını kullanmasında da bir engel bulunmadığından işlem menfaatinin ayrılma hakkının bir işlevi olmadığı belirtilmektedir[152].

Ancak işlem menfaati, ayrılma hakkının kullanılmasının salt bir sonucu olmaktan ziyade, karara katılmayan pay sahiplerinin her durumda dava açmalarını önleme amacına da hizmet etmektedir. Kaldı ki TTK m. 141/2 hükmü ile düzenlenen zorunlu ayrılma akçesine göre, şirket içi barış ve menfaati sağlamak üzere bazı pay sahiplerinin birleşme sonrası pay sahipliği sıfatını sürdüremeyeceği de hüküm altına alınabilmektedir. Ayrılma hakkının doğuşuna ilişkin teorilerde, azınlık menfaatinin sağlanma amacına açıkça yer verilmiş olsa da tüm bu sebeplerle hakkın, çift yönlü olduğu ve çoğunluğu koruma işlevinin de bulunduğu kanaatindeyiz.

c. Şirket İçi İşlem Maliyetini Azaltma İşlevi

Ayrılma hakkının bir başka işlevi ise pay sahipliği sıfatının sona ermesi sebebiyle bazı durumlarda tam hâkimiyetin sağlanması ve işlem maliyetinin azaltılmasıdır[153]. Birleşmede ayrılma akçesi, azınlığın olumsuz etkilerini önlemek amacıyla tasfiye yapılmaksızın, adil biçimde çıkarılmalarını öngörmekte ve sermaye yoğunlaşmasını kolaylaştırmaktadır[154]. Bu bakımdan ayrılma akçesi, şirket işlemlerinin hızlı ve masrafsız gerçekleştirilmesini olanaklı hale getirmektedir. Nitekim azınlığın birleşme neticesinde şirketten ayrılması ile genel kurula çağrı, genel kurulun toplanması, bilgilendirme

[152] *Semerci Vuraloğlu*, s. 52.

[153] *Sızır*, s. 3.

[154] *Akın*, s. 4 vd.

hususları dâhil olmak üzere birtakım şirket işlemleri yapılırken masraf ve zamandan da tasarruf edilmiş olacaktır[155].

d. Şirket İçi Barışı Sağlama İşlevi

Seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesinin, şirket huzurunu ve şirket içi barışı sağlamak bakımından da önemli bir işlevi bulunmaktadır. Şirket içi huzuru bozan pay sahiplerine zorunlu ayrılma akçesi öngörülmesi, şirketin birleşme sonrası daha sağlıklı faaliyette bulunabilmesine hizmet etmektedir[156]. Öte yandan seçimlik ayrılma akçesi öngörülmekle de birleşme işlemine hukuki değil, yalnızca ekonomik nedenlerle muhalif kalan pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınmaktadır[157]. Bu anlamda ekonomik nedenlerle birleşmeye muhalif kalan pay sahipleri ile diğer pay sahipleri arasındaki sorunlar giderilmiş ve olası problemlerin de önüne geçilmiş olmaktadır. Böylelikle pay sahiplerinin yatırım yaparak ortak oldukları şirketin, başlangıçtaki durumundan uzaklaşması halinde, onların istekleri dışında şirkette tutulmamalarına da imkân tanınmıştır[158].

F. Türk Hukukunda Ayrılma Akçesinin Doğuşunda ETTK Düzenlemelerinin Etkileri ve Ayrılma Akçesinin Felsefi Temelleri

ETTK düzenlemesinde, TTK ve SPKn düzenlemelerinin aksine, birleşme sebebiyle ayrılma akçesi özel olarak hüküm altına alınmamış, birleşme nedeniyle pay sahipleri, iki temel vasıta ile korunmuştur. Bu bağlamda korumanın ilk yönünü, devralan

---

[155] *Akın*, s. 4.

[156] TTK Gerekçe m. 141/2. Gerekçe'de, şirket içi huzuru bozan pay sahiplerinin çıkarılması ile şirketin menfaatleri önemli ölçüde korunacağı hususu, zorunlu ayrılma akçesi ile bağlantılı olarak düzenlenmiştir. Ancak seçimlik ayrılma akçesi ile pay sahibinin ayrılmasına imkân tanınması da şirket faaliyetlerinin etkili biçimde sürdürülmesine ve şirket içi barışın sağlanmasına katkı sağlamaktadır.

[157] *Sönmez*, *Ayrılma Hakkı*, s. 176.

[158] *Kanda/Levmore*, s. 434; *Turan, Ayrılma Hakkı*, s. 80.

ya da yeni kurulan şirkette pay sahipliğinin devamlılığı; ikinci yönünü ise birleşmeye ilişkin genel kurul kararının iptali davası ya da pay sahiplerinin zararına neden olan yönetim kurulu üyeleri aleyhine sorumluluk davası oluşturmuştur[159]. Ancak ayrılma hakkının öngörülmemesi sebebiyle, birleşme işlemine, hukuka ve hakkaniyete aykırılık nedeniyle değil de ekonomik gerekçelerle karşı çıkan pay sahipleri açısından yeterli bir koruma sağlanamamıştır[160]. İşte bu doğrultuda ayrılma akçesi düzenlemesine yön veren ETTK'daki bazı hükümlerin, belirli yönleriyle incelenmesi konunun anlaşılması bakımından önem arz etmektedir.

ETTK düzenlemesine göre pay sahibinin şirketten ayrılması; ancak şirketin tasfiyesi, sona ermesi veya pay sahibinin payını devretmesi yollarıyla gerçekleşmekte iken, bazı durumlarda pay devrine getirilen sınırlamalar da pay sahibinin şirketten ayrılabilmesinin önünde önemli bir engel oluşturmuştur[161]. Benzer şekilde, iptal davasında mahkemenin genel kurul yerine karar verememesi, sorumluluk davasında ise dava kazanılsa dahi tazminatın şirkete ödenmesine karar verilmesi gibi nedenlerle azınlık etkili biçimde korunamamıştır[162]. Tüm bu sebeplerle birleşme açısından ayrılma akçesini

---

[159] *Sönmez*, *Ayrılma Hakkı*, s. 176.

[160] *Sönmez*, *Ayrılma Hakkı,* s. 176.

[161] *Özatlan*, Yurdal: "*Pay Sahibinin Anonim Şirket Birleşmelerinden Doğan Çıkma Hakkı"*, Aurum SBD, 2018, C. 3, S. 1, (Anılış: *Özatlan, Çıkma Hakkı*), s. 22. ETTK düzenlemesinde pay sahiplerine *çekilme hakkının* sunulmaması bir eksiklik olarak değerlendirilmiş, şirket içi ihtilafları çözebilmek adına kullanım süresi kısıtlı da olsa pay sahiplerine böyle bir hak tanınması gerektiği ifade edilmiştir. Bkz. *İmregün*, s. 166.

[162] Tazminat ya da iptal davasının belirli koşullarda ileri sürülebilmesi ve çoğu defa pay sahibi açısından maddi külfetlere sebep olması, etkin bir koruma sağlayamamıştır. Bkz. *Turan, Ayrılma Hakkı*, s. 79; *Çamoğlu*, Ersin: "*Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi"*, Yavuz Alangoya İçin Armağan, İstanbul: Alkım 2007, (Anılış: *Çamoğlu, Haklı Sebep*), s. 669. Yazar ETTK düzenlemesinde anonim şirketin haklı nedenle feshinin düzenlenmemesini bir eksiklik olarak değerlendirmekte ve alternatif yolların tam bir koruma mekanizması sağlamadığını ifade etmektedir. Yazar Kanun'un ruhu, MK m. 4 uyarınca adalete uygun karar verme gerekliliği ve azınlık pay sahiplerinin korunması amacıyla anonim şirketin haklı nedenle feshinin kabul edilmesi gerektiğini savunmaktadır. Bu bakımdan benzer argümanların, ETTK'daki ayrılma akçesi boşluğunu tamamlamak açısından da dikkate alınması gerekmektedir. Benzer yönde bkz. *Kahyaoğlu*, Emin Cem: "*Anonim Ortaklıkta Haklı Fesih"*, Prof. Dr. Şener Akyol'a Armağan, İstanbul: Filiz 2011, s. 557, 558.

düzenleyen TTK m.141 hükmü ile büyük bir eksiklik giderilmiş ve konuya yeni bir perspektif kazandırılmıştır.

ETTK hükümlerinde, anonim şirketin tür değiştirerek limited şirkete dönüşmesi dışında ayrılma prosedürüne ilişkin bir düzenlemeye yer verilmemiş; birleşme sebebiyle pay sahipleri, esas olarak pay sahipliğinin devamlılığı ilkesi, iptal davası ve sorumluluk davası yolları ile korunmuştur. Kooperatifler bakımından ise ETTK'nın çeşitli hükümleri ve 1163 sayılı Kooperatifler Kanunu[163] m. 17 hükmü ile kooperatiflerden çıkan ve çıkarılan pay sahiplerine ayrılma akçesi verilebileceği öngörülmüştür[164]. Anılan düzenlemelerde yalnız kooperatiflere özgü olarak öngörülen ayrılma akçesinin, esas sözleşmede ayrıca belirtilmemesi, hakkın pek fazla bilinmemesi ve muhasebe hesaplarının karmaşıklığı gibi sebeplerle, kooperatifler açısından yaygın bir uygulama alanı bulmadığı görülmüştür[165].

Öte yandan, ETTK hükümlerinin sistematiği ve döneme ilişkin doktrin görüşleri de çoğunluk pay sahiplerinden ziyade, azınlık pay sahiplerini koruma amacına yönelmiştir[166]. Özellikle çoğunluk pay sahiplerinin, yönetime ve denetime hâkim

---

[163] 1163 sayılı Kooperatifler Kanunu çalışmamızda, "KK" olarak anılacaktır, (RG. S.: 13195, RG. T.: 10.05.1969).

[164] İlgili hükümde ayrılma akçesinin, yedek akçeler hariç tutulmak üzere ortağın ayrıldığı yıl bilançosuna göre hesaplanacağı ifade edilmiştir. Nitekim aynı Kanun'un m. 39 hükmü ile de hesaplama dışında tutulan yedek akçelerin, kooperatif zararlarında kullanılabileceği ve ortaklara dağıtılamayacağı yönünde bir düzenleme yapıldığı görülmektedir. Bu anlamda kooperatifler açısından ayrılma akçesini belirlemek üzere şirketin öz sermaye karşılığı olan varlıklarını ve sermaye ve/veya kâr yedeğindeki değer artışlarını hesaba katmak gerekmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Çalışkan*, Merdan: "*Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Şirketlerde Ayrılma Akçesi"*, Terazi Hukuk Dergisi, 2012, S. 7, s. 35.

[165] *Çalışkan*, s. 35.

[166] *İmregün*, s. 2. Anonim şirket çoğunluk pay sahiplerinin maddi menfaatleri doğrultusunda, azınlık menfaatlerini ihlal edebileceği belirtilmiştir. Bu bağlamda çoğunluk pay sahiplerinin, genel kurulda temsil edilen sermaye veya oyun çoğunluğuna; azınlık pay sahiplerinin de genel kurulda azınlıkta kalanlar ile genel kurula katılmamış ya da katılıp da oy kullanmamış pay sahiplerine karşılık geldiği ileri sürülmüştür. *İmregün*, s. 2, dn. 5. Anonim şirketler hukukunda çoğunluk ilkesinin, şahıs şirketlerinde egemen olan oy birliği ilkesinin bir yansıması olduğuna ilişkin bkz. *Tekil*, s. 46. *Arslanlı* da ETTK düzenlemesinde azınlık

olmaları sebebiyle, azınlık ve münferit pay sahiplerinin korunması amacıyla hareket edilmiş; ancak hakkını kötüye kullanan azınlık ve imtiyazlı pay sahipleri karşısında çoğunluk pay sahiplerini koruyacak nitelikte açık ve etkili kurumlar öngörülmemiştir[167]. Bir diğer ifadeyle, azınlık ve imtiyazlı pay sahiplerinin kendilerine tanınan hak ve yetkileri kötü niyetli olarak kullanmaları durumunda, şirket menfaatlerini zedeleyebileceği hususu ön planda tutulmamış ve azınlığın şirketten uzaklaştırılmasına yönelik bir düzenlemeye yer verilmemiştir.

Ayrılma hakkının kullanılmasına alternatif olarak gösterilen bazı mekanizmaların uygulamada etkin sonuçlar göstermemesi de ayrılma akçesi kurumunun düzenlenmesine etki etmiştir. Nitekim genel kurulun ve imtiyazlı pay sahipleri özel kurulunun ret kararlarına karşı iptal davası açılması durumunda, mahkemenin şirketin karar organları yerine karar verememesi sebebiyle, büyük pay sahiplerinin menfaatleri tam olarak korunamamıştır[168]. Bu tehlikenin fark edilmesi ile birlikte belirli işlemlere ilişkin esas sözleşme değişikliğinde aranan nisabın, ETTK düzenlemesi ile hafifletilmesi yoluna gidilmiş[169] ve azınlık veya imtiyazlı pay sahiplerinin, haklarını kötüye kullanmaları durumunda Türk Medeni Kanunu[170] m. 2/2 uyarınca büyük pay sahiplerine tazminat

haklarının öngörülme sebebinin, azınlığın çoğunluğa karşı korunması olduğunu ifade etmiştir. Bkz. *Arslanlı, C. I*, s. 22.

[167] *Moroğlu*, Erdoğan: "*Anonim Ortaklıkta Çoğunluk Pay Sahiplerinin Azınlık ve İmtiyazlı Pay Sahiplerine Karşı Korunması"*, BATİDER, 1994, C. XVII, S. 3, (Anılış: *Moroğlu, Büyük Pay Sahipleri*), s. 47 vd. ETTK düzenlemeleri açısından, azınlık ve çoğunluk pay sahiplerinin menfaatlerinin karşılıklı olarak gözetilmesi ve çoğunluğun da azınlık kadar meşru haklarının ihlâl edilmemesine ilişkin bkz. *İmregün*, s. 4; *Tekil*, s. 47. Öte yandan çoğunluk pay sahiplerinin, genel kurula katılmaması halinde etki gücünün olmayacağı da ETTK düzenlemesinde gözden kaçırılan bir başka husustur. Zira genel kurula katılan pay sahipleri, şirkette azınlık durumunda olsa bile çoğunluğun katılmaması sebebiyle etkili olabileceklerdir. Bkz. *Şehirali Çelik*, Feyzan Hayal(*Kırca*, İsmail/*Manavgat*, Çağlar): *Anonim Şirketler Hukuku Cilt 1*, Ankara: BTHAE 2013, (Anılış: *Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, C. 1*), s. 117.

[168] *Moroğlu, Büyük Pay Sahipleri*, s. 52.

[169] *Moroğlu, Büyük Pay Sahipleri*, s. 49.

[170] 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu, çalışmamızda "TMK" olarak anılacaktır, (RG. S.: 24607, RG. T.: 08.12.2001).

ödemekle yükümlü olacakları belirtilmiştir[171]. Ancak anılan düzenlemelerle de arzu edilen başarı elde edilememiştir. Bu sebeple haklarını; şirket menfaatine aykırı, kötü niyetle kullanan azınlık veya imtiyazlı pay sahiplerine karşı, büyük pay sahiplerini koruma boyutunu da haiz birleşmede ayrılma akçesi düzenlemesi, menfaatler dengesinin sağlanması açısından önemli bir eksikliği gidermiştir.

Öte yandan, ayrılma akçesine ilişkin herhangi bir hüküm içermeyen ETTK döneminde, ayrılma hakkının imtiyaz olarak tanınıp tanınamayacağı hususu da ayrı bir tartışmayı beraberinde getirmiştir. Doktrinde ETTK'nın imtiyaz ile ilgili hükmünde kısıtlayıcı bir belirleme yapılmadığından, bu yönde bir düzenleme yapılmasının mümkün olduğu ifade edilmiştir. Ancak daha sonra böyle bir imtiyaz tanınmasının, ayrılma hakkının azınlığı koruma amacına ve iptal davasına alternatif bir yol olması sebebiyle uygun olmayacağı fikri belirginleşmiştir[172]. Yapılan tartışmada, yalnız pay sahiplerine imtiyaz tanınması çevresinde ilerlenmiş; birleşme sözleşmesine özel bir ayrılma akçesi hükmü konulmasına odaklanılmamıştır. Bu sebeple ETTK düzenlemesinin, pay sahiplerinin tâbi olduklarından çok daha farklılaşan bir şirkette, pay sahibi olarak devam etmeye mecbur eden sistematiğinin de ihtiyaçlara cevap vermediği tespit edilmiştir.

Yukarıda ortaya konulduğu üzere birleşmeye ilişkin ETTK hükümlerinin, o dönem yürürlükte olan başka bazı düzenlemeler ile uyum göstermemesi ve ilgili hükümlerin birleşme ve devralma sürecini uzatıcı ve zorlaştırıcı nitelikleri sebebiyle 6102 sayılı TTK'da konuya ilişkin düzenlemeler yapılması gerekmiştir[173]. Bu bağlamda TTK hükümlerinde yer verilen ve pay sahiplerinin ayrılması sonucunu doğuran, anonim

---

[171] *Moroğlu, Büyük Pay Sahipleri*, s. 52 vd.; Tazminat davasından başka azınlığın hakkını kötüye kullanmasını önlemek üzere şirket esas sözleşmesi ile imtiyaz öngörülmesi gibi çeşitli mekanizmalar için bkz. *Tekil*, s. 47.

[172] *Özdoğan, Ortaklıktan Ayrılma*, s. 751.

[173] *Ağaoğlu*, Cahit: "*Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Şirket Birleşme ve Devralmalarında Teminat ve Denkleştirmeler"*, MÜHF-HAD, 2012, C. 18, S. 2, s. 221.

şirketin haklı nedenle feshi davası da ayrılma akçesine ilişkin ayrı bir düzenleme yapılması gereksinimini ortadan kaldırmamıştır[174].

Her ne kadar TTK m. 531 hükmü uyarınca, anonim şirketin feshinin talep edilmesi kabul edilmiş ve fesih son çare olarak görülmüş[175] ise de mahkemece diğer çözüm yollarına başvurulabilmesi için haklı sebeplerin varlığı gerekmektedir. Seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesi öngörülmesinde, birleşmenin gerçekleşmesi gerekli ve yeterli olmakta; ayrıca başka haklı sebepler aranmamaktadır.

Öte yandan, pay sahiplerinin ayrılmasını kolaylaştırmak açısından anonim şirkette haklı nedenle fesih davası açmadan çıkma ya da çıkarılma talepli ayrı bir dava açılmasının mümkün olup olmadığı da ayrılma akçesinin temellendirilebilmesi açısından değinilmesi gereken bir başka konudur. Doktrinde limited şirketlerde ayrı hükümlerde düzenlenen çıkma ve çıkarılma kurumlarının, anonim şirketlerde ayrıca düzenlenmemesi sebebiyle dava konusu yapılamayacağı ileri sürülmektedir[176]. Bizce de bu noktada ayrılma akçesi talebinden farklı olarak TTK m. 531 hükmünün lafzı ve ruhu, doğrudan çıkma ve çıkarılma talepli ayrı bir dava açılmaması yönündedir. Görüldüğü üzere TTK'nın ayrılma

---

[174] Zira ayrılma akçesinin talep edilebilmesi bireysel bir hak niteliği taşımasına rağmen, anonim şirketin haklı nedenle fesih davası azınlık pay sahiplerine tanınmıştır. Konu hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. yuk. s. 36 vd.; bkz. aşa. s. 121 vd.

[175] Yarg. 11. HD., 16.04.2019 T., 2018/1177 E., 2019/3046 K.: *"... davalı şirketin feshinden önce davacı pay sahiplerine paylarının karar tarihine en yakın tarihteki gerçek değerlerinin ödenip şirketten çıkarılmalarına veya duruma uygun düşen ve kabul edilebilir bir çözüme karar verilmesi gerekirken, haklı sebeplerin varlığı halinde anılan madde kapsamındaki fesih yerine seçimlik diğer yetkilerin kullanılıp kullanılamayacağı hususunda yeterli bir gerekçeye yer verilmeden şirketin feshine karar verilmesi doğru görülmemiş, bu nedenle de kararın davalı yararına bozulması gerekmiştir.*", (www.kazanci.com). Benzer yönde kararlar için bkz. Yarg. 11. HD., 04.07.2017 T., 2016/2752 E., 2017/4079 K.; Yarg. 11. HD., 30.05.2017 T., 2016/4639 E., 2017/3180 K.; Yarg. 11. HD., 30.03.2017 T., 2016/2906 E., 2017/1929 K.; Yarg. 11. HD., 13.11.2018 T., 2016/14541 E., 2018/6990 K.; Yarg. 11. HD., 03.03.2016 T., 2015/9088 E., 2016/2352 K., (www.kazanci.com).

[176] *Erdem*, Nuri: *Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi*, İstanbul: Vedat 2012, s. 264; karşı yönde bkz. *Oruç*, Murat: "*6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Haklı Sebeple Fesih İstemine Bağlı Çıkarılma"*, BATİDER, 2011, C. XXVII, S. 11, s. 223.

sonucunu doğuran anonim şirketin haklı nedenle feshi davasına ilişkin düzenlemesi de birleşme işleminde öngörülen ayrılma akçesi kadar etkili bir koruma sağlamamıştır[177].

Özellikle ETTK sistematiğinde pay sahiplerinin korunmasına yönelik farklı mekanizmalar, birleşme sebebiyle ayrılma hakkının tanınmasını zorunlu kılmış; bu eksikliklerin giderilmesi ve uygulamadaki sorunların çözülmesi amacıyla ayrılma akçesi düzenlemelerine yer verilmiştir. Bu doğrultuda 6102 sayılı TTK hükümlerinde, pay sahipliğinin devamlılığı ilkesi -ETTK düzenlemesinden farklı olarak- emredici bir şekilde düzenlenmemiştir[178]. Nitekim ETTK hükümleri uyarınca gerçekleşen şirket birleşmelerinde pay sahipleri, birleşmeye ilişkin karara olumsuz oy kullanmış olsalar ya da birleşmeye taraf olmak istemeseler dahi ayrılma hakkına ilişkin bir düzenleme olmaması sebebiyle birleşmeye katılmak zorunda idiler[179]. Ancak TTK m. 141[180] hükmü ile mülga düzenlemeden farklı olarak pay sahipliğinin devamlılığı ilkesine bir istisna

[177] Bu bağlamda ayrılma akçesi ve anonim şirketin haklı nedenle feshi davasının birbirinin alternatifi olup olamayacağı konusunun da irdelenmesi gerekmektedir. Anonim şirketin haklı nedenle feshi davası, kapalı anonim şirketlerde sermayenin en az onda biri, HAAŞ'lerde sermayenin yirmide biri tarafından başvurulabilecek bir hukuki yol olup dava açan pay sahiplerinin şirketten çıkarılması ile sonuçlanabilmektedir. Ayrılma akçesi ise birleşme sözleşmesinde öngörülmek koşuluyla genel kurulda yüzde doksan nisabın sağlanması ile hüküm ve sonuç doğurmaktadır. Bu bağlamda her iki düzenlemenin birbirinin alternatifi olma hususu da yüzde onun altındaki pay grubunu şirketten uzaklaştırmak açısından gündeme gelebilecektir. Öte yandan haklı nedenle fesih davası açan pay sahiplerinin, şirketten uzaklaştırılması amacıyla birleşmede ayrılma akçesi kurumuna başvurulması da konunun başka bir boyutunu oluşturmaktadır. Anılan düzenlemelerin karşılaştırmalı olarak incelenmesi açısından bkz. aşa. s. 121 vd.; her iki düzenlemede esas alınan payın gerçek değerinin hesaplanması hakkında bkz. aşa. s. 212 vd.

[178] Bkz. Gerekçe m. 141.

[179] *Al Kılıç*, s. 48.

[180] TTK m. 141: *"(1) Birleşmeye katılan şirketler, birleşme sözleşmesinde, ortaklara, devralan şirkette, pay ve ortaklık haklarının iktisabı ile iktisap olunacak şirket paylarının gerçek değerine denk gelen bir ayrılma akçesi arasında seçim yapma hakkı tanıyabilirler.*

(2) Birleşmeye katılan şirketler birleşme sözleşmesinde, sadece ayrılma akçesinin verilmesini öngörebilirler.".

getirilmiş ve birleşme sözleşmesinde seçimlik veya zorunlu ayrılma akçesinin öngörülebileceği düzenlenmiş ve eski öğretiden büyük bir sapma gerçekleşmiştir[181].

TTK'dan başka, SPKn ve SPKr'nun ikincil düzenlemelerine konu olan ayrılma akçesi hükümleri ile bir yandan devrolunan şirket ortakları, modern şirketler hukukunun gereklerine uygun olarak ortak olma ya da ayrılma akçesi alarak şirketten ayrılma yönünde bir seçim hakkına sahip olmakta; diğer yandan devamlı sorun çıkaran azlığın birleşme ile şirketten çıkarılmasına olanak sağlanmaktadır[182]. Bu bakımdan birleşmede ayrılma akçesi düzenlemesi ile hem şirketin hem de pay sahiplerinin menfaatinin korunması yolunda önemli bir adım atılmıştır.

IV. AYRILMA AKÇESİNİN TÜRLERİ

A. TTK Hükümlerinin Değerlendirilmesi

TTK m. 141 hükmü ile pay sahiplerini koruyucu bir düzenleme öngörülmüş ve birleşme neticesinde pay sahipliğinin devam etmesine önemli bir istisna getirilmiştir. Hükümde, seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesinden bahsederken, şirketten çıkma ve çıkarılma terimleri kullanılmaktan kaçınılmış, her iki durum açısından talep edilecek "ayrılma akçesi" çerçevesinde bir düzenleme yapılmıştır. Doktrinde hükmün bütün olarak değerlendirilmesi halinde, şirketten çıkma ve çıkarılma terimlerinin kullanılmamasının, bilinçli ve pozitif bir yaklaşım olduğu; düzenlemede dolaylı bir anlatımın tercih edildiği ifade edilmiştir[183]. Ancak ayrılma akçesinin, "çıkma" ve "kitle halinde çıkarma" ile pay sahipliğinin devamlılığı ilkesinin istisnası olduğu belirtilmiş[184]

[181] *Tekinalp, Birleşmede Ayrılma Akçesi*, s. 22.

[182] Bkz. Gerekçe m. 141.

[183] *Yavuz*, Mustafa: "*Ticaret Şirketlerinin Birleşmesinde Ortaklıktan Çıkma ve Çıkarılma"*, ISMMMO Mali Çözüm Dergisi, 2016, S. 133, s. 121.

[184] *Tekinalp, Birleşmede Ayrılma Akçesi*, s. 22.

ve bazı yazarlar tarafından seçimlik ayrılma akçesi için "çıkma hakkı", zorunlu ayrılma akçesi için de "çıkarma hakkı" kavramları kullanılmıştır[185].

Seçimlik ayrılma akçesine dair esasları incelemeden önce, çoğu defa aynı anlama gelecek şekilde kullanılan çıkma hakkının temel özelliklerine de kısaca değinilmesi gerekmektedir. Çıkma hakkı pay sahibi tarafından talep edilebilen, vazgeçilemez ve bireysel bir hak niteliğindedir. Çıkma hakkının anonim şirketten talep edilmesi ile şirket tarafından satın alma yükümlülüğü doğmaktadır. Hakkın tanınması ile esas olarak malvarlığının korunması ve sermayenin iadesi ilkelerine istisna getirildiğinden, bu istisnanın dengeli biçimde uygulanmasına dikkat edilmelidir[186]. Esasen pay sahibi tarafından talep edilmeleri sebebiyle birbirlerine benzetilse de çıkma hakkı ve seçimlik ayrılma akçesinin, teknik anlamda eş olmadıklarını belirtmek gerekmektedir.

TTK m. 141 hükmünün düzenleniş şekliyle ayrılma akçesinin türlerini, seçimlik ve zorunlu olmak üzere iki başlıkta incelemek mümkündür. Belirtmek gerekir ki, seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesi açısından yapılan bu ayrım, hükmün düzenlemesine yönelik olup her iki ayrılma akçesinin tek bir birleşme sözleşmesinde düzenlenmesi açısından engel bulunmamaktadır. Zira Kanun'da seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesinin birlikte düzenlenmesine engel olacak nitelikte açık bir hüküm bulunmaması ve şirket barışının sağlanması amacına yönelen Gerekçe hükümleri doğrultusunda, seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesinin birlikte düzenlenmesi mümkün olup[187] her iki ayrılma akçesi türünün karşılaştırmalı olarak değerlendirilmesi gerekmektedir.

---

[185] *Turan, İhtiyari Ayrılma Akçesi*, s. 588; *Yavuz*, s. 124 vd; *Sevi*, Ali Murat: *Anonim Ortaklıkta Payın Devri*, 2. Baskı, Ankara: Seçkin 2012, s. 121. Seçimlik ayrılma akçesi açısından tercih edilen "çıkma hakkı" kavramının, anonim şirkete yansıması hakkında bkz. yuk. s. 50 vd.

[186] Ayrıntılı bilgi için bkz. *Özatlan, Çıkma Hakkı*, s. 23 vd.

[187] *Ulusoy*, Erol: *"Anonim Şirketlerde Azınlık Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkarılması"*, BAUHFD, 2014, C. 9, S. 117-118, s. 88.

a. Seçimlik Ayrılma Akçesi[188]

TTK m. 141/1 hükmü ile düzenlenen seçimlik ayrılma akçesi, birleşme sözleşmesinde öngörülmesi şartıyla, devrolunan şirket ortaklarına birleşmeye katılıp katılmama konusunda bir seçim hakkı sunmaktadır. Bir diğer ifadeyle devrolunan şirket ortakları, birleşilen şirkette pay ve ortaklık haklarının iktisabı ile ayrılma akçesi ödenmek suretiyle şirketten çıkma haklarından birini seçme imkânına sahip olmaktadır. Belirtmek gerekir ki birleşme sözleşmesinin seçimlik ayrılma akçesi hükmü, alternatif sunma niteliği taşımalı ve çıkma ile sonuçlanacak bir zorunluluk öngörmemelidir; aksi durumda ilgili hüküm, TTK m. 340 uyarınca geçersizlik yaptırımı ile karşılaşabilecektir[189].

Konuya karşılaştırmalı hukuk açısından bakıldığında, seçimlik ayrılma akçesine ilişkin düzenlemelerin farklılık gösterdiği görülmektedir. Üçüncü Konsey Yönergesi m. 28 hükmünde[190], en az %90 oy hakkına sahip olunan yavru şirket ile hâkim şirketin

---

[188] *Tekinalp*, "seçim hakkı olarak ayrılma akçesi" ifadesini kullanmaktadır. Bkz. *Tekinalp, Birleşmede Ayrılma Akçesi*, s. 25. Ancak biz çalışmamızda "seçimlik ayrılma akçesi" ifadesini tercih etmekteyiz.

[189] *Tekinalp, Birleşmede Ayrılma Akçesi*, s. 25.

[190] Üçüncü Konsey Yönergesi m. 28: "*The Member States need not apply Articles 9 to 1 1 to a merger within the meaning of Article 27 if the following conditions at least are fulfilled:*
(a) the minority shareholders of the company being acquired must be entitled to have their shares acquired by the acquiring company;
(b) if they exercise that right, they must be entitled to receive consideration corresponding to the value of their shares;
(c) in the event of disagreement regarding such consideration, it must be possible for the value of the consideration to be determined by a court.". Konuyla bağlantılı olan Üçüncü Konsey Yönergesi m. 27: "*In cases of merger where one or more companies are acquired by another company which holds 90 % or more, but not all, of the shares and other securities of each of those companies the holding of which confers the right to vote at general meetings, the Member States need not require approval of the merger by the general meeting of the acquiring company, provided that the following conditions at least are fulfilled:*
(a) the publication provided for in Article 6 must be effected, as regards the acquiring company, at least one month before the date fixed for the general meeting of the company or companies being acquired which is to decide on the draft terms of merger;
(b) at least one month before the date specified in (a), all shareholders of the acquiring company must be entitled to inspect the documents specified in Article 1 1 (1) (a), (b) and (c) at the company's regis tered office. Article 1 1 (2) and (3) must apply;
(c) Article 8 (c) must apply.".

birleşmesi durumunda, devrolunan yavru şirket pay sahiplerine hisselerini ana şirkete satma yetkisi verilmiş; ancak diğer birleşmeler bakımından böyle bir düzenleme öngörülmemiştir. Alman Nev'i Değiştirme Kanunu (*Umwandlungsgesetz*)[191] m. 29 hükmünde[192], devrolunan şirket pay sahiplerinin birleşmeye itiraz etmesi durumunda devralan şirketin, makul bir nakdi tazminat ile payları iktisap edebileceği düzenlenmiştir. Ancak bu payların da birleşme denetçisi tarafından kontrol edilmesi gerektiği belirtilmiştir. *Anglo Sakson* sisteminde ana şirketle yavru şirket birleşmelerinde azınlığın nakit karşılığı ayrılması zorunlu görülmüş iken; Fransız doktrininde birleşme öncesi azınlık pay sahiplerinin çıkması hususunun tavsiye niteliği taşıdığı belirtilmektedir[193]. İsvBirK düzenlemesinde ise birleşme sebebiyle seçimlik ayrılma akçesi, TTK m. 141 hükmünde olduğu gibi, hâkim ve yavru şirket ayrımı gözetilmeksizin öngörülmüştür.

---

[191] Alman Nev'i Değiştirme Kanunu (*Umwandlungsgesetz*), 01.01.1995 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Kanun'un İngilizce çevirisi (*Transformation Act*) için bkz. https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_umwg/englisch_umwg.pdf , (Erişim T.: 15.10.2020).

[192] Alman Nev'i Değiştirme Kanunu (*Umwandlungsgesetz*) m. 29/1 hükmünün İngilizce çevirisi: "*Where a legal entity merges, by way of absorption by a legal entity having a different legal form, or where a stock corporation listed on the stock exchange merges onto an unlisted stock corporation, the acquiring legal entity is to offer, in the merger agreement or in the draft of same, to each of the owners of shares recording an objection against the merger resolution adopted by the legal entity being acquired, to acquire that owner's shares or memberships in return for appropriate cash compensation; section 71 (4), second sentence, of the Stock Corporation Act (AktG) and section 33 (2), third sentence, second half- sentence, first alternative of the Limited Liability Companies Act (GmbHG) shall have no application in this regard. The same shall apply if, in the case of a merger of legal entities having the same legal form, restrictions govern the disposition over the shares in the acquiring legal entity or memberships in same. Where the acquiring legal entity is unable, due to its legal form, to acquire its own shares or memberships in itself, the cash compensation is to be offered for the case that the owner of shares declares his withdrawal from the legal entity. Any required publication by notice of the merger agreement or its draft, as the subject matter of the resolution to be adopted, must set out the wording of this offer. The acquiring legal entity is to bear the costs of a transfer.*".

[193] *Akbilek*, s. 183 vd. Karşılaştırmalı hukukta seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesine ilişkin düzenlemeler farklılık göstermektedir. Bu bağlamda, Birleşmelere İlişkin Üçüncü Konsey Yönergesi, Alman Hukuku ve Fransız Hukuku mevzuatlarında, zorunlu ayrılma akçesine ilişkin herhangi bir düzenleme bulunmadığı hakkında bkz. *Akbilek*, s. 186. Ancak Türk İsviçre Hukukunda ayrılma akçesi, seçimlik ve zorunlu olarak düzenlenmektedir.

İfade etmek gerekir ki, ortakların seçimlik haklardan birini kullanabilmesi, her şeyden önce böyle bir hakkın birleşme sözleşmesinde düzenlenmiş olmasını gerektirmektedir. Bu hususta TTK m. 141/1 hükmünün lafzında yer alan *"... seçim yapma hakkı tanıyabilirler."* ibaresi, ayrılma akçesinin seçimlik olarak düzenlenmesinin şirket takdirinde olduğuna işaret etmektedir. Ancak düzenleme yapma hususunun, şirket takdirinde olmasının mutlak bir nitelik taşıyıp taşımadığını da ortaya koymak gerekmektedir.

Doktrinde ileri sürülen ilk görüşe göre[194], birleşme sözleşmesinde seçimlik ayrılma akçesine ilişkin düzenleme yapılabilmesi yalnız şirket takdirinde olan bir konudur. Bu bağlamda, TTK 146/1-f ve m. 147/2-d hükümlerinde yer alan "*gereğinde*" ibaresiyle seçimlik ayrılma akçesi öngörülmesinin, şirket takdirine bırakıldığı ve pay sahiplerinin bu konuda şirketi zorlayamayacakları da savunulmuştur.

İkinci görüş[195] ise çok sayıda ortağın talep etmesi durumunda birleşme sözleşmesinde seçimlik ayrılma akçesinin düzenlenmesi gerektiği yönündedir. Buna göre TTK m. 141/1 hükmünde yer alan "*tanıyabilirler*" ifadesi ile seçim yapma imkânının birleşen şirketlerin takdirine bırakılması doğru bulunmamış ve bu kullanımın "*tanırlar*" şeklinde olması gerektiği ifade edilmiştir[196]. Öte yandan, seçimlik ayrılma akçesinin, birleşme sözleşmesinde öngörülmesi neticesinde talep edilebilmesinin, ülkemizde sınırlı bir uygulamaya yol açacağı da ileri sürülmüştür. Zira birleşme sözleşmesinde bir düzenleme olmadıkça pay sahiplerinin talepte bulunamayacağı ve bu hakkın kullanılmasına engel olmak isteyen pay sahiplerinin de hüküm koymaktan kaçınabileceği savunulmuştur[197].

---

[194] *Yavuz*, s. 125; *Tekinalp, Birleşmede Ayrılma Akçesi*, s. 25; *İpekel Kayalı*, s. 251; *Koşer*, Nihal: "*6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Birleşmede Ayrılma Akçesi"*, TAAD, 2018, Y. 9, S. 34, s. 371.

[195] *Moroğlu, Değerlendirme ve Öneriler*, s. 84.

[196] *Moroğlu, Değerlendirme ve Öneriler*, s. 84.

[197] *Sönmez, Ayrılma Hakkı,* s. 201.

Seçimlik ayrılma akçesindeki seçim olanağının, kanunî bir anlam taşımadığı; ancak birleşme sözleşmesinde hüküm bulunması durumunda kanunî bir hakka dönüşeceği belirtilmiştir. Buna göre birleşen şirket yönetimlerinin, ortakların hüküm konulmasına ilişkin taleplerini değerlendirmesi ve talep sayısının fazla olmaması halinde sözleşmede düzenlemeye yer vermesi gerekmektedir. Nitekim şirket açısından büyük bir külfet oluşturmamasına rağmen, bu hakkın öngörülmemesi durumunda birleşmeye olumsuz oy veren pay sahiplerinin, TTK m. 192, m. 445 ve m. 446 hükümleri uyarınca iptal davası açabilecekleri ileri sürülmektedir[198].

Biz de her ne kadar Kanun'un lafzı itibariyle birleşmede seçimlik ayrılma akçesi öngörülmesi, şirket takdirine bırakılmış olsa da bu aşamada, pay sahiplerinin talepleri ve menfaatlerinin değerlendirilmesinin sağlıklı olacağı görüşündeyiz. Gerçekten şirketin, maddi imkânlarının yeterli olması ve tarafların menfaatlerine de uygun olması durumunda seçimlik ayrılma akçesi taleplerinin olumlu karşılanması, birleşme sonrası süreci de kolaylaştıracaktır. Çok sayıda ortağın ayrılma akçesi talep etmesi, pay sahipleri demokrasisi olarak değerlendirilmeli ve ortakların çoğunluğu ya da karşı konulamayacak derecede azınlığın muhalefeti durumunda birleşme işlemlerine girişilmeyerek menfaatler dengesi gözetilmelidir[199].

[198] Bu iptal sebebi doğrudan TTK m. 192, m. 445, m. 446 hükümlerinde düzenlenmemekte, doktrinde ileri sürülmektedir. Bkz. *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 701; *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I,* s. 142. Birleşmeye ilişkin hususların teknik bilgiyi gerektirmesi ya da bazı usulsüzlükler sebebiyle tam ve doğru bilgiye ulaşılamaması gibi durumlarda, olumlu oy veren pay sahiplerine de dava açma hakkı tanınması gerektiğine ilişkin bkz. *Çelik, Anonim Şirket*, s. 272, dn. 434.

[199] Bkz. Gerekçe m. 141.

b. Zorunlu Ayrılma Akçesi

aa. Genel Olarak

TTK m. 141/2 hükmünde, birleşme sözleşmesinde devrolunan şirketlerin bazı ortaklarına birleşilen şirkette pay yerine sadece ayrılma akçesi verilmek suretiyle zorunlu ayrılma akçesi verebilecekleri düzenlenmiştir. Bu durumda seçimlik ayrılma akçesinden farklı olarak ayrılma akçesi talebinde bulunma hususu, pay sahibinin inisiyatifine bırakılmamış ve bir zorunluluk olarak öngörülmüştür.

Modern şirketler hukukuna uygun olarak huzuru bozan pay sahiplerinin şirketten çıkarılması, anonim şirketlerin niteliğine aykırı olmayıp[200] şirketler hukuku bakımından önemli bir gereksinimi karşılamaktadır. Nitekim devralan şirket ile devrolunan şirket azınlık pay sahipleri arasındaki rekabet ilişkisi ya da devralan şirkette, devrolunan şirketin azınlık pay sahiplerinin imtiyazlarının devam etmemesi gibi sebepler, pay sahiplerinin birleşme dışında tutulmalarını gerektirebilir[201]. İşte bu gerekçelerin varlığı halinde, birleşme sözleşmesinde zorunlu ayrılma akçesine yer verilmesi şirket faaliyetlerinin uzun süre zarfında devam ettirilebilmesine olanak sağlamaktadır.

TTK m. 141/2 hükmünün gerekçesinde, zorunlu ayrılma akçesinin iki yanlı etkisi bulunduğu; ilk olarak arzu etmeyen ortakların ayrılma akçesi alarak şirketten çıkabilecekleri ve ikinci olarak da devam edilmek istenmeyen ve devamlı sorun çıkaran azınlığın şirketten çıkarılmasına olanak sağlandığı belirtilmiştir. Gerekçe'nin iki yanlı açıklaması karşısında biz, zorunlu ayrılma akçesi bakımından ikinci anlamın daha ağır bastığı kanaatindeyiz[202].

---

[200] Bkz. Gerekçe m. 141/2.

[201] Örneklerle ilgili olarak bkz. *Ulusoy*, s. 90.

[202] Bkz. Gerekçe m. 141/2. Ancak kanaatimizce TTK m. 141/2 hükmü, yalnızca ikinci amacı karşılamaya yöneliktir. Nitekim yukarıda detaylıca açıklandığı üzere pay sahibine çıkma imkânı tanıyan düzenleme, birleşme sözleşmesinde öngörülmüş olması kaydıyla seçimlik ayrılma akçesidir. Bu anlamda TTK m. 141/2 ile düzenlenen ayrılma akçesi ise ortağın iradesi ile değil şirketin iradesiyle azınlık pay sahibinin çıkarılmasına ilişkindir.

Zorunlu ayrılma akçesinin önem taşıyan bir başka yönü ise azınlığın uzaklaştırılması neticesinde şirket hâkimiyetinin sağlanması ile ilgilidir. Büyük pay sahibinin, şirket kontrolünü sağlama ve şirket içi işlemleri gerçekleştirmek bakımından kolaylık yaratma isteği gibi nedenler de azınlık pay sahibini şirketten çıkarmaya yönlendirmektedir[203].

Zorunlu ayrılma akçesi öngörülmesi ile pay sahiplerinin mülkiyet hakkının ve bu sebeple Anayasa'nın ihlal edilip edilmediği hususu da incelenmesi gereken bir başka konudur. *Pulaşlı*, büyük pay sahibinin azınlığı şirketten çıkarmasına ilişkin Alman Anayasa Mahkemesi'nin kararları ile bağlantılı bir değerlendirme yapmıştır. İlgili kararlarda kamu menfaati açısından konzern hukukundaki girişimsel önceliğe ve azınlık pay sahibinin uğradığı ekonomik zararın tam olarak denkleştirilmesi hususlarına değinilmiş ve yapılan sınırlandırmanın da Anayasa'ya uygun olduğu ifade edilmiştir[204].

Zorunlu ayrılma akçesi öngörülmesi ile birleşmede esneklik sağlanması arasında da önemli bir bağ bulunmaktadır. Bu durum devralan tek kişilik bir şirketin, bu niteliğini yitirmek istemediği bir birleşmede, devrolunan şirket ortaklarına ayrılma akçesi ödeyerek ayrılmalarını sağlaması şeklinde örneklendirilebilir[205]. Ancak bu uygulama devralan şirketin, devrolunan bir başka şirketteki pay sahipleri hakkında karar vermesi gibi bir sonucu da beraberinde getirdiğinden, şirketler arası ilişkilerin önem taşıyacağı unutulmamalıdır.

Tüm bu sebeplerle adil ve makul bir değer üzerinden hesaplanarak ayrılan pay sahibini tatmin etmesi gereken zorunlu ayrılma akçesinin, borsa endeksinin düşük olduğu bir dönemde veya salt bilanço üzerinden çıkarma şeklinde hesaplanmaması

---

[203] *Kaya*, Mustafa İsmail: "*Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma Hakkı (Squeeze-Out Right)"*, EÜHFD, 2007, C. XI, S. 1-2, (Anılış: *Kaya, Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma*), s. 309.

[204] İlgili kararlar ile ilgili olarak bkz. *Pulaşlı,* Hasan: "*Alman Hukukunda Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı"*, Bilgi Toplumunda Hukuk Ünal Tekinalp'e Armağan, İstanbul: Beta 2003, (Anılış: *Pulaşlı, Azınlığı Şirketten Çıkarma*), s. 651 vd.

[205] *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 64.

gerekmektedir. Bu açıdan zorunlu ayrılma akçesi, azınlığın zarar görme tehlikesine uğrayacağı bir yaptırım halini almamalıdır[206]. Zorunlu ayrılma akçesinin birleşmeye taraf olması istenmeyen pay sahiplerine verilmesi ile anonim şirketin devamlılığını sağlama ve şirketin karar alma mekanizmasını iyileştirme amaçları doğrultusunda hareket edilmelidir.

bb. *Squeeze-Out* ile İlişkisi

Limited şirketlere ilişkin hükümlerde yer alan haklı sebeple çıkma ve çıkarma kurumları, TTK'nın anonim şirketlere ilişkin hükümlerinde ayrıca düzenlenmemiştir. Ancak şirketler topluluğu ve birleşmeye dair iki yeni düzenleme ile anonim şirketlerde de bazı hallere özgü olmak üzere pay sahibinin çıkması ve özellikle çıkarılmasına imkân tanınmıştır[207].

Bu bağlamda TTK m. 208 ve m. 141/2 düzenlemeleri, büyük pay sahiplerinin azınlığın paylarını satın alma hakkına ilişkin "*squeeze-out*"[208] mekanizmasının hukukumuza bir yansımasını teşkil etmektedir[209]. TTK m. 208 hükmü[210] ile hâkim şirketin, doğrudan ya da dolaylı olarak yüzde doksan oranında paylarına sahip olduğu şirkette azlık şirketin çalışmasını engelliyor, dürüstlük kuralına aykırı davranıyor, fark

---

[206] *Manavgat, HAAO*, s. 538-539.

[207] *Şahin*, Ayşe: *Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi*, İstanbul: Vedat 2013; *Nomer Ertan*, Füsun: "*Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi Davası- TTK m. 531 Üzerine Düşünceler"*, İÜHFM, 2015, C. LXXIII, S. 1, s. 392.

[208] *Squeeze out* ve ilgili terminoloji hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Hudson*, s. 502, dn. 10; *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 12-13, dn. 47; *Tütüncü*, Muharrem: *Hâkim Şirketin Azınlığın Paylarını Satın Alma Hakkı (Squeeze-Out)*, İstanbul Kültür Üniversitesi SBE, Doktora Tezi, İstanbul: 2016, s. 9 vd.

[209] Bkz. Gerekçe prg. 134.

[210] TTK m. 208: "*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 varsa borsa değeri, yoksa 202 nci maddenin ikinci fıkrasında öngörülen şekilde belirlenen değer ile satın alabilir*.".

edilir sıkıntı yaratıyor ise hâkim şirketin azlığın payını satın almasına imkân tanınmıştır. TTK m. 141/2 hükmü ile de yeni kurulan ya da devralan şirkette pay sahibi olması istenmeyen ortaklara ayrılma akçesi verilerek birleşmenin dışında tutulabilecekleri zorunlu ayrılma akçesi kurumu düzenlenmiştir. Böylelikle, uluslararası hukukta *squeeze-out-merger, cash-out-merger* ya da *freeze-out-merger* olarak ifade edilen, ortağı çıkararak birleşmenin gerçekleştirilmesi işlemine, hukuk sistemimizde TTK m. 141/2 hükmü ile yer verilmiştir[211].

Zorunlu ayrılma akçesi ile *squeeze-out* arasındaki ilişkinin tespiti için öncelikle *squeeze-out* kavramının açıklanması gerekmektedir. TTK m. 141/2 hükmünün gerekçesinde, *squeeze out* hakkında açıklamada bulunmak üzere 121 numaralı paragrafa atıfta bulunulmuş ise de ilgili atfın, 134. paragrafa yapıldığı kabul edilmelidir. Anılan paragrafta, şirket sermayesinin yüzde doksan ilâ yüzde doksan beşine sahip olan pay sahibinin, şirket sermayesi yüzde beş ilâ yüzde on arasında paya sahip azınlığı şirketten çıkarmasının mümkün olduğu ve çıkarılacak pay sahiplerine ilişkin oranın yüzde on olarak belirlenmesinin de uluslararası hukuka daha uygun olduğu ifade edilmiştir[212].

Hukuk sistemimizde *squeeze-out* olarak ifade edilen hak, TTK m. 208 hükmünde düzenlenen tam hâkimiyet hâli ile TTK m. 141 hükmünde düzenlenen ve çalışmamızın konusu oluşturan birleşmede ayrılma akçesine karşılık gelmektedir[213]. Buna göre *squeeze-out* kavramı gayri nakdi ve öz sermaye katılımı olan işlemleri içerecek biçimde daha kapsamlı bir anlam taşımaktadır[214]. *Freeze-out* kavramı da çoğunlukla *squeeze-out* ile eş anlama gelecek şekilde kullanılmasına rağmen aralarında bir fark bulunmaktadır. Buna göre azınlık pay sahiplerinin mevzuatta yer alan sebeplerle şirketten çıkarılmaları

[211] Bkz. Gerekçe m. 141/2.

[212] Bkz. Genel Gerekçe prg. 134.

[213] *Akın*, s. 10.

[214] *Thompson*, s. 415, dn. 2.

freeze-out; ancak şirkette onları şirket içi yıldıracak eylemlerde bulunulması neticesinde çıkarılmaları da *squeeze-out* olarak nitelendirilmiştir[215].

TTK m. 141 hükmünün sınırlarının belirlenebilmesi için *squeeze-out right*[216] ile *squeeze-out merger* kavramlarının açıklanması gerekmektedir. *Squeeze out right* ile hâkim pay sahibi, azınlık pay sahiplerinin paylarını bedel karşılığı satın alarak onları şirketten çıkmaları için zorlama hakkı elde etmektedir[217]. Buna göre esas sözleşmede böyle bir hüküm bulunmasa ve hatta azınlığı koruyucu bir hüküm bulunsa dahi çoğunluğun oyu ile değişikliğe gidilmesi ve çıkarma hakkına başvurulabilmesi mümkündür[218].

Squeeze-out merger ise, şirket birleşmeleri yoluyla pay sahibinin çıkarılması anlamında kullanılmakta ve TTK m. 141/2 hükmünde düzenlenen zorunlu ayrılma akçesine karşılık gelmektedir. Bu durumda birleşme sözleşmesinde pay sahiplerine sadece ayrılma akçesi verilerek birleşme işleminin dışında tutulacaklarının öngörülmesi ile *squeeze-out merger* kurumu uygulama bulmaktadır. Uluslararası literatürde *squeeze-out merger* ve *cash-out merger* kavramları, bir ya da daha fazla ortağın çıkarılarak birleşmenin gerçekleştirilmesi bakımından eş anlama gelecek şekilde kullanılmaktadır[219]. Ancak *squeeze-out merger* ya da *freeze-out merger* olarak ifade edilen kavram, çoğunluk pay sahiplerinin azınlığı devralan şirketten nakit ya da hisse senedi vermek suretiyle çıkardıkları birleşmeler anlamına gelmekte ve bu sebeple *cash-out merger* kavramını da

---

[215] *Ventoruzzo*, Marco: "*Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals"*, Virginia Journal of International Law, 2010, Vol. 50, No. 4, s. 842-843, dn. 1.

[216] *Squeeze out* ifadesinin kullanımının Alman doktrininde bazı yazarlarca eleştirildiği ve bu sebeple Alman Hukukunda da Amerikan Hukukunda olduğu gibi *"freeze out"* ifadesinin kullanılmasına yönelik görüşlere ilişkin bkz. *Kaya, Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma*, s. 309.

[217] *Mukwiri*, Jonathan: "*Takeovers and Incidental Protection of Minority Shareholders"*, European Company and Financial Law Review, 2013, 10(3), s. 449.

[218] Bkz. *Mukwiri*, s. 449-450.

[219] *Thompson*, s. 415, dn. 2.

kapsamaktadır[220]. TTK m. 141/2 hükmü ile düzenlenen ve karşılaştırmalı hukukta da genel olarak kabul gören birleşme ile azınlığı şirketten çıkarma kurumu (*squeeze-out merger*), büyük pay sahibinin istikrarlı bir işletim süreci gerçekleştirmesine katkı sağlamaktadır.

B. Sermaye Piyasası Mevzuatının Değerlendirilmesi

a. Genel Olarak

TTK mevzuatında birleşmeye taraf olmayan pay sahiplerine, seçimlik ve zorunlu olmak üzere iki farklı türde ayrılma akçesi öngörülebileceği belirtilmesine karşın; sermaye piyasası mevzuatında ayrılma akçesine ilişkin böyle bir sınıflandırmaya yer verilmemiştir. HAAŞ'lerde ortakların, önemli nitelikteki işlemlere olumsuz oy kullanmaları ve muhalefetlerini şerhe geçirmeleri durumunda başvurabildikleri ayrılma hakkı, her şeyden önce belirli şekli şartları yerine getiren pay sahiplerinin iradesine tabidir. Bu yönüyle ayrılma hakkı kullanım bedeli, talep edilebilmesi şirket takdirinde olan seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesinden de ayrılmaktadır.

Öte yandan seçimlik ayrılma akçesinin, sermaye piyasası mevzuatında öngörülen ayrılma akçesiyle daha yakın bir ilişki içinde bulunduğunun belirtilmesi gerekmektedir. Seçimlik ayrılma akçesi ile pay sahibine birleşme sonrası devam etme ya da ayrılma şeklinde bir seçim hakkı sunulmakta ve bu durum, sermaye piyasası mevzuatında olduğu gibi hakkı kullanıp kullanmamak noktasında pay sahibine özel bir irade tanımaktadır. Ancak çıkarılmayla benzerlik gösteren zorunlu ayrılma akçesi oldukça farklı bir usule tâbidir.

Sermaye piyasası hukukunun konuyu ele alış şeklini, 27.06.2020 tarihinden önce ve sonra kamuya açıklanan işlemler özelinde ayrı ayrı incelemek gerekmektedir.

[220] *Hudson*, s. 502, dn. 10; *Thompson*, s. 415, dn. 2; *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 13, dn. 47.

Belirtilen tarihten önce kamuya açıklanan önemli nitelikteki işlemlerin görüşüldüğü genel kurulda belirli şekli şartları yerine getiren pay sahiplerine ayrılma hakkı ya da pay alım teklif zorunluluğu öngörülmektedir[221]. 27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan işlemler açısından ise II-23.3 Sayılı Tebliğ'de pay alım teklif zorunluluğuna ilişkin herhangi bir hükme yer verilmemiştir. Ancak Tebliğ'in m. 11/7 hükmünde, önemli nitelikteki işlemlerden belirli kişi ya da kişilerin yarar sağlaması, kâr payı imtiyazı yaratılması gibi durumlarda, ayrılma akçesinin yarar sağlayan kişiler tarafından ödeneceği düzenlenmiştir.

Getirilen yeni düzenleme doğrudan pay alım teklif zorunluluğu olarak adlandırılmamış ise de belirli durumlarda kazanç sağlayan pay sahiplerinin ayrılma akçesi ödeyeceğinin öngörülmesi, pay alım teklifinin revize edilmiş hali olarak yorumlanabilir. Bu sebeple HAAŞ'lerde farklı türleri öngörülmeyen ayrılma akçesinin, birçok açıdan benzer yönlerinin bulunduğu ve 27.06.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan işlemlere uygulanacak pay alım teklif zorunluluğu ile karşılaştırmalı olarak incelenmesi önem taşımaktadır[222].

Görüldüğü üzere önemli nitelikteki işlemlerin gerçekleştirilmesinde pay sahibinin korunmasını amaçlayan ayrılma hakkı, TTK m. 141 düzenlemesinin aksine, sermaye

[221] Ancak bu başlıkta incelenen pay alım teklif zorunluluğu, klasik pay alım teklif zorunluluğundan farklı olarak yönetim kontrolünün sağlanmasına değil, önemli nitelikteki işlemlerin gerçekleştirilmesine bağlıdır. Konunun benzer şekilde sınırlandırılması için bkz. *Bektaş*, s. 774; *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 306.

[222] Bu bağlamda ayrılma akçesi ve pay alım teklif zorunluluğuna ilişkin SPKr'nun usul ve esasları belirleme yetkisine de değinilmesi gerekmektedir. Her iki düzenleme açısından SPKr'na takdir yetkisi tanınması sebebiyle SPKn'da ayrılma hakkı doğuracağı açıkça belirtilen bir işlem için, SPKr tarafından pay alım teklif zorunluluğu doğacağının öngörülebilmesi mümkündür. Nitekim bu durum, SPKn ile imtiyaz öngörme, imtiyazın kapsam ve konusunu değiştirme işlemleri için ayrılma hakkı öngörülmesine karşın; II-23.1 Sayılı Tebliğ'de ilgili işlemlerin, pay alım teklif zorunluluğunu doğuracağının düzenlenmesi ile örneklendirilebilir. Bu sebeple önemli nitelikteki işlemleri belirlemek bakımından takdir yetkisi bulunan SPKr'nun, hangi işlemlerin ayrılma hakkı hangi işlemlerin de pay alım teklif zorunluluğunu doğuracağını belirlemek bakımından takdir yetkisi bulunmaktadır. Ayrılma hakkı ve pay alım teklif zorunluluğunun karşılaştırılmasına ilişkin bkz. aşa. s. 131 vd.

piyasası mevzuatında seçimlik ve zorunlu olarak düzenlenmemiştir. Bu sebeple ayrılma hakkı ve pay alım teklif zorunluluğunu, önemli nitelikteki işlemlerin bir sonucu olarak hatırda tutmak faydalı olacaktır.

b. Sözleşme Kurma Zorunluluğuna Sebep Olması

Önemli nitelikteki işlemlerde pay sahiplerinin korunmasına hizmet eden ayrılma hakkının kullanılması ve ayrılma akçesi talep edilmesi, şirket açısından sözleşme kurma zorunluluğuna yol açmaktadır[223]. Ancak bu durumun, borçlar hukuku ilkeleri ile ilişkilendirilerek açıklanması gerekmektedir.

Sözleşme kurma özgürlüğüne ilişin genel kural, tarafların; sözleşme yapma, sözleşmenin diğer tarafını, içeriğini ve şeklini belirleme konusunda serbestilerinin olması anlamına gelmektedir. Ancak sözleşme kurma özgürlüğü Borçlar Hukuku'nda sonsuz bir özgürlük alanı olarak değil; belirli sınırlandırmalara tâbi bir kurum olarak düzenlenmektedir[224]. Bu bağlamda sözleşme yapma özgürlüğü; bir mevzuat hükmüyle, bir anlaşmayla ya da başkasının veya mahkemenin rızası koşuluna bağlanmak suretiyle zorunluluğa dönüşebilmektedir[225]. Nitekim piyasa ekonomisinin doğurabileceği zararların ve ekonomik güçlerin kötüye kullanılmasının önlenmesi gibi bazı durumlar da sözleşme kurma özgürlüğünün zorunluluğa dönüşmesine sebep olmaktadır. SPKn m. 24 hükmü ile düzenlenen ayrılma hakkı neticesinde ayrılma akçesi talep edilmesi de sözleşme kurma zorunluluğunun hukukumuza bir yansıması olmasına rağmen; söz konusu durum, bazı yönleriyle borçlar hukuku düzenlemesinden ayrılmaktadır.

---

[223] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 258, 259.

[224] *Kılıçoğlu*, Ahmet M.: *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 18. Baskı, Ankara: Turhan 2014, s. 78; *Eren*, Fikret: *6098 Sayılı Türk Borçlar Kanununa Göre Hazırlanmış Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 18. Baskı, Ankara: Yetkin 2015, s. 301 vd.

[225] *Kılıçoğlu*, s. 79.

Borçlar Hukukunda düzenlenen sözleşme kurma zorunluluğu; esas olarak sözleşmenin kurulmasında, içeriğinin belirlenmesinde ve taraflarının seçilmesinde, özgür davranılamaması anlamına gelmektedir[226]. Ekonomik güçlerin kötüye kullanılmasını önlemek, sözleşme ilişkisinde zayıf tarafı korumak ve eşitsizlikleri gidermek amacıyla geliştirilen sözleşme kurma zorunluluğu, kanundan ya da hukuki işlemden doğan, özel hukuk ya da kamu hukuku kaynaklı bir yükümlülüktür[227]. Sözleşme kurma yükümlülüğüne sahip olan tarafın bunu yapmaktan kaçınmasının yaptırımı ise aynen ifa davası ile sözleşme yapmaya zorlanması ya da tazminat davası ile uğranılan zararı gidermesidir[228].

Ayrılma hakkının kullanılmasında da sözleşme kurma iradesi, payların bedeli ve satın alınması gereken süre kanun tarafından belirlendiğinden bu durum, borçlar hukuku esaslarına yakınlaşmaktadır. Ancak ayrılma akçesi talebi ve bedelin şirket tarafından ödenmesinin iki ayrı irade beyanı olarak ele alınması durumunda, ortaya çıkan zorunluluğun, hangi irade açısından gündeme geleceğinin açığa kavuşturulması gerekmektedir.

Doktrinde ileri sürülen bir görüşe[229] göre, ayrılma hakkında zorunluluk gösteren husus, klasik sözleşme zorunluluğunun aksine, öneride zorunluluk değil; kabulde zorunluluk niteliği göstermektedir. Buna göre ayrılma hakkının kullanılabilmesi için HAAŞ tarafından, pay bedeli belirtilerek pay sahibine yöneltilen satın alma teklifi öneri; pay sahibinin iradesi ise kabul olarak nitelendirilmelidir. Klasik anlamda sözleşme kurma zorunluluğu, esasen öneride zorunluluk olarak gündeme gelse de; kabulde zorunluluğa

---

[226] Sözleşme kurma zorunluluğu hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Oğuzman*, M. Kemal/*Öz*, M. Turgut: *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 7. Baskı, İstanbul: Vedat 2009, s. 144 vd.; *Eren*, s. 301 vd.; *Ayrancı*, Hasan: "*Sözleşme Kurma Zorunluluğu"*, AÜHFD, 2003, C. 52, S. 3, s. 229 vd.

[227] *Eren*, s. 302; *Ayrancı*, s. 232 vd.

[228] *Eren*, s. 302; *Oğuzman/Öz*, s. 146; *Ayrancı*, s. 237.

[229] Ayrıntılı bilgi için bkz. *Bektaş*, s. 762 vd.

yol açan ayrılma hakkının da sözleşme kurma zorunluluğu olarak kabul edilmesi gerekmektedir[230].

Konuya ilişkin bir diğer görüşe[231] göre, ayrılma akçesi talep edilmesine dair sözleşme kurma zorunluluğunun, öneride bulunma zorunluluğu olarak kabul edilmesi gerekmektedir. Buna göre önemli nitelikteki işlemin kabul edilmesine dair şartların gerçekleştirilmesi ile HAAŞ'nin, öneride bulunma yükümlülüğü doğmakta; azınlık ve çoğunluk menfaatini sağlanmasına ilişkin öneride bulunma zorunluluğu da nihayetinde sözleşme kurma zorunluluğu hâllerinden birini oluşturmaktadır[232].

Biz de ayrılma hakkının kullanılması ve ayrılma akçesi talep edilebilmesi için pay sahibinin gerekli şartları sağlayarak HAAŞ'e bildirimde bulunmasının, öneri niteliği taşıdığı görüşüne katılmaktayız. Buna göre önerinin yöneltilmesi neticesinde, HAAŞ'nin zorunlu kabul beyanı ile sözleşme kurulmuş olmakta ve tarafların edimlerini yerine getirmeleri gerekmektedir.

V. AYRILMA AKÇESİNE İLİŞKİN NORMATİF DÜZENLEMELERİN VE TERMİNOLOJİ KONUSUNUN DEĞERLENDİRİLMESİ

A. Normatif Düzenlemeler

Şirketler hukukunda birleşme sebebiyle pay sahiplerine ayrılma hakkı tanıyan hükümler; TTK'da, SPKn'da ve SPKr'nun ikincil düzenlemelerinde yer almaktadır. Bahsi geçen düzenlemelerle amaçlanan asıl husus, birleşme sonrası yeni kurulan ya da devralan şirkette ortak olmaya devam etmeyecek pay sahiplerine, paylarına karşılık gelen adil değerin verilmesidir. Ancak düzenlemelerin kaleme alınış şekli, tâbi oldukları prosedür, bedelin hesaplanma yöntemi ile tercih edilen terminoloji gibi hususlar özel bir

[230] *Bektaş*, s. 762 vd.

[231] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 253.

[232] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 253.

incelemeyi gerekli kılmaktadır. Bu doğrultuda TTK'da ve SPKn'da yer alan düzenlemelerin birlikte değerlendirilmesi ve en az bir tarafı HAAŞ olan birleşmelere uygulanacak mevzuatın saptanması gerekmektedir.

a. TTK Hükümlerinin Değerlendirilmesi

Şirketler hukukunda birleşmede pay sahipliğinin devamlılığı ilkesinin istisnası olan ayrılma akçesi, TTK'nın 141. maddesinde düzenlenmektedir. Anılan hüküm: *"(1) Birleşmeye katılan şirketler, birleşme sözleşmesinde, ortaklara, devralan şirkette, pay ve ortaklık haklarının iktisabı ile iktisap olunacak şirket paylarının gerçek değerine denk gelen bir ayrılma akçesi arasında seçim yapma hakkı tanıyabilirler. (2) Birleşmeye katılan şirketler birleşme sözleşmesinde, sadece ayrılma akçesinin verilmesini öngörebilirler."* şeklindedir. Düzenleme, ticaret şirketlerine ilişkin genel hükümler kısmında yer aldığından uygulama alanı anonim şirketlerle sınırlı değildir. Zira TTK m. 134 ilâ 194. hükümlerinin tüm ticaret şirketlerinin yapısal değişikleri açısından uygulanacağını ve diğer kanunlardaki düzenlemelerin ancak bu hükümlere aykırı olmayan kısımların saklı tutulduğunu belirten TTK m. 134 hükmü uyarınca da ayrılma akçesi, salt anonim şirketlerin değil; tüm ticaret şirketlerinin taraf olduğu birleşmelerde uygulanabilecektir[233].

İlk defa TTK m. 141 hükmü ile hukuksal çerçevesi belirlenen ayrılma akçesi, seçimlik ve zorunlu olmak üzere iki fıkra halinde düzenlenmiştir. Seçimlik ayrılma akçesi ile devrolunan şirket ortaklarına birleşme sonrası devam etmek ya da ayrılmak açısından bir seçim hakkı tanınmakta iken; zorunlu ayrılma akçesi ile devrolunan şirketlerde

[233] Ancak birleşme işlemlerinin, anonim şirketler açısından uygulamasının daha geniş olması sebebiyle ayrılma akçesinin de daha çok anonim şirketler kapsamında incelendiği görülmektedir. Bkz. *Karababa*, Serdar: *Anonim Ortaklıkta Satın Alma (Squeeze-Out) ve Çıkarma Hakları*, Ankara: Seçkin 2016, s. 184; *Al Kılıç*, s. 65 vd.

birleşmeden sonra pay sahibi olması arzu edilmeyen pay sahiplerinin çıkarılmasına imkân tanınmaktadır[234].

Birleşmede ayrılma akçesine ilişkin temel hüküm TTK m. 141 olmakla birlikte konu, kolaylaştırılmış usulde birleşmeler açısından özel olarak düzenlenmiştir. Bu bağlamda TTK m. 155/2 hükmü: "*Devralan sermaye şirketi, devrolunan sermaye şirketinin tüm paylarına değil de oy hakkı veren paylarının en az yüzde doksanına sahipse, azınlıkta kalan pay sahipleri için; a) Devralan şirkette bu payların denk karşılığı olan paylar verilmesi şirket payları yanında, 141 inci maddeye göre, şirket paylarının gerçek değerinin tam dengi olan nakdî bir karşılık verilmesinin önerilmiş olması… hâlinde birleşme kolaylaştırılmış usulde gerçekleşebilir.*" şeklindedir. Bu bağlamda TTK m. 141 hükmünde ayrılma akçesinin seçimlik olarak düzenlenmesi şirketin iradesinde olmasına rağmen, kolaylaştırılmış usulde birleşmelerde ayrılma akçesinin seçimlik olarak düzenlenmesinin kanunen zorunlu hale getirildiği ifade edilmektedir[235].

TTK'nın birleşmede ayrılma akçesini düzenleyen m. 141 hükmü dışında birleşme sözleşmesinin içeriğine dair TTK m. 146; birleşme raporuna dair TTK m. 147; birleşme kararına dair TTK m. 151/5 gibi diğer başka hükümlerde de ayrılma akçesine ilişkin düzenlemeler bulunduğu görülmektedir. Bu bakımdan TTK m. 141 hükmünü ilgili diğer düzenlemelerle birlikte yorumlamak, konuya ilişkin esasları ortaya koymak açısından önem taşımaktadır.

b. Sermaye Piyasası Mevzuatının Değerlendirilmesi

Ayrılma akçesine ilişkin normatif düzenlemelerin ikinci kısmını HAAŞ'lerin devrolunan ya da devralan şirket olarak katıldığı birleşmelere uygulanacak SPKn m. 24

[234] Bkz. Gerekçe m. 141.

[235] *Develi*, s. 448. Kolaylaştırılmış usulde birleşmelerde azınlık pay sahiplerinin paylarını şirkete satarak ayrılmalarına imkân verilmesinin, sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen ayrılma hakkı ve pay alım teklif zorunluluğu ile benzer olduğuna ilişkin bkz. *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 122.

hükmü ve bu hükmü detaylı olarak düzenleyen SPKr'nun ikincil düzenlemeleri oluşturmaktadır. Öngörülen hükümler, halka açık anonim şirketlerde önemli işlemlere ilişkin karar alınan genel kurulda, karara muhalif kalan ve bu muhalefetini tutanağa işleten pay sahiplerine paylarını bir bedel üzerinden şirkete satarak ayrılmaları imkânını vermektedir. HAAŞ'ler bakımından öngörülen bu kurum, sermaye piyasasındaki güncel gelişmelere uygun, yeni bir düzenleme olup yatırımcının korunması bakımından da önem arz etmektedir[236]. Nitekim TTK hükümlerine uyum sağlayarak güncel ihtiyaçlara cevap verir hale getirilmesi amaçlanan SPKn ile ayrılma hakkının yasal düzenlemeye kavuşturulması önemli bir eksikliği gidermiştir[237].

SPKn'nın ayrılma hakkı başlıklı m. 24 hükmüne göre: *"(1) 23 üncü maddede belirtilen önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılıp da olumsuz oy veren ve bu muhalefeti tutanağa geçirten pay sahipleri, paylarını halka açık ortaklığa satarak ayrılma hakkına sahiptir. Kurul, halka açık ortaklığın niteliğine göre, ayrılma hakkını, ayrılma hakkına konu önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihte sahip olunan paylar için kullanılabilmesine ilişkin esasları belirlemeye yetkilidir. Halka açık ortaklık bu payları pay sahibinin talebi üzerine, Kurulca belirlenecek esaslara göre adil bir bedel üzerinden satın almakla yükümlüdür. Kurul, ayrılma talebine konu payların ortaklık tarafından satın alınmasından önce diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesine ilişkin usul ve esasları düzenleyebilir.*

(2) Pay sahibinin 23 üncü maddede belirtilen önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılmasına veya oy kullanmasına haksız bir biçimde izin verilmemesi,

---

[236] *Turan, Ayrılma Hakkı* s. 75.

[237] *Turan, Ayrılma Hakkı,* s. 77. Türk Hukukunda konuya ilişkin herhangi bir düzenleme bulunmadığı dönemde yazılan eserlerde, ayrılma hakkı düzenlemesinde TTK'da düzenlenmesinin isabetli olacağı; ancak HAAŞ'lerin yapısı açısından özel durum yaratan konularda SPKr'ye yetki verilmesinin de isabetli olacağı ifade edilmiştir. Bkz. *Özdoğan, Ayrılma Hakkı*, s. 46. Benzer şekilde HAAŞ'ler açısından yapılacak düzenlemelerin, özel kanunlara tâbi olan şirketin yapısı açısından da özel olarak düzenlenmesinin isabetli olduğu ileri sürülmüştür. Bkz. *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 211 vd.

çağrının usulüne göre yapılmaması veya gündemin gereği gibi ilan edilmemesi hâllerinde, genel kurul kararlarına muhalif kalma ve muhalefet şerhini tutanağa kaydettirme şartı aranmaksızın birinci fıkra hükmü uygulanır.

(3) Ayrılma hakkının doğmadığı hâller ile ortaklığa bu hakkın kullandırılması yükümlülüğünden muafiyet verilmesine, bu hakkın kullanılmasına ve 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.

(4) Ayrılma hakkının doğmadığı hâller ile bu hakkın kullanımına ve payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda satım fiyatının hesaplanmasına ilişkin usul ve esaslar Kurul tarafından belirlenir." .

Görüldüğü üzere SPKn ile ayrılma konusu, SPKn m. 23 hükmünde sınırlı olmayan biçimde sayılan ve içinde birleşmenin de bulunduğu kararlara ilişkin olarak düzenlenmiştir. Hükümde ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin maddi ve şekli şartlara yer verilmekle birlikte konuya ilişkin detaylar, II-23.1 Sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği[238] ile II-23.3 Sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği[239] başta olmak üzere SPKr tarafından çıkarılan tebliğler ile açığa kavuşturulmuştur. Sermaye Piyasası mevzuatına ilişkin düzenlemelerin değerlendirilmesi durumunda, birleşmeden başka önemli kararların alınmasında da genel kurula katılarak olumsuz oy kullanan ve muhalefetini tutanağa geçirten pay sahiplerinin ayrılma hakkına sahip olduğu görülmektedir.

Öte yandan, sermaye piyasası mevzuatında pay sahibini koruyan düzenlemeleri, doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki ana başlıkta incelemek de mümkündür. SPKn m. 28

[238] II-23.1 Sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği, çalışmamızda "II-23.1 Sayılı Tebliğ" olarak anılacaktır, (RG. S.: 28861, RG. T.: 24.12.2013).

[239] II-23.3 Sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği, çalışmamızda "II-23.3 Sayılı Tebliğ" olarak anılacaktır, (RG. S.: 31168, RG. T.: 27.06.2020).

uyarınca, imtiyazların şeffaf ve anlaşılır biçimde kamuya duyurulması ve HAAŞ'nin zarara uğraması durumunda imtiyazların kalkacağının belirtilmesi ile SPKn m. 19 uyarınca kârdan pay dağıtılabilmesi, bağış yapılabilmesi gibi hususlara ilişkin şartların düzenlenmesi pay sahibi yatırımcıları koruyan dolaylı koruma mekanizmalarıdır. Doğrudan koruma sağlayan mekanizmalar ise önemli nitelikteki işlemler sebebiyle ayrılma hakkı, pay alım teklif zorunluluğu ile çıkarma ve satma hakkı olarak belirtilmektedir[240]. Bu sebeple sermaye piyasası mevzuatının ayrılma akçesine ilişkin normatif düzenlemelerini, benzer kavramlarla karşılaştırmalı bir şekilde incelemek konuyu açığa kavuşturmak bakımından önem taşımaktadır.

Türk Ticaret Kanunu ile Sermaye Piyasası mevzuatının konuyu düzenleme biçimleri ile hükümde yer verdikleri esaslar farklılık gösterse de her iki düzenlemenin de ortak amacı şirket birleşmesine taraf olmayan pay sahiplerine bir karşılık vererek ayrılma imkânı sunmaktır. Ancak konunun daha iyi anlaşılabilmesi bakımından hükümler arasındaki öncelik-sonralık, özel-genel hüküm ilişkileri ile HAAŞ'lerin taraf olduğu birleşmelere uygulanacak mevzuat ve hükümlerin kümülatif uygulanabilirliği gibi temel hususların belirlenmesi gerekmektedir.

B. Birleşmede Ayrılma Akçesine İlişkin TTK m. 141 ve SPKn m. 24 Hükümlerinin Birlikte Uygulanabilirliği

TTK m. 141, SPKn m. 24, II-23.1 Sayılı ve II-23.3 Sayılı Tebliğ düzenlemelerinde, belirli şartların gerçekleşmesi durumunda pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanabilecekleri düzenlenmektedir. SPKr'nun anılan Tebliğlerinde "ayrılma

[240] Doğrudan ve dolaylı koruma mekanizmaları ile ilgili ayrım için bkz. *Çetin*, Nusret/*Töremiş*, Hatice Ebru/*Cantimur*, Zeynep: *6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistematik Analizi*, Ankara: Yetkin 2014, s. 170.

hakkı kullanım fiyatı" olarak ifade edilen bedel[241], yalnız HAAŞ'ler için öngörülebilirken; TTK m. 141'de yer alan "ayrılma akçesi" kurumu, hem kapalı anonim şirketlere hem de HAAŞ'lere uygulanabilmektedir. Bu durum, HAAŞ'nin taraf olduğu birleşmelerde, TTK m. 141'de belirtildiği şekilde ayrılma akçesi öngörülmesi durumunda ödemenin yapılma şekline ilişkin temel esaslara yer verilen BB Tebliği m. 12/3 hükmünden de anlaşılmaktadır.

Ancak HAAŞ'nin taraf olduğu bir birleşmede, her iki mevzuat açısından ayrılma akçesi öngörülmesi durumunda nasıl bir yol izleneceği açık değildir. Bu doğrultuda birleşmelerde ayrılmaya ilişkin TTK ve sermaye piyasası mevzuatındaki hükümlerin birlikte uygulanmasının mümkün ve gerekli olup olmadığının, çeşitli tartışmalar ışığında ortaya konulması önem taşımaktadır.

a. HAAŞ'lerin Taraf Olduğu Birleşmelere Uygulanacak Mevzuat

TTK'nın bazı hükümleri ile özel olarak, bazı hükümleri ile de SPKn hükümlerinin saklı tutulması yoluyla HAAŞ'ler düzenleme kapsamına alınmış ve böylece sermaye piyasası mevzuatı ile bütünlük sağlanması yolunda önemli bir adım atılmıştır. Ancak kanun koyucu tarafından aynı amaca yönelen bazı kurumların, SPKn ve TTK hükümlerinde farklı biçimde düzenlenmesi, HAAŞ'lere hangi hükümlerin uygulanacağı sorusunu gündeme getirmiştir. Bu sebeple konumuz açısından ilk olarak, SPKn ve TTK hükümlerinin birlikte uygulanma sınırlarının belirlenmesi[242] ve HAAŞ'lerin taraf olduğu birleşmelere uygulanacak hükümlerin saptanması gerekmektedir.

---

[241] SPKr'nin II-23.1 Tebliği ile II-23.3 Sayılı Tebliği'nde "ayrılma hakkı kullanım fiyatı" kavramı tercih edilmiştir. Söz konusu ifadenin değerlendirilmesi ve çalışmamızda tercih edilecek terminoloji için bkz. aşa. s. 115 vd.

[242] Ayrıntılı bilgi için bkz. *Manavgat*, Çağlar: "*Türk Ticaret Kanunu Hükümlerinin Halka Açık Anonim Ortaklıklara Uygulanması ve Sınırları"*, İÜHFM, 2013, C. LXXI, S. 2, (Anılış: *Manavgat, TTK Hükümlerinin Uygulanması*), s. 287.

Konuya ilişkin incelenmesi gereken ilk düzenleme TTK m. 330 hükmüdür. İlgili hükümde: "*Özel kanunlara tabi anonim şirketlere, özel hükümler dışında bu kısım hükümleri uygulanır.*" ifadesiyle özel nitelik taşıyan kanunlar ile birlikte ikincil mevzuatın öncelikle uygulanacağı belirtilerek Tasarı metninden kapsamlı bir düzenleme yapılmıştır[243]. TTK'nın özel hükümlerin sınırlarını belirleyen, emredici hükümler başlıklı m. 340 hükmünde ise: "*Esas sözleşme, bu Kanunun anonim şirketlere ilişkin hükümlerinden ancak Kanunda buna açıkça izin verilmişse sapabilir. Diğer kanunların, öngörülmesine izin verdiği tamamlayıcı esas sözleşme hükümleri o kanuna özgülenmiş olarak hüküm doğururlar.*" ifadesine yer verilmiştir.

Hükümlerin uygulama sınırları açısından değinilmesi gereken ilk husus, "*açıkça*" ibaresinden ne anlaşılması gerektiğinin ve bu bağlamda emredici hükümlerden ne zaman sapılabileceğinin belirgin olmadığıdır. *Manavgat*, bu ibarenin yorum faaliyeti ile ortaya konabileceğine, kanun hükmünün sözünden veya özünden sapmaya izin verildiğinin tereddüt edilemeyecek şekilde anlaşılması durumunda, sapmanın mümkün olabileceğine dikkat çekmektedir. Yazar hükmün ikinci cümlesinin ise, diğer tamamlayıcı hükümlerin uygulama alanını genişletmesi sebebiyle genişletici etkiye; TTK dışındaki kanunlara göre sonuç doğurması sebebiyle sınırlayıcı etkiye sahip olan çift yönlü bir düzenleme olduğunu ifade etmektedir[244].

Genel kuralı düzenleyen TTK m. 330 ve m. 340 hükümlerinde belirtilen özel hükümlerin öncelikle uygulanması kuralına, TTK'nın bazı hükümleri ile istisna getirilmiş ve özel hükümler karşısında TTK hükümlerinin öncelikle uygulanması gerektiği belirtilmiştir. Konunun çalışmamız açısından önem taşıyan yanı, yapısal değişikliklere ilişkin düzenlemelerin yapıldığı TTK m. 134-194 hükümlerinin öncelikle uygulanacağını belirten TTK m. 134 hükmünün ikinci cümlesidir. Hüküm, m. 134-194 hükümlerine

[243] *Manavgat, TTK Hükümlerinin Uygulanması*, s. 289.

[244] *Manavgat, TTK Hükümlerinin Uygulanması*, s. 290.

aykırı olmayan özel kanun hükümlerini saklı tutma yolunu benimsediğinden; öncelikle TTK hükümlerine başvurulacak, diğer kanunlardaki hükümler ise; ancak TTK hükümlerine aykırı olmamak koşuluyla uygulanabilecektir.

Manavgat bu istisnai tutumun yeniden yapılanmanın bütünlük arz eden ve kısmen dahi uygulanmaması sorun yaratabilecek hükümleri ile bağlantılı olduğunu açıklamıştır[245]. Doktrinde HAAŞ yatırımcılarının korunması amacı ile ayrılma hakkının SPKn ile TTK sisteminden farklı şekilde düzenlenmesinin, özel kanunlara tabi olan şirketler bakımından TTK m. 134/2 hükmüne de uygun olduğu ifade edilmektedir[246].

Anonim şirketlere ilişkin emredici hükümler ilkesini düzenleyen TTK m. 340 hükmü ile esas sözleşmede ancak Kanun'da açıkça sapılmasına izin verilen konularda düzenleme yapılabileceği; TTK m. 330 hükmü ile de özel kanunlara tabi şirketlere öncelikle özel hüküm niteliği gösteren mevzuatın uygulanması gerektiği öngörülmüştür. Özel ve sonraki tarihli kanunun öncelikle uygulanacağına ilişkin genel hukuk ilkeleri ile uyumlu olan her iki düzenleme de birleşmede ayrılma akçesi açısından öncelikle özel hükümlerin uygulanmasını belirtmektedir. Ancak TTK m. 134 hükmü ile yapısal değişikliklere ilişkin öncelikle TTK'nın 134 ilâ 194. hükümlerinin uygulanacağının belirtilmesi[247] birçok açıdan karışıklıklara sebebiyet verecek niteliktedir.

Bu düzenlemenin lafzına göre TTK'ya aykırı olmayan ve birlikte uygulanmalarında sorun bulunmayan birleşme hükümleri uygulanabilecek; ancak farklılık gösteren hükümlerin mevcudiyeti durumunda TTK hükümleri öncelikle uygulanacaktır. Bu noktada TTK m. 330 ve 340 hükümlerindeki genel kural ile TTK m.

---

[245] *Manavgat, TTK Hükümlerinin Uygulanması*, s. 293.

[246] *Çetin/Töremiş/Cantimur*, s. 175.

[247] TTK m. 134/2 hükmünün lafzından hareketle birleşme, bölünme ve tür değiştirmeye ilişkin farklı kanunlarda yer alan ve TTK m. 135 ilâ 194. maddeye aykırı hükümlerinin zımnen kaldırıldığı ifade edilmektedir. Bkz. *Eriş*, Gönen: *Ticari İşletme ve Şirketler C. II*, Ankara: Seçkin 2017, s. 1432; *Kendigelen, İlk Tespitler*, s. 135.

134 hükmünün açığa kavuşturulması bakımından özel-genel kanun, önceki-sonraki tarihli kanun ayrımının yapılması gerekmektedir.

Belirsizlik yaratan husus, bir uyuşmazlığa uygulanacak normların saptanmasına ilişkin özel ve sonraki tarihli kanunun öncelikle uygulanmasına ilişkin kurala, TTK hükmüyle istisna tanınmasının uygun olup olmadığıdır[248]. Bir kanunun ya da ikincil düzenlemenin özel nitelikte olması durumunda öncelikle uygulanması gerekmekte iken bunun aksi yönünde bir kuralın da genel nitelikteki kanuna konu edilmemesi gerekmektedir. Öte yandan, yapısal değişikliğin kendi içinde bütünlük taşıyan TTK m. 134 ilâ 194 hükümlerinin, özel kanunlardan öncelikle uygulanması öngörülmekte ise de kanun koyucunun sonraki tarihli iradesine aykırı hareket edilmemesi gerekmektedir. Kaldı ki normların uygulanma önceliği düşünüldüğünde, HAAŞ'nin taraf olduğu bir birleşme işlemine sonraki tarihli özel kanun olması sebebiyle ilk olarak SPKn hükümlerinin uygulanması isabetli olacaktır[249].

Tüm bu sebeplerle biz de HAAŞ'lerin taraf olduğu birleşmelere, TTK m. 134 hükmünün ikinci cümlesinde açıklananın aksine, TTK'da belirtilenden farklı hususları içerse de özel ve sonraki nitelik taşıyan sermaye piyasası mevzuatının öncelikle

[248] *Moroğlu*, özel hükümlerin, özel durumları düzenlemesi sebebiyle genel kanuna aykırı düzenleme yapma yetkisini kısıtlayan TTK m. 134/2 hükmünü isabetli bulmamaktadır. Bkz. *Moroğlu, Değerlendirme ve Öneriler*, s. 75. Öte yandan başka kanunlarda yer verilen hükümlerden hangilerinin TTK m. 135 ilâ 194 hükümlerine aykırı olduğunun tespit edilmesi de eleştirinin bir başka boyutunu oluşturmaktadır. Bkz. *Kendigelen, İlk Tespitler*, s. 135.

[249] *Kaya*, Barış: *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı,* İstanbul: Beta 2018, (Anılış: *Kaya, Ayrılma Hakkı*), s. 155. Zira Türk Hukukunda ayrılma akçesi düzenlemelerine özel olarak sermaye piyasası mevzuatında yer verilmesi ve belirli konularda SPKr'na takdir tanınması da HAAŞ'lerin kendine özgü yapısına uygundur. Konunun, yasal zemine kavuşturulmasından önce yazılan eserlerde de bu gereksinime dikkat çekilmiş ve HAAŞ'ler açısından ayrılma akçesine ilişkin özel durumların kendi mevzuatlarında öngörülmesinin ve SPKr'na konuya ilişkin esasları belirleme yetkisi verilmesinin isabetli olacağı belirtilmiştir. Bkz. *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 209 vd.; *Özdoğan, Ayrılma Hakkı*, s. 46

uygulanması, SPKn m. 2/2 hükmü[250] ile de uyum içinde olduğu kanaatindeyiz. Bu sebeple TTK m. 134/2 hükmü ile TTK m. 134-194 hükümlerine genel ve üst norm özelliği kazandırılmış ise de HAAŞ'nin taraf olduğu birleşmeler bakımından sonraki tarihli özel düzenleme olan sermaye piyasası mevzuatının öncelikle uygulanması, hüküm bulunmayan hallerde ise birleşmeye ilişkin genel hüküm olan TTK hükümlerinin uygulanması gerekmektedir[251].

HAAŞ'lere öncelikle uygulanacak sermaye piyasası mevzuatını ise SPKn ve SPKr'nun ikincil düzenlemeleri olarak ifade etmek mümkündür[252]. Bu bağlamda HAAŞ'lerde birleşme nedeniyle pay sahiplerine tanınan ayrılma hakkı ve ayrılma akçesi talep etme imkânına değişiklik getiren 7222 sayılı Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun[253]'a da değinilmesi gerekmektedir. Anılan Kanun ile ortaklıkların önemli nitelikteki işlemleri başlıklı SPKn m. 23 hükmü ile ayrılma hakkı başlıklı m. 24 hükmünde değişiklikler yapılmıştır.

Kanun'un değişen hükümlerine uyum sağlanması, SPKr'na tanınan takdir yetkisinin somutlaştırılması ve piyasadan gelen taleplerin değerlendirilmesi doğrultusunda hazırlanan II-23.3 Sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği de 27.06.2020 tarihli 31168 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. II-23.3 Sayılı Tebliğ'in m. 20 hükmü ile II-23.1 Sayılı Önemli Nitelikteki

---

[250] SPKn m. 2/2: "*Bu Kanunda ve bu Kanuna dayanılarak yürürlüğe konulan ikincil mevzuatta hüküm bulunmayan ve diğer kanunlarda bu Kanunun uygulanmayacağının belirtildiği hâllerde genel hükümler uygulanır.*".

[251] TTK m. 134/2 düzenlemesi, özel hükümlerin öncelikle uygulanacağını öngören TTK m. 330 hükmünün uygulama alanını daraltarak ancak TTK m. 134-194 hükümlerine aykırı olmayan özel kanun hükümlerinin saklı tutulduğunu öngörmektedir. Bu sebeple TTK m. 134/2 hükmünün, TTK m. 330 hükmünün istisnası olarak değerlendirilebileceği yönünde bkz. *Manavgat, TTK Hükümlerinin Uygulanması*, s. 293.

[252] Bir tarafı HAAŞ olan birleşmelere uygulanacak BB Tebliği ve genel esaslar hakkında bkz. *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I*, s. 162 vd.

[253] 7222 sayılı Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, (RG. S.: 31050, RG. T.: 25.02.2020).

İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar Tebliği'nin yürürlükten kaldırıldığı ve II-23.1 Sayılı Tebliğ'e yapılan atıfların II-23.3 Sayılı Tebliğ'e yapıldığı belirtilmiştir.

II-23.3 Sayılı Tebliğ'in açıklanmış önemli nitelikteki işlemler başlıklı geçici m. 1 hükmünde, II-23.3 Sayılı Tebliğ'in yürürlüğe girdiği 27.06.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan önemli nitelikteki işlemler açısından, yürürlükten kaldırılan II-23.1 Sayılı Tebliğ hükümlerinin uygulanacağı düzenlenmiştir. 27.06.2020 tarihinde yürürlüğe giren II-23.3 Sayılı Tebliği'nin güncel bir düzenleme olduğu dikkate alındığında, bu tarihten önce kamuya açıklanan işlemlere uygulanmaya devam edecek II-23.1 Sayılı Tebliği'ne ilişkin esasların ortaya konulması büyük önem göstermektedir. Bu bağlamda çalışmamızda HAAŞ pay sahiplerinin, ayrılma akçesi talep etmesine imkân tanıyan II-23.1 ve II-23.3 Sayılı Tebliğ hükümlerinin karşılaştırmalı olarak incelenmesi usulü benimsenmiş, 27.06.2020 tarihinden önce ve sonra kamuya açıklanan işlemlerin tâbi olduğu sistematik aktarılarak uygulamada yaşanabilecek olası karışıklıkların önüne geçilmesi amaçlanmıştır.

Tüm bu açıklamalar ışığında, önemli nitelikte olduğu belirtilen bir birleşme işlemine taraf olan HAAŞ'lere uygulanacak temel sermaye piyasası mevzuatı; SPKn, BB Tebliği[254] hükümleri ile birlikte 27.06.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan işlemlerde II-23.1 Sayılı Tebliğ[255], 27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan işlemlerde ise II-23.3 Sayılı Tebliğ hükümleridir.

---

[254] BB Tebliği, en az bir tarafın HAAŞ olduğu birleşme ve bölünmelere uygulanabilmekte; bu açıdan HAAŞ'nin devralan ya da devrolunan şirket olması, birleşmenin tarafı olan diğer şirketlerin şahıs şirketi ya da kooperatif olması şeklinde bir sınırlama bulunmamaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I,* s. 164.

[255] *Tarhan*, Damla Gül: "*Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşme İşlemleri Açısından Ayrılma Hakkı ve Ayrılma Akçesi"*, BATİDER, 2017, C. XXXIII, S. 1, (Anılış: *Tarhan, Ayrılma Akçesi*), s. 216. BB Tebliği m. 2/2 uyarınca HAAŞ ile birleşen ortaklıklara da Tebliğ hükümlerinin uygulanacağı ifade edildiğinden yerine getirilmesi gereken hususların, diğer ortaklıklar bakımından da sağlanması gerekmektedir. TTK'dan farklı olarak belirtilen hususlar ise yönetim organlarının birleşmeye başlayabilmek üzere karar alması, duyuru metni hazırlanması, finansal tablolara ilişkin düzenlemeler, malvarlığı değeri ve değişim oranı bakımından uzman kuruluş raporu, SPKr'ye finansal durum değişikliklerinin belirtilmesi, kamuyu

b. HAAŞ'nin Taraf Olduğu Birleşmelere, TTK ve Sermaye Piyasası Mevzuatında Yer Alan Ayrılma Akçesi Hükümlerinin Birlikte Uygulanabilirliği

Yukarıda detaylıca ele alındığı üzere, TTK m. 141 hükmüne göre birleşme işlemi sebebiyle seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesi öngörülebileceği belirtilmesine karşın; hakkın kullanım koşulları, süresi ve kullanım şekli gibi önemli hususlar açıkça düzenlenmemiştir. Uygulamada belirsizlik yaratabilecek konuların, birleşme sözleşmesinde tarafların iradesine uygun olarak düzenlenmemesi durumunda, nasıl hareket edileceğinin saptanması gerekmektedir[256].

TTK'nın ayrılma akçesi düzenlemesine karşın; sermaye piyasası mevzuatında konuya ilişkin daha ayrıntılı ve sistematik bir düzenlemeye yer verilmiştir. Bu doğrultuda SPKn hükümleri ile konunun sınırları belirlenmiş, II-23.1 Sayılı Tebliğ, II-23.3 Sayılı Tebliğ ve BB Tebliği gibi ikincil düzenlemelerle de konuya ilişkin detaylı açıklamalarda bulunulmuştur. Ancak HAAŞ'nin taraf olduğu birleşme işleminde, TTK m. 141 uyarınca ayrılma akçesi öngörülmesi ve belirsizlik yaratabilecek konuların birleşme sözleşmesinde düzenlememesi durumunda aynı tartışmalar HAAŞ'ler bakımından da gündeme gelmektedir[257].

Öte yandan, HAAŞ'nin taraf olduğu birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesi öngörülmesine karşın, pay sahibinin aynı zamanda sermaye piyasası mevzuatında belirtilen şekilde ayrılma hakkı kullanım bedeli talep edebilmesinin mümkün olup

---

aydınlatma, birleşme sözleşmesinde yer alması gerekenler, SPKr'den ihraç belgesinin alınması olduğuna ilişkin bkz. *Tarhan, Ayrılma Akçesi*, s. 218.

[256] Ayrılma akçesine ilişkin belirsizlik yaratan konuların, birleşme sözleşmesinde düzenlenebileceğine ilişkin bkz. *İpekel Kayalı*, s. 260; *Turanlı,* s. 136.

[257] BB Tebliği m. 12/3 hükmü uyarınca ayrılma akçesinin belirlenmesi ve ödeme şekli bakımından uzman kuruluşun dikkate alınması gerektiği ve birleşme sözleşmesinin SPKr'ye iletilmesi gerektiğinden düzenleyici otoritenin süre, şekil gibi unsurları inceleyebileceği yönünde bkz. *Tarhan, Ayrılma Akçesi*, s. 239, dn. 72.

olmadığının da incelenmesi gerekmektedir. HAAŞ pay sahiplerine de seçimlik ya da zorunlu ayrılma akçesi öngörülebilmesi mümkün olduğundan, uygulanacak hükümlerin tespitine ilişkin tartışma, hem seçimlik hem de zorunlu ayrılma akçesi öngörülmesi durumlarında gündeme gelmektedir.

Birleşme sözleşmesinde seçimlik ya da zorunlu ayrılma akçesi öngörülmesi durumunda, SPKn m. 24 hükmünün uygulanmayacağına ilişkin bir yasal düzenleme bulunmadığından, benzer kurumların uygulanması ile ayrılma sürecinin iki kez işletilmesi durumu ile karşılaşılabilecektir. Her iki kuruma ilişkin taleplerin bir arada ileri sürülmesi; şirket kaynaklarının daha fazla tüketilmesine ve pay sahipleri bakımından karışıklık doğurması nedeniyle hak kayıplarına sebep olabilecek niteliktedir[258]. Tüm bu gerekçeler dikkate alınarak düzenlemeler arasında seçim yapılmasının mümkün olup olmadığının, çeşitli kriterler çevresinde karşılaştırılması ve ortaya konulması gerekmektedir.

aa. Amaç ve İşlev Bakımından

Yukarıda detaylıca ele alındığı üzere, ayrılma hakkına ilişkin TTK, SPKn ve sermaye piyasasının ikincil düzenlemeleri; çoğunluk ve azınlık menfaatlerini dengeleme, işlem menfaatini sağlama, pay sahiplerine likidite temin etme, şirket içi huzur ve barışı sağlama gibi işlevler yönünden benzerlik göstermektedir[259]. Ayrılma akçesinin birleşme sözleşmesinde öngörülmesinin şirket iradesinde olması, zorunlu ayrılma akçesinin öngörülmesi ile çıkarılma zorunluluğuna benzer bir konum yaratılması gibi durumlar, sermaye piyasasının ayrılmaya ilişkin düzenlemesinden farklılık arz etmektedir[260]. Ancak her iki düzenleme de HAAŞ ve kapalı anonim şirket ortaklarının razı olmadıkları bir

[258] Ayrıntılı bir inceleme için bkz. *Tarhan*, *Ayrılma Akçesi*, s. 245.

[259] Bkz. yuk. s. 40 vd.

[260] *Tarhan*, *Ayrılma Akçesi*, s. 246; Karşılaştırmalı inceleme için bkz. *Bektaş,* s. 758; *Semerci Vuraloğlu*, s. 74 vd.

birleşmede, pay sahibi olmaya devam etmemelerine imkân tanımak gibi ortak bir amaca yönelmektedir.

bb. Kapsam Bakımından

aaa. Genel Olarak

TTK'nın yapısal değişikliklere ilişkin 134 ilâ 194. maddeleri arasında m. 141 hükmü ile öngörülen ayrılma akçesi, bölünme ve tür değiştirmelerde değil, yalnız ticaret şirketlerinin birleşmelerinde uygulanmaktadır. SPKn m. 24 ve 27.06.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan işlemlerde uygulanmak üzere II-23.1 Sayılı Tebliğ hükümleri ile düzenlenen ayrılma hakkı kullanım bedeli, içinde birleşmenin de bulunduğu, sınırlı sayıda olmayan önemli nitelikteki işlemlere uygulanmak üzere kaleme alınmıştır.

Aşağıda detaylı olarak inceleneceği üzere 27.06.2020 tarihinde yürürlüğe giren II-23.3 Sayılı Tebliğ'de ise II-23.1 Sayılı Tebliğ'de önemli nitelikte olduğu kabul edilen işlemlerin kapsamı daraltılmıştır[261]. II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 4 hükmünde[262] önemli

[261] Bkz. aşa. s. 96 vd.

[262] II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 4: *"(1) Ortaklıkların;*

a) 5 inci maddede tanımlanan birleşme veya bölünme işlemlerine taraf olması,

b) Tür değiştirmesi,

c) 6 ncı maddede belirlenen önemlilik ölçütlerini sağlayan mal varlığının devri veya bu mal varlığının devri sonucunu doğuran işlemler tesis edilmesi veya bu mal varlığı 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 ayni hak tesis edilmesi,

ç) İmtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi, önemli nitelikteki işlem sayılır.

(2) Kurulun diğer düzenlemelerinde önemli nitelikteki işlem olarak belirlenen işlemler de bu Tebliğ hükümlerine tabidir.

(3) Birinci fıkrada sayılmamakla birlikte, bir bütün olarak ele alındığında ortaklığın temel faaliyetleri veya olağan ticari hayatında esaslı değişiklik yapılmak suretiyle yatırımcıların yatırım kararlarının değişmesine yol açacak, ortaklığın yapısına ilişkin temel işlemler Kurul tarafından önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilebilir.".

nitelikte kabul edilen işlem türleri belirtilmiş, m. 5'te[263] de birleşme ve bölünme işlemlerinin, ancak belirtilen koşullara uyması halinde önemli nitelikte kabul edileceği düzenlenmiştir. Bu bakımdan yalnız birleşmede ayrılma akçesi öngören TTK düzenlemesi karşısında; sermaye piyasası mevzuatında HAAŞ pay sahiplerinin talep edebileceği ayrılma hakkı kullanım bedelinin uygulama alanı genişletilmiştir[264].

Öte yandan her iki düzenleme kapsamında ayrılma akçesi talep edebilecek pay sahipleri de farklılık göstermektedir. Doktrinde olması gereken hukuk bakımından çeşitli eleştirilere sebep olsa da TTK m. 141 hükmü uyarınca ayrılma akçesi, sadece devrolunan şirket pay sahipleri açısından öngörülebilmektedir[265]. HAAŞ pay sahipleri açısından ise 27.06.2020 tarihinden önce ve sonra kamuya açıklanan işlemler dikkate alınarak ikili bir inceleme yapılması gerekmektedir. Buna göre SPKn m. 24 hükmü ve II-23.1 Sayılı Tebliğ uyarınca, 27.06.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan işlemlerde ayrılma akçesi talebinde bulunabilmek için önemli işleme taraf olan HAAŞ pay sahibinin, şekli ve maddi şartları yerine getirmesi durumunda devralan ya da devrolunan şirket bünyesinde olması önem göstermemektedir. 27.06.2020 tarihinden sonra ise şirketin, yeni kuruluş şeklinde birleşmeye taraf olması; devralma şeklinde birleşmelerde devrolunan şirket olması; devralma şeklinde birleşmelerde devralan şirket olması durumunda ise birleşme sonucunda %50 ya da daha fazla sermaye artırımı yapması şartı öngörülmüştür.

II-23.1 Sayılı Tebliğ'e kıyasla önemli nitelikteki işlemlerin kapsamını daraltan II-23.3 Sayılı Tebliğ, HAAŞ'nin taraf olduğu birleşme işlemi özelinde de ayrılma akçesi

---

[263] II-23. Sayılı Tebliğ m. 5/1: "*Aşağıda sayılan birleşme işlemleri önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilir:*

a) Ortaklığın yeni kuruluş şeklinde birleşme işlemlerine taraf olması.

b) Devralma şeklinde birleşme işlemlerinde ortaklığın;

1) Devrolunan taraf olması.

2) Devralan taraf olması ve birleşme sonucunda %50 veya daha fazla sermaye artırımı yapacak olması.".

[264] *Çetin/Töremiş/Cantimur*, s. 173.

[265] Konuyla ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. aşa. s. 140 vd.

talep edilebilmesini sınırlandırmıştır. Bu durumda bir HAAŞ'nin, 27.06.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan yeni kuruluş ya da devralma şeklinde birleşmelerinde maddi ve şekli şartları sağlaması yeterli olmaktadır. 27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan birleşmelerinde ise maddi ve şekli şartların sağlanması ile birlikte II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 5 hükmünde belirtilen nitelikte bir birleşmeye taraf olması aranmaktadır.

bbb. HAAŞ'nin Taraf Olduğu Kolaylaştırılmış Usulde Birleşmeler

Kolaylaştırılmış usulde birleşmelerde ayrılma akçesine TTK m. 155/2-a hükmünde, devralan şirketin, devrolunan şirketin oy hakkı veren paylarının yüzde doksanına sahip olması durumunda seçimlik ayrılma akçesi öngörülmesinin zorunlu olduğu düzenlenmektedir. Normal şartlarda birleşme sözleşmesinde yer verilmesi şirketin takdirinde olan seçimlik ayrılma akçesi, kolaylaştırılmış usulde birleşmelerde kanunen zorunlu hale getirilmiştir.

Sermaye piyasası mevzuatında ise kolaylaştırılmış usulde birleşmelerin ayrılma hakkına sebep olmayacağı özel olarak düzenlenmiştir. Buna göre, 27.06.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan işlemler açısından II-23.1 Sayılı Tebliğ'in ayrılma hakkının doğmadığı halleri düzenleyen m. 12/1-e hükmü ile; 27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan işlemler açısından II-23.3 Sayılı Tebliğ'in m. 15/1-ç hükmü ile kolaylaştırılmış usulde birleşmelerde ayrılma hakkının doğmayacağı açıkça düzenlenmiştir.

Konuya ilişkin BB Tebliği m. 13 hükmünde: "*Bir veya birden fazla sermaye şirketinin oy hakkı veren paylarının %95 veya daha fazlasına sahip bir halka açık ortaklık tarafından devralınması suretiyle birleşmede, halka açık ortaklık paylarından devrolunan şirketlerin ortaklarına pay verilmesini gerektirmeyen durumlarda veya halka açık ortaklık paylarından devrolunan şirketlerin ortaklarına pay verilmesi gereken ancak halka açık ortaklık paylarının nakit karşılığının devrolunan şirketlerin ortaklarına seçimlik hak olarak önerilmesi durumlarında,*

kolaylaştırılmış usulde birleşme uygulanabilir." ifadeleri yer almaktadır[266]. Bu bakımdan TTK hükümlerinden farklı olarak, HAAŞ'lerin kolaylaştırılmış usulde birleşmelerinde seçimlik ayrılma akçesine yer verme zorunluluğu, sermaye piyasası mevzuatı kapsamından çıkarılmıştır.

cc. Değerlendirmemiz

SPKn m. 23 hükmüne göre, önemli nitelikte olduğu kabul edilen bir birleşme işlemine taraf olan HAAŞ pay sahipleri, şekli ve maddi şartları yerine getirmek koşuluyla ayrılma hakkı kullanım bedeli talep edebilmektedir. TTK m. 141 hükmü ile düzenlenen seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesi ise; ancak birleşme sözleşmesinde öngörülmesi kaydıyla pay sahiplerinin başvurulabileceği bir mekanizmadır.

SPKn m. 24 ile TTK m. 141 düzenlemelerine göre, pay sahibinin yerine getirmesi gereken şekli şartlar ve hükümlerin çözüm sunma anları farlılık göstermektedir. SPKn m. 24 ve SPKr'nun ikincil düzenlemelerine konu edilen ayrılma hakkı kullanım bedeli, pay sahiplerinin olumsuz oy kullanmaları ve muhalefet şerhlerini tutanağa geçirtmeleri ya da ancak bazı istisnai durumlarda, bu şekli şartlara gerek olmaksızın ileri sürülebilmektedir[267]. TTK m. 141 hükmü ile düzenlenen ayrılma akçesinin talep edilebilmesi için ise pay sahiplerinin olumsuz oy kullanması gerekmemekte; doktrinde birleşme kararının alınmasına olumlu oy kullanan pay sahiplerinin dahi ayrılma akçesi

[266] Bu aşamada, TTK m. 155/2-a hükmünde yer verilen azınlık oranının %10 olmasına karşın, BB Tebliği m. 13 hükmünde yer verilen azınlık oranının %5 olduğunun her iki düzenleme açısından farklılık yaratan bir husus olduğuna dikkat çekilmelidir.

[267] Bazı istisnai durumlarda genel kurula katılamayan pay sahibinin de ayrılma hakkına sahip olabileceğine ilişkin II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 11/5 hükmü: "*Pay sahibinin veya temsilcisinin önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılmasına veya oy kullanmasına haksız bir biçimde izin verilmemesi, çağrının usulüne göre yapılmaması veya gündemin gereği gibi ilan edilmemesi hâllerinde, genel kurul kararlarına muhalif kalma ve muhalefet şerhini tutanağa kaydettirme şartı aranmaksızın bu maddede belirtilen esaslar çerçevesinde ayrılma hakkı kullandırılır*." şeklindedir. Konu hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. aşa. s. 195 vd.

talep edebileceği kabul edilmektedir[268]. Bu sebeplerle TTK m. 141 hükmü, kararın alınması aşamasına; SPKn m. 24 hükmü ise kararın alınmasından sonraki bir aşamaya hizmet etmektedir[269].

Öte yandan her iki ayrılma akçesi düzenlemesine dair şartların gerçekleştirildiği HAAŞ'lerde ödemenin, hangi hükümdeki hesaplama yöntemi esas alınarak yapılacağı da başka bir belirsizliktir[270]. TTK m. 141 hükmü uyarınca ayrılma akçesinin hesaplanması bakımından gerçek değer esas alınmakta iken; sermaye piyasası mevzuatına göre borsa fiyatı ve belirli kriterler dikkate alınarak oluşturulan değerleme raporu esas alınmaktadır.

Belirtmek gerekir ki bu tartışma, 27.06.2020 tarihinde yürürlüğe giren II-23.3 Sayılı Tebliğ ile de sonlanmamıştır. Anılan düzenleme ile HAAŞ'nin taraf olduğu her birleşme işlemi önemli nitelikte olmaktan çıkarılmış ve yeni kuruluş şeklinde birleşme, HAAŞ'nin devrolunan şirket olarak katıldığı birleşme, HAAŞ'nin birleşme sonucunda %50 ya da daha fazla sermaye artırımı yaparak devralan şirket olarak katıldığı birleşmeler, önemli nitelikte kabul edilmiştir. Bu sebeple 27.06.2020 tarihinden önce ya da sonra kamuya açıklanması fark etmeksizin, HAAŞ'nin devrolunan şirket olduğu bir birleşmede, TTK m. 141/1 hükmünde yer alan seçimlik ayrılma akçesi ile sermaye piyasası mevzuatında yer alan ayrılma hakkı kullanım bedeli düzenlemelerinin, birlikte uygulanabilirliği konusunda açık bir düzenleme bulunmamaktadır.

Doktrinde savunulan ilk görüşe[271] göre, HAAŞ'nin devrolunan şirket olarak katıldığı birleşme işleminde seçimlik ayrılma akçesi ve ayrılma hakkı kullanım bedeline ilişkin şartların birlikte gerçekleşmesi durumunda, sözleşme serbestisi ilkeleri uyarınca önceliğin ayrılma akçesine tanınması gerekmektedir. Ancak uygulanacak hükümlerin

[268] Konu ile ilgili tartışma ve değerlendirme için bkz. aşa. s. 171 vd.

[269] *Bektaş*, s. 758.

[270] Her ne kadar birleşme sözleşmesi ile ayrılma akçesine ilişkin düzenleme yapılabilmesi mümkün ise de sözleşme ile öngörülebilecek koşulların, sermaye piyasası mevzuatında yer alan koşullardan ağır ya da hafif olması da olasılık dâhilindedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Tarhan, Ayrılma Akçesi*, s. 247.

[271] *Tarhan, Ayrılma Akçesi*, s. 248 vd.

tayin edilmesinde, yatırımcının korunmasına ilişkin önemli ilkeleri ortaya koyan sermaye piyasası mevzuatının da dikkate alınması gerekmektedir. Bu sebeple, ayrılma hakkı kullanım bedeline ilişkin standartları sağlaması koşuluyla ayrılma akçesi hükümlerine öncelik tanınması isabetli bir çözüm olacaktır[272].

Ayrılma akçesinin, ayrılma hakkı kullanım bedeline ilişkin standartları sağlaması ise öncelikle ayrılma akçesi olarak belirlenen fiyata eşit ya da ondan yüksek bir meblağ kararlaştırılması koşuluyla gerçekleşecektir[273]. Tüm bu hususların değerlendirilmesi durumunda, bizim de katıldığımız görüşe göre, olması gereken hukuk bakımından konu, mevzuatta açıkça düzenlenmeli ve seçimlik ayrılma akçesinin, sermaye piyasası mevzuatında belirtilen standartları sağlaması koşuluyla ayrılma hakkı kullanım bedeline istisna getirebileceği kabul edilmelidir[274].

Doktrinde konuyla ilgili bir başka açıklama[275] ise II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 11/5 hükmü ile ilişkilendirilerek yapılmaktadır. İlgili hükümde: *"...(P)ay alım teklifi fiyatının ayrılma hakkı kullanım fiyatına eşit veya bu fiyattan yüksek olması ve Kurulca uygun görülmesi şartıyla münhasıran pay alım teklifinde bulunulur."* ifadeleri yer almaktadır. Bu durumda eşit ya da yüksek fiyat koşulunun sağlanması ve pay alım teklifinde bulunulması halinde, payların satışı için ayrıca ayrılma hakkı süreci işletilemeyecektir. Ayrılma akçesi bakımından da benzer yaklaşımın benimsenmesi gerektiği, ayrılma akçesi talep etmek üzere şirkete bildirimde bulunan pay sahiplerine yalnız ilgili bedelin

---

[272] *Tarhan*, *Ayrılma Akçesi*, s. 251.

[273] En az bir tarafı HAAŞ olan birleşmelere uygulanacak BB Tebliği m. 12.3 hükmü gereği ayrılma akçesinin; nakit, menkul kıymet ya da kısmen menkul kıymet ve kısmen nakit olarak ödenebilmesi mümkündür. Ayrılma hakkı kullanım bedeli ise II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 10/7 hükmü ve II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 14/5 uyarınca ancak nakit olarak ödenebilmektedir. Ayrılma akçesinin SPKn ile belirlenen ayrılma hakkına ilişkin standartları sağlaması bakımından nakit olarak ödenmesinin kararlaştırılması da uyum sağlamaya yardımcı olacaktır. Ancak her koşulda somut olayın özelliklerine göre bir değerlendirme yapılması gerektiğine ilişkin bkz. *Tarhan*, *Ayrılma Akçesi*, s. 248-250, dn. 102.

[274] *Tarhan*, *Ayrılma Akçesi*, s. 248 vd.

[275] *Bektaş*, s. 780.

ödenebileceği; eğer başvurmaz iseler, daha sonra genel kurulda şekli şartları sağlamış olsalar dahi ayrılma hakkı kullanım fiyatı talep edemeyecekleri savunulmaktadır[276].

İleri sürülen karşı yöndeki görüşe[277] göre, TTK'da düzenlenen ayrılma akçesi ve sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen ayrılma hakkı kullanım bedeline ilişkin hükümlerin işleyiş süreci çelişki yaratmadığından her iki düzenlemenin birlikte yürütülmesi önünde bir engel bulunmamaktadır. Bu görüşü savunan yazarlara göre, HAAŞ pay sahiplerinin birleşme sözleşmesini kabul ederek ayrılma akçesi almak ya da birleşme sözleşmesini kabul etmeyip muhalefet şerhini tutanağa geçirmek suretiyle SPKn uyarınca ayrılma hakkı kullanım bedelini tercih etmeleri mümkün olmalıdır[278].

Ayrılma akçesi ve ayrılma hakkı kullanım bedeli olarak farklı hukuki düzenlemelere konu olan ve temelde ayrılan pay sahibine adil bir değer üzerinden ödeme yapılmasına odaklanan her iki kurum, amaç ve işlev yönünden benzerlik göstermektedir. Bu sebeple farklı uygulama koşulları bulunan kurumların birlikte uygulanması yerine, içlerinden birinin tercih edilmesi fikri ön plana çıkmaktadır. Bahsedilen tercihin, TTK m. 141/1 hükmünde yer alan seçimlik ayrılma akçesi ile SPKn m. 24 hükmünde yer alan ayrılma hakkı kullanım bedeli arasında yapılacağı unutulmamalıdır. Zira birleşme sözleşmesinde zorunlu ayrılma akçesi öngörülen pay sahipleri için ayrıca sermaye piyasası mevzuatında yer verilen ayrılma hakkı kullanım bedeline ilişkin süreç işletilmeyecektir[279].

---

[276] Bu görüşe göre, daha önceki bir dönemde kullanılan seçimlik ayrılma akçesi ile ayrılma hakkı kullanım fiyatı, şirket ile menfaatlerin koparılması amacına hizmet ettiğinden; pay sahibine haklardan birinin tanınması yeterli olmakta, her iki ayrılma sürecinin birlikte işletilmesine gerek bulunmamaktadır. Bu sebeplerle tekrara düşülmemesi ve ayrılma hakkı kullanım fiyatına ilişkin standartları sağlaması amacıyla yalnız seçimlik ayrılma akçesinin öngörülmesi ve öngörülen meblağın da nakit olarak belirlenmesi, uygulamada pratik sonuçlara varılabilmesi açısından önem taşımaktadır. Bkz. *Bektaş*, s. 780 vd.

[277] *Çetin/Töremiş/Cantimur*, s. 177.

[278] *Çetin/Töremiş/Cantimur*, s. 177.

[279] Ancak zorunlu ayrılma akçesi alarak şirketten çıkması öngörülmeyen diğer pay sahiplerinin, gerekli koşulları sağlamaları durumunda SPKn mevzuatı uyarınca ayrılma hakkı kullanım bedeli talep edebilmeleri önünde bir engel bulunmamaktadır. Bkz. *Tarhan, Ayrılma Akçesi*, s. 248.

Biz de II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 11/5 hükmü ile pay alım teklifi için öngörülen düzenlemenin, ayrılma akçesi açısından da kabul edilmesine ilişkin görüşe katılmaktayız. Bu durumda pay sahiplerine, ayrılma hakkı kullanım fiyatına eşit ya da ondan yüksek ve nakit olarak belirlenecek seçimlik ayrılma akçesi ödemesi yapılması, ayrılma hakkı ile gözetilen menfaatlere de uygun olacaktır. Aksi durumun kabulü ise pay sahiplerine mükerrer ödeme yapılması nedeniyle eşitlik ilkesine aykırılık ve maliyet tasarrufunun sağlanamaması gibi istenilmeyen sonuçların doğmasına sebebiyet verebilecektir.

Bu gerekçelendirmeyi II-23.3 Sayılı Tebliğ ile 27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanacak önemli nitelikteki işlemler açısından da yapmak mümkündür. Anılan düzenleme ile zorunlu pay alım teklifine ilişkin usul yürürlükten kaldırılmış, m. 11/7 hükmünde: *"Kar payı imtiyazı yaratılması gibi ayrılma hakkını doğuran bir önemli nitelikteki işlemden belirli kişi veya kişilerin doğrudan yarar sağlaması durumunda, ayrılma hakkı bedeli ortaklık yerine bu kişi veya kişiler tarafından ödenir."* düzenlemesine yer verilmiştir. Her ne kadar zorunlu pay alım teklifine ilişkin süreç kaldırılmış olsa da benimsenen görüşün temellendirilmesinde, ayrılan pay sahibine mükerrer ödeme yapılmaması fikri yer almaktadır. Bu bakımdan hükmün amacı göz önünde bulundurularak 27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan işlemler açısından da ayrılma hakkı kullanım fiyatına eşit ya da daha yüksek ayrılma akçesi bedelinin sadece bir defa ödenmesi, maliyet tasarrufunu sağlamak ve mükerrer ödemeyi engellemek açısından isabetli bir tercih olacaktır.

C. Ayrılma Akçesine İlişkin Normatif Düzenlemelerin Hangi Tür İşlemlere Uygulanabileceği

a. TTK Hükümlerinin Değerlendirilmesi

Şirket birleşmelerinde olduğu gibi diğer yapısal değişiklik halleri olan bölünme ve tür değiştirme açısından da pay sahipliğinin devamlılığı ilkesi benimsenmiştir. Ancak

pay sahipliliğinin devamlılığı ilkesinin istisnası olan ayrılma akçesi, TTK m. 141 hükmü ile yalnız birleşme açısından açık bir şekilde düzenlenmiş; bölünme ve tür değiştirme hükümlerinde böyle bir düzenlemeye yer verilmemiştir. Bu anlamda TTK m. 141 hükmünün, birleşme dışındaki yapısal değişiklik düzenlemeleri olan bölünme, tür değiştirme ve bir ticari işletmenin ticaret şirketi tarafından devralınması işlemlerine de uygulanıp uygulanmayacağı konusunun açığa kavuşturulması gerekmektedir[280].

aa. Bölünme Bakımından

TTK'nın m. 159 vd. yer alan hükümlere göre; sermaye şirketi veya kooperatiflerin, tam ve kısmi olarak sermaye şirketi veya kooperatiflere bölünebilmesi mümkündür. Tam bölünmede bölünen şirketin aktif ve pasifleri dâhil olmak üzere tüm malvarlığı, diğer şirketlere devrolurken; kısmi bölünmede bölünen şirketin malvarlığının sadece bir kısmı diğer şirketlere devrolmakta ve bölünen şirket de varlığını sürdürebilmektedir. Pay sahiplerinin bölünme öncesinde sahip oldukları paylarının korunması konusu ise simetrik ve asimetrik bölünmeleri gündeme getirmektedir. Bölünmeye taraf olan şirketlerdeki mevcut pay oranlarının korunması durumunda simetrik bölünme, korunmaması durumunda ise asimetrik bölünme gerçekleşmektedir[281]. Birleşmeden oldukça farklı prosedüre tabi olan bölünme işlemine taraf olmak istemeyen pay sahiplerinin, ayrılma akçesi talep edebilmesinin mümkün olup olmadığı hususu, ayrı bir incelemeyi gerekli kılmaktadır.

[280] *Özdoğan*, karşılaştırmalı hukukta ayrılma hakkının, şirket açısından önemli mali etkiler doğurması sebebiyle şirket ve pay sahiplerinin menfaatlerini korumak üzere daha çok birleşme, bölünme ve tür değiştirme gibi belirli kurumlara özgü olarak düzenlendiğini ifade etmiştir. Bkz. *Özdoğan, Ortaklıktan Ayrılma*, s. 754 vd. Ayrıca bkz. *Özdoğan, Ayrılma Hakkı*, s. 23 vd.

[281] Bkz. TTK m. 159, m. 160.

Tam ve kısmi bölünmelerde şirket pay ve haklarının korunması konulu TTK m. 161 hükmünde[282], birleşmede şirket pay ve haklarının korunmasına ilişkin TTK m. 140 hükmüne dair bir atfa yer verilmesine rağmen; ilgili hükmün istisnası olan ve TTK m. 141 hükmü ile düzenlenen ayrılma akçesine ilişkin herhangi bir atfa yer verilmemiştir. Bölünme kararına ilişkin TTK m. 173'te de birleşmede ayrılma akçesi öngörülmesi halinde gerekli nisabı düzenleyen TTK m. 151/5 hükmüne atıf yapılmamıştır[283]. TTK m. 161 hükmünün gerekçesinde, şirket bölünmelerinde ortakların anlaşmaları halinde ayrılmalarının mümkün olduğu; ancak şirketten ihraç edilmelerinin mümkün olmadığı ifade edilmiştir. Gerekçe'de değinilen ancak Kanun'da açıkça düzenlenmeyen bu husus, bölünmede ayrılma akçesi öngörülebilmesinin mümkün olup olmadığı konusunda birtakım değerlendirmeler yapılmasını gerekli kılmıştır[284].

Konuya ilk olarak karşılaştırmalı hukuk düzenlemeleri ile yaklaşmak gerekmektedir. Doktrinde, Alman Nev'i Değiştirme Kanunu (*Umwandlungsgesetz*)'nun konuya ilişkin hükümlerinde[285], simetrik ve asimetrik bölünmelerde pay sahibinin

---

[282] TTK m. 161: "*(1) Tam ve kısmi bölünmede şirket payları ve hakları 140 ıncı madde uyarınca korunur.*
(2) Devreden şirketin ortaklarına;
a) Bölünmeye katılan tüm şirketlerde, mevcut payları oranında şirket payları veya
b) Bölünmeye katılan bazı veya tüm şirketlerde, mevcut paylarının oranına göre değişik oranda şirket payları, tahsis edilebilir. (a) bendindeki bölünme 'oranların korunduğu', (b) bendindeki bölünme ise 'oranların korunmadığı bölünme'dir.".

[283] TTK m. 173/2 hükmünde, TTK m. 151 hükmünün yalnız birinci, üçüncü, dördüncü ve altıncı fıkralarının kıyasen uygulanacağı belirtilmiş ancak birleşmede ayrılma akçesine ilişkin beşinci fıkraya yer verilmemiştir.

[284] Bölünmede ayrılma hakkı ile ilgili ayrıntılı düzenlemeler için bkz. *Susuz*, Kağan: "*Anonim Şirketlerin Bölünmesinde Pay Sahiplerinin Ayrılma Hakkı"*, Legal Mali Hukuk Dergisi, 2011, C. 7, S.77, s. 1291.

[285] Alman Nev'i Değiştirme Kanunu'nun m. 125 hükmünde 29. Maddeye atıfta bulunulmuş; simetrik ve asimetrik bölünmelerde de ayrılma hakkına başvurulacağı düzenlenmiştir. Kanun'un m. 29 hükmünün İngilizce çevirisi: *"(1) Where a legal entity merges, by way of absorption by a legal entity having a different legal form, or where a stock corporation listed on the stock exchange merges onto an unlisted stock corporation, the acquiring legal entity is to offer, in the merger agreement or in the draft of same, to each of the owners of shares recording an objection against the merger resolution adopted by the legal entity being acquired, to acquire that owner's shares or memberships in return for appropriate cash compensation; section 71 (4), second sentence, of the Stock Corporation Act (AktG) and section 33 (2),*

ayrılma hakkına yer verildiği belirtilmiş[286]; eserin kaleme alındığı tarih itibariyle, ileride Türk Hukuku'nda bölünmeye ilişkin düzenleme yapılması durumunda Alman Hukuku'nda olduğu gibi ayrılma hakkı ve bu hakkın sonucu olarak ayrılma akçesine yer verilmesinin isabetli olacağı ileri sürülmüştür. Bu sayede bölünmeye itiraz eden pay sahiplerinin görüşünün alınmasıyla bölünmenin daha başarılı gerçekleştirilebileceği savunulmuştur[287].

Doktrinde ileri sürülen ilk görüş, TTK m. 161 ile yalnız TTK m. 140 hükmüne atıf yapıldığından TTK m. 141'in, atıf kapsamında olmadığı ve bu sebeple bölünme işlemi açısından ayrılma akçesine başvurulamayacağı yönündedir[288]. Buna göre, ayrılma

---

third sentence, second half- sentence, first alternative of the Limited Liability Companies Act (GmbHG) shall have no application in this regard. The same shall apply if, in the case of a merger of legal entities having the same legal form, restrictions govern the disposition over the shares in the acquiring legal entity or memberships in same. Where the acquiring legal entity is unable, due to its legal form, to acquire its own shares or memberships in itself, the cash compensation is to be offered for the case that the owner of shares declares his withdrawal from the legal entity. Any required publication by notice of the merger agreement or its draft, as the subject matter of the resolution to be adopted, must set out the wording of this offer. The acquiring legal entity is to bear the costs of a transfer.

(2) It shall be equivalent to the objection recorded in the sense of subsection (1) if an owner of shares who has not attended the assembly of the owners of shares was not admitted to said assembly, without this refusal to admit him being justified, or if the assembly has not been properly convened, or if no proper notice has been published of the subject matter of the resolution to be adopted." şeklindedir. Kanun'un m. 29/1 hükmünde, bir hukuk süjesinin farklı bir süjesiyle birleşmesi durumunda ya da bir hukuk süjesinin pay sahiplerinin tasarruf yetkisini sınırlayacak şekilde aynı hukuki şekle sahip hukuk süjesi ile birleşmesi durumunda, uygun bir nakdi tazminat öngörülebileceği belirtilmiştir. Söz konusu hükmün bölünmeye yansıması ise, bir şirketin farklı türdeki şirketlere bölünmesi durumunda ayrılma akçesine hükmedileceği; aynı hukuki şekle sahip şirketlere bölünmesi durumunda ancak devralan şirket pay sahiplerinin tasarruf sınırlamalarına tabi tutulması halinde ayrılma akçesi ödenebileceği şeklindedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Çebi*, Hakan: *Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Anonim Ortaklıkların Bölünmesi*, İstanbul: On İki Levha 2010, s. 280; *Çoştan*, Hülya: *Anonim Ortaklıklarda Bölünme*, Ankara: Turhan 2004, (Anılış: *Çoştan, Bölünme*), s. 87.

[286] *Susuz*, s. 1292.

[287] *Çebi*, s. 280; *Çoştan, Bölünme*, s. 87; *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 179-180; *Moroğlu, Değerlendirme ve Öneriler*, s. 91-92.

[288] *Çoştan*, *Yeniden Yapılanma*, s. 174; *Susuz*, s. 1295. Ancak birleşmeye kıyasla bölünmede daralan bir yapının mevcut olduğu ve ayrılma akçesi öngörülmesinin, bu yapıyı daha da güçsüzleştirebileceği hakkında bkz. *Kağıtçıoğlu*, Mutlu: *Anonim Şirketlerde Kısmi Bölünme*, İstanbul: On İki Levha 2012, s. 154.

akçesinin istisnai bir düzenleme olması sebebiyle bölünme için de açıkça kaleme alınması gerekmekte; şu haliyle TTK sistematiği açısından yalnız birleşme için ayrılma akçesi öngörülebilmektedir.

Bir diğer görüşe göre, birleşme için öngörülen ayrılma akçesi, bölünme hükümlerinde düzenlenmemiş olsa da Kanun bu konuda olumsuz bir boşluk taşımamaktadır[289]. *Tekinalp*, konuyu İsviçre hukukundaki bir görüş ile bağlantılı olarak açıklamıştır. Anılan görüş uyarınca, mevcut bir ortaklığın devralma yoluyla bölünmesinde kıyasen ayrılma akçesine başvurulabilmesi mümkün iken; yeni kuruluş yoluyla bölünmede böyle bir kıyasa başvurulamayacaktır[290]. Yazar TTK düzenlemesinde şirket içinde istikrarlı yönetime önem verildiğini ve bu sebeple mevcut bir ortaklığın devralma suretiyle bölünmesinde kıyasen TTK m. 141/1 hükmüne başvurulabileceğini belirtmektedir[291].

TTK'nın mevcut yapısal değişiklik hükümlerinin incelenmesi durumunda, birleşme sebebiyle ayrılma akçesine ilişkin TTK m. 141 hükmünün, bölünme işlemlerine uygulanamayacağı sonucuna varılmaktadır. Konu ile ilgili olması gereken hukuk bakımından, birleşmelerde olduğu gibi bölünmelerde de pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması gerektiği ve bölünmeyi menfaatlerine uygun görmeyen pay sahiplerine de ayrılma hakkı tanınması gerektiği ileri sürülmektedir[292].

---

[289] *Tekinalp, Birleşmede Ayrılma Akçesi*, s. 23; *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 700.

[290] *Tekinalp, Birleşmede Ayrılma Akçesi*, s. 24. Benzer yönde bkz. *Durgut*, devralma şeklinde ve oranların korunmadığı bölünmelerde ayrılma akçesi verilmesinin mümkün olduğunu; ancak bu durumun Kanun'da açıkça düzenlenmesinin isabetli olacağı görüşündedir. Bkz. *Durgut*, Ramazan: "*6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Şirketlerin Bölünmesi ve Bölünmeye Hâkim İlkeler"*, HESBAİD, 2012, S. 126, s. 16 vd., http://www.e-akademi.org/makaleler/rdurgut-1.pdf , (Erişim T.: 02.11.2020).

[291] *Tekinalp, Birleşmede Ayrılma Akçesi*, s. 24, dn. 2.

[292] Erdoğan: *Türk Ticaret Kanunu ile Yürürlük ve Uygulama Kanunu Tasarısı Değerlendirme ve Öneriler*, 6. Baskı, İstanbul: Vedat 2009, (Anılış: *Değerlendirme ve Öneriler),* s. 92; *Koşer*, s. 370. Ayrılma akçesinin; işlem menfaatini sağlama, yapısal değişikliği menfaatlerine uygun bulmayan pay sahibinin, şirkette zorla tutulmasına engel olma ve ileride şirketin katılacağı yapısal değişiklikleri tıkayıcı girişimlerde bulunmasının önüne geçme gibi işlevleri bölünmeye katılan pay sahiplerini de koruyacaktır. İlgili işlevler

Norm yapma tekniği bakımından ayrı bir hükümle ya da TTK m. 141/1 hükmüne atıf yapılması suretiyle seçimlik ayrılma akçesi öngörülmesi olanaklı iken; zorunlu ayrılma akçesinin, ortağın çıkarılması sonucunu doğurması sebebiyle bölünme sistematiğine uygun olmadığı savunulmaktadır. Diğer yandan birleşmede yalnız devrolunan şirket ortaklarına tanınan ayrılma akçesinin, devralan şirket pay sahiplerine tanınmasının da isabetli olacağı belirtilmektedir[293]. Bölünmede ayrılma akçesi öngörülmesi durumunda, başvurulacak nisabın da oranların korunmadığı bölünme ve birleşmede ayrılma akçesine ilişkin TTK m. 151/5 hükmünde olduğu gibi, mevcut oy haklarının en az yüzde doksanı şeklinde belirlenmesinin isabetli olacağı ileri sürülmektedir[294].

Bizce de şirket birleşmelerinde gözetilen menfaat dengesi, şirket içi huzur ve barışın sağlanması gibi gerekçeler bölünmede de dikkate alınarak olması gereken hukuk bakımından bölünme işlemleri sebebiyle seçimlik ayrılma akçesine ilişkin bir düzenlenmeye yer verilmesi uygun bir çözüm olacaktır. Yapılan düzenlemede bölünen şirket ile birlikte devralan şirket pay sahiplerinin de menfaati gözetilmeli ve onların da seçimlik ayrılma akçesi talep edebilmesi olanaklı hale getirilmelidir.

bb. Tür Değiştirme ve Bir Ticari İşletmenin Ticaret Şirketi Tarafından Devralınması Bakımından

Bir yapısal değişiklik çeşidi olan tür değiştirme kurumu, TTK'nın m. 180 vd. hükümlerinde yer almaktadır. TTK ile tür değiştirmeye ilişkin ETTK sistematiğinden

---

hakkında bkz. yuk. s. 40 vd. Bu hususlar dikkate alınarak oranların korunduğu ve korunmadığı bölünmelerde, pay sahiplerine ayrılma hakkının seçimlik olarak tanınması önerilmektedir. Konu hakkında bkz. *Susuz*, s. 1295.

[293] *Susuz*, s. 1295.

[294] *Taşdelen*, Nihat: *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Limited Ortaklıklarda Çıkma Çıkarılma ve Fesih*, Ankara: Yetkin 2012, s. 159.

oldukça farklı ve detaylı bir düzenleme yapılmış; birleşme ve bölünmede olduğu gibi tür değiştirme açısından da pay sahipliğinin devamlılığı ilkesi benimsenmiştir[295]. Buna göre eski şirketin devamı olan ve tür değiştiren şirkette, pay sahiplerinin pay ve haklarının korunacağı; oydan yoksun paylar, imtiyazlı paylar ve intifa senetlerine ilişkin de özel koruma mekanizmalarının uygulanacağı hüküm altına alınmıştır.

Ancak bu ilkenin istisnası olarak tanımlanan ve birleşme bakımından TTK m. 141 hükmünde düzenlenen ayrılma akçesi mekanizmasına, -bölünmede olduğu gibi- tür değiştirme açısından da yer verilmemiştir[296]. Öte yandan ETTK'nın "*nev'i değiştirme*" başlıklı, anonim şirketin, limited şirkete dönüşmesi durumunda pay sahiplerine çıkma imkânı tanıyan m. 554 hükmü de TTK'na alınmamıştır[297]. Benzer şekilde ticari işletmenin katılacağı yapısal değişiklikleri düzenleyen TTK m. 194 hükmünde de bir ticaret şirketinin devralınması durumunda hangi hükümlerin uygulanacağı atıf yoluyla açıkça düzenlenmiş ve TTK m. 141 hükmü, bu kapsamın dışında tutulmuştur.

Mevcut yasal düzenlemenin değerlendirilmesi durumunda, tür değiştirmeye ve ticari işletmenin ticaret şirketi tarafından devralınmasına katılmak istemeyen pay

---

[295] Çalışmamızda, tür değiştirme ile ilgili olarak ayrıntılı açıklamalarda bulunulmamış, ilgili kurum bakımından ayrılma akçesinin uygulama bulamayacağına değinilmekle yetinilmiştir.

[296] Tür değiştirme kararı ve tesciline ilişkin TTK m. 189 hükmünde ayrılma akçesine dair bir karar nisabına yer verilmemiştir.

[297] ETTK m. 554: "*Limitet şirkete hiç iştirak etmiyen veya anonim şirketteki paylarının yalnız bir kısmı ile iştirak eden her pay sahibi limitet şirketten, infisah eden anonim şirket mallarından kendisine düşecek miktarın ödenmesini istiyebilir. Bu miktar anonim şirket umumi heyet toplantısında temsil olunan esas sermayenin üçte ikisine tekabül eden bir ekseriyet tarafından tasvip olunacak bir bilançoya göre hesap olunur*.". ETTK düzenlemesinin, pay sahiplerini yeni şirkete katılmayı zorlamayan sistematiği, ETTK m. 405 hükmünde belirtilen: "*Pay sahibi, hisse senetlerinin çıkarılması sırasında tayin olunan ve hisse senetlerinin itibari kıymetine müstavi veya ondan yüksek olan pay bedelinden fazla bir şey ödemeye esas mukavele ile dahi mecbur tutulamaz*." durumuna uygundur. Bu nedenle TTK m. 454 ile limited şirkete hiç katılmayan ya da bazı payları ile sınırlı şekilde katılan her pay sahibinin, infisah eden anonim şirket mallarından kendisine ödenmesini isteyebileceği esası benimsenmiştir. Bkz. *Tekil*, s. 513, dn. 16. Türk Hukukunda tür değiştirme hükümlerinin felsefi altyapısı için bkz. *Çakmak*, Salih: *Ticaret Şirketlerinde Tür Değiştirme*, Ankara: Adalet 2018, s. 118 vd.

sahipleri açısından seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesi öngörülmesinin mümkün olmadığı sonucuna varılmaktadır. Doktrinde bir şekil değişikliği olan tür değiştirme için bazı ortakların bu işlemin dışında kalmasının, şekli değişen ortaklığın eskisinin devamı olması niteliği karşısında kabul edilemeyeceği belirtilmektedir[298]. Gerçekten, bir hukuki statüden başka bir hukuki statüye dönüşme işleminde, bazı pay sahiplerini bu sürecin dışında tutmak tür değiştirme kurumu ile gözetilen amaca aykırı olabilecektir. Ancak mevcut yasal düzenlemeler ışığında, biz de birleşme sebebiyle ayrılma akçesine ilişkin TTK m. 141 hükmünün, kıyas yoluyla tür değiştirme ve ticari işletmenin devralınmasına uygulanamayacağı kanaatindeyiz.

b. Sermaye Piyasası Mevzuatının Değerlendirilmesi

Sermaye piyasası mevzuatında yer alan ayrılma hakkı kullanım bedeli, önemli nitelikteki işlemlerin görüşüldüğü genel kurula katılarak belirli şartları yerine getiren ya da mevzuatta öngörülen bazı sebeplerden ötürü genel kurula katılamayan pay sahiplerinin ileri sürebileceği bir talep olarak düzenlenmiştir. Alacaklılar, çalışanlar gibi başka menfaat sahiplerini de etkileyen ve önemli nitelikte kabul edilen birleşme işleminde, yalnız pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınması isabetli görülmemekte ise de[299] sermaye piyasası mevzuatı açısından, yalnız belirli şartları yerine getiren pay sahiplerinin ayrılma akçesi talep edebileceği hüküm altına alınmıştır. Genel kurulda ayrılma akçesi talep edebilecek pay sahibi sayısının ve ayrılma akçesi olarak ödenecek miktarın doğru bir şekilde tespit edilebilmesi için, önemli nitelikteki işlem kavramına ilişkin belirsiz hususların ele alınması gerekmektedir.

Ayrılma hakkının hangi durumlarda uygulanabileceğine ilişkin genel çerçeveyi belirleyen "Ortaklıkların önemli nitelikteki işlemleri" başlıklı SPKn m. 23 hükmü:

[298] *Tekinalp, Birleşmede Ayrılma Akçesi,* s. 23.

[299] *Manavgat, HAAO,* s. 322.

"(1) (Değişik:20/2/2020-7222/25 md.) 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. Kurul, önemli nitelikteki işlemleri, önemlilik ölçüsü de dâhil olmak üzere bu nitelikteki işlemlerde bulunulabilmesi veya kararların alınabilmesi için uyulması zorunlu usul ve esasları, halka açık ortaklıkların niteliğine göre belirlemeye yetkilidir. (2) Kurul, birinci fıkra çerçevesinde düzenlenen zorunluluklara uyulmaksızın gerçekleştirilen işlemlerin ortadan kaldırılmasına yönelik Kurul kararının tebliği tarihinden itibaren otuz gün içinde işlem öncesi durumun aynen sağlanmaması hâlinde idari para cezası verebilir ve bu işlemlerin iptali için 6102 sayılı Kanunun genel kurul kararlarının iptaline ilişkin hükümleri çerçevesinde dava açabilir." şeklindedir. Ayrılma akçesinin uygulama alanının saptanabilmesi için ilk olarak ayrılma akçesi talep edilebilecek önemli nitelikteki işlemlerin ortaya konulması gerekmektedir.

aa. Önemli Nitelikteki İşlem Kavramı

Pay sahiplerinin ayrılma akçesi talep edilmesine imkân tanıyan önemli nitelikteki işlem kavramı, sermaye piyasası mevzuatında tanımlanmamış ancak konuya ilişkin düzenleme, bu niteliği taşıyan işlemlerin sayılması suretiyle yapılmıştır[300]. Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin esasları açıklamadan önce, mevzuatta sayılan işlemlerin neden önemli kabul edildiğine ilişkin felsefi altyapının incelenmesi gerekmektedir.

[300] Önemli nitelikteki işlemler ve önemlilik kriteri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Akbulak*, s. 209 vd.; *Adıgüzel*, *Ayrılma Hakkı,* s. 7 vd.; *Çam*, Gülçin: *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler*, Kocaeli Üniversitesi SBE, Doktora Lisans Tezi, Kocaeli: 2018, *Kaya, Ayrılma Hakkı*, s. 149 vd.; s. 8 vd.; *Özdoğan, Ayrılma Hakkı*, s. 17 vd.; *Semerci Vuraloğlu*, s. 246 vd.; *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 82 vd.; *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 41 vd.

İşlemlerin hangi sebeple önemli kabul edildiğine ilişkin ilk temellendirme, TTK m. 418 ve 421 hükümlerinde yer alan basit ve ağırlaştırılmış nisap açısından yapılmıştır[301]. TTK m. 418'de karar yetersayısına ilişkin temel kuralın, toplantıda bulunan oyların çoğunluğu olduğu belirtilmiş; TTK m. 421'de ise hükümde belirtilen kararların alınabilmesi için oybirliği, sermayenin %75'inin olumlu oyu, sermayenin yarısının temsil edildiği genel kurulda mevcut oyların çoğunluğu gibi ağırlaştırılmış nisaplar öngörülmüştür. Çoğunluk ilkesine göre karar alınan işlemlerde, azınlık pay sahiplerinin korunması gerektiği ileri sürülmüştür[302]. Ancak ağırlaştırılmış nisap öngören hükümlerin, TTK m. 421 ile sınırlı olmaması ve bu nisapla alınan her kararın, önemli nitelik taşımaması gibi sebeplerle bu kriter, hangi işlemlerin önemli olduğunun saptanmasında belirleyici olmaktan çıkmıştır[303].

Bir diğer temellendirme ise, limited şirketlerde olağan ve önemli kararları düzenleyen TTK m. 620 ve m. 621 hükümleri açısından gündeme gelmiştir[304]. Benzer şekilde limited şirketler bakımından önemli kabul edilen her kararın, HAAŞ için önemli nitelik taşımaması ve HAAŞ'ler açısından önem taşıyan borsa kotundan çıkma gibi işlemlerin limited şirketin borsa kotuna girememesi sebebiyle mahiyeti gereği TTK m. 621'de düzenlenmemesi bakımından bu ayrım da belirleyici olmaktan çıkmıştır[305].

Başka bir değerlendirme, genel kurulun münhasır yetki alanında olan kararların önemli nitelikte sayılması ile ilişkilendirilerek yapılmıştır. Ancak genel kurulun devredilemez görev ve yetkilerini düzenleyen TTK m. 408/2 hükmündeki yönetim kurulunun ibrası gibi bazı işlemlerin HAAŞ'ler için önemli sayılmaması ve yönetim

---

[301] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 43, dn. 134.

[302] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 43, dn. 134. Bu bağlamda çoğunluk ve azınlık menfaatlerini dengeleme amacı taşıyan ayrılma hakkının doğuşuna ilişkin teoriler ve işlevleri hakkında bkz. yuk. s. 32 vd.

[303] *Adıgüzel*, *Ayrılma Hakkı,* s. 8; *Semerci Vuraloğlu*, s. 247; *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 82.

[304] *Semerci Vuraloğlu*, s. 247.

[305] *Semerci Vuraloğlu*, s. 247.

kurulu tarafından alınan bazı kararların da HAAŞ'ler için önemli olması sebebiyle bu kriter de belirleyici olmamıştır[306].

Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin diğer bir inceleme ise haklı sebep kriteri üzerinden yapılmıştır[307]. Anonim şirketlerde haklı sebeple fesih davasında aranılan ve kanunda tanımlanmayan haklı sebep kavramı, genel olarak organların işlevsiz kalması ya da ortaklığın amacına ulaşmasına imkân olmaması gibi örneklerle somutlaştırılmaktadır. Ancak önemli nitelik taşıyan işlemlerin, şirketin feshetmesine yol açmaması nedeniyle haklı sebep kriterinin de çözüme ulaştırmada yetersiz olduğu görülmüştür[308].

Bir başka yaklaşım ise pay sahiplerinin başlangıçta yatırım yaptıklarından farklı bir şirkette kalmaya devam etmemeleri açısından gündeme gelmiştir. Bu görüş uyarınca, şirket yapısının değişmesine sebep olabilecek kararlarda ayrılma hakkının kullanılması isabetli olsa da genel kurul dışında, üçüncü kişiler ya da alacaklılar tarafından şirket yapısının değiştirilmesinde ayrılma hakkının tanınmaması eleştiri konusu olmuştur[309].

Önemli nitelikteki işlem kavramı, pek çok boyutu ile incelenmeye çalışılmış ise de net bir tanıma ulaşılamamış ve bu işlemlerin tam olarak sıralandığı bir liste oluşturulamamıştır. Yukarıda belirtildiği gibi önemli nitelikteki işlemlerin tespitinde pek çok kriter ileri sürülmüş olmasına rağmen; bizim de katıldığımız görüşe göre, ayrılma akçesi talep edilebilecek önemli nitelikli işlemleri tespit ederken; genel kurulda alınan kararlar olması, pay sahipleri açısından büyük risk doğurması ve payı hiç devretmeme veya sınırlı şekilde devretmeye yol açması gibi belirleyici özellikler[310] üzerinden gidilmesi isabetli olacaktır. Zira sermaye piyasası mevzuatı açısından, ayrılma akçesi talep edebilme imkânı veren önemli nitelikteki işlemlere ilişkin SPKn m. 23/1 hükmünde

---

[306] *Semerci Vuraloğlu*, s. 248; *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 82.

[307] *Çam*, s. 18 vd.; *Semerci Vuraloğlu*, s. 251; *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 86 vd.

[308] *Çam*, s. 18 vd.; *Semerci Vuraloğlu*, s. 251; *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 86 vd.

[309] *Wertheimer, Purpose of Appraisal*, s. 667; *Özdoğan, Ayrılma Hakkı*, s. 18.

[310] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 240; *Semerci Vuraloğlu*, s. 252.

birtakım işlemler sayıldıktan sonra *"...(G)ibi yatırımcıların yatırım kararlarının değişmesine yol açacak ortaklığın yapısına ilişkin temel işlemler bu Kanunun uygulanmasında önemli nitelikte işlem sayılır.*" ibaresine yer verilerek benzer bir amaç gözetilmiştir.

HAAŞ'lerde ayrılma akçesi talep edilebilecek önemli nitelikteki işlemler, SPKn m. 23 hükmü ile "*birleşme, bölünme, tür değiştirme, imtiyaz öngörme veya mevcut imtiyazların kapsam ve konusunun değiştirilmesi gibi işlemler*" olarak belirtilmiş ve SPKr'nun önemlilik kriteri de dâhil olmak üzere önemli nitelikteki işlemleri belirlemeye yetkisi olduğuna işaret edilmiştir. Böyle bir yetki ile kuşatılan SPKr da önemli nitelikteki işlemleri ikincil düzenlemeler ile açığa kavuşturmuştur. Tüm bu açıklamalar ışığında genel çerçevesini belirttiğimiz önemli nitelikteki işlem kavramının, sınırlı sayıda olmaması ve yönetim kurulunun yetkisi gibi çeşitli açılardan değerlendirilmesi gerekmektedir.

bb. Sınırlı Sayıda Olmaması

Pay sahiplerinin ayrılma akçesi talep edebilecekleri önemli nitelikteki işlemleri düzenleyen SPKn m. 23/1 hükmünde, bazı işlemler sayıldıktan sonra "*gibi*" ifadesine yer verilmiş; hükmün ikinci cümlesinde ise önemli nitelikteki işlemlerin, önemlilik ölçüsü çerçevesinde belirlenmesinde SPKr'nin yetkili olduğu ifade edilmiştir. Kurul'un yetkilendirilmesi doğrultusunda belirlediği önemli nitelikteki işlemleri 27.06.2020 tarihinden önce ve sonra kamuya açıklanan işlemler açısından ayrı ayrı incelemek gerekmektedir.

27.06.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan önemli nitelikli işlemler, II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 5 hükmünde düzenlenmiş, SPKn m. 23'te sayılanlara ilave olarak başka bazı işlemlerin de önemli nitelik taşıdığı belirtilmiştir. Hangi işlemlerin, ayrılma akçesi

talep edebilmek açısından önemli nitelikte olduğunu düzenleyen anılan hükmün ilk fıkrası: "*Ortaklıkların kendi tüzel kişilikleri ile ilgili;*

a) Birleşme, bölünme işlemlerine taraf olması, tür değiştirme veya sona erme kararı alması,

b) Mal varlığının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya kiraya vermesi veya mal varlığının tümü veya önemli bir bölümü üzerinde ayni hak tesis etmesi,

c) Faaliyet konusunu tümüyle veya önemli ölçüde değiştirmesi,

ç) İmtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi,

d) Borsa kotundan çıkma kararı alması,

e) İlişkili taraflarından önemli ölçüde mal varlığı edinmesi veya kiralaması,

f) Yapmayı planladıkları bedelli sermaye artırımlarında ortaya çıkan nakit sermaye koyma borcunun, ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlara mahsup edilmek suretiyle yerine getirilmesi,

g) Yapmayı planladıkları bedelli sermaye artırımlarında, sermaye artırımından elde edilecek fonun ortaklığın mevcut sermayesini aşması ve Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili taraflara olan ve ortaklığa nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan borçların kısmen veya tamamen ödenmesinde kullanılacak olması bu Tebliğin 6 ncı maddesi kapsamında belirlenen önemlilik kriterlerini de sağlamış olmak koşuluyla önemli nitelikteki işlem sayılır." şeklindedir.

Tebliğ'de, sayılan işlemlerden bazıları için önemlilik kriterine yer verilmiş ve bu hususa ilişkin açıklamalar da devam eden maddelerde ortaya konulmuştur. HAAŞ'lerde ayrılma hakkının doğmasına neden olacak önemli nitelikteki işlemlerin kapsamının belirlenmesi ve ayrılma hakkı doğuran işlemlerin sınırlı sayıda olup olmadığını ortaya konulması önem taşımaktadır.

Doktrinde ileri sürülen bir diğer görüş[311], hükümde ayrılma hakkı doğuracağı belirtilen işlemlerin sınırlı sayıda olması gerektiği yönündedir. Anılan görüş, karşılaştırmalı hukuk düzenlemelerinde de ayrılma hakkını doğuracak hallerin tahdidi bir şekilde sayılması ile ilişkilendirilmektedir. Buna göre ayrılma akçesinin, ortaklıktan önemli nakit çıkışına yol açabilecek bir düzenleme olması sebebiyle ekonomik açıdan belirsizlik yaratacak şekilde ele alınmasının, amaca aykırı olabileceği ileri sürülmektedir[312]. Bu sebeple ayrılma akçesi talep edilebilecek önemli nitelikteki işlemlerin sınırlı sayıda kabul edilmemesinin, hukuki belirlilik ve öngörülebilirlik açısından da sorun yaratabileceği savunulmaktadır[313].

Konuya ilişkin hâkim görüş[314] uyarınca, SPKn ve II-23.1 Sayılı Tebliğ hükümleri ile ayrılma hakkını doğuran haller sınırlı sayıda düzenlenmemiştir. Bu görüşe göre II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 5/2 hükmü doğrultusunda SPKr tarafından ayrılma hakkı doğacak halleri belirlemenin önünde bir engel bulunmamaktadır. Hatta hükümde yer alan "gibi" ifadesinin de örneklendirme amacı taşımanın ötesinde, esas olarak SPKr'nin yetkisini vurgulamayı amaçladığı savunulmaktadır[315]. II-23.1 Sayılı Tebliğ ile kamu otoritesine, önemli işlemleri belirleme ve bazı işlemleri önemli olarak nitelendirme konusunda yetki

---

311 *Adıgüzel*, *Ayrılma Hakkı,* s. 31; *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 388.

312 *Özdoğan, Ayrılma Hakkı*, s. 19. *Adıgüzel* ise ortaklıktan büyük nakit çıkışlarına sebep olma durumunu, sınırlı sayıda olma ilkesi ile değil de ayrılma hakkının mevzuatla sınırlanmasının nedeni olarak açıklamıştır. Yazara göre şirketin ortak amaç ve ortak çaba unsuru, ayrılma hakkının her karar bakımından kabul edilmesi durumunda zarar görecektir. Bkz. *Adıgüzel*, *Ayrılma Hakkı,* s. 9.

313 *Adıgüzel*, *Ayrılma Hakkı,* s. 31; *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 388.

314 *Adıgüzel*, *Ayrılma Hakkı,* s. 8; *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 61-62; *Tarhan, Ayrılma Akçesi*, s. 220; *Altan*, Derin: "*Sermaye Piyasasında Pay Sahiplerinin Ayrılma Hakkı ve Önemli Nitelikteki İşlemler"*, Banka ve Finans Hukuku Dergisi, 2014, C. 3, S. 11, s. 119; *Manavgat, HAAO*, s. 294; *Semerci Vuraloğlu*, s. 254; *Yanlı*, Veliye: "*Halka Açık Şirketlerde Önemli Nitelikteki İşlemler"*, İnÜHFD, 2017, C. 6, S. 2, s. 460; *Turan, Ayrılma Hakkı*, s. 83. Bu görüş, önemli nitelikteki işlemlerin TTK'da düzenlendiği m. 202/2 hükmünün kaleme alınış şekliyle de gerekçelendirilmektedir. TTK m. 202/2 ve SPKn'de yer verilen "gibi" ibaresinin, işlemlerin sayılanlarla sınırlı olmadığını ortaya koyduğuna ilişkin bkz. *Erişir Karacan*, Esra/*Karacan*, Ali İhsan: *Pay Alım Teklifi*, İstanbul: Legal 2018, s. 242, 243.

315 *Turan, Ayrılma Hakkı*, s. 83.

verilmesi sebebiyle Türk Hukuku'nda önemli işlemlerin sınırlı sayıda olduğundan bahsedilemeyecektir[316]. Her ne kadar önceden belirlenmesi mümkün olmayan kimi durumların, SPKr tarafından önemli nitelikte sayılması ihtimali, hukuki öngörülebilirlik açısından sorun yaratabilecek olsa da SPKr'nin böyle bir takdir yetkisine sahip olması, HAAŞ azınlık pay sahiplerinin koruması açısından önem taşımaktadır[317].

Sınırlı sayı ilkesine tâbi olmadığı kabul edilen önemli nitelikteki işlemlerin, esas sözleşmede düzenlenmelerinin mümkün olup olmadığına da değinmek gerekmektedir. Doktrinde[318], ayrılma hakkının ancak SPKn m. 23 ve II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 5 hükmünde belirtilen durumlarda söz konusu olabileceğinden, esas sözleşme ile ayrılma hakkına sebep olacak işlemleri belirlemenin mümkün olmadığı belirtilmektedir. Buna göre SPKn ile Tebliğ'de sayılmayan ve SPKr tarafından da önemli olarak kabul edilmeyen bir işlemin, şirket bakımından önemi ne kadar büyük olursa olsun ayrılma hakkı doğuramayacağı ileri sürülmektedir[319].

Konuyu 07.06.2020 tarihinde yürürlüğe giren II-23.3 Sayılı Tebliğ açısından da değerlendirmek gerekmektedir. Anılan Tebliğ'in önemli nitelikteki işlemler başlıklı m. 4 hükmü: *"(1) Ortaklıkların;*

a) 5 inci maddede tanımlanan birleşme veya bölünme işlemlerine taraf olması,

b) Tür değiştirmesi,

c) 6 ncı maddede belirlenen önemlilik ölçütlerini sağlayan mal varlığının devri veya bu mal varlığının devri sonucunu doğuran işlemler tesis edilmesi veya bu mal varlığı

---

316 *Turan, Ayrılma Hakkı*, s. 83 vd.

317 *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 31. *Tarhan* da azınlığın korunması açısından mevzuatta yer verilmeyen bazı işlemlerin de SPKr tarafından önemli nitelikte kabul edilmesini isabetli bulmuş; ancak SPKn ile SPKr'ye bırakılan bir yetkinin, SPKr tarafından çıkarılan bir Tebliğ ile tekrar SPKr'na bırakılmasını eleştirmiştir. Yazar, SPKn ile SPKr'na tanınan ve fakat sınırları belirsiz olan yetkinin, amacına uygun kullanılması gerektiğini ve HAAŞ tarafından bir yük olarak algılanmaması gerektiğini belirtmektedir. Bkz. *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 60 vd.

318 *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 8.

319 *Ölekli*, s. 232; *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 30; *Manavgat, HAAO*, s. 312.

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 ayni hak tesis edilmesi,

ç) İmtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi,

önemli nitelikteki işlem sayılır.

(2) Kurulun diğer düzenlemelerinde önemli nitelikteki işlem olarak belirlenen işlemler de bu Tebliğ hükümlerine tabidir.

(3) Birinci fıkrada sayılmamakla birlikte, bir bütün olarak ele alındığında ortaklığın temel faaliyetleri veya olağan ticari hayatında esaslı değişiklik yapılmak suretiyle yatırımcıların yatırım kararlarının değişmesine yol açacak, ortaklığın yapısına ilişkin temel işlemler Kurul tarafından önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilebilir." şeklindedir.

27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan işlemlere uygulanacak II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 4 hükmünde, II-23.1 Sayılı Tebliğ'den farklı olarak bazı işlemler, önemli nitelikte olmaktan çıkarılmış ve bu işlemlerin kapsamı daraltılmıştır[320]. Hükmün ikinci fıkrasında ise diğer tebliğlerde önemli nitelikte kabul edilen işlemlerin bu niteliklerini koruyacağı belirtilmiştir. Öte yandan söz konusu düzenleme, önemli nitelikteki işlemlerin yalnız hükümde sayılanlar ile sınırlı olmadığını da açıkça düzenlemiştir. Bu bağlamda bir bütün olarak ortaklığın temel faaliyet alanı ya da ticaret hayatında önemli değişiklikler yaparak yatırımcıların karar almasını etkileyebilecek işlemlerin, SPKr tarafından önemli nitelikte işlem olarak değerlendirilebileceği kabul edilmiştir.

[320] Bu bağlamda eski düzenlemede önemli nitelikte kabul edilen ortaklıkların borsa kotundan çıkması da ancak II-27.2 Sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği'nde yer alan çıkarma ve satma hakları kapsamında gerçekleştirilebilecektir. Bkz. https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20200627/0 , (Erişim T.: 29.07.2020).

SPKn ile II-23.1 Sayılı Tebliğ hükümlerinde SPKr'nin önemli nitelikte işlemleri belirlemek bakımından yetkilendirilmesi ve II-23.3 Sayılı Tebliğ'in de açık hükmü ile bu hususa ayrıca yer verilmesi sebebiyle önemli nitelikteki işlemlerin sınırlı sayıda olmadığı benimsenmelidir. 27.06.2020 tarihinden önce ve sonra yapılan işlemlerin, önemli nitelikte olup olmadığının tespitinde ise mevzuatta sayılanlar dışında yalnız SPKr'nin takdir yetkisi bulunduğunu kabul etmek isabetli olacaktır. Bu durumda SPKn, Tebliğ hükümleri ve SPKr tarafından önemli nitelikte kabul edilen işlemler dışında, esas sözleşme ile bir işlemin önemli kabul edilmemesinin de mümkün olmayacağı kanaatindeyiz.

aaa. Yönetim Kurulu Tarafından Alınan Önemli Kararlar Bakımından

Sermaye piyasası mevzuatında ayrılma hakkının doğmasına sebep olan kararların bir kısmının, yönetim kurulu tarafından alınabilmesi mümkündür. Ancak ayrılma hakkının kullanılabilmesi için genel kurula katılmak ve orada bazı şekli şartları yerine getirmek gerektiğinden, yönetim kurulu tarafından alınan önemli nitelikteki işlemlerde ayrılma hakkının nasıl kullanılabileceğinin açığa kavuşturulması gerekmektedir.

SPKn m. 29/6 ve II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 7 hükümleri ile bu hususa dikkat çekilmiş ve yönetim kurulu kararı ile alınan önemli nitelikteki işlemlerin, genel kurul onayına sunulması gerektiği belirtilmiştir[321]. 27.06.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan işlemler, yönetim kurulu tarafından karara bağlanmış olsa da önemlilik niteliği kaybolmamakta; ancak ayrılma hakkının kullanılabilmesi için genel kurulun onayına

[321] Genel kurulun şirketin temel konularına ilişkin karar alan, zorunlu bir organ olması ve bu sebeple önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alma yetkisinin de genel kurula tanındığı yönünde bkz. *Adıgüzel*, *Ayrılma Hakkı,* s. 8. Önemli nitelikteki işlemlere dair karar alma yetkisinin genel kurula ve yönetim kuruluna tanındığı karşılaştırmalı hukuk değerlendirmeleri için bkz. *Çam*, s. 112 vd.

sunulması gerekmektedir. Bu durumda genel kurulda olumsuz oy kullanarak şekli şartları yerine getiren pay sahiplerinin ayrılma akçesi talep edebilecekleri kabul edilmelidir[322].

Söz konusu durum 27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan işlemler bakımından farklılık göstermektedir. II-23.3 Sayılı Tebliğ ile önemli nitelikteki işlemlerin kapsamı daraltılmış ve bu işlemlerin tamamı için özel bir karar alma süreci öngörülmüştür. Aşağıda detaylı olarak incelenecek bu usule göre, tüm önemli nitelikteki işlemler için öncelikle bir yönetim kararı alınması ve bu kararın genel kurul tarafından onaylanması gerekmektedir. Yeni düzenleme ile sadece yönetim kurulunun alacağı önemli nitelikteki işlemlerin genel kurula sunulması usulü kaldırılmış, her önemli nitelikteki işlem için özel bir yönetim kurulu kararı alınması ve bu kararın genel kurul onayına sunulması şeklinde özel bir usul benimsenmiştir. Bu sebeple öngörülen yeni sürecin, karar almaya ilişkin karışıklıkların önüne geçilmesini engelleyen bir düzenleme olduğu ifade edilebilir.

bbb. Yapısal Değişiklik Kararları Bakımından[323]

aaaa. Birleşme

TTK m. 136 hükmü ile düzenlenen birleşme işlemi, sermaye piyasası mevzuatı kapsamında ayrılma hakkının doğabileceği önemli nitelikteki işlem türlerinden birini oluşturmaktadır. Ancak birleşme işleminin hangi durumlarda ayrılma akçesi talep edilme olanağı sağladığını, 27.06.2020 tarihinden önce ve sonra kamuya açıklanan işlemler özelinde ayrı ayrı incelemek gerekmektedir.

---

[322] *Bektaş*, s. 788.

[323] Çalışmamızın konusunu birleşme işlemleri sebebiyle ayrılma akçesi oluşturduğundan, SPKn m. 23 ve II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 5 hükümlerinde, şirketlerin tüzel kişilikleri bakımından önemli nitelikte kabul edilen işlemlerin her birini detaylı biçimde incelemek, çalışmamızın kapsamını aşmaktadır. Bu sebeple bu başlıkta, esas olarak önemli nitelikte olduğu kabul edilen "*birleşme, bölünme ve tür değiştirme*" işlemleri üzerinde durulacaktır.

27.06.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan işlemlere uygulanacak II-23-1 Sayılı Tebliğ ile birleşme işlemi doğrudan önemli nitelikte bir işlem olarak kabul edilmiştir. Buna göre birleşme neticesinde, bir ya da daha çok ticaret şirketinin tasfiye edilmeksizin devralma ya da yeni kuruluş yoluyla bir araya gelmesi durumunda ayrılma hakkı kullanılabilecektir. Ancak bunun dışında şirketlerin iş birliği yapmaları ya da şirket malvarlığı devralındıktan sonra şirketin feshedilmesi gibi şirket birleşmesi ile sonuçlanmayan durumlarda ayrılma hakkının kullanılması mümkün olmayacaktır[324].

Bu bağlamda ilk olarak birleşmenin, HAAŞ'ler açısından önemli işlem kategorisinde sayılmasının nedenini açıklamak gerekmektedir[325]. Devralan ya da devrolunan şirket olarak birleşme işlemine taraf olabilen HAAŞ'lerin; devrolunan şirket olması durumunda, tüzel kişiliklerini yitirmeleri; devralan şirket olmaları durumunda ise pay sahiplerinin payları ve paya bağlı haklarının değişiklik göstermesi birleşmeye önemli nitelik atfedilmesini gerekli kılmıştır[326]. Öte yandan birleşmenin menfaat sahipleri arasında ve pay değeri üzerinde değişiklikler meydana getirmesi ihtimali de önemli nitelikte kabul edilmesinin bir başka gerekçesi olmuştur[327]. Bu meyanda TTK m. 141 hükmünde düzenlenen birleşme işlemleri sebebiyle ayrılma akçesinden farklı olarak, yalnız devrolunan şirket ortakları değil; devralan ya da devrolunan HAAŞ ortakları da sermaye piyasası mevzuatında öngörülen şartları sağlamaları koşuluyla ayrılma akçesi talep edebilmektedir[328].

---

[324] Alman Hukukunda ise ayrılma hakkının ancak tür değiştirmeye yol açan birleşmeler ve payları borsada işlem gören şirketin, payları borsada işlem görmeyen şirket tarafından devralınması durumunda başvurulabileceği belirtilmiş; aynı türden şirketlerin birleşmesinde ise ancak pay devir sınırlaması halinde ayrılma hakkının kullanılabileceği ifade edilmiştir. Bkz. *Adıgüze*l, *Ayrılma Hakkı,* s. 10, dn. 36.

[325] Ayrılma hakkının kabul edildiği hukuk sistemlerinde genellikle ilk olarak birleşme işlemi sebebiyle öngörüldüğüne ilişkin bkz. yuk. s. 25 vd.; *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 9 vd.; *Siegel*, s. 80.

[326] *Adıgüzel*, *Ayrılma Hakkı,* s. 11.

[327] *Kanda/Levmore*, s. 430.

[328] *Tarhan*, *Ayrılma Akçesi*, s. 227.

Önemli nitelik taşıyan birleşme işlemi de her durumda ayrılma hakkının kullanılmasına sebep olmamaktadır[329]. Bu bakımdan önceden belirlenmiş bir süre içinde yalnız halka kapalı şirketle birleşme amacına yönelen birleşme amaçlı ortaklık (*special purpose acqusition company*) ile II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 11/1 hükmüyle düzenlenen ve zorunlu pay alım teklifi yapılması sonucunu doğuran birleşmelerde ayrılma hakkına başvurulamamaktadır[330]. Birleşme amaçlı ortaklıkta, yalnız birleşme amacının bulunması; zorunlu pay alım teklifi doğuran birleşmelerde ise, borsada işlem görmeyen ve aktif toplamı, devrolunan şirketten daha yüksek bir devralan şirketin varlığı ön plana çıkmaktadır[331]. Bu nedenle TTK m. 141 düzenlemesi karşısında, II-23.1 Sayılı Tebliğ hükümlerine göre, devralan şirketin borsada işlem görmemesi ya da aktif toplamına ilişkin hususlar, farklı hukuki kurumların uygulanmasına sebep olabilmektedir.

---

[329] Sermaye piyasası mevzuatında önemli nitelikte işlem olarak kabul edilmeye bağlanan en önemli sonuçlar: kararların belirli usul ve esaslara göre alınması ile bu işlemlerin, ayrılma hakkı ve zorunlu pay alım teklifi olmak üzere belirli koruma mekanizmalarını beraberinde getirdiğine ilişkin bkz. *Tarhan, Ayrılma Akçesi*, s. 222.

[330] Birleşme amaçlı ortaklıklar hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Okutan Nilsson*, Gül: *Sermaye Piyasası Hukukunda Birleşme Amaçlı Ortaklık*, İstanbul: On İki Levha 2016, s. 71 vd. SPKn m. 23 hükmü ile önemli nitelikte olduğu belirtilen birleşme işleminin, SPKr tarafından çıkarılan bir tebliğ ile bazı durumlarda ayrılma hakkını doğurmayacağını savunmak; Kanun ile tanınan yetkinin, ikincil düzenleme ile kısıtlanması veya ortadan kaldırılması anlamına geldiğinden eleştirilmiştir. Bkz. *Erişir Karacan/Karacan*, s. 261.

[331] *Ölekli*, s. 234. Birleşme amaçlı ortaklıkların ayırt edici özellikleri: önceden belirlenmiş bir yatırım süresi ve stratejisi ile kurulmaları, halka arz neticesinde oluşacak payların en az yarısını halka arz etmeleri, sadece kapalı bir şirket ile birleşme amacı doğrultusunda kurulmaları, halka arz neticesinde elde ettikleri gelirin en az yüzde doksanını belirli yatırım araçlarında kullanmaları, birleşme amaçlı genel kurulda olumsuz oy kullanan pay sahiplerine yönelik gönüllü geri alım işleminde bulunmaları şeklinde ifade edilmektedir. Bu şartlar hakkında bkz. *Okutan Nilsson,* s. 72-89. Birleşme amaçlı ortaklıklarda birleşmenin görüşüldüğü genel kurulda olumsuz oy veren pay sahiplerine ayrılma hakkından farklı olarak gönüllü geri alım sistemi uygulandığına ve bunun da ayrılma hakkından farklı fiyatların belirlenmesine yol açtığına ilişkin bkz. *Okutan Nilsson*, s. 189 vd. Gönüllü geri alım teklifi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Okutan Nilsson*, s. 198 vd. Tebliğ'de belirtilen gönüllü geri alım işlemindeki gönüllü ibaresi ile pay sahiplerine bir serbesti tanınmadığı; şirketin, zorunlu olarak teklifte bulunması gerektiğine ve bunun ayrılma sayılmayacağına ilişkin bkz. *Bektaş*, s. 779; *Ölekli*, s. 234. Tanınan hakkın, ayrılma niteliğinde olduğuna ilişkin bkz. *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı*, s. 778.

27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan işlemlere uygulanacak II-23.3 Sayılı Tebliğ'de ise birleşme açısından farklı bir düzenlemeye yer verilmiştir. Anılan Tebliğ'in m. 4 hükmünde, II-23.1 Sayılı Tebliğ'den farklı olarak her türlü birleşme değil; ancak m. 5'te tanımlandığı şekilde birleşme işlemine taraf olunması önemli nitelikte işlem olarak kabul edilmiştir. Tebliğ'in m. 5 hükmünde ise HAAŞ'nin; yeni kuruluş şeklinde birleşmeye taraf olması, devralma şeklinde birleşmede devrolunan taraf olması ya da devralma şeklinde birleşmede %50 veya daha fazla sermaye artırımı yapacak olması şartıyla devralan taraf olması durumları önemli nitelikte işlem kabul edilmiştir.

Öte yandan "*Sermayesiyle kanuni yedek akçeleri toplamının yarısı zararlarla kaybolan veya borca batık durumda bulunan ortaklığın TTK'nın 139 uncu maddesi kapsamında gerçekleştirdiği birleşme işlemleri*", ayrılma hakkının doğmayacağı bir hal olarak kabul edilmiştir. Bu durumda ayrılma hakkının doğmaması da şirket faaliyetlerinin sürdürülebilmesi açısından birtakım işlemlerin maliyetsiz yapılması amacı ile açıklanmıştır[332].

II-23.3 Sayılı Tebliğ ile getirilen bir başka yenilik de SPKr'na ayrılma hakkını kullandırılmasında muafiyet tanıyabilme yetkisi olmuştur. Buna göre II-23.1 Sayılı Tebliğ ile ayrılma hakkının doğmayacağı bir hâl olarak kabul edilen birleşme amaçlı ortaklığın taraf olduğu birleşmeler ile ilk defa II-23.3 Sayılı Tebliğ'de yer verilen "*Devrolan ortaklığın temel faaliyet konularının ve finansal yapısının devralan şirket nezdinde esaslı bir değişiklik olmaksızın korunduğu ve devrolan ortaklığın pay sahiplerinin işlem sonrasında devralan şirket sermayesinde asgari 2/3 oranında paya sahip olduğu, aynı gerçek ve/veya tüzel kişi tarafından yönetim kontrolüne sahip olunan grup içi birleşme işlemleri*", ayrılma hakkının kullandırılması yükümlülüğünden muafiyet halleri olarak kabul edilmiştir.

[332] https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20200627/0 , (Erişim T.: 29. 07.2020).

Ayrılma hakkının kullandırılması konusunda muafiyet tanınabilmesi için yönetim kurulu kararından sonra on beş gün içinde SPKr'na başvurulması gerekmekte ve SPKr tarafından yapılacak inceleme ve değerlendirmeler neticesinde muafiyet tanınması kararı verilmektedir. Muafiyet tanınması amacıyla SPKr'na yapılan başvuru ile SPKr tarafından verilen başvuru sonucunun da SPKn'da belirtildiği şekilde kamuya açıklanması gerekmektedir.

II-23.3 Sayılı Tebliğ ile ayrılma hakkı doğuran birleşme işleminin kapsamı daraltılmış olsa da TTK m. 141 hükmünden farklı olarak bazı koşulları taşıyan devralan şirket ortaklarına da ayrılma akçesi talep etme imkânı tanınmıştır. Belirtilen kriterlere uygun birleşme işlemlerinden bazıları da ayrılma hakkının doğmayacağı haller ile ayrılma hakkının kullandırılmasında muafiyet kapsamına alınmıştır. II-23.3 Sayılı Tebliğ ile öngörülen bir başka yenilik, II-23.1 Sayılı Tebliğ ile düzenlenen zorunlu pay alım teklifine ilişkin sürecin kaldırılması olmuştur. Bu bağlamda kâr payı imtiyazı gibi önemli bir işlemden yalnız bazı kişi ya da kişilerin yararlanması durumunda ayrılma hakkı bedelinin, bu kişi ya da kişiler tarafından ödenmesi gerektiği belirtilmiştir. Tüm bu yenilikler kapsamında HAAŞ'lerin taraf olduğu ve 27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan birleşme işlemlerinin hangi şartlarda ayrılma hakkını doğurabileceği II-23.3 Sayılı Tebliğ'e göre özel olarak belirlenmesi gereken bir konu haline getirilmiştir.

bbbb. Bölünme

Bir şirketin malvarlığı tasfiye edilmeksizin mevcut ya da yeni kurulan en az iki şirkete külli halefiyet yolu ile devredilmesi durumuna yol açan bölünme işlemi, II-23.1 Sayılı Tebliğ uyarınca ayrılma hakkına sebep olabilecek önemli nitelikteki işlem türlerinden birini oluşturmaktadır. Sermaye piyasası mevzuatında bölünmenin önemli nitelik taşıdığı belirtilmiş ve kısmî-tam ya da simetrik-asimetrik bölünmeler arasında herhangi bir ayrım gözetilmemiştir. Bu sebeple HAAŞ pay sahibinin, kısmi bölünmede

bölünme sonrası malvarlığı devralan şirketin halka açık statüsünü kaybetmesi; tam bölünmede pay sahipliği sıfatının sona ermesi; simetrik bölünmede şirketin sermayesine katılım oranının değişmesi; asimetrik bölünmede pay sahipliği haklarının değişmesi gibi durumlar bölünmenin önemli nitelikte işlem olarak kabul edilmesine etkide bulunmuştur[333].

Ancak 27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan işlemlere uygulanacak II-23.3 Sayılı Tebliğ'de ise bölünme açısından farklı bir düzenlemeye yer verilmiştir. Anılan Tebliğ'in m. 4 hükmünde, II-23.1 Sayılı Tebliğ'den farklı olarak her türlü bölünme işlemi değil; ancak m. 5'te tanımlandığı şekilde bölünmeye taraf olunması önemli nitelikte işlem olarak kabul edilmiştir. Tebliğ'in m. 5 hükmünde tam bölünmede, HAAŞ'nin bölünen taraf olması veya %50 ya da daha fazla sermaye artırımı yapmak koşuluyla devralan taraf olması; kısmi bölünmede m. 6 uyarınca önemlilik ölçütlerini taşıması kaydıyla bölünen taraf olması veya %50 ya da daha fazla sermaye artırımı yapmak koşuluyla devralan taraf olması aranmaktadır.

cccc. Tür Değiştirme

Bir ticaret şirketinin, malvarlığında değişiklik olmaksızın ve pay sahiplerinin haklarının korunması yoluyla farklı türden bir şirkete dönüşmesini ifade eden tür değiştirme işlemi neticesinde HAAŞ ortakları ayrılma hakkını kullanabilmektedir. TTK m. 181 uyarınca, bir başka sermaye şirketine ya da kooperatife dönüşmesi mümkün olan HAAŞ'lerde; pay ve hakların devir kolaylığının sınırlanması ve ortakların sorumluluklarının değişmesi gibi hususlar tür değiştirmenin, önemli nitelikte bir işlem

[333] *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 13 vd.; *Çam*, s. 46 vd.; *Semerci Vuraloğlu*, s. 275 vd. *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 94 vd. Ayrıca TTK m. 141 hükmünün, bölünme açısından değerlendirilmesine ilişkin bkz. yuk. s. 89 vd.

olarak kabul edilmesine etkide bulunmuştur[334]. Benzer düzenlemeye II-23.3 Sayılı Tebliğ'de de yer verilerek 27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan tür değiştirme işleminin de ayrılma hakkına sebep olabileceği hüküm altına alınmıştır.

dddd. Payları Borsada İşlem Gören Şirketin Bu Niteliğe Sahip Olmayan Bir Şirket Tarafından Devralınması Durumu

Birleşme amaçlı ortaklık ile payları borsada işlem gören ortaklığın bu niteliğe sahip olmayan bir ortaklık tarafından devralınması durumlarında, birleşme işlemi gerçekleşmesine karşın istisnai bir durum olarak ayrılma hakkına başvurulamamaktadır. Bahsedilen istisnai durumda ayrılma hakkının doğmayacağı, II-23.1.a Sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ[335] ile düzenlenmiştir.

Devrolunan şirketin payları borsada işlem görmesine rağmen, devralan şirketin payları borsada işlem görmüyor ve devralan şirketin finansal tabloları dâhil aktif toplamı, devrolunan şirketten büyük ise ayrılma hakkı kullanılmayacaktır. Bu durumda devralan şirketin birleşme öncesi durumda hâkim ortak niteliğinde olan pay sahipleri zorunlu pay alım teklifinde bulunacaktır[336]. Ancak pay alım teklifinin hangi şirket ortaklarına yapılması gerektiği de ortaya konulması gereken bir başka konudur. Devralan şirketin kapalı anonim şirket olduğu ve pay alım zorunluluğu ile ayrılma hakkına ilişkin SPKn hükümlerinin HAAŞ'ler bakımından uygulama bulacağı dikkate alındığında, yalnız

---

[334] *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 14. Kooperatiflerde pay sahibinin, haklarının ve sorumluluklarının oldukça değişecek olması, limited şirketlerde kamu borçları için öngörülen geniş sorumluluk prensibi gibi sebeplerle tür değiştirme açısından ayrılma hakkına yer verilmesinin isabetli olduğuna ilişkin bkz. *Sönmez, Ayrılma Hakkı,* s. 100-101; *Semerci Vuraloğlu*, s. 285 vd.

[335] II-23.1.a Sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, çalışmamızda II-23.1.a Sayılı Tebliğ olarak anılacaktır, (RG. S.: 29280, RG. T.: 27.02.2015).

[336] *Bektaş*, s. 799.

devrolunan şirket ortaklarına zorunlu pay alım teklifi yapılması gerektiği sonucuna ulaşılacaktır[337].

Devralan şirketin aktif toplamının hükümde belirtilen orandan düşük olduğu bir birleşme işleminde ise II-23.1.a Sayılı Tebliğ'de belirtilen şartların sağlanmaması sebebiyle pay alım teklif zorunluluğu doğmayacaktır. Doktrinde[338] böyle bir durumla karşılaşılması halinde, genel kurala dönülmesi ve birleşme işlemi sebebiyle ortaklara ayrılma hakkı tanınması gerektiği ifade edilmektedir. Bizce de bu görüş, sermaye piyasası mevzuatında birleşmenin, her koşulda ayrılma akçesi öngörülmesine sebep olmaması ve ayrılma akçesi ile pay alım teklif zorunluluğuna ilişkin düzenlemelerin istisnai nitelik taşıması yönüyle isabetlidir. 27.06.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan işlemlere uygulanacak II-23.1 Sayılı Tebliğ'de değişiklik yapan II-23.1.a Sayılı Tebliğ de uygulanmaya devam edebilecektir.

ccc. SPKr Tarafından Belirlenecek Önemli Nitelikteki İşlemler

Önemli nitelikteki işlemleri belirleyebilmek üzere SPKr'na tanınan takdir yetkisini, 27.06.2020 tarihinden önce ve sonra kamuya açıklanan önemli nitelikteki işlemler özelinde ayrı ayrı incelemek gerekmektedir.

27.06.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan işlemler açısından SPKn m. 23/1 ve II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 5/2 hükmü ile kanun koyucunun iradesine tabi olan önemli nitelikteki işlemleri belirleme yetkisinin, SPKr'na da verilmesi ile işlemlerin, sınırlı sayıda düzenlenmesinden kaçınılmış ve özel bir takdir yetkisi tanınmıştır.

---

[337] *Bektaş*, s. 801. Karşı yönde bkz. *Oran*, Ozan: "*Halka Açık Anonim Şirketlerde Zorunlu Pay Alım Teklifi"*, İKÜHFD, 2017, C. 16, S. 2, s. 427. Mevzuatın mevcut durumu karşısında zorunlu pay alım teklifinin sadece HAAŞ ortaklarına değil, birleşme öncesi tabi olunan ortaklığın HAAŞ ya da kapalı anonim ortaklık olduğu fark etmeksizin tüm ortaklara yapılması gerektiğine ilişkin bkz. *Oran,* s. 427.

[338] *Bektaş*, s. 800.

Konu ile ilgili bir görüşe göre[339], söz konusu emredici hükmün özel olarak düzenlendikten sonra SPKr gibi idari bir kuruma, kanun koyucu ile benzer şekilde geniş bir takdir hakkı tanınması uluslararası hukuk standartlarına uygun olmayıp hukuk güvenliğini de zedeleyici niteliktedir. Ancak karşı yöndeki bir başka görüşe göre[340], şirketlerin güncel değişikliklere uyum sağlaması amacıyla SPKr'na önemli nitelikteki işlemleri belirleme yetkisi verilmesi ve SPKr'nun da sınırlı takdir yetkisiyle hareket etmesi amaca uygun kabul edilmelidir.

Tebliğ'in m. 5/2 hükmüne göre, SPKr tarafından ancak "*Ortaklıkların halka açılma öncesindeki vaat, taahhüt veya esaslı durumlarından önemli oranda farklılaşan veya somut bir konuda daha önceden bir vaat veya taahhütte bulunulmamış olsa dahi bütüncül olarak ele alındığında ortaklığın faaliyetleri ve/veya ticari hayatında önemli ölçüde değişiklik meydana getirebilecek iş ve işlemler…*" önemli nitelikte işlem olarak saptanabilmektedir. Kurul'un belirleyeceği önemli nitelikteki işlemlerin, hükümde belirtilen niteliklerden birini taşıması ve ayrılma hakkının niteliği gereği, ancak genel kurulda oylanabilecek kararlardan olması gerekmektedir[341]. Bu bakımdan biz de SPKn ile SPKr'na tanınan yetkinin, Tebliğ'de belirtilen kriterler doğrultusunda kullanılması ve güncel sorunlara çözüm sağlaması sebebiyle yerinde olduğu kanaatindeyiz.

---

[339] *Kaya, Ayrılma Hakkı*, s. 152; *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 31; *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 388. II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 5/2 hükmü ile SPKr'ye tanınan yetkinin içeriği belirsizdir. Bu bağlamda hükümde yer verilen "vaat, taahhüt ya da esaslı durumlardan önemli ölçüde farklılaşma" ibaresinin değerlendirilmesi gerekmektedir. Vaat ve taahhütler, halka arz esnasında açıklanmış ve bu sebeple yatırımcıları etkilemiş olmalıdır. Esaslı durum ise şirketin finansal yapısını değiştirebilecek durumlara karşılık gelmektedir. Tebliğ m. 5/2 hükmü, halka arzdan sonra hukuken ve ekonomik açıdan bir değişiklik olmamasına rağmen, vaat ve taahhütlerden farklılaşarak şirketin finansal yapısını etkileyecek işlemlerin önemli sayılması şeklinde anlaşılmalıdır. Bu sayede yönetim kurulunun karar alması kolaylaşacak, belirsizlikler giderilmiş olacaktır. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Manavgat, HAAO,* s. 311-312.

[340] *Bektaş*, s. 770; *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 31; *Semerci Vuraloğlu*, s. 256.

[341] *Bektaş*, s. 771.

SPKr'na tanınan takdir yetkisinin, ayrılma hakkına sebep olacak işlemler bakımından, zorunlu pay alım teklifine başvurulması şeklinde değiştirilmesinin mümkün olup olmadığının da ortaya konulması gerekmektedir. SPKr'nun takdir yetkisinin, söz konusu değişikliği yapmaya elverişli olduğunu, II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 8 ve m. 11 hükümleri ile örneklendirmek mümkündür. SPKn m. 24 ile ayrılma hakkına sebep olacağı belirtilen borsa kotundan çıkma kararı ile imtiyaz öngörülmesi ya da kapsamının değiştirilmesine ilişkin kararın, II-23.1 Sayılı Tebliğ'in anılan hükümleri ile zorunlu pay alım teklifini doğuracağı kabul edilmiştir. Bu bağlamda, farklı hüküm ve sonuçlara tabi olan ayrılma hakkı ve zorunlu pay alım teklifi arasında SPKr seçim yapma hakkına sahip olsa da bu kurumların, birbirlerinin alternatifi olmayıp farklı hukuki prosedüre tâbi olduğu unutulmamalıdır[342].

SPKr'nun önemli nitelikteki işlemleri belirleyebilmesine ilişkin takdir yetkisinin, 27.06.2020 tarihinde yürürlüğe giren II-23.3 Sayılı Tebliğ açısından da incelemesi gerekmektedir. SPKn m. 23 hükmünde 20.02.2020 tarihinde yapılan değişiklik ile önemli nitelikteki işlemlerden bazıları sayılmış ve SPKr'nun da önemlilik ölçütü dâhil olmak üzere önemli nitelikteki işlemleri belirlemeye yetkili olduğu açıkça düzenlenmiştir.

Bu doğrultuda kaleme alınan II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 4/3 hükmü: " *Birinci fıkrada sayılmamakla birlikte, bir bütün olarak ele alındığında ortaklığın temel faaliyetleri veya olağan ticari hayatında esaslı değişiklik yapılmak suretiyle yatırımcıların yatırım kararlarının değişmesine yol açacak, ortaklığın yapısına ilişkin temel işlemler Kurul tarafından önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilebilir."* şeklindedir. Anılan düzenleme ile II-23.1 Sayılı Tebliğ'in uygulandığı dönemde, tartışmalı olan önemli nitelikteki işlemleri belirlemek bakımından SPKr'nun takdir yetkisi konusu, açığa kavuşturulmuştur. SPKn ve ikincil düzenlemelerde yer verilmemiş olsa da HAAŞ'nin temel faaliyetleri ya da olağan ticari hayatında değişiklik yaparak yatırımcıların

[342] *Bektaş*, s. 772-773.

kararlarını etkileyebilecek işlemlerin, SPKr'nun takdiri ile önemli nitelikte kabul edilmesi, gelişen ve değişen teknoloji çağının gereklerine uygun, isabetli bir düzenlemedir.

D. Terminoloji Konusunun Değerlendirilmesi

Şirketler hukukunda birleşme işlemine katılmak istemeyen pay sahibine, adil bir değer karşılığında ayrılma hakkı tanınması, yukarıda detaylı olarak açıklandığı şekilde TTK ve sermaye piyasası mevzuatı olmak üzere iki farklı düzenlemede yer almaktadır. Her iki düzenlemenin de esas itibariyle pay sahibinin şirketle olan ilişkisinin kesilmesi amacına yönelmesine karşın; TTK m. 141'de "*ayrılma akçesi*", SPKn m. 24/3'te "*adil bedel*", SPKr'nin II-23.1 Sayılı ve II-23.3 Sayılı Tebliğinde ise "*ayrılma hakkı kullanım fiyatı*" kavramlarının tercih edilmesi çalışmamız açısından uygun terminolojinin ortaya konulmasını gerekli kılmıştır. Öte yandan TTK m. 141 hükmünün, kapalı anonim şirketler yanında HAAŞ'ler açısından da uygulanabilmesi sebebiyle ayrılma akçesi talep eden HAAŞ pay sahibine uygulanacak mevzuatın tespit edilmesi bakımından da terminolojik birliğin sağlanması önem taşımaktadır.

Konuyu açığa kavuşturabilmek amacıyla ilk olarak birleşmede ayrılma akçesine ilişkin TTK m. 141 hükmü ve ortaklık pay ve haklarının incelenmesi (denkleştirme) davasına ilişkin m. 191 hükmüne dikkat çekmek gerekmektedir. TTK'nın m. 141 vd. hükümlerinde "*ayrılma akçesi"* ifadesi kullanılmasına rağmen; TTK m. 191 hükmü ve gerekçesinde "*ayrılma karşılığı*" ifadesine yer verilerek kavram birliğinin sağlanmasına özen gösterilmemiştir. Kanun koyucu tarafından her iki hükümde farklı kullanımlar tercih edilmiş ise de doktrindeki hâkim görüşe göre[343], ayrılma karşılığı ile ayrılma akçesi ifadeleri aynı anlamı taşımaktadır.

[343] *Al Kılıç*, s. 186; *İpekel Kayalı*, s. 275; *Kendigelen, İlk Tespitler,* s. 168.

TTK m. 141 ve TTK m. 191 hükümlerinin mehazı olan İsviçre Birleşme, Bölünme, Tür Değiştirme ve Malvarlığı Devri Hakkında Federal Kanun (*Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung*)[344] hükümlerinde ise terminolojik birliğin sağlandığı gözetilmektedir. Gerçekten İsvBirK'nın hem denkleştirme davasının düzenlendiği m. 105/1 hükmünde hem ayrılma akçesinin düzenlendiği m. 8 hükmünde hem de anılan hükümlerin başlıklarında "*Abfindung, dedommagement*" ifadeleri tercih edilerek kavram birliğinin sağlanmasına özen gösterilmiştir[345]. Bu hususta, TTK'da yer verilen ifadeler arasında bilinçli bir farklılık yaratılmak istenmediği, çeviri özensizliği ve farklı kalemlerden çıkan tercümeler sebebiyle Kanun'da terminolojik birliğin sağlanamadığı ileri sürülmektedir[346].

Öte yandan ayrılan pay sahibine verilen bedeli belirtmek üzere kullanılan ayrılma akçesi kavramındaki "akçe" ifadesi de ayrı bir incelemeyi gerekli kılmaktadır. Akçe kelimesinin, Türk Dil Kurumu Sözlüğü'ndeki anlamı; *küçük gümüş para, her tür madeni para, akça* şeklindedir[347]. TTK m. 141 uyarınca, birleşme sebebiyle ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerine, paylarının adil değerinin yalnız nakit olarak ödenme zorunluluğu bulunmamasına rağmen; sermaye piyasası mevzuatında ödemenin nakit olarak yapılması esası benimsenmiştir[348]. Genel çerçeveyi çizmeye çalıştığımız bu aşamada, akçe kavramının sözlük anlamından daha kapsamlı olduğu ve sadece parayı karşılayacak şekilde kullanılmadığını ifade etmek faydalı olacaktır.

---

[344] İsviçre Birleşme, Bölünme, Tür Değiştirme ve Malvarlığı Devri Hakkında Federal Kanun (*Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung*), çalışmamızda "İsvBirK" olarak anılacaktır.

[345] *Sarıkaya*, Sinan: *Şirket Birleşmelerinde Ortakların Dava Yoluyla Korunması*, İstanbul: Vedat 2019, s. 104.

[346] *Sarıkaya*, s. 105; *Kendigelen, İlk Tespitler,* s. 134.

[347] www.sozluk.gov.tr , (Erişim Tarihi: 02.12.2019).

[348] Bkz. aşa. s. 278.

Tüm bu açıklamalar ışığında yukarıda da belirttiğimiz üzere[349] çalışmamızda, TTK m. 141'deki "*ayrılma akçesi*", TTK m. 191'deki "*ayrılma karşılığı*", SPKn m. 24'teki "*adil bedel*", SPKr'nun II-23.1 Sayılı ve II-23.3 Sayılı Tebliğ'lerindeki "*ayrılma hakkı kullanım fiyatı*" kavramlarını karşılamak üzere "*ayrılma akçesi*" kavramını kullanmayı tercih etmekteyiz. Ancak çalışmamızda, TTK ve sermaye piyasası mevzuatında yer alan temel iki düzenlemeye ilişkin açıklamaların karışıklık yaratabileceği noktada, TTK'da düzenlenen kurum açısından "*ayrılma akçesi*;" SPKn ve ikincil düzenlemelerinde yer verilen kurum açısından ise "*ayrılma hakkı kullanım bedeli"* kavramını kullanarak konuyu somutlaştırmayı hedeflemekteyiz.

VI. AYRILMA AKÇESİNİN HUKUKİ NİTELİĞİNİN SAPTANMASI VE BENZER KAVRAMLARLA KARŞILAŞTIRILMASI

A. Ayrılma Akçesinin Hukuki Niteliği

Birleşme işlemine katılmayan pay sahiplerinin ayrılmaları karşılığında, paylarının gerçek değerine denk düşen ve TTK m. 141 hükmünde düzenlen ayrılma akçesi ile önemli nitelikteki işlemler sebebiyle talep edilebilen ve sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen ayrılma akçesinin hukuki niteliği konusunda, doktrinde fikir birliği bulunmamaktadır. Her iki düzenlemenin amacı, uygulama koşulları, ayrılan pay sahibine verilen bir karşılık olması gibi benzerlikler sebebiyle hukuki niteliğe ilişkin açıklamalar, her iki düzenlemeyi de kapsayacaktır.

Savunulan ilk görüş, pay sahibine ayrılma akçesi olarak verilen bedelin, tazminat niteliğinde olduğuna yoğunlaşmaktadır. Buna göre özellikle birleşme sözleşmesinde öngörülen seçimlik ayrılma akçesi, pay sahiplerinin paylarının gerçek değerine karşılık

[349] Bkz. yuk. s. 25.

gelen bir tazminat niteliğindedir[350]. Bu noktada tazminat kavramının Borçlar Hukuku açısından irdelenmesi gerekmektedir.

Maddi tazminat, bir kimsenin zarar verici bir olay sebebiyle malvarlığında oluşan eksiltmeyi, zarar veren kimseden gidermesini ve malvarlığının bir dereceye kadar eski haline dönmesini talep ettiği edadır[351]. Bu edimin, eski hale aynen iade şeklinde gerçekleşmesi durumunda aynen; zarar veren olaydan önceki duruma para ile getirilmesi durumunda da nakden tazminattan bahsedilmektedir[352]. Manevi tazminat ise hukuka aykırı bir fiil sebebiyle bir kimsenin duyduğu elem ve acının giderilmesine yönelik bir edadır. Buna göre kişilik haklarına yönelik hukuka aykırı bir saldırı, manevi zarar ve bu iki unsur arasında illiyet bağının bulunması durumunda manevi tazminat talebi gündeme gelmektedir[353]. Görüldüğü üzere Borçlar Hukukuna göre bir tazminat talebinden bahsedebilmek için kusura dayalı olsun ya da olmasın hukuka aykırı bir fiil nedeniyle zarar görülmüş olması gerekmektedir.

İleri sürülen bir diğer görüşe[354] göre de ayrılma akçesini tazminat olarak kabul etmemek gerekmektedir. İsvBirK m. 8 hükmünde "*Abfindung*" ifadesinin seçilmesi ve yine Kanun'un İngilizce çevirisinde "*Compensation Payment*"[355] ifadesinin kullanılması sebebiyle, ilk bakışta ayrılma akçesinin tazminat niteliği taşıdığı algısı oluşmaktadır. Ancak ayrılma akçesinin, payların gerçek değerinin karşılığı olması ve herhangi bir zarar

[350] *Pulaşlı, Şerh I*, s. 222; *Pulaşlı, Genel Esaslar*, s. 79; *Akbilek*, s. 182.

[351] *İnan*, Ali Naim/*Yücel* Özge: *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 4. Baskı, Seçkin: 2014 Ankara, s. 459; *Oğuzman*, M. Kemal/*Öz*, M. Turgut: *Borçlar Hukuku Genel Hükümler Cilt II*, 2. Baskı, İstanbul: Vedat 2012, (Anılış: *Oğuzman/Öz, Cilt II*), s. 66.

[352] *İnan/Yücel*, s. 459, *Oğuzman/Öz*, *Cilt II*, s. 67.

[353] *İnan/Yücel*, s. 476; *Oğuzman/Öz, Cilt II*, s. 246.

[354] *Özatlan, Çıkma Hakkı*, s. 32.

[355] İngilizce çeviri metninde her ne kadar "*compensation payment"* ifadesi kullanılmış ise de tarafımızca başvurulan İngilizce kaynakların çoğunda esas olarak "*appraisal right", "appraisal remedy*", "*exit right*", "*right to exit*" ifadelerinin tercih edildiği görülmüştür.

karşılığında verilmemesi gibi sebeplerle bu kurumun tazminat niteliği taşımadığı ileri sürülmektedir[356].

Bir başka görüşe[357] göre, ayrılma akçesi, ortağın şirketten ayrılması sebebiyle payının karşılığında aldığı bir alacak hakkına karşılık gelmektedir. Buna göre şirket ile ilişkisi kesilen pay sahibine verilen ayrılma akçesi, pay sahibinin şirket malvarlığından, payına denk bir alacak hakkını oluşturmaktadır.

Savunulan bir diğer görüşe[358] göre, ayrılma akçesinin hukuki niteliği, tazminat ya da tasfiye payı olarak değil; ancak satış bedeli olarak nitelendirilmelidir. Ayrılma akçesi ile birleşme dışında bırakılan pay sahiplerinin uğrayacağı bir zararın tazmini söz konusu olmadığından ilgili kurum, tazminat olarak kabul edilmemelidir. Diğer yandan tasfiye payında esas alınmayan ancak TTK m. 141 hükmünde payın gerçek değerinin tespit edilmesi aşamasında esas alınan "*know-how*, müşteri çevresi" gibi değerler sebebiyle tasfiye payı olarak ifade edilmesi de doğru olmayacaktır. Öte yandan, İsviçre doktrininde savunulan ve ayrılma akçesinin pay bedelinin iade edilmesine karşılık geldiğine dair görüş de birleşmede, payların itfa edilmemesi sebebiyle reddedilmektedir. Nihayetinde tüm bu değerlendirmeler ışığında ayrılma akçesinin, payın devir bedeli olduğu belirtilmektedir[359].

Ayrılma akçesi ile benzerlik gösteren düzenlemeleri değerlendirmek ve ayrılma akçesinin hukuki niteliğini saptamak açısından, konu ile ilgili yargı kararlarındaki

---

[356] *Özatlan, Çıkma Hakkı*, s. 32; *Bektaş*, s. 761. Zira ayrılma akçesinin tazminat olarak kabul edilmesi durumunda dahi TBK hükümleriyle düzenlenen haksız fiil neticesinde verilen tazminatın kast edilmediğine ilişkin bkz. *Erdem*, s. 270; *Koşer*, s. 371.

[357] *Bilgili/Demirkapı*, s. 75.

[358] *Ulusoy*, s. 95; *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I*, s. 141.

[359] *Ulusoy*, s. 95. Ayrılma akçesinin ödeme niteliğinde olduğuna ilişkin bkz. *Kağıtçıoğlu*, s. 153. Satın alma bedeli niteliği taşıdığına ilişkin bkz. *Tekinalp, Birleşmede Ayrılma Akçesi*, s. 24; *Özatlan*, Yurdal: *Anonim Şirket Birleşmelerinde Ortaklık Paylarının ve Ortaklık Haklarının İncelenmesi Davası (Denkleştirme Davası)*, Ankara: On İki Levha 2014, (Anılış: *Özatlan, Denkleştirme Davası*), s. 120-121; *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar Hukuku I*, s. 141.

eğilimin saptanması da önem taşımaktadır. Yargıtay Hukuk Genel Kurulu[360]'nun kooperatiflere ilişkin 16.04.2014 tarihli bir kararında[361], 1163 sayılı Kooperatifler Kanunu m. 10 hükmü uyarınca pay sahibinin çıkmasının kooperatifin varlığını tehlikeye düşürmesi durumunda, şirkete bir tazminat ödemesi gerektiği ifade edilmiştir. Anılan kararda ortağın ödeyeceği bedelin, gerçekte bir "ayrılma akçesi" olduğu ve tazminat ya da ceza niteliği taşımadığı; ayrılma akçesinin çıkmayla kooperatifin uğrayacağı zararı dengeleme noktasında önemli bir işlevinin olduğu ileri sürümüştür. Karardaki ayrılma akçesi kavramı, TTK m. 141 hükmünden farklı olarak ortak tarafından şirkete yapılan ödemeye karşılık gelmek üzere kullanılmıştır. Her ne kadar ilgili karar, TTK m. 141 hükmünde düzenlenen ayrılma akçesine ilişkin olmasa da ödenen tutarın, tazminat ya da ceza niteliği taşımadığını ortaya koymak bakımından önem taşımaktadır.

Biz de herhangi bir zarara bağlı olmaksızın, payların gerçek değerine denk gelecek şekilde hesaplanması sebebiyle ayrılma akçesinin tazminat niteliği taşımadığı kanaatindeyiz. Diğer yandan seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesi ile sermaye piyasası mevzuatı kapsamında düzenlenen ayrılma akçesinin, birleşmeye taraf olmayan pay sahibini cezalandırıcı bir işlevi olmaması sebebiyle ceza ödemesi olarak adlandırılması da doğru olmayacaktır. Öte yandan haklı nedenle fesih davasında, feshe değil de pay sahibinin payının gerçek değeri üzerinden satın alınmasına karar verilmesi ya da hâkimiyetin hukuka aykırı kullanılması durumunda, mahkemenin takdirinin olması gibi aşağıda detaylıca açıklanan sebepler de ayrılma akçesinin hukuki niteliğini tespit etmekte tek başına esas alınamamaktadır.

---

[360] Yargıtay Hukuk Genel Kurulu, çalışmamızda "YHGK" olarak anılacaktır.

[361] YHGK. 16.04.2014 T., 2013/23-1616 E., 2014/540 K.: "…*Yine, yukarda açıklandığı üzere; çıkma keyfiyetinin, kooperatifin mevcudiyetini tehlikeye düşürmesi halinde, ayrılmak isteyen ortağın, muhik bir tazminat ödenmesine yönelik anasözleşmeye hüküm konulabilir (1163 Sayılı K.K. m.10).*
Anılan yasa hükmü incelendiğinde, yasa metninde "tazminat" düzenlemesi getirildiği görülecektir. Bu tazminat, gerçekte bir 'ayrılma akçesi'dir. Niteliği ise, ne ceza, ne de tazminattır. Ayrılma akçesi çıkmayla kooperatifin uğrayacağı varsayılan kaybı dengeler.", (www.kazanci.com).

Çeşitli sebepler ve şartların varlığında, ayrılma imkânı sunan bu düzenlemelerin ortak yönü, pay sahibine payının gerçek değerinin ödenmesidir. Tüm bu değerlendirmeler ışığında, biz de birleşme sözleşmesinde öngörülen ayrılma akçesi ile sermaye piyasası mevzuatında öngörülen ayrılma akçesinin, payın devir bedeli niteliği taşıdığı görüşünün isabetli olduğu kanaatindeyiz.

B. Ayrılma Akçesinin Benzer Kavramlarla Karşılaştırılması

TTK ve sermaye piyasası mevzuatında pay sahibinin ayrılması sonucuna yol açan düzenlemeleri: anonim şirketin haklı nedenle feshi davası, ıskat, hâkim pay sahibinin satın alma hakkı, hâkimiyetin hukuka aykırı kullanılmasından doğan çıkma hakkı, pay alım teklif zorunluluğu, çıkarma ve satma hakkı, pay alım satım opsiyonları ve HAAŞ'nin sermaye piyasası mevzuatına tâbi olmaktan çıkması (*going private*) şeklinde sıralamak mümkündür. Anılan düzenlemeler, pay sahibinin şirketle olan ilişkisinin sonlandırılması sebebiyle ayrılma hakkı ile benzerlik gösterse de her durumda pay sahibine bir bedel ödenmemesi sebebiyle ayrılma akçesinden farklılaşmaktadır. Çalışmada da genel olarak ayrılma akçesi konusuna odaklanılması sebebiyle bu başlıkta, ayrılma akçesi gibi pay sahibine bir bedel ödenmesi sonucunu doğuran kavramlar ile karşılaştırmalı bir inceleme yapılacaktır.

a. Anonim Şirketin Haklı Nedenle Fesih Davası ile Karşılaştırılması

TTK m. 531 hükmüne[362] göre anonim şirkette yüzde on, halka açık anonim şirkette ise yüzde beş oranında paya sahip ortaklar, şirketin haklı nedenle feshini talep

[362] TTK m. 531: *"(1) Haklı sebeplerin varlığında, sermayenin en az onda birini ve halka açık şirketlerde yirmide birini temsil eden payların sahipleri, şirketin merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinden şirketin feshine karar verilmesini isteyebilirler. 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.*".

edebilme imkânına sahiptir[363]. Açılan davada mahkeme fesih yerine, davacı pay sahiplerinin paylarının karar tarihine en yakın tarihteki gerçek değerlerinin ödenmesi ile şirketten ayrılmalarına ya da duruma uygun başka bir çözüme karar verme yetkisine sahiptir. Bu bağlamda haklı nedenle fesih talebi son çare olarak öngörülmüş ve feshe başvurmadan diğer yollarla sorunun çözülmesi mümkün ise hâkimin bu konuda değerlendirme yapması gerektiği düzenlenmiştir[364].

TTK m. 531 ve m. 141 hükümlerinde, ayrılan pay sahibine şirket paylarının gerçek değerine denk düşecek bir ödeme yapılması gerektiği belirtilmesine karşın; her iki hükümde de ödemenin ne şekilde ve kim tarafından yapılacağı açıkça düzenlenmemiştir. Sermaye piyasası mevzuatında öngörülen ayrılma hakkı kullanım bedelinde ise TTK m. 141 ve 531 hükümlerinden farklı olarak konuya ilişkin daha kapsamlı ve ayrıntılı bir düzenlemeye yer verilmiştir.

Pay sahibinin şirketle ilişkisini sonlandıran ayrılma akçesi düzenlemeleri ile haklı nedenle fesih davası neticesinde ayrılma kararı verilmesi, yalnız azınlığı koruma amacı ile sınırlı değildir. Zira bu hükümler şirket içi menfaat ihtilaflarını çözmek, yönetimden

---

[363] Anonim şirkette haklı nedenle fesih davası hakkında bkz. *Tekinalp,* Ünal *(Poroy*, Reha/*Çamoğlu,* Ersin): *Ortaklıklar Hukuku II*, 14. Baskı, İstanbul: Vedat 2019, s. 347 vd.; *Çamoğlu, Haklı Sebep*, s. 667 vd.; *Erdem*, s. 259 vd.; *Oruç*, s. 209 vd.; *Çelik*, Aytekin: "*Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma"*, SÜHFD, 2009, C. 17, S. 2, (Anılış: *Çelik, Çıkarılma*), s. 171 vd.; *Çelik, Anonim Şirket,* s. 277 vd.; *Sever*, Rabia: "*Anonim Ortaklılarda Haklı Sebeple Fesih"*, Kazancı Hakemli Hukuk Dergisi, 2012, C. 8, S. 89-90, s. 198; *Kahyaoğlu*, s. 549 vd.; *Şahin*, s. 421 vd.; *Ayan*, Özge: "*Yeni Türk Ticaret Kanununda Anonim Şirketin Haklı Sebeplerle Feshi Davası (531. Madde)",* Legal Hukuk Dergisi, 2011, S. 102, s. 2237 vd. Limited şirketler açısından bkz. *Mineliler*, Zeynep: "*Yeni Türk Ticaret Kanunu'na Göre Limited Şirketlerin Haklı Sebeple Feshi"*, GÜHFD, 2012, C. XVI, S. 3, s. 95 vd.; *Çamoğlu*, Ersin: "*Limited Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi ve Yargıtay Kararları",* XXX. Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu, Ankara: BTHAE 2016, (Anılış: *Çamoğlu, Limited Ortaklık*), s. 57 vd.

[364] Bu hususta tarafımızca yapılan araştırmalarda, anonim şirketin haklı nedenle feshine ilişkin bir hüküm içermeyen ETTK'nın yürürlükte olduğu dönemde, haklı nedenle fesih kurumunun anonim şirketlere uygulanmaması gerektiğini benimseyen yazarlar ve Yargıtay tarafından, mevcut TTK m. 531 hükmünde olduğu gibi anonim şirkette feshin son çare olarak benimsendiği kademeli bir çözüm önerisine de rastlanılmamıştır.

ve şirket işlerinden uzaklaşmış azınlığın durumuna çözüm bulmak, sorunları giderip şirketi yaşatmak gibi gerekçeler yönünden de benzerlik göstermektedir[365]. Gerçekten haklı nedenle fesih davasında mahkemenin şirketten çıkarılmaya karar vermesi sonucunda, sadece azınlık ortakların menfaati değil; şirkette ortaklık ilişkisini sürdürmek isteyen pay sahipleri ile birlikte şirket ve şirket alacaklılarının menfaatleri de korunmaktadır[366]. Bu sebeple birleşmede pay sahiplerine ayrılma akçesi verilerek işlemin dışında tutulmaları ya da haklı nedenle fesih davasında çıkmalarına imkân tanınması, hukuki müeyyide niteliği taşımamakta[367]; sınırlarının iyi bir şekilde belirlenmesi ve anonim şirketler açısından tehdit aracı haline getirilmemesi önem taşımaktadır[368].

TTK m. 531 hükmünde yer alan *"...davacı pay sahiplerinin şirketten çıkarılmalarına..."* ifadesinden hareketle hakkın, çıkma ya da çıkarılma bakımından hangi kategoride olduğunun değerlendirilmesi, ayrılma hakkı ile bağlantı kurmak bakımından önem taşımaktadır. Doktrinde ilgili kurumun, azınlığın haklarını koruması sebebiyle çıkma olarak nitelendirilebileceği ve hükmün, *"...davacı pay sahiplerinin ayrılmalarına..."* olarak değiştirilmesinin daha isabetli olacağı ifade edilmiştir[369]. Benzer yöndeki bir görüşe göre de hükmün esasen haklı sebeple çıkarma değil, haklı sebeplerin varlığı halinde mahkemece şirketten çıkmaya izin verilmesi şeklinde anlaşılması

---

[365] TTK m. 531 hükmüne göre anonim şirketin feshini talep edebilmek açısından haklı sebep kavramına ilişkin bkz. *Çelik, Çıkarılma*, s. 201; *Oruç*, s. 212 vd.; *Çamoğlu, Haklı Sebep*, s. 675 vd.; *Sever*, s. 194; *Şahin*, s. 392. Öte yandan kişisel sebeplerin ancak istisnai hallerde haklı sebep sayılabileceğine ilişkin bkz. *Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar II*, s. 352; *Nomer Ertan*, s. 426 vd.

[366] *Erdem*, s. 260; *Şahin*, s. 392; *Oruç*, s. 212 vd.; *Sever*, s. 194 vd. Mahkemenin böyle bir karar vermesinde, esas olarak şirketin sürekliliği ve ölçülülük ilkelerinin yer aldığına ilişkin bkz. *Atila*, Beste: *Anonim Şirketlerin Haklı Sebeple Feshi Davasındaki Fesih Dışı Çözüm Yolları*, İstanbul Bilgi Üniversitesi Lisansüstü Programlar Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul: 2018, s. 11 vd.

[367] *Çelik, Çıkarılma*, s. 203.

[368] *Sever*, s. 194.

[369] *Şahin*, s. 395; Haklı sebeple fesih davası ile dolaylı da olsa çıkma hakkının anonim şirketlere kazandırıldığı yönünde bkz. *Sever*, s. 198; *Erdem*, s. 266. Azınlığı isteği doğrultusunda şirketten ayrılması sebebiyle çıkma olarak nitelendirilmesinin isabetli olacağına ilişkin bkz. *Atila*, s. 31.

gerekmektedir[370]. Karşı yöndeki bir görüş de davacı pay sahiplerinin paylarının gerçek değerini ödenmesi sebebiyle hâkimin şirketten çıkarılmaya karar verme yetkisi olduğunu savunmaktadır[371].

Nihayetinde bir diğer görüş ise TTK m. 531 hükmünün çıkma ya da çıkarma davası olarak nitelendirilmesi, hükmün amacına ve anonim şirketin temel esaslarına aykırılık teşkil edeceğinden hükmün, azınlık haklarına ilişkin bir düzenleme olduğunun anlaşılması yönündedir[372]. Mahkemece payın gerçek değerinin ödenmesine karar verilmesinin çıkmaya izin olarak kabul edilmesi; seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesi ile ayrılma hakkı kullanım bedeli sistematiğinden farklılaşmaktadır.

Seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesi, ortağın şirketten çıkması ve çıkarılması bakımından her iki boyutu da kapsayacak bir düzenleme iken; haklı nedenle fesih davası sonunda ortağın ayrılması kararının, çıkmaya imkân tanıyan bir düzenleme olduğu kabul edilmektedir[373]. Bu bağlamda haklı nedenle fesih talepli davada ortağın ayrılmasına karar verilmesi, seçimlik ayrılma akçesinin çıkma niteliğiyle benzerlik; zorunlu ayrılma akçesinin çıkarılma niteliğiyle farklılık göstermekte ve bu konuda yapılan açıklamaların

---

370 *Erdem*, s. 262.

371 *Nomer Ertan*, s. 430. Yazar, Yargıtay'ın da konuya ilişkin bir kararını örnek göstermiştir: *"...Dava konusu şirketin ana sözleşmesinde yer alan faaliyet amaçlarını gerçekleştirmeye yarar bir kısım taşınmazlarını elinden çıkardığı, 2006 yılından beri gayri faal durumda olduğu, ortaklar arasında yaşanan ihtilaflar nedeniyle davaların süregeldiği ve bu itibarla davada haklı nedenlerle fesih koşullarının gerçekleştiği sabit ise de; dosya içerisinde yer alan bilirkişi raporları ve belgelerden aile şirketi vasfındaki davalı şirketin halen elinde bulundurduğu malvarlıklarıyla şirket anasözleşmesinde yer alan amaçları rahatlıkla gerçekleştirebilecek durumda olduğu, davacı ortakların ortaklıktan ayrılması halinde şirket anasözleşmesinde yapılacak değişiklikle şirketin amaçlarının değiştirilebileceği, esasen davacı ortakların da ortaklıktan çıkmayı isteyip sadece ödenecek pay bedeli hususunda diğer ortaklarla anlaşamadıkları hususu gözetildiğinde şirketin, haklı nedenle feshi yerine davacı ortakların pay bedellerinin taraflarına ödenmesi suretiyle ortaklıktan çıkarılmalarına karar verilmesinin somut olaya uygun olacağı gözetilmeksizin yazılı gerekçeyle bu yöndeki talebin reddi doğru görülmemiş bozmayı gerektirmiştir."*. Kararın tam metni için bkz. Yarg. 11. HD. 02.06.2014 T., 2014/3669 E., 2014/10238 K., (www.sinerjimevzuat.com).

372 *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar II*, s. 357.

373 *Şahin*, s. 412.

doğrudan kabul edilmesi, ayrılma akçesinin hukuki niteliğinin saptanması açısından yanıltıcı olabilmektedir.

b. Hâkim Pay Sahibinin Satın Alma Hakkı İle Karşılaştırılması

TTK m. 208 hükmü[374] ile hâkim şirketin; doğrudan veya dolaylı olarak bir sermaye şirketinin oy hakkı veya paylarının en az %90'ına sahip olması ve azınlığın bazı olumsuz davranışlarda bulunması durumunda[375], azınlığın paylarını satın alabileceği düzenlenmiştir. Hükümde belirtildiği üzere azınlık; şirketin çalışmasını engelliyor, dürüstlük kuralına aykırı davranıyor, fark edilir sıkıntı yaratıyor ya da pervasızca hareket ediyorsa hâkim şirket %90 orana ulaşması durumunda bu hakkı kullanabilecektir[376]. Gerekçe'de ilgili hükmün *Forum Europeum'*un önerisinden esinlenerek oluşturulduğu ve çoğu kişisel sebeplerle şirketin çalışmasını engelleyen ve şirketi bunaltan pay sahiplerinin olumsuz hareketlerinin önüne geçilmesinin amaçlandığı ifade edilmiştir[377]. TTK m. 208 hükmüne başvurulabilmesi için aleni pay alım teklifine gerek bulunmamakta; yüzde doksan eşiğin bir ticaret şirketi tarafından aşılması yeterli olmaktadır[378].

---

[374] TTK m. 208: *"(1) 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 varsa borsa değeri, yoksa 202 nci maddenin ikinci fıkrasında öngörülen şekilde belirlenen değer ile satın alabilir*.".

[375] Hükümde yer verilen "*azlık şirketin çalışmasını engelliyor, dürüstlük kuralına aykırı davranıyor, fark edilir sıkıntı yaratıyor veya pervasızca hareket ediyorsa"* ifadelerinin, ispatı oldukça güç kavramlar olup anonim şirketin yapısına da aykırılık teşkil etmektedir. Kanun'da yer verilenin aksine, objektif iyiniyet kurallarına aykırı davranışın esas alınmasının, kanun yapma tekniğine daha uygun olacağına ilişkin bkz. *Karababa*, s. 161, 162.

[376] İlgili oranın Kanun metninde %90, Gerekçe metninde ise %95 olarak belirtilmesindeki farlılık, Ön Tasarı Metninde oranın %95 olarak belirlenmesi ancak Tasarı'da %90 olarak değiştirilmesine karşın Gerekçe'de ilgili düzeltmenin yapılmamasından kaynaklanmaktadır. Bkz. *Kendigelen, İlk Tespitler*, s. 191.

[377] Bkz. Gerekçe m. 208.

[378] *Akın*, %90 eşiğinin ticaret şirketi tarafından aşılması gerektiğinin birçok ülke düzenlemesinde bulunmadığını ifade etmiştir. Bkz. *Akın*, s. 12.

Hükmün gerekçesinde kötüye kullanma ve pay bedelinin belirlenmesi hususlarında mahkemenin takdir yetkisi olduğu belirtilmesine rağmen hükümde, hakkın kullanılabilmesi için ayrıca mahkemeye başvurulması şartı öngörülmemiştir. TTK m. 208 hükmü ile m. 202 hükmüne yapılan atıf, pay bedelinin belirlenmesi ile ilgili olup[379] mahkemeye başvurulması konusuna açıklık getirmemektedir. Doktrinde de haklı olarak ifade edildiği üzere, bu durumda mahkeme kararı aranmaksızın tek taraflı irade beyanı ile hakkın kullanılabilmesi, azınlığın korunması bakımından sıkıntı oluşturabilecek niteliktedir[380].

Zorunlu ayrılma akçesi ile hâkim şirketin satın alma hakkı, şirket içi barışı ve hâkimiyeti sağlayan *squeeze-out* kurumunun hukukumuza yansıması olduğundan, her iki düzenleme arasındaki ilişkinin açıklanması gerekmektedir. Gerçekten her iki hükümde ilgili oranın %90 olarak belirlenmesi de düzenlemeler arasında uyum bulunduğunu ortaya koymaktadır[381]. Ancak TTK m. 208 hükmünün uygulaması, yalnızca şirketler topluluğu ile sınırlı olup gerçek kişilerin bu haktan faydalanabilmesi mümkün değil iken; TTK m. 141 hükmü uyarınca %90 orana ulaşılması açısından oy kullanacak kişilerin gerçek ya da tüzel kişi pay sahibi olması farklılık göstermemektedir[382].

---

[379] TTK m. 202/2 hükmü ile payın hesaplanması açısından "*paylarının varsa en az borsa değeriyle, böyle bir değer bulunmuyorsa veya borsa değeri hakkaniyete uygun düşmüyorsa, gerçek değerle veya genel kabul gören bir yönteme göre belirlenecek bir değerle satın alınması"* esası benimsenmektedir. Ancak SPKn m. 27/3 hükmünde TTK m. 208 hükmünün, HAAŞ'ler açısından uygulanmayacağı belirtilmesi sebebiyle bedelin tespit edilmesi konusunda borsa fiyatının esas alınması eleştirilmektedir. Bkz. *Karababa*, s. 169.

[380] *Develi*, s. 468; *Kendigelen, İlk Tespitler,* s. 192. Karşı yönde *Karababa* ise hâkim şirketin hâkimiyeti kazanması ile birlikte satın alma iradesini kendi özel kurulunda karara bağlamasının ve başka bir şartın gerekli görülmemesinin isabetli olacağını ifade etmiştir. Yazar, böyle bir yaklaşımla azınlığı ihraç etme önündeki engelleri kaldırmanın TTK ruhuna da uygun olduğunu belirtmiştir. Bkz. *Karababa*, s. 175, dn. 525.

[381] *Akın*, s. 12; *Semerci Vuraloğlu*, s. 78.

[382] TTK m. 208 uyarınca ortaklıktan çıkarma hakkının gerçek kişilere de tanınarak hükmün uygulamasının artırılabileceği yönünde bkz. *Akın*, s. 17.

Değinilmesi gereken bir başka husus ise çıkacak ya da çıkarılacak pay sahiplerinin olumsuz davranışlarda bulunmalarının gerekip gerekmediğidir. Pay sahiplerinin şirket içinde %90 orana ulaşması ve azınlığın konumu bir risk tehdidi olarak görülmüş ise de buna ek olarak azınlığın birtakım olumsuz davranışlarda bulunması şartına da yer verilmiştir[383]. TTK m. 141 hükmünde ise birleşmeye katılmak istemeyen ya da katılması istenmeyen pay sahiplerinin somut olarak kötü niyetli belirli bazı davranışları sergilemesi şartı aranmamıştır. Her ne kadar hükümde açıkça düzenlenmese de Gerekçe'de zorunlu ayrılma akçesi öngörülebilmesi, azınlık pay sahiplerinin şirket huzurunu bozan davranışları ile bağlantılı olarak açıklandığından kanun koyucunun, TTK m. 208 hükmünde olduğu gibi bazı olumsuz davranışların varlığını aradığı düşünülebilir[384]. Ancak ayrılma hakkı kullanım bedeli talep eden pay sahibinin, önemli nitelikteki kararlar açısından sermaye piyasası mevzuatında öngörülen süreci tamamlaması yeterli olup ayrıca haklı sebeplerin varlığına ihtiyaç bulunmamaktadır.

Öte yandan tam hâkimiyet halinde, Kanun'dan doğan mutlak bir talep hakkı olmasına rağmen; ayrılma akçesi bakımından şirketin iradesinden doğan bir hak söz konusudur[385]. Hâkim pay sahipleri ve onlarla birlikte hareket eden kimselerin çıkarma hakkını kullanması durumunda şirkette tam hâkimiyetin sağlanması daha açık gözlenmektedir[386]. Oysa pay sahibinin ayrılma akçesi ya da ayrılma hakkı kullanım bedeli talebi ile şirket, her zaman tek kişilik anonim şirkete dönüşmediğinden şirket içi

---

[383] Azınlığın çıkarılabilmesi için gerekli olan haklı sebeplerin, TTK m. 208 hükmüne ayırt edici nitelik kazandırdığına ilişkin bkz. *Semerci Vuraloğlu*, s. 78.

[384] *Çelik, Anonim Şirket*, s. 264; *Akbilek*, s. 186.

[385] *Çelik, Anonim Şirket*, s. 265, dn. 397. Büyük pay sahibinin hakkını kullanırken azınlık haklarının mağdur edilmemesi için ödenen bedelin makul olup olmadığı denetlenmesi, azınlığa da satın almayı talep hakkının verilmesi gibi çözümlerin isabetli olacağına ilişkin bkz. *Kaya, Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma*, s. 328.

[386] Ancak TTK düzenlemesi ile hâkim pay sahibinin çıkarma hakkını kullanması ile her durumda tam hâkimiyet sağlanmamaktadır. Nitekim TTK m. 208 hükmünde belirtildiği şekilde hareket etmeyen azınlık pay sahipleri açısından çıkarma hakkı kullanılamamakta ve bu durumda tam hâkimiyet sağlanamamaktadır. Bkz. *Çelik, Anonim Şirket*, s. 273.

hâkimiyet de her zaman tam olarak sağlanamamaktadır. Aşağıda detaylı olarak inceleneceği üzere ayrılan pay sahibine yapılan ödeme ve ödemenin türü de ayrılma akçesi, ayrılma hakkı kullanım bedeli ve hâkim pay sahibinin satın alma hakkı arasındaki bir diğer farklılıktır[387]. Tüm bu hususların değerlendirilmesi durumunda, TTK m. 141 hükmüne ilişkin bazı boşlukların doldurulması açısından TTK m. 208 düzenlemesine başvurulabileceği ifade edilebilirse de kavramlar arasındaki farklılıklara dikkat edilmesi gerekmektedir.

c. Hâkimiyetin Hukuka Aykırı Kullanılmasından Doğan Çıkma Hakkı İle Karşılaştırılması

TTK m. 202/1 hükmünde hâkim şirketin, örnekseme yoluyla sayılan davranışları gerçekleştirerek bağlı şirketi kayba uğratması durumunda[388], zararı denkleştirmesi gerektiği aksi takdirde zararı tazmin etmekle veya re'sen ya da istem üzerine payları satın almak zorunda olacağı düzenlenmiştir. Bu durumda davacı pay sahibinin payının satın alınması istem üzerine gerçekleştiyse çıkma; hâkim kararı ile gerçekleşti ise çıkarılma gündeme gelecektir[389]. TTK m. 202/1 hükmünün (d) bendine göre, kayba sebep olan işlemin, aynı veya benzer şartlarda dürüstlük kuralları uyarınca şirket menfaatini gözeten tedbirli bir yönetim kurulu üyesi tarafından da yapılabilecek olması ya da yapılmasından kaçınılması durumunda tazminata hükmedilmeyeceği düzenlenmektedir. Payların satın alınmasına karar verilmesi, ancak tazminat davası açılması durumunda söz konusu

[387] Bkz. aşa. s. 278 vd.

[388] Hükümde tercih edilen kayıp ve denkleştirme kavramları, somutlaştırılması güç kavramlardır. Davacının zararı ispatlaması gerektiğinden yargılama bakımından kayıp ve zarar kavramlarının eş anlamlı kabul edilmesine ilişkin bkz. *Çamoğlu*, Ersin: "*Şirketler Topluluğunda Hakimiyetin Kötüye Kullanılmasından Doğan Sorumluluk Davaları"*, GSÜHFD, 2013/2, (Anılış: *Çamoğlu, Hakimiyetin Kötüye Kullanılması*), s. 22, 23, dn. 5.

[389] *Çelik, Anonim Şirket*, s. 87.

olduğundan, tazminata hükmedilmemesi durumunda ayrılma hakkına başvurulması da mümkün olmayacaktır[390].

TTK m. 202/2 hükmü[391] ile de hâkim şirketin bağlı şirketi zarara uğratacak nitelikte bir işlem gerçekleştirmesi ve belirli koşulların varlığı halinde, davacı bağlı şirket pay sahiplerinin paylarının hâkim şirkete satılması hususu düzenlenmiştir. Bu bağlamda hükümde örnekseme yoluyla sayılan işlemlerin gerçekleştirilmesi yeterli olup bağlı şirket pay sahiplerinin ayrıca bir zarara uğramış olmaları aranmamaktadır. TTK m. 202/1 hükmünde hâkimiyetin hukuka aykırı kullanılması durumunda ortaya çıkan zararın denkleştirilmesi ile zararı tazmin etme durumunun engellenebileceği düzenlenmiştir. Ancak TTK m. 202/2 hükmünde bu yönde bir düzenleme bulunmaması sebebiyle söz konusu örnekseme yoluyla sayılan işlemlerin gerçekleştirilmesi, çıkma hakkının kullanılması bakımından yeterli olmaktadır[392].

Özünde pay sahibinin şirketle ilişkisini sonlandırma niteliği taşıyan TTK m. 202/2 hükmü ile sermaye piyasası mevzuatında öngörülen ayrılma hakkı kullanım bedeli düzenlemeleri, talep edilebilme süreleri açısında da farklılık göstermektedir. TTK m. 202/2 hükmü uyarınca dava açılabilmesi için iki yıllık hak düşürücü bir süre öngörülmekte iken; II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 9/6 ile II-23.3 m. 12/2 hükümlerinde çok

---

[390] *Develi*, s. 470.

[391] TTK m. 202/2: *"Hâkimiyetin uygulanması ile gerçekleştirilen ve bağlı şirket bakımından açıkça anlaşılabilir haklı bir sebebi bulunmayan, birleşme, bölünme, tür değiştirme, fesih, menkul kıymet çıkarılması ve önemli esas sözleşme değişikliği gibi işlemlerde, genel kurul kararına red oyu verip tutanağa geçirten veya yönetim kurulunun bu ve benzeri konulardaki kararlarına yazılı olarak itiraz eden pay sahipleri; hâkim teşebbüsten, zararlarının tazminini veya paylarının varsa en az borsa değeriyle, böyle bir değer bulunmuyorsa veya borsa değeri hakkaniyete uygun düşmüyorsa, gerçek değerle veya genel kabul gören bir yönteme göre belirlenecek bir değerle satın alınmasını mahkemeden isteyebilirler. Değer belirlenirken mahkeme kararına en yakın tarihteki veriler esas alınır. Tazminat veya payların satın alınmasını istem davası, genel kurul kararının verildiği veya yönetim kurulu kararının ilan edildiği tarihten başlayarak iki yılda zamanaşımına uğrar."*.

[392] *Özatlan, Çıkma Hakkı*, s. 40.

daha kısa süreler öngörülmüştür[393]. Bu sebeple TTK m. 202/2 hükmünde öngörülen sürenin, hukuk güvenliğini zedeleyeceği ileri sürülmektedir[394].

TTK m. 202/2 ve TTK m. 141/2 hükümleri, her iki düzenlemenin keyfi uygulamaları önleme amacı taşıması sebebiyle benzerlik göstermektedir. TTK m. 202/2 hükmü uyarınca hâkim şirketin haklı bir sebep olmaksızın hükümde sayılan bazı işlemleri gerçekleştirmesi durumunda, bağlı şirket pay sahibine payını şirkete satabilme imkânı sunulmuştur. Sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen ayrılma hakkı kullanım bedeli talebi de bireysel nitelik taşımakta ve TTK m. 202/1'de olduğu gibi pay sahipliğinin sona ermesiyle sonuçlanmaktadır. Bu yönüyle ayrılma akçesi, ayrılma hakkı kullanım bedeli ve TTK m. 202/1 düzenlemeleri, şirketin feshedilmesi tehlikesine yol açmaksızın ortağın şirketten ayrılması ile sonuçlanan düzenlemelerdir[395].

Öte yandan, TTK m. 202/1 ve m. 202/2 hükümlerine göre davacı pay sahiplerinin paylarının satın alınmasına karar verilmesi durumunda söz konusu talep, mahkeme yoluyla hâkim şirkete yöneltilmektedir[396]. TTK m. 141 uyarınca ayrılma akçesine ilişkin talep, dava yolu ile değil birleşme sözleşmesinde öngörülmek koşuluyla doğrudan devralan şirkete karşı; sermaye piyasası mevzuatında öngörülen ayrılma hakkı kullanım bedeli ise mahkeme yoluna başvurmaksızın aracı kurum ve şirkete karşı ileri sürülmektedir. Bir diğer açıdan, ayrılma akçesinde öncelikli olarak pay sahibinin payına

---

[393] Bkz. aşa. s. 169 vd.

[394] *Karababa*, s. 141.

[395] Ancak doktrinde, TTK m. 202/1 hükmünün esas olarak şirket menfaatlerini çözme amacına yönelmesi sebebiyle denkleştirme davasında, pay sahiplerinin ortaklıktan çıkarılmalarına karar verilmemesi gerektiğini ileri sürülmektedir. Buna göre, pay sahiplerinin çıkma düşüncesi varsa TTK m. 202/2 ya da gerekli oranı sağlamak koşuluyla TTK m. 531 düzenlemesinden yararlanmaları gerekmektedir. Denkleştirme davası ile davacı pay sahiplerinin paylarının satın alınması durumunun, pay sahipleri tarafından da kabul edilemeyeceği hakkında bkz. *Çelik, Çıkarılma*, s. 200.

[396] TTK m. 202/1-d hükmü uyarınca talep olmasa dahi hâkimin tazminat yerine payların şirket tarafından satın alınması ya da duruma uygun bir başka çözüme hükmedebilecek olmasının HMK m. 26 hükmü ile düzenlenen taleple bağlılık ilkesine bir istisna olduğuna ilişkin bkz. *Kendigelen, İlk Tespitler*, s. 184.

mahkemeye başvurmaksızın likidite kazandırılması amaçlanmasına karşın; TTK m. 202/1'de bağlı şirketin uğradığı zararın mahkeme aracılığıyla giderilmesi amaçlanmaktadır[397]. Tüm bu sebeplerle belirsizlik bulunan konularda, ayrılma akçesi ve ayrılma hakkı kullanım bedeli ile hâkimiyetin hukuka aykırı kullanılmasında çıkma hakkının farklılaştığı hususlara dikkat edilerek uygulanmaları gerekmektedir.

d. Pay Alım Teklif Zorunluluğu ile Karşılaştırılması

Pay alım teklif zorunluluğu, TTK m. 408 hükmü ile düzenlenen pay sahibinin yalnız sermaye koyma borcu ile yükümlü olması ilkesine bir istisna teşkil etmekte, bazı önemli nitelikteki işlemlerin gerçekleşmesi durumunda payların satın alınması için teklifte bulunma yükümlülüğüne sebep olmaktadır[398]. Sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen ayrılma hakkı kullanım bedeli gibi pay alım teklif zorunluluğuna da bazı önemli nitelikteki işlemler sebebiyle başvurulabilmekte; ancak her iki bedelin talep edilme süreci ile mali yükümlülük altına girecek kimseler farklılaşmaktadır[399]. Seçimlik

---

[397] Her iki düzenlemenin karşılaştırılmalı bir şekilde değerlendirilmesi için bkz. *Semerci Vuraloğlu*, s. 103, 104.

[398] Pay alım teklifinde ödemenin üçüncü bir kişiye yaptırılması durumunda da pay sahibi üçüncü kişi ile anlaşmaya varmak durumunda olduğuna ilişkin bkz. *Bektaş*, s. 792. Pay alım teklif zorunluluğunda, zorunluluk yaratan husus teklifte bulunulması olup payların satılması konusunda pay sahiplerinin iradesi bulunmaktadır. Bkz. *Adıgüzel,* Burak: *Sermaye Piyasası Hukuku*, 2. Baskı, Ankara: Adalet 2018, (Anılış: *Adıgüzel, Sermaye Piyasası*), s. 88 vd.

[399] Ayrılma hakkı kullanım bedelinin talep edilebilmesi için pay sahiplerinin; pay alım teklif zorunluluğunda ise hâkim pay sahibinin daha aktif rol oynadığı bir süreç mevcuttur. Ayrılma hakkı kullanım bedelinin talebi, pay sahibinin inisiyatifinde iken; pay alım teklifi hâkim ortak dışındaki pay sahiplerine yöneltilmesi zorunlu bir durumdur. Karşılaştırma ve değerlendirme için bkz. *Erişir Karacan/Karacan*, s. 272 vd. Önemli nitelikteki işlemler açısından öngörülen ayrılma hakkına uygun olarak pay alım teklif zorunluluğunda da teklif açısından, şirkete yükümlülük getirilmesinin daha uygun olacağına ilişkin bkz. *Erişir Karacan/Karacan*, s. 251.

Öte yandan pay alım teklif zorunluluğuna başvurulabilmesi açısından genel kurulda olumsuz oy kullanılması ve muhalefet şerhinin tutanağa geçirilmesinin gerekli olup olmadığı tartışmalıdır. Bu şekli şartların sağlanmasına gerek olmadığına ilişkin bkz. *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 306; *Erişir Karacan/Karacan*, s. 266. Karşı yönde bkz. *Bektaş*, s. 774.

ve zorunlu ayrılma akçesinin hesaplanmasında ise gerçek değerin esas alınması ve yalnız birleşme açısından talep edilebilmesi, ayrılma sonucunu doğuran pay alım teklif zorunluluğundan oldukça farklılaşmaktadır.

Ayrılma hakkı kullanım bedeli ile ayrılma akçesi talep edilmesi durumunda şirket tarafından; pay alım teklif zorunluluğunda ise teklifte bulunan hâkim pay sahibi tarafından ödeme yapılmaktadır. Bu sebeple ayrılma akçesi ve ayrılma hakkı kullanım bedeli açısından şirketin kendi paylarını edinmesi sorunu[400] gündeme gelmekte iken; pay alım teklif zorunluluğunda HAAŞ, kendi paylarını iktisap etmediğinden bu tartışma söz konusu olmayacak, pay sahibinin iktisap ettiği payları elden çıkarması da gerekmeyecektir[401].

Öte yandan, önemli nitelikteki işlem sebebiyle ayrılan pay sahibine ödenecek ayrılma hakkı kullanım bedeli ve pay alım teklifi neticesinde ödenecek bedel, hesaplama gibi temel bir konuda benzerlik göstermektedir. Pay alım teklif zorunluluğu bakımından bedel, klasik pay alım teklif zorunluluğundan farklı olarak, ayrılma akçesi gibi II-23.1 Sayılı Tebliğ hükümlerine göre hesaplanmakta[402]; pay sahipleri paylarını satarken zarar görmemektedir[403].

Ayrılma hakkı ile pay alım teklif zorunluluğu, her iki kurumun da sözleşme kurma zorunluluğuna sebep olması bakımından benzerlik göstermektedir. Buna göre pay alım teklifinde bulunması gereken hâkim pay sahibi, önemli nitelikteki işlemin gerçekleşmesi

[400] Bkz. aşa. s. 281 vd.

[401] *Bektaş*, s. 792.

[402] Klasik pay alım teklifi açısından Pay Alım Teklifi Tebliği hükümleri esas alınmakta olup bu hususta farklılaşan önemli nitelikteki işlemlere ilişkin pay alım teklifinin, ayrılma hakkına yaklaştığına ilişkin olarak bkz. *Bektaş*, s. 774.

[403] *Adıgüzel, Sermaye Piyasası*, s. 88; *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 307.

ile Tebliğ'de belirtilen bedel üzerinden sözleşme kurma yükümlülüğü altına girmekte[404]; pay sahipliği sıfatı sona erdirilerek fiili ayrılma gerçekleşmektedir[405].

Ayrılma hakkı kullanım bedeli talep etmeye ve pay alım teklif zorunluluğu yapılmasına imkân sunan birleşmenin, pay sahibine her iki kuruma başvurmak konusunda bir seçim hakkı sunup sunmadığının da incelenmesi gerekmektedir. Belirtmek gerekir ki birleşme sebebiyle ayrılma hakkı kullanılmamış ise ve birleşme aynı zamanda kontrol değişikliği de yaratıyorsa mevcut yasal düzenleme gereği pay alım teklifinde bulunabilmesi mümkündür. Ancak pay alım teklif zorunluluğu ve ayrılma hakkının, pay sahiplerine şirketin yeni durumu karşısında değerlendirme yapılması ve şirketten çıkmalarını sağlamak gibi benzer amaçlara hizmet ettiğinin saptanması durumunda, her iki düzenlemenin birlikte uygulanmasına gerek bulunmadığı sonucuna varılmaktadır. Buna göre yönetim kontrolünün değişmesine neden olacak birleşmeler bakımından, sadece zorunlu pay alım teklifinin kabul edilmesi ve maliyetin şirkete değil de menfaat sağlayan pay sahiplerine yükletilmesi, daha uygun olacaktır[406].

e. Çıkarma ve Satma Hakkı ile Karşılaştırılması

Ayrılma akçesi ile benzerlik gösteren bir başka düzenleme de belirli bir hâkimiyet oranına ulaşılması ile azınlıkta kalan pay sahipleri açısından söz konusu olan çıkarma ve

---

[404] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 307.

[405] *Bektaş*, s. 772.

[406] *Oran*, s. 429. Bu noktada II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 11/5 hükmüne de dikkat çekmek gerekmektir. İlgili hüküm: "*Önemli nitelikteki işlemlere özgü olarak gönüllü olarak pay alım teklifinde bulunulmasının talep edilmesi veya ayrılma hakkını doğuran önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklanması ile eş anlı olarak pay alım teklifi zorunluluğunu doğuran bir başka işlemin gerçekleşmesi hallerinde; pay alım teklifi fiyatının ayrılma hakkı kullanım fiyatına eşit veya bu fiyattan yüksek olması ve Kurulca uygun görülmesi şartıyla münhasıran pay alım teklifinde bulunulur."* şeklindedir. Bu bağlamda yönetim kontrolünün gerçekleşeceği birleşmelerde doğrudan pay alım teklif zorunluluğuna başvurulması Tebliğ'deki düzenleme açısından da isabetli olacaktır.

satma hakkıdır[407]. Çıkarma hakkı, uluslararası hukukta "*squeeze out right*" olarak adlandırılmakta ve çoğunluk pay sahibinin, azınlığı çıkararak şirkete hâkim olması amaçlanmaktadır[408]. Farklı mevzuatta düzenlenmiş olsalar da çıkarma hakkı, *squeeze-out merger* olarak ifade edilen zorunlu ayrılma akçesi ve önemli nitelikteki işlemler sebebiyle talep edilen ayrılma hakkı kullanım bedeli arasında sıkı bir bağ bulunmaktadır.

Ayrılma akçesi ve ayrılma hakkı kullanım bedeli talep edilmesi ile çıkarma ve satma hakkına başvurulması, fiilen ayrılığa sebep olmaları yönüyle benzerlik gösterse de düzenlemelerin amacı ve tâbi oldukları usul oldukça farklıdır[409]. Ayrılma akçesi ve ayrılma hakkı kullanım bedeli talebinde, azınlık ve çoğunluk menfaatlerinin dengelenmesi ile önemli nitelikteki işleme karşı bir irade; çıkarma ve satma talebinde ise, şirket ve çoğunluk pay sahiplerinin menfaatlerinin dengelenmesi, belirli bir hâkimiyet oranına ulaşılması[410] ve halka açıklık statüsünün sona erdirilme amacı ön plandadır[411].

Çıkarma hakkının kullanılma sürecinde herhangi bir şekilde hâkimiyetin sağlanması, satma hakkı sürecinin tamamlanması, şirkete başvuru yapılması, bedelin belirlenmesi ile şirket sermayesinde azaltma ve artırım yapılması şartlarının tamamlanması gerekmektedir[412]. Bu bağlamda çıkarma hakkının kullanılabilmesi için hâkim ortak tarafından, satma hakkına ilişkin üç aylık süreden sonraki üç iş günü içinde ortaklığa başvurulması; ayrılma hakkı kullanım bedeli talep edilebilmesi için şirketten

---

[407] Çıkarma ve satma hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Manavgat*, Çağlar: "*Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakkı Sermaye Piyasası Hukukunda Yeni Yaklaşımlar"*, TFM, 2015, C. 1, S. 2, (Anılış: *Manavgat, Çıkarma ve Satma Hakkı),* s. 94 vd; *Adıgüzel, Sermaye Piyasası*, s. 94 vd.

[408] *Kaya, Ayrılma Hakkı,* s. 31. *"Squeeze-out"* ve *"squeeze out right"* kavramları hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. yuk. s. 60 vd.

[409] Her iki düzenleme ile de esasen pay devir serbestisine sınırlama getirilmiş olsa da çıkarma hakkının kullanılmasında devretme yükümlülüğü; ayrılma hakkının kullanılmasında ise devralma yükümlülüğü doğması hakkında bkz. *Semerci Vuraloğlu*, s. 83.

[410] *Palanduz*, Seda: *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ortaklıktan Çıkarma Hakkı*, İstanbul: On İki Levha 2019, s. 51.

[411] *Manavgat, Çıkarma ve Satma Hakkı*, s. 97.

[412] *Manavgat, Çıkarma ve Satma Hakkı*, s. 95 vd.

ayrılmak isteyen pay sahibinin gerekli şartları sağlaması ve tek taraflı beyanı[413]; şirket birleşmesi sebebiyle seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesi talebinde ise konuya ilişkin hüküm içeren birleşme sözleşmesinin aranılan yetersayılarla onaylanması sebebiyle izlenilen usuller farklılaşmaktadır.

Öte yandan özünde, pay sahiplerinin bir bedel karşılığında şirketten ayrılması ile sonuçlanan, pay sahipleri ile şirket arasındaki menfaat dengesini sağlama amacına yönelen ve belirli şartlarda azınlığa, belirli şartlarda da hâkim pay sahibine inisiyatif verilmesini öngören ayrılma akçesi ile çıkarma ve satmaya ilişkin hükümlerin birlikte uygulanabilirliğinin de tespit edilmesi gerekmektedir[414]. Bu bağlamda devrolunan şirketin HAAŞ, devralan şirketin ise kapalı anonim şirket olması ve sadece TTK m. 141/2 hükmünde belirtilen zorunlu ayrılma akçesi öngörülmesi durumunda, ayrılma akçesine ilişkin şartlara ilaveten çıkarmaya ilişkin şartların aranıp aranmayacağı hususu gündeme gelmektedir.

Belirtmek gerekir ki zorunlu ayrılma akçesi öngörülerek gerçekleştirilen birleşmeler, her zaman hakkın kötüye kullanılması niteliği taşımamaktadır. Kaldı ki Kanun'da da açıkça TTK m. 141 hükmünün, HAAŞ'ler bakımından uygulanmayacağı ya da ilaveten SPKn m. 27 hükmündeki koşulların aranacağı belirtilmediğinden ek olarak başka şartların aranmasına da gerek bulunmamaktadır[415].

HAAŞ'lerde önemli nitelikteki işlemlerin görüşüldüğü genel kurula katılmaları halinde olumsuz oy kullanan ve muhalefet şerhini tutanağa geçiren ya da belirli sebeplerle genel kurula katılamayan pay sahiplerinin, ilk olarak SPKn m. 24 hükmü ile düzenlenen ayrılma akçesi talebinde bulunmaları mümkündür. Nitekim bu durumda diğer

---

[413] *Palanduz*, s. 52. Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için genel kurulda önemli nitelikteki işlemler açısından bir karar alınması gerekmekte iken; çıkarma hakkının kullanılabilmesi için mevzuatta öngörülen hâkimiyet oranına ulaşılmasının yeterli olduğuna ilişkin bkz. *Semerci Vuraloğlu*, s. 84

[414] Azınlık pay sahiplerinin korunması amacıyla ayrılma hakkı, çıkarma ve satma hakkı ile zorunlu pay alım teklifinin mevzuatta birlikte düzenlenmesinin isabetli olduğuna ilişkin bkz. *Palanduz*, s. 56

[415] *Palanduz*, s. 61.

düzenlemelerde aranan şartlardan bağımsız bir şekilde ayrılma hakkı kullanılabilmektedir. Öte yandan, yönetim kontrolünü sağlayan payların ya da oy haklarının iktisap edilmesi hâlinde, ayrılma hakkına ilişkin şartların gerçekleşmiş olup olmamasına bakılmaksızın, pay alım teklif zorunluluğuna başvurulabilmektedir. Hâkimiyet oranının doğrudan %98'e ulaşılması durumunda ise SPKn m. 27 hükmünde belirtilen usul izlenerek satma ve çıkarma haklarına başvurulabilmesi de mümkündür[416]. Bu sebeple fiilen ayrılığa sebep olan ve birbirini tamamlayan bu üç düzenleme açısından, şartların oluşması durumunda, pay sahibinin tercihine göre bir yol izlenmesinin isabetli olacağı kanaatindeyiz.

f. Diğer Kurumlarla Karşılaştırılması

Ayrılma akçesi ve ayrılma hakkı kullanım bedeli ile karşılaştırmalı olarak incelenmesi gereken bir diğer düzenleme, pay alım ve satım opsiyonlarıdır. Pay alım ve satım opsiyonları, şirket karar alma mekanizmasının kilitlenmesi ya da sözleşme hükümlerine uyulmaması durumlarında payların satın alınması ya da pay sahiplerinin paylarını satarak şirketten ayrılması gibi[417], ayrılma akçesi ile benzer amaçlara hizmet etmektedir.

Anonim şirketin başarılı bir şekilde yönetilmesi, güç dengesinin gözetilmesi, şirket menfaatlerinin korunması ve anonim şirket faaliyetlerinin sürdürülmesi esnasında tarafların hak ve borçlarını belirlemek amacıyla pay sahipleri sözleşmesi de akdedilmektedir. Pay sahipleri sözleşmesinde düzenlenebilecek pay satım opsiyonları, pay sahiplerine belirli bir süre içinde ve öngörülmüş ise belirli şartların gerçekleşmesi durumunda paylarını diğer tarafa satma hakkı; pay alım opsiyonları ise diğer tarafın

---

[416] *Palanduz*, s. 56.

[417] *Okutan Nilsson*, Gül/*Atalay*, Oğuz: "*Anonim Ortaklık Paysahipleri Sözleşmelerinde Öngörülen Pay Alım ve Satım Opsiyonlarının Hukuki Niteliği ve Cebri İcrası"*, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan C. 1, İstanbul: Vedat 2007, s. 412.

paylarını satın alma hakkı vermektedir[418]. Bu bağlamda opsiyon hakkı sahibine sözleşme kurma ya da sözleşmenin süresini tek taraflı irade beyanı ile uzatma imkânı veren yenilik doğurucu bir hak niteliği taşımaktadır[419].

Sözleşmede öngörülecek opsiyonun, tek taraflı bir irade beyanıyla hüküm ve sonuç doğurabilmesi ancak sözleşmeyi kurma yetkisinin açıkça karşı tarafa verilmiş olması ile mümkün olabilmektedir. Bu hususta opsiyona ilişkin pay alım sözleşmesinin asli unsurlarının sözleşme ile belirlenmiş ya da belirlenebilir olması gerekmektedir[420]. Birleşme sözleşmesinde hangi şartları sağlayan pay sahiplerine ayrılma akçesi verilebileceğinin gösterilmesi, özellikle Kanun'da açıkça belirtilmeyen hususları açığa kavuşturmak bakımından önem taşımaktadır.

Ayrılma akçesi, ayrılma hakkı kullanım bedeli ve opsiyon semeni olarak belirtilen bedelin talep edilmesi hususu ise düzenlemeler açısından farklı usul ve esaslara tabidir. Opsiyonun türüne göre açılacak aynen ifa talepli bir davada, karşı tarafın paylarını devretmesi ya da semeni ödemesi talep edilmektedir. Diğer yandan çıplak ve kaydî paylar açısından davacının, mahkemece verilecek süre içinde ve mahkemece belirlenen yere semeni depo etmesine karar verilmesi durumunda, semen depo edildikten sonra payın mülkiyeti geçirilebilir. Ancak senede bağlı paylar bakımından ise şarta bağlı karar verilmesi mümkün olmaması sebebiyle mahkemece semenin depo edilmesine karar verilemeyeceği ifade edilmektedir[421]. Bu bakımdan pay alım ve satım opsiyonları uyarınca bedelin talep edilmesi, ayrılma akçesinden çok daha kapsamlı bir usule tabidir.

[418] *Okutan Nilsson/Atalay* s. 409.

[419] *Okutan Nilsson/Atalay*, s. 413.

[420] *Okutan Nilsson/Atalay*, s. 413.

[421] *Okutan Nilsson/Atalay*, s. 427.

İncelenmesi gereken bir başka düzenleme ise halka açık anonim şirketin, kapalı hale dönüştüğü *going private* işlemleridir[422]. *Going private* kavramından anlaşılması gereken, HAAŞ'nin paylarının borsada işlem görme özelliğinin sonlanması, halka açık olmaya dair koşullarını tamamen ya da kısmen kaybetmesi ve bu sebeple sermaye piyasası mevzuatına tâbi olmaktan çıkmasıdır[423]. Bu bağlamda halka açık şirketin pay senetlerinin; şirket, şirket dışı yatırımcı ya da yatırımcı grubu tarafından satın alınması yoluyla şirketin halka açık statüsü sona erdirilmektedir[424]. Pay senetleri fiyatlarının nominal değer altına düşmesi, maliyet ve yönetim riskleri, halka açık şirketlerin tabi olduğu yasal yükümlülükler nedeniyle masrafları azaltma düşüncesi gibi çok sayıda etmen *going private* işlemlerinin temel sebeplerini oluşturmaktadır[425].

Halka açıklık statüsünün sona ermesi olan *going private* ile *squeeze-out* prosedürü arasında sıkı bir bağ bulunmaktadır[426]. Ancak *squeeze-out* işleminin kapalı anonim şirketlerde de gerçekleşmesi ve halka açıklık statüsünün başka yollarla da sona ermesi, iki düzenlemenin kapsam bakımından farkını ortaya koymaktadır[427].

Halka açık anonim şirketin halka kapalı hale dönüşmesi durumunda dahi bazı pay sahiplerinin şirkette kalmaya devam etmesi sebebiyle, hâkimiyeti sağlamak amacıyla payların çeşitli yöntemlerle satın alınması gerekmektedir[428]. Bu sebeple *going private* sürecinin dikkat çekmeden tamamlanmasını amaçlayan halka açık şirketlerin, azınlığa ait

---

[422] *Going private* hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Hızır*, Serdar: *Halka Açık ortaklık Statüsünün Sona Erdirilmesi*, İstanbul: On İki Levha 2019, s. 96 vd.; *Tunçay*, Merzuke: *Halka Açık Anonim Şirketlerin Halka Kapalı Hale Dönüşmesi (Going Private)*, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara: 2003, s. 6.

[423] *Hızır*, s. 109.

[424] *Tunçay*, s. 6.

[425] *Kaya, Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma,* s. 311 vd.

[426] Bu noktada, ayrılma hakkının ve *going private* işlemlerinin, sadece genel kurulda sahip olunan paylar açısından kullanılabilmesi her iki düzenlemeyi birbirine yakınlaştırmaktadır. Bkz. *Hızır*, s. 217. Ayrılma hakkının hangi paylar açısından talep edilebileceğine ilişkin bkz. aşa. s. 198 vd.

[427] *Hızır*, s. 117.

[428] *Tunçay*, s. 26.

pay senetlerini satın alarak şirket üzerinde tam kontrolü sağladıkları ifade edilmektedir[429]. Bu husus ayrılma akçesi ve ayrılma hakkı kullanım bedeli bakımından da geçerli olup anılan uygulamalar ile belirli pay sahipleri şirketten uzaklaştırılmakta ve şirket hâkimiyeti sağlanmaktadır.

Yukarıda ayrılma akçesi ve ayrılma hakkı kullanım bedeli ile benzerlik ve farklılıklarını incelediğimiz pay sahiplerinin şirketten ayrılması sonucunu doğuran düzenlemeler, hukuki niteliğinin saptanması, bedelin hesaplanması ve hüküm bulunmayan konularda boşlukların doldurulması bakımından önem taşımaktadır. Ancak bu noktada pay sahiplerinin ayrılması sonucunu doğuran düzenlemelerin, gözettikleri amacın da dikkate alınması gerekmektedir. Nitekim ayrılmaya ilişkin düzenlemeler; azınlığı koruma, şirket içi barışı sağlama, ayrılan pay sahiplerine likidite sağlama, işlem menfaatini ve bu sayede büyük pay sahiplerini koruma gibi pek çok işlevi bünyesinde barındırmaktadır. Bu sebeple boşlukların benzer kavramalar gözetilmek suretiyle doldurulabileceği durumlarda, düzenlemelerin temel işlevleri ve Kanun'un sistematiği göz ardı edilmemelidir.

[429] *Kaya, Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma*, s. 312.

İKİNCİ BÖLÜM

AYRILMA AKÇESİNİN KULLANIM SÜRECİ

I. AYRILMA AKÇESİ TALEP EDEBİLECEK PAY SAHİPLERİ

A. TTK Hükümlerinin Değerlendirilmesi

TTK m. 141 hükmünün kaleme alınış şeklinden, ayrılma akçesi alabileceği öngörülen pay sahiplerinin, tâbi olmaları gereken şirket ve eğer gerekli ise sahip olmaları gereken azami ve asgari pay oranları açıkça anlaşılmamaktadır. Konunun açığa kavuşturulması, birleşmenin rizikosunu oransallık ilkesi uyarınca üstlenen devralan ve devrolunan pay sahipleri açısından önem arz etmektedir[430]. Zira birleşme neticesinde ödenecek ayrılma akçesinin finansal boyutu, devralan ve devrolunan şirket pay sahiplerini yakından ilgilendirmekte[431], alınacak kararlarda bu hususa özen gösterilmesi gerekmektedir.

Bu hususla ilgili ilk olarak TTK m. 151/5 hükmüne değinmek gerekmektedir. Anılan hüküm uyarınca, birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesi öngörülmesi halinde, devrolunan şirketin şahıs şirketi ya da sermaye şirketi olmasına göre aranan nisaplar farklılık göstermektedir. Hükmün ifadesinden ilk bakışta, ayrılma akçesinin yalnız devrolunan şirket ortakları tarafından başvurabilecek bir hak olduğu algısı oluşmaktadır. Diğer yandan, devrolunan şirket pay sahiplerinin, pay ve haklarının devralan şirkette de devam edeceğini düzenleyen TTK m. 140/1 hükmü açısından da ayrılma akçesinin yalnız devrolunan şirket ortaklarına tanınabileceği sonucuna varılmaktadır[432]. Benzer şekilde Gerekçe'de de ayrılma hakkının devrolunan şirkette birleşmeye muhalif olan pay

---

[430] *Pulaşlı, Şerh I*, s. 222.

[431] *Tekinal(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I,* s. 140; *Tekinalp*, *Birleşmede Ayrılma Akçesi*, s. 22.

[432] *İpekel Kayalı*, s. 253.

sahiplerine tanındığı ve devrolunan şirket ortaklarını zorla devralan şirkette tutmanın doğru olmadığı ifadeleri yer almaktadır[433].

Doktrinde genel kabul[434], birleşme neticesinde yalnız devrolunan şirket ortaklarının ayrılma akçesi talep edebileceği; devralan şirket ortaklarının, birleşme nedeniyle ayrılma talebinde bulunamayacakları yönündedir. Gerçekten, Kanun'un ilgili hükümleri ile Gerekçe metninin değerlendirilmesi durumunda, devralan şirket pay sahiplerinin, pay ve haklarının aynı şirkette devam etmesi nedeniyle ayrılma akçesi talep edebilmelerinin, kabul edilebilir bir yaklaşım olmadığı sonucuna varılacaktır[435].

Buna karşılık, devralan şirket pay sahiplerine bu hakkın tanınmaması hususu bir eksiklik olarak nitelendirilmektedir. TTK düzenlemesinde sermaye kaybı veya borca batık şirketlerin devralınması durumlarında devralan şirket ortaklarının, birleşmeden olumsuz etkilenebileceği hususunun gözden kaçırıldığı ifade edilmektedir[436]. Birleşmede devralan şirket ortaklarına ayrılma akçesi alarak şirketten çıkma imkânı tanınmamasının bir eksiklik olduğu, şirket birleşmesinden beklenen sinerjinin sağlanabilmesi için devralan şirket ortaklarına da bu hakkın verilmesi gerektiği savunulmaktadır[437]. Bizce de olması gereken hukuk bakımından bu olanağa TTK'da açıkça yer verilmesi isabetli bir çözüm olacaktır. Konuya ilişkin açık bir düzenleme yapılana kadar da birleşmeye muhalif

[433] Bkz. Gerekçe m. 141.

[434] *Tekinalp*, *Birleşmede Ayrılma Akçesi*, s. 23; *Pulaşlı, Şerh I*, s. 222; *Pulaşlı, Genel Esaslar*, s. 79; *Çoştan, Yeniden Yapılanma*, s. 174; *İpekel Kayalı*, s. 253; *Al Kılıç*, s. 50; *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)*, *Ortaklıklar I,* s. 140; *Koşer*, s. 374, dn. 31.

[435] Krş. yönde bkz. *Develi*, s. 451. Yazara göre, TTK hükümleri ile devralan şirket pay sahiplerine de açık olarak ayrılma akçesi talep edebilme imkânı tanınmalıdır. Yazar, TTK m. 191/2 hükmündeki, mahkemenin denkleştirme akçesi talep eden pay sahipleri açısından verdiği kararın, aynı durumda olan tüm şirket ortakları hakkında geçerli olacağı ifadesinden hareketle devralan şirket pay sahiplerinin de ayrılma akçesi talep edebileceğini ileri sürmektedir.

[436] *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 201.

[437] *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 133, dn. 129.

olan devralan şirket pay sahiplerine ait payların, diğer ortaklara ya da şirkete devri gibi başka hukuki mekanizmalar pratik fayda sağlayabilecektir[438].

Yeni kuruluş şeklindeki birleşmelerde ise, birleşmeye katılan tüm şirketlerin devrolunan şirketten farklı ve yeni bir oluşuma katılması sebebiyle pay sahiplerinin tamamı açısından seçimlik ya da zorunlu ayrılma akçesi öngörülebilmesi mümkün olmalıdır[439]. Bu değerlendirme, Kanun ve Gerekçe'nin gözettiği amaca da uygundur. Bizce de devralma yoluyla birleşmelerde, yalnız devrolunan şirket pay sahiplerinin, seçimlik veya zorunlu ayrılma akçesi talebinde bulunabileceği hususunun; yeni kuruluş şeklindeki birleşmelerde pay sahiplerinin tamamı açısından geçerli olacağı şeklinde anlaşılması isabetli bir yaklaşımdır.

B. Sermaye Piyasası Mevzuatının Değerlendirilmesi

HAAŞ'lerde ayrılma akçesi talep edebilme imkânı, önemli nitelikteki işlemin görüşüldüğü genel kurulda şekli şartları yerine getiren ya da yerine getirmesine engel olunan ve pay sahipliği sıfatı, önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı ya da II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 10/3 hükmü gereği kamuya açıklanmış sayıldığı tarihte mevcut olan pay sahiplerine tanınmıştır[440].

27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan işlemlere uygulanacak II-23.3 Sayılı Tebliğ'de ise ayrılma akçesi talep edebilecek pay sahipleri, borsada işlem gören ve görmeyen HAAŞ'ler açısından ayrı ayrı düzenlenmiştir. Ayrılma akçesi talep edebilecek pay sahipleri tespit edilirken payları borsada işlem gören şirketlerde, yönetim kurulu kararının kamuya açıklanma tarihi ya da kamuya açıklamadan önce şirket veya yetkilileri tarafından herhangi bir şekilde açıklama yapılmış ise o tarihe göre belirleme yapılacağı

[438] *Uzel*, *Federal Kanun*, s. 739, dn. 43.

[439] *Al Kılıç*, s. 50.

[440] *Ölekli,* s. 239; *Manavgat*, *HAAO*, s. 386.

hüküm altına alınmıştır. Payları borsada işlem görmeyen şirketlerde de önemli nitelikteki işlemlerin görüşüldüğü genel kurul tarihi dikkate alınarak pay sahipleri tespit edilecektir.

TTK m. 141 düzenlemesinden farklı olarak, SPKn m. 24 ve Tebliğ hükümleri uyarınca, birleşme nedeniyle ayrılma hakkı kullanım bedeli, yalnız devrolunan şirket pay sahipleri açısından değil; belirli koşullarda devralan HAAŞ pay sahipleri açısından da öngörülebilmektedir. Ancak genel kurula pay sahibinin temsilcisinin katılması, pay üzerinde intifa hakkı olması, bağlam hükümlerine tâbi payların bulunması ve bazı payların oydan yoksun olması durumlarının özel olarak incelenmesi gerekmektedir.

a. Pay Sahibinin Temsilcisinin Katılması Durumunda

Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için pay sahibinin genel kurula bizzat katılmasına gerek bulunmamakta; pay sahibinin talimatlarına ve şekli şartlara uygun davranan yetkili temsilci aracılığıyla[441] da ayrılma akçesi talebinde bulunulabilmektedir. Özellikle genel kurul toplantılarının masraflı olması ya da şirket işlerinin uzmanlık gerektirmesi gibi sebepler, genel kurula katılımı azaltarak güç boşluğuna sebep olabilmektedir[442]. İşte SPKn m. 30 ile II-30.1 Sayılı Vekaleten Oy Kullanılması ve Çağrı Yoluyla Vekalet Toplanması Tebliği[443] hükümleri ile bu güç boşluğunun giderilmesi amaçlanmaktadır.

Anılan düzenlemelerde temsil yetkisinin, Tebliğ'de belirtildiği şekilde bir vekâletname ile verilmesi[444] ve pay sahibinin ayrılma hakkını kullanmak istemesi

---

[441] Genel kurulda oy hakkının temsilci aracılığıyla kullanılması hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Çamoğlu (Poroy /Tekinalp), Ortaklıklar I*, s. 546 vd.; *Adıgüzel, Sermaye Piyasası*, s. 78 vd.

[442] *Ünal*, Oğuz Kürşat: *Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar*, Ankara: Nobel 1999, s. 197.

[443] II-30.1 Sayılı Vekaleten Oy Kullanılması ve Çağrı Yoluyla Vekalet Toplanması Tebliği, çalışmamızda "II-30.1 Sayılı Tebliğ" olarak anılacaktır, (RG. S.: 28861, RG. T.: 24.12.2013).

[444] Vekâletnamelerin, anılan Tebliğ'de belirtildiği şekilde genel kurul gündemi ile birlikte ilân edilmesi, pay sahiplerine gönderilmesi ve imzaların noter onaylı olması şartlarının, temsil edilmeyi zorlaştırması

durumunda, temsilcinin bu hususa özen göstererek hareket etmesi düzenlenmektedir. Bu noktada TTK m. 427/1 ve II-30.1 Sayılı Tebliğ m. 9/3 hükümleri uyarınca, pay sahibinin ayrılma ya da ayrılmama iradesine uygun davranmayan temsilcisinin, talimata aykırı davranışı geçersiz olmayacaktır. Ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahibinin temsilcisinin, genel kurulda olumlu oy kullanması gibi bir durumda ayrılma hakkı kullanılamayacak; pay sahibi de iç ilişkide talimata aykırı davranan temsilcinin sorumluluğuna gidebilecektir[445].

b. Pay Üzerinde İntifa Hakkı Olması Durumunda

Pay üzerinde intifa hakkının bulunması durumunda ayrılma hakkının kimin tarafından kullanılacağı konusunun farklı mevzuat hükümlerinin karşılaştırılarak incelenmesi gerekmektedir. TTK m. 432/2 hükmü ile bir pay üzerinde intifa hakkı tesis edilmesi durumunda, oy hakkının intifa hakkı sahibinde olduğu ve intifa hakkı sahibinin, pay sahibinin menfaatlerini gözetmemesi hâlinde ona karşı sorumlu olacağı[446] hüküm altına alınmıştır[447]. ETTK m. 360/4 hükmünde olduğu gibi yalnız oy hakkı sahibine hukuk güvenliğini sağlamak açısından çözüm getirilmiş, pay üzerinde sınırlı intifa hakkı bulunması ya da bu hakkın sözleşme ile devrinin mümkün olup olmadığı konusu açığa kavuşturulmamıştır[448].

---

sebebiyle TTK'ya aykırı olduğuna ilişkin bkz. *Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), Ortaklıklar I,* s. 547 vd. SPKn hükümlerinin, TTK hükümlerini uygulamadan kaldıramaması ve değiştirmemesi hususunun, SPKr tarafından çıkarılan Tebliğ hükümleri açısından da geçerli olduğu yönünde bkz. *Ünal*, s. 200.

[445] *Çamoğlu(Poroy/Tekinalp), Ortaklıklar I*, s. 547; *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 261.

[446] İntifa hakkı sahibinin gereğinde dava hazırlıkları yapmaması ya da malikin hak kaybına neden olması gibi durumlarda, pay sahibine karşı sorumluluğunun bulunduğuna ve pay sahibinin tüm zararını tazmin edeceğine ilişkin bkz. *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)*, *Ortaklıklar II*, s. 30.

[447] ETTK'da benzer bir sistematik benimsemesi ve altmış yıllık uygulama, konunun TTK'da düzenlenişinin alt yapısını oluşturmuştur. Bkz. *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar II,* s. 29. vd.

[448] *Kendigelen*, Abuzer: *Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı*, İstanbul: Beta 1984, (Anılış: *Kendigelen, İntifa Hakkı*), s. 208. Yazar ETTK döneminde ileri sürülen görüşleri değerlendirmiş, pay üzerinde kısmi intifa hakkı bulunması ve intifa oranının %50 ve altında olması durumunda, oy hakkının

II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 9/3 ve II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 11/6 hükümlerinde ise pay üzerinde intifa hakkı bulunması durumunda ayrılma hakkının, intifa hakkı sahibi tarafından değil; genel kurulda muhalefet şerhini tutanağa işletmesi kaydıyla pay sahibi tarafından kullanılabileceği düzenlenmiştir.

Doktrinde, Tebliğ m. 9/3 hükmü ile TTK m. 432/2 hükümleri çelişiyor gibi gözükse de Tebliğ hükmünün, SPKn m. 24 hükmünü açıklayıcı nitelikte olduğu; TTK m. 432/2 hükmünün ise intifa hakkında oy kullanımını düzenlediğini ve özel olarak yer verilen ayrılma hakkını kapsamayacağı ileri sürülmüştür[449]. Nitekim intifa hakkı, sahibine kullanma ve yararlanma yetkisi vermesine karşın ayrılma hakkı, tasarruf etme yetkisi ile bağlantı olup pay sahipliğini sona erdirmektedir. Bu sebeple ayrılma hakkının, intifa hakkı sahibi tarafından kullanılamamasının isabetli olduğu ifade edilmektedir[450]. Diğer yandan intifa hakkı sahibi kendi adına ve hesabına oy kullandığından önemli işleme

intifa hakkı sahibi ile pay sahibinde olmasının; %50'nin üzerinde olması durumunda ise oy hakkının intifa hakkı sahibinde olmasının, daha isabetli olacağını ifade etmiştir. Düzenlemenin değerlendirilmesi ve eleştiriler için bkz. *Kendigelen, İntifa Hakkı*, s. 256, 257. Ayrıca bkz. *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar II,* s. 30, 31. Yarg. 11. HD. 28.05.1981 T., 1981/2243 E., 1981/2678 K. tarihli kararında oy kullanma ve iptal davası açma yetkisinin, pay üzerinde kısmi intifa hakkı sahibine ait olduğuna hükmetmiştir, *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar II*, s. 30.

Öte yandan ETTK m. 360/4 düzenlemesinin emredici nitelikte olmadığı, intifa hakkı sahibinin oy hakkının devrine ilişkin sözleşme açısından herhangi bir geçerlilik şekli bulunmadığı ancak ispat açısından yazılı yapılmasının uygun olacağına ilişkin bkz. *Kendigelen, İntifa Hakkı*, s. 268.

[449] *Turan, Ayrılma Hakkı*, s. 92.

[450] *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 36; *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 68. İntifa hakkı sahibinin, genel kurulda pay sahibinin kârını azaltmaya yönelik işlemlerde bulunmasını engellemek amacıyla oy hakkını kullanma yetkisi tanınmıştır, *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar II*, s. 31. Ayrılma hakkının kullanılması ve ayrılma akçesinin talep edilmesi ise kâr dağıtımının ötesinde pay sahipliği sıfatını sona erdirdiğinden, bu yetkinin pay sahibinde tutulması bizce de isabetlidir. *Kendigelen*, intifa hakkı sahibine genel kurulda oy kullanma yetkisi tanınmasının intifa hakkı kapsamında bir semere ya da yönetim yetkisinin yansıması olmadığını belirtmektedir. Yaptığı yatırımın varlık ve öz değerinin korunması ve olması gereken hukuk açısından oy hakkının pay sahibinde tutulmasının yerinde olacağını ifade etmiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Kendigelen, İntifa Hakkı*, s. 211 vd. Belirtilen gerekçelerle önemli nitelikteki işleme oy kullanma ve ayrılma akçesi talep etme hakkının, pay sahibine tanınmasının da uygun bir çözüm olduğu sonucuna varılacaktır.

ilişkin genel kurula pay sahibinin yerine katılarak onun adına ve hesabına olumsuz oy kullanması da teknik olarak mümkün olmamaktadır.

Doktrinde, söz konusu düzenlemenin uzun vadede daha başarılı sonuçlanabilmesi için pay sahibinin, intifa hakkı sahibini genel kurulda ayrılma hakkını kullanmak üzere yetkilendirmesinin isabetli olacağı ifade edilmektedir[451]. Bu bakımdan intifa hakkı sahibinin vekâletnamede açıkça ayrılma hakkını kullanacağı belirtilerek genel kurula temsilci olarak atanması ile daha pratik bir sonuca ulaşılması mümkündür[452]. II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 9/3 hükmüne, II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 11/6 hükmünde de yer verildiğinden önerilen çözüm, 27.06.2020 tarihinden sonra yapılacak işlemler açısından da aynı pratik faydayı sağlayacaktır.

c. Bağlam Hükümlerine Tabi Payların Devri Durumunda

Payın borsaya kayıtlı olup olmaması ile iradî ve kanunî devir durumlarında ayrılma hakkının kim tarafından ve nasıl kullanılacağının ortaya konulması gerekmektedir. Bağlam[453] hükümlerine tâbi olan ve borsaya kayıtlı olmayan payların iradi devrinde TTK m. 494 hükmü gereği şirket tarafından onaylanana kadar payı devreden kişinin ayrılma hakkına sahip olacağı; ancak TTK m. 494/2 hükmüne göre, kanuni devir halinde şirket tarafından, söz konusu payların devrine onay verildikten sonra

[451] *Kaya, Ayrılma Hakkı*, s. 107.

[452] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 266.

[453] Bir anonim şirkette nama yazılı payların devredilmesini yasaklayan veya sınırlandıran, kanunda ya da esas sözleşmede öngörülen kayıtlara bağlam denir. Karşılığı tamamen ödenmemiş payların ancak şirket tarafından onay verilmesi ile devredilebileceğine ilişkin TTK m. 491 hükmü kanuni bağlam niteliğindedir. TTK m. 339 hükmüne göre şirket esas sözleşmesinde payın devrine ilişkin getirilen kısıtlamalar da esas sözleşmesel bağlam niteliğindedir. Bağlam kavramı, türleri ve amaçları hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Bozkurt*, Tamer: *Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)- Die Vinkulierung*, İstanbul: On İki Levha 2016, s. 11 vd.; *Tekinalp*, Ünal: *Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları Pay Defteri Hukuku İle*, İstanbul: Vedat 2012, (Anılış: *Tekinalp, Bağlam*), s. 3 vd.

ayrılma hakkının kullanılabileceği belirtilmektedir[454]. Gerçekten kanuni devir hallerinde katılma ve oy haklarının donacağı kabul edildiğinden, genel kurul tarafından devre onay verildikten sonra malvarlığı haklarına ek olarak pay sahibine geçer[455].

Benzer şekilde TTK m. 497/2 ve SPKn m. 137 hükmü uyarınca borsaya kota edilmiş payların iradi ve kanuni devrinde de pay devri şirket tarafından kabul edilinceye kadar ayrılma hakkının kullanılmayacağı sonucuna varılmaktadır[456]. Benimsenen bu yaklaşım, anonim şirket tarafından devrin reddedilmesi ihtimali bulunan bir durumda, şirket içi istikrarı sağlanması sebebiyle isabetlidir[457].

II. AYRILMA AKÇESİ BELİRLENEBİLMESİNE İLİŞKİN NİSAPLAR

A. TTK Hükümlerinin Değerlendirilmesi

TTK'nın birleşme kararları başlıklı m. 151 hükmünde, şirket türleri dikkate alınarak şirketin yeniden yapılanma kararı için gerekli olan genel nisaplar ile pay sahiplerinin haklarına etki edecek kararlar için gerekli olan özel nisaplara yer verilmiştir. TTK m. 151/1-a hükmü ile anonim ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerde birleşme kararı alınabilmesi için "*esas veya çıkarılmış sermayenin çoğunluğunu temsil etmesi şartıyla genel kurulda mevcut bulunan oyların dörtte üçünün varlığı*" aranarak çifte yetersayıya yer verilmiştir[458]. Kooperatif tarafından devralınacak sermaye şirketleri

---

[454] *Kaya, Ayrılma Hakkı*, s. 107 vd.; *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 70 vd.

[455] *Tekinalp, Bağlam*, s. 54-55.

[456] *Kaya, Ayrılma Hakkı*, s. 107 vd.; *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 70 vd.

[457] Devralan pay sahibi "oydan yoksun pay sahibi" olarak deftere kaydedilmekte ve şeffaflık sağlanmaktadır. *Tekinalp, Bağlam*, s. 74. Bu düzenleme, oydan yoksun pay sahibinin ayrılma hakkını kullanmasını önlemesi bakımından pratik bir faydaya sahiptir.

[458] *Çoştan*, Hülya: *Yeni Türk Ticaret Kanununa Göre Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirme Kararları*, 2. Baskı, Ankara: Seçkin 2012, (Anılış: *Çoştan, Kararlar*), s. 76. Hükümde yer verilen "genel kurulda mevcut bulunan oylar" ifadesinin, m. 418/2'de yer alan "toplantıda hazır bulunan oylar" ile m. 421'de yer alan "toplantıda mevcut bulunan oylar" ifadeleri ile aynı anlama geldiği ve TTK'da kavram birliğinin gözetilmediği yönünde bkz. *Çoştan, Kararlar*, s. 80 vd.

açısından da TTK m. 151/1-b hükmü ile TTK m. 151/1-a hükmünde yer verilen usul tekrarlanmıştır. Kollektif ve komandit şirketlerin birleşme sözleşmesi açısından ise TTK m. 151/2 hükmünde farklı bir usul benimsenmiş ve "*birleşme sözleşmesinin oybirliğiyle onaylanması gerekir. Ancak, şirket sözleşmesinde birleşme sözleşmesinin bütün ortakların dörtte üçünün kararıyla onaylanması öngörülebilir*" ifadelerine yer verilmiştir[459].

Bu düzenlemelerden farklı olarak TTK m. 151/5[460] hükmü ile de birleşme sözleşmesinin, ayrılma akçesi öngörmesi durumu özel olarak düzenlenmiştir. Buna göre devrolunan şirketin şahıs şirketi olması durumunda, oy hakkını haiz ortaklarının; sermaye şirketi olması durumunda ise mevcut oy haklarının yüzde doksanının olumlu oyuyla onaylanması gerekmektedir. Böylelikle şahıs ve sermaye şirketlerinde ayrılma akçesi öngören sözleşmelerin kabulü için yüzde doksan olumlu oyun arandığı özel bir düzenlemeye yer verilmiştir[461].

Ayrılma akçesi hükmü bulunan birleşme sözleşmelerinde, ağırlaştırılmış nisabın öngörülmesi, pay sahiplerinin menfaatlerini koruma amaçlıdır. Birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesi alarak şirketten ayrılmaları öngörülen pay sahiplerinin, itiraz etme imkânları bulunmadığından, bir diğer deyişle istenmeyen azınlığın da haklarına son verildiğinden, hükümde yer verilen nisabın koruyucu bir fonksiyonu olduğu söylenebilir[462]. Ancak bu noktada birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesine ilişkin bir hüküm bulunması şartının göz ardı edilmemesi gerekmektedir. Aksi takdirde birleşme

---

[459] Şahıs şirketlerinin yeniden yapılanma kararı alabilmeleri için toplanmaya gerek olmaksızın genel hükümlere göre kararı onaylamalarının yeterli olacağına ilişkin bkz. *Çoştan, Kararlar*, s. 109.

[460] TTK m. 151/5: "*Birleşme sözleşmesi bir ayrılma akçesini öngörüyorsa bunun, devreden şirket şahıs şirketiyse oy hakkını haiz ortaklarının, sermaye şirketiyse şirkette mevcut oy haklarının yüzde doksanının olumlu oylarıyla onaylanması şarttır*.".

[461] Birleşmede ayrılma akçesi bakımından öngörülen nisabın, hâkim şirketin satın alma hakkını düzenleyen TTK m. 208 hükmü ile uyum içinde olduğunu ifade edilebilir.

[462] *Develi*, s. 450.

kararı yüzde doksanlık nisapla alınmış olsa dahi sözleşmede ayrılma akçesi öngörülmüyor ise pay sahiplerinin daha sonra böyle bir talepte bulunma imkânı olmayacaktır[463].

TTK m. 151/5 hükmü, Gerekçe ve çeviri metnindeki ifadelerde belirtilen nisabın; sözleşmenin tamamının ya da yalnız ilgili hükmün onaylanması aşamasında mı; sadece zorunlu ayrılma akçesi öngören sözleşmeler ya da her iki ayrılma akçesi için mi gerekli olduğu açık değildir. Ayrılma akçesi öngörülmesine rağmen, birleşme sözleşmesinin onaylanmasında öngörülen nisaba uyulmaması ihtimali, TTK m. 192 hükmü uyarınca genel kurul kararının iptali gibi ağır bir yaptırıma yol açabileceğinden konuya ilişkin tartışmaların ele alınması gerekmektedir[464].

a. Ayrılma Akçesinin Türünün Nisaba Etkili Olup Olmadığı Hususu

Ayrılma akçesi öngören birleşme sözleşmelerinin onaylanabilmesi için TTK m. 151/5 hükmünde yer alan ağırlaştırılmış nisabın, sadece zorunlu ayrılma akçesinde mi ya da seçimlik ayrılma akçesinde de mi aranacağı konusu açık değildir. Yalnız madde hükmünün değerlendirilmesi durumunda, her iki ayrılma akçesi bakımından da yüzde doksanlık nisabın aranması gerektiği düşünülebilir. Ancak TTK m. 141 hükmünün gerekçesi, mehaz hukuk düzenlemesi ve Kanun'un İngilizce çevirisinde yer alan ifadeler sebebiyle konuya ilişkin tartışmalı hususlar sırasıyla açıklanmalıdır.

Zorunlu ayrılma akçesini düzenleyen TTK m. 141/2 hükmünün gerekçesinde: *"Birleşme sözleşmesi, sadece ayrılma akçesinin ödenmesini öngörüyorsa, bu*

[463] *Çelik, Anonim Şirket*, s. 265.

[464] TTK m. 192 hükmünde, yeniden yapılanma kararına olumsuz oy veren ve bu durumu tutanağa geçiren pay sahiplerinin, kararın TTSG'de ilanından itibaren iki ay içinde iptal davası açabilecekleri düzenlenmektedir. Hükmün devamında iptal davasının yönetim kurulu kararına karşı da açılabileceği; yapısal değişikliğe ilişkin bir eksik bulunması durumunda mahkemenin süre vereceği, giderilmemesi durumunda iptal ederek gerekli önlemleri alabileceği belirtilmiştir.

sözleşmenin devreden şirketin oy hakkını haiz ortaklarının yüzde doksanı tarafından onaylanması gerekir." ifadesiyle ilk bakışta, yalnız zorunlu ayrılma akçesi öngörülmesi durumunda ağırlaştırılmış nisap aranması gerektiği izlenimi oluşmaktadır[465]. Gerçekten açıklamanın devamında TTK m. 151/2 hükmüne ilişkin: "*Bu nisapla alınan bir karara çıkarılmaları birleşme sözleşmesinde ismen belirtilmiş bulunan ortaklar itiraz edemezler. Bu yüksek nisap, adeta onların haklarını kaldırmakta ve yüzde doksanının istemediği bir kişinin şirkette kalmasına izin verilmemektedir.*" [466] ifadeleri de bu algıyı kuvvetlendirmektedir.

Konunun açığa kavuşturulabilmesi açısından mehaz İsvBirK'nda ve çevirisinde yer alan ifadelere de değinilmesi gerekmektedir. İsvBirK m. 18/5 hükmünde yalnız zorunlu ayrılma akçesi öngörülmesi durumunda ağırlaştırılmış nisaba başvurulabileceği belirtilmiştir. İsvBirK m. 18/5 hükmünün İngilizce çevirisinde de "*If the merger agreement provides 'only for' a compensation payment… "* ifadesi ile de yüzde doksanlık nisabın, yalnızca zorunlu ayrılma akçesi açısından aranması gerektiği belirtilmiştir[467].

Doktrinde konuya ilişkin ilk görüş, mehaz İsviçre Hukuku düzenlemesine benzer şekilde, yalnız zorunlu ayrılma akçesi öngörülmesi halinde yüzde doksanlık nisabın aranması gerektiği; seçimlik ayrılma akçesi açısından böyle bir nisaba gerek bulunmadığı yönünde olmuştur[468]. Buna göre TTK m. 141 ile seçimlik veya zorunlu ayrılma akçesine

---

[465] Bkz. Gerekçe m. 141.

[466] Bkz. Gerekçe m. 141.

[467] "İsviçre Birleşme, Bölünme, Tür Değiştirme ve Malvarlığı Devri Hakkında Federal Kanun (*Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung*)"un İngilizce çevirisi "*Federal Act On Merger, Demerger, Transformation and Transfer of Assets*" için bkz. http://www.fusg.ch/20040803_Legal_Fusionsgesetz_dt_engl.pdf , (Erişim T.: 17.10.2020). İsvBirK m. 18/5 hükmünün İngilizce çevirisi: "*If the merger agreement provides only for a compensation payment, at least 90 percent of all members in the transferring legal entity, who are entitled to vote, shall approve the merger agreement.*" şeklindedir.

[468] Ayrıntılı bilgi için bkz. *Göktürk*, Kürşat: "*Türk Ticaret Kanununa Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşme Süreci ve Bazı Sorunlar"*, GÜHFD, 2013, C. XVII, S. 1-2, s. 645; *Çoştan, Kararlar*, s. 113; *Koşer,* s. 373; *Sevi*, s. 121-122.

ilişkin böyle bir ayrım yapılmamış olsa da TTK m. 151/5'te öngörülen nisabın, mehaz düzenlemeye uygun şekilde yalnız zorunlu ayrılma akçesi hükmü bulunan sözleşmelerde aranması isabetli olacaktır[469].

Bu görüşün temellendirilmesinde, zorunlu ve seçimlik ayrılma akçesi düzenlemeleri ile gözetilen amaçlar da önemli rol oynamıştır. Özellikle şirket menfaatine aykırı tutum sergileyen azınlığın çıkarılmasında etkili olan zorunlu ayrılma akçesinde ağırlaştırılmış nisabın aranması isabetli iken, ortağa seçimlik ayrılma hakkı verilmesinde amacın farklılaştığı ileri sürülmüştür. Bu sebeple devralan ya da yeni kurulan şirkette pay sahibi olmaya devam etmek istemeyenler açısından seçim hakkı olarak ayrılma akçesinin yüzde doksanlık bir nisapla onaylanmasının, kurumun amacı ile bağdaşmayacağı savunulmuştur[470].

Doktrinde hâlihazırda hem seçimlik hem de zorunlu ayrılma akçesi öngörülmesi durumunda yüzde doksan nisabın aranması gerektiğini savunan görüşlerden biri de anılan nisabın, yalnız ayrılma akçesi vererek çıkartma halinde aranmasının isabetli bir çözüm olacağına yoğunlaşmaktadır[471]. Öte yandan ağırlaştırılmış nisabın yalnızca zorunlu ayrılma akçesi açısından geçerli olduğu kabul edildiğinde, ilgili nisabın sözleşmenin tamamı için mi ya da sadece anılan hüküm için mi arandığının da önemi kalmayacağı ifade edilmiştir[472].

Doktrinde savunulan bir diğer görüşe göre, TTK m. 151/5 hükmünün, seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesini kapsayıcı bir niteliği bulunmakta ve her iki ayrılma akçesini öngören sözleşmede ilgili nisabın aranması gerekmektedir[473]. TTK düzenlemesi açık olduğundan, İsvBirK hükmünde yalnızca zorunlu ayrılma akçesi açısından ağırlaştırılmış

---

[469] *Göktürk*, s. 645; *Koşer*, s. 373.

[470] *Turan, İhtiyari Ayrılma Akçesi*, s. 598; *Çoştan, Kararlar*, s. 114. Seçimlik ayrılma akçesinin TTK m. 151/1'de öngörülen nisapla oynabileceğine ilişkin bkz. *Sevi*, s. 122.

[471] *Akbilek*, s. 186.

[472] *Turan, İhtiyari Ayrılma Akçesi*, s. 598.

[473] *Al Kılıç*, s. 52-53; *İpekel Kayalı*, s. 257; *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 190; *Şener*, s. 123.

nisabın aranmasına ilişkin tartışmanın, TTK hükmü karşısında gerekli bulunmadığı belirtilmiştir[474]. *Sönmez* de ETTK döneminde kaleme aldığı eserinde, mehaz kanunda yalnızca *"cash-out merger"* kurumu bakımından yüzde doksan nisap aransa da ayrılma hakkına başvurulması bakımından böyle bir nisabın gerekmeyeceğini ifade etmiştir. Ancak yazar söz konusu durumun TTK düzenlemesinden farklılık gösterdiğini belirtmekte, dolaylı olarak seçimlik ayrılma akçesi bakımından da ilgili nisabın mevcut olması gerektiğine işaret etmektedir [475].

Tüm bu görüşlerin değerlendirilmesi durumunda biz de TTK m. 151/5'te öngörülen ağırlaştırılmış nisabın seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesini de kapsayıcı bir düzenleme olduğu kanaatindeyiz. Bu doğrultuda mehaz İsvBirK'dan farklılık gösteren TTK hükmünde, açıkça sadece zorunlu ayrılma akçesini kapsayıcı bir ifadeye yer verilmeyerek her iki ayrılma akçesi türünün de kapsama dâhil olduğu ortaya konmuştur. Her ne kadar TTK Gerekçesi'nde ağırlaştırılmış nisaba ilişkin açıklamalar, zorunlu ayrılma akçesi ile bağlantılı olarak ele alınmış ise de hükmün, her iki ayrılma akçesi türünü kapsadığı göz ardı edilmemelidir. Bu bağlamda olması gereken hukuk bakımından ağırlaştırılmış nisabın, yalnız zorunlu ayrılma akçesini kapsadığı şeklinde açık bir düzenleme yapılana kadar, seçimlik ayrılma akçesinde de yüzde doksan olumlu oyun aranması gerekmektedir.

[474] Yazar ayrıca İsvBirK m. 18/5 hükmü ile nisap olarak "devreden şirket ortaklarının %90'ının olumlu oyu arandığını ve bu hususun İsviçre doktrininde çeşitli tartışmaları doğurduğunu ifade etmiştir. Bu bağlamda bütün paylara ilişkin oyların %90'ının çoğunluğu, sermayenin %90'ının temsil edilmesi kaydıyla genel kurulda mevcut oyların %90'ının çoğunluğu ve sermayenin mutlak çoğunluğunun temsil edilmesi kaydıyla genel kuruldaki mevcut oyların %90 çoğunluğu yönünde görüşler için bkz. *Özatlan, Çıkma Hakkı*, s. 35.

[475] *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 189.

b. İlgili Nisabın Sözleşmenin Tamamının Onaylanması İçin Aranıp Aranmayacağı Hususu

Doktrindeki baskın görüşe[476] göre, ağırlaştırılmış nisap, sözleşmenin tamamının onaylanması aşamasında gerekmekte; aksi durum sözleşme ve hükmün ayrı ayrı onaylanması nedeniyle sürecin uzatılması riskini beraberinde getirmektedir. Bu görüşe göre TTK m. 151/1 hükmünde birleşme sözleşmesinin onaylanması için aranan nisaba, diğer fıkralarda ise birleşme açısından özellik arz eden durumlara ilişkin nisaplara yer verilmiştir. Kanun koyucunun, hükmün her fıkrasında birleşme sözleşmesini kapsayıcı düzenleme yaptığı gözetildiğinde, anonim şirketlerde ayrılma akçesi öngören birleşme sözleşmesinin tamamının, mevcut oy haklarının yüzde doksanı ile oylanmasının da isabetli olacağı belirtilmiştir[477].

İleri sürülen bir diğer görüşe[478] göre de konunun, mehaz düzenleme ve TTK m. 141 ile m. 151 hükümlerinin karşılaştırılması yoluyla açıklanması gerekmektedir. Buna göre, mehaz düzenlemede öngörülmesine karşın TTK'da düzenlenmeyen ve farklılık yaratan hususlardan biri olarak, yalnız zorunlu ayrılma akçesi öngören birleşme sözleşmesinin onaylanmasında aranan ağırlaştırılmış nisap, sözleşmenin diğer hükümlerinin onaylanması safhasında aranmamalıdır. Diğer yandan, Kanun'da yer alan "*bunun*" ibaresinin de yalnız ayrılma akçesini öngören hükme karşılık geldiği ifade edilmektedir. Buna göre her ne kadar "*yalnızca ayrılma akçesine ilişkin hüküm*" açısından ağırlaştırılmış nisabın aranması amaçlansa da olması gereken hukuk bakımından, yüzde doksanlık nisabın yalnızca ayrılma akçesi hükmünü kapsadığının daha açık bir şekilde ortaya konulması gerekmektedir[479].

---

[476] *İpekel Kayalı*, s. 257; *Al Kılıç*, s. 53; *Tekinalp, Birleşmede Ayrılma Akçesi*, s. 25; *Develi*, s. 450; *Yavuz*, s. 127; *Özatlan, Çıkma Hakkı*, s. 35; *Koşer*, s. 378; *Karababa*, s. 181; *Çoştan, Kararlar*, s. 113; *Bahtiyar, Ortaklıklar*, s. 65.

[477] *Develi*, s. 450.

[478] *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 189.

[479] *Sızır*, s. 10.

Birleşme sözleşmesinin hükümlerinin birbiriyle olan ilişkisi değerlendirildiğinde, oylamaya ilişkin sürecin de birbirinden farklı yetersayılara tâbi olmamasının isabetli bir sonuç doğurmayacağı açıktır. Gerçekten TTK m. 151 hükmünün düzenleniş şekli de birleşme sözleşmesinin çeşitli özel durumlarda hangi nisaplarla onaylanması gerektiğini belirlemeye yöneliktir. Tüm bu sebeplerle biz de hem seçimlik hem de zorunlu ayrılma akçesi öngörülmesi durumunda, sözleşmenin tamamının tek bir yetersayı ile onaylanmasının isabetli olacağı görüşündeyiz.

c. İlgili Nisap ile Çifte Yetersayı Aranıp Aranmadığı Hususu

TTK m. 151/5 hükmünde birleşmenin, devrolunan şirket şahıs şirketi ise ortakların, sermaye şirketi ise mevcut oy haklarının yüzde doksanının olumlu oyu ile gerçekleştirilebileceği düzenlenmektedir. Devralan şirketlerde ise özel bir hükme yer verilmemesi sebebiyle, bu şirketlerde adi yetersayının aranmasında bir sakınca bulunmamakta; bu durumda ağırlaştırılmış nisap, birleşmeye katılan tüm şirketlerde değil, sadece ayrılma akçesi öngören devrolunan şirketlerde aranmaktadır. Ancak hükmün, çifte yetersayı gerektirip gerektirmediği bir başka ifadeyle %90 nisap ile birlikte başka bir nisabın aranıp aranmadığı hususu tartışmalı olup konunun, çeşitli olasılıklara göre değerlendirilmesi gerekmektedir.

Doktrinde savunulan bir görüşe göre[480], birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesine ilişkin herhangi bir düzenleme bulunmaması durumunda karar yetersayısının sağlanabilmesi için çifte yetersayı aranmalıdır. Buna göre, esas sermayenin yüzde ellisinden fazlası birleşme kararına olumlu oy kullanmalı ve bu oylar mevcut oyların yüzde yetmiş beşine ulaşmalıdır. Ancak devralma şeklinde bir birleşme söz konusu ise her ne kadar TTK m. 141/2 hükmünün gerekçesinde esas sermayenin %90'ının oyu

[480] *Ulusoy*, s. 91; *Eriş*, s. 1453.

gerektiği ifade edilse de TTK m. 151/5 hükmü esas alınarak tüm oyların %90'ı aranmalıdır[481].

Bu şekilde oyda imtiyaz sebebiyle az sayıda ortağın ayrılma yönünde bir karar alamayacağı; TTK m.151/1-b ile TTK m. 151/5 hükümleri birlikte değerlendirilerek kararın, sermayenin çoğunluğunun temsil edilmesi şartıyla mevcut oyların %90'ının olumlu oyu ile alınabileceği savunulmuştur. Bu görüşe[482] göre, yeniden kuruluş yoluyla birleşmelerde de hangi şirket açısından ayrılma akçesi öngörülüyor ise o şirketin sermayesinin çoğunluğunu temsil etmesi şartıyla mevcut oy haklarının %90'ının olumlu oyu gerekmektedir. Ancak devrolunan anonim şirketin işletme konusunu değiştirmesi ve ayrılma akçesi öngörmesi durumunda, tüm oyların %90'ını oluşturan pay sahiplerinin esas sermayenin %75'ine sahip olması şartı aranmalıdır[483].

İleri sürülen bir diğer görüş[484]; çifte çoğunluğun aranmasına değil de Kanun hükmünde belirtildiği şekilde, şahıs şirketlerinde oy hakkına sahip ortakların, sermaye şirketlerinde ise mevcut oy haklarının yüzde doksanının olumlu oyunun aranması gerektiğine yoğunlaşmaktadır. Buna göre, TTK m. 151/5 hükmü ile aranan nisap, İsviçre hukukundaki görüşler çerçevesinde açıklanmış; çifte çoğunluk ile ilgili m. 151/1-a bendine açıkça atıf yapılmaması sebebiyle hukukumuzda tek bir çoğunluğun arandığı ifade edilmiştir[485]. Bu sebeple %90 olarak belirlenen yetersayı hem toplantı hem de karar

---

[481] *Ulusoy*, Gerekçe ve Kanun hükmü arasındaki çelişkiye işaret etmiş ve Kanun'un açık olarak konuyu düzenlediği TTK m. 151/5 hükmünün esas alınması gerektiğini ifade etmiştir. Bkz. *Ulusoy*, s. 92.

[482] *Ulusoy*, s. 93.

[483] Ayrıntılı açıklamalar için bkz. *Ulusoy*, s. 93 vd.

[484] *İpekel Kayalı*, s. 265; *Çoştan, Kararlar*, s. 115.

[485] İsviçre doktrinine ilişkin açıklamalar için bkz. *Pulaşlı*, Hasan: "*Türk Ticaret Kanun Tasarısının Değerlendirilmesi ve Eleştirilen Hükümler"*, YÜHFD, 2005, C. II, S. 1, (Anılış: *Pulaşlı, Değerlendirme*), s. 432.

nisabı olarak dikkate alınmalı; şirket türlerine göre açıklanan nisaplara ayrıca gerek bulunmamaktadır[486].

Aranan çoğunluk açısından, hükümde mevcut oy haklarının %90'ı belirtilmiş olsa da Gerekçe'de belirtildiği gibi, sermayenin %90'ının esas alınması daha isabetli bir yaklaşımdır. Nitekim tüm pay sahiplerinin onayının aranması hususunun, bu yolla hafifletildiği ve anonim şirkette pay sahipleri sayısının değil de pay sayısının dikkate alınmasının *ratio legis*'e uygun olacağı da bu görüşü desteklemektedir. Olması gereken hukuk bakımından birleşme sözleşmesinin sadece ayrılma akçesi öngörmesi durumunda, devrolunan ortaklığın sermayesinin yüzde doksanının onayının arandığı şeklinde açık bir düzenleme yapılması isabetli bir çözüm önerisidir[487]. Bu bağlamda, şahıs şirketlerinde, tüm ortakların oy hakkına sahip olması sebebiyle ayrıca "*oy hakkını haiz ortakların*" ifadesine yer verilmesine de gerek bulunmamaktadır[488].

d. İlgili Nisabın Hesaplanmasında Oydan Yoksun Payların Etkisi

Birleşme sözleşmesinin onaylanması için gereken nisap hesaplanırken oydan yoksunluğu düzenleyen TTK m. 436 hükmünün[489] uygulanıp uygulanmayacağını da ortaya koymak gerekmektedir. Doktrinde, TTK m. 436 hükmünün ayrılma akçesi açısından uygulanamayacağı; nitekim devralan şirketin tek kişilik olması ve aynı pay sahibinin, devrolunan şirkette de pay sahibi olması durumunda dahi birleşme

---

[486] Ancak birleşme sebebiyle pay sahiplerinin ek ödeme yükümünün doğması gibi durumlarda, TTK m. 151 hükmünde belirtilen özel nisabın ayrıca aranması gerektiğine ilişkin bkz. *Çoştan, Kararlar*, s. 115, dn. 130.

[487] *Pulaşlı, Değerlendirme*, s. 434.

[488] *Kendigelen, İlk Tespitler,* s. 143.

[489] TTK m. 436: "*(1) Pay sahibi kendisi, eşi, alt ve üstsoyu veya bunların ortağı oldukları şahıs şirketleri ya da hâkimiyetleri altındaki sermaye şirketleri ile şirket arasındaki kişisel nitelikte bir işe veya işleme veya herhangi bir yargı kurumu ya da hakemdeki davaya ilişkin olan müzakerelerde oy kullanamaz.*
(2) Şirket yönetim kurulu üyeleriyle yönetimde görevli imza yetkisini haiz kişiler, yönetim kurulu üyelerinin ibra edilmelerine ilişkin kararlarda kendilerine ait paylardan doğan oy haklarını kullanamaz.".

sözleşmesinde oy kullanabileceği, bu durumun kişisel bir iş olarak ileri sürülemeyeceği belirtilmektedir[490]. Zira yeniden yapılanma sözleşmesinin onaylanması, TTK m. 436 hükmünde yer verilen yönetim kurulu üyelerinin ibrası anlamını taşımayıp yeniden yapılanmaya özgü bir yoksunluk hali bulunmamaktadır[491]. Bizce de devralan şirketin tek pay sahibi olan kişinin, devrolunan şirkette de pay sahibi olması ve %90'ın altında bir nisapla birleşme sözleşmesinin onaylanması durumunda, TTK m. 192 hükmü ile düzenlenen iptal davası gündeme gelmelidir.

B. Sermaye Piyasası Mevzuatının Değerlendirilmesi

a. Birleşme Kararı Alınabilmesi İçin Gerekli Olan Nisap

HAAŞ'lerde birleşme kararı alınabilmesi için gerekli olan nisap, genel kurul toplantılarına ilişkin esaslar başlıklı SPKn m. 29/6[492] hükmünde düzenlenmektedir. Buna göre SPKn m. 23'te belirtilen önemli nitelikteki işlemlere yönelik karar alınabilmesi için esas sözleşmede daha ağır nisaplar öngörülmediği sürece toplantı nisabı aranmaksızın, genel kurula katılan oy hakkına sahip payların üçte ikisinin olumlu oyu gerekmektedir. Hükmün devamında da esas sözleşmede daha ağır bir nisap belirtilmemiş ise sermayeyi

---

[490] *Ulusoy*, s. 94, 95.

[491] *Çoştan, Kararlar*, s. 47.

[492] SPKn m. 29/6: "*Halka açık ortaklıklarda yeni pay alma haklarının kısıtlanmasına, kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kuruluna yeni pay alma haklarını kısıtlama yetkisinin verilmesine, sermaye azaltımına ve 23 üncü maddenin birinci fıkrasına göre belirlenen önemli nitelikteki işlemlere ilişkin kararların genel kurulca kabul edilebilmesi için, esas sözleşmelerinde açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, toplantı nisabı aranmaksızın, ortaklık genel kuruluna katılan oy hakkını haiz payların üçte ikisinin olumlu oy vermesi şartı aranır. Ancak, toplantıda sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların en az yarısının hazır bulunması hâlinde, esas sözleşmede açıkça daha ağır nisaplar öngörülmedikçe, toplantıya katılan oy hakkını haiz payların çoğunluğu ile karar alınır. Bu işlemlerde, 6102 sayılı Kanunun 436 ncı maddesinin birinci fıkrasına göre taraf olan ortaklar bu işlemlerin onaylanacağı genel kurul toplantılarında oy kullanamazlar. Bu fıkrada belirtilen nisapları hafifleten esas sözleşme hükümleri geçersizdir.*".

temsil eden ve oy hakkı bulunan payların en az yarısının hazır bulunması durumunda, toplantıya katılan ve oy hakkı bulunan payların çoğunluğu ile karar alınabileceği ifade edilmiştir.

II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 7/1 ile II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 10/2 hükümlerinde, önemli nitelikteki işlemlerin onaylanacağı genel kurulda gereken nisaplar, SPKn m. 29/6 hükmüne benzer şekilde düzenlenmiştir. Anılan hükümler, SPKn m. 23'te öngörülen önemli nitelikteki işlemlere ve bu kapsamda birleşme kararının alınabilmesine yönelik özel nitelik taşıdığından, konuya ilişkin TTK hükümleri ile karşılaştırmalı bir incelemeyi gerekli kılmaktadır.

TTK m. 151 hükmünde yönetim kurulu tarafından genel kurula sunulan birleşme sözleşmesinin hangi nisaplarla onaylanacağı, belirli özel durumlara göre ayrıntılı olarak düzenlenmiş; ancak TTK m. 421/5-b hükmünün saklı tutulduğu belirtilmiştir. TTK m. 421/5-b'de ise m. 418'e atıf yapılarak pay senetleri borsada işlem gören şirketlerde, birleşme kararının, sermayenin dörtte birini oluşturan pay sahipleri ya da temsilcilerinin toplanması koşuluyla oy çoğunluğuyla alınabileceği hüküm altına alınmıştır. Maddenin gerekçesinde hisse senetleri borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerin hükmün kapsamında olmadığı, HAAŞ'ler bakımından önem taşıyan ancak ağırlaştırılmış nisapla da alınması zor olan kararların, alınmasının kolaylaştırıldığı belirtilmiştir[493].

HAAŞ'lerde birleşme kararı alınabilmesine ilişkin her iki hükümde de farklı toplantı ve karar yetersayıları öngörüldüğünden, hangi hüküm esas alınarak işlem yapılacağını belirlemek gerekmektedir. Doktrinde her iki düzenleme arasındaki farklılıklara değinilerek HAAŞ'lerin birleşme işlemlerinde, SPKn m. 29/6 hükmünde belirtilen nisabın esas alınması gerektiği ifade edilmektedir[494]. Öte yandan TTK m. 421/5

[493] Bkz. Gerekçe m. 421/5.

[494] *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 12; *Turan, Ayrılma Hakkı*, s. 90. Ancak TTK m. 421'de faaliyet konusunun tamamen değiştirilmesi gibi sermayenin %75'ini temsil eden payların çoğunluğu ile karar alınabileceği ifade edilen işlemlerin, SPKn ile fiili bakımdan çok daha kolaya indirgenmesinin isabetli olmadığı hakkında

hükmünün saklı tutulacağına ilişkin ifadeye, m. 151/1-a hükmünde yer verildiğinden, söz konusu istisnanın da yalnız TTK m. 151/1-a hükmündeki genel nisap açısından geçerli olduğu ifade edilmektedir[495].

Biz de TTK m. 330 hükmünde belirtilen ana kurala göre, sermaye piyasası mevzuatının özel ve sonraki tarihli düzenleme olması sebebiyle SPKn m. 29/6, II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 7/1 ve II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 10/2 hükümlerinin uygulama önceliği bulunduğu kanaatindeyiz. Ayrılma akçesine ilişkin TTK m. 151/5 hükmünün özel bir nisap olması sebebiyle genel nisaplar için öngörülen TTK m. 421/5 hükmünün istisna tutulmasına takılmaması uygun bir yaklaşımdır.

b. Oydan Yoksun Payların, Ayrılma Hakkının Kullanılması ve Nisabın Hesaplanmasına Etkisi

TTK hükümlerinde oy hakkının vazgeçilemez bir hak olduğu ve her pay sahibinin en az bir oya sahip olduğu hususu açıkça düzenlenmiştir. Bu bağlamda ETTK'daki her payın bir oy hakkı vermesi ilkesi, esas sözleşmede birden fazla paya sahip olanların oy hakkının sınırlanması yolu ile kabul edilmiştir. Ancak bu ilkenin istinası olarak pay sahiplerinin oydan yoksun payları için ayrılma akçesi talep edebilmelerinin mümkün olup olmadığı konusunun değerlendirilmesi gerekmektedir.

Oy hakkından yoksun pay sahibi tarafından ayrılma hakkının kullanılıp kullanılamayacağı konusunda doktrinde görüş birliği bulunmamaktadır. SPKn, II-23.1 Sayılı ve II-23.3 Sayılı Tebliğ hükümleri ile ayrılma hakkı, önemli nitelikteki işlemlerin görüşüldüğü genel kurula katılarak karara olumsuz oy kullanan ve muhalefetini tutanağa işleten pay sahiplerinin başvurabileceği bir yol olarak düzenlenmiştir. Bu sebeple bir

bkz. *Turan, Ayrılma Hakkı*, s. 90. SPKn ve TTK hükümlerinin birlikte uygulanabilirliği hakkında bkz. yuk. s. 72 vd.

[495] *Çoştan, Kararlar*, s. 79.

görüşe[496] göre, oydan yoksun pay sahibinin genel kurula katılması ve görüş açıklaması önünde engel bulunmasa da olumsuz oy kullanılmasını gerektiren ayrılma hakkının, oydan yoksun paylar bakımından kullanılması mümkün değildir.

Ancak karşı yöndeki görüşe[497] göre, oydan yoksun pay sahiplerinin de HAAŞ'e ilişkin önemli kararlar neticesinde yatırımlarını gözden geçirme imkânları olmalı ve oy hakları bulunmasa dahi, muhalefetlerini genel kurul tutanağına işletmek kaydıyla, ayrılma hakkını kullanmaları mümkün olmalıdır. Bu görüşü savunan yazarlar konuyu, II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 9/9 hükmü ile temellendirmektedir. Anılan hükümde ayrılma hakkını kullanacak pay sahiplerinin, grup ayrımı gözetmeksizin tüm payları için ayrılma hakkını kullanmaları gerektiği hüküm altına alınmıştır. Bu sebeple, oydan yoksun payların da ayrılma hakkı kapsamına dâhil olduğunu ifade etmek mümkündür[498]. II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 12/4 hükmü ile de ayrılma hakkının, bu hakka sahip olan ve borsada işlem sırası bulunan payların tamamı için kullanılabileceği düzenlenmiştir. Bu sebeple konuya ilişkin doktrindeki görüşler, 27.06.2020 tarihinden önce ve sonra kamuya açıklanan işlemler açısından geçerliliğini korumaktadır.

ETTK döneminde kaleme alınan eserlerde de oydan yoksunluk, oy hakkının donması gibi durumlar arasında fark gözetilmeksizin, pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanabilecekleri savunulmuştur. Buna göre pay sahiplerinin, oydan yoksun olan ve olmayan payları arasında herhangi bir fark bulunmadığından böyle bir ayrım yapılması da uygun değildir[499].

Öte yandan HAAŞ'lerde birleşme kararı alınırken dikkate alınacak nisapta, oydan yoksun payların etkisi de açığa kavuşturulmalıdır. SPKn m. 29/6 hükmünde TTK m.

---

[496] *Kaya, Ayrılma Hakkı*, s. 104; *Bektaş*, s. 807. Ayrılma akçesi talep edilmesinin, şirkette yaratacağı maliyet dikkate alınarak yalnız oy hakkı olan paylar için öngörülmesi gerektiğine ilişkin bkz. *Özdoğan, Ortaklıktan Ayrılma*, s. 750, 751.

[497] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 262 vd.; *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 34.

[498] *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 68; *Semerci Vuraloğlu*, s. 193.

[499] *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 68.

436/1'e taraf olan pay sahiplerinin oy kullanamayacağı belirtilmiş; II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 7/2 ve 7/3 hükümlerinde de konuya ilişkin belirli açıklama ve istisnalara yer verilmiştir. Buna göre Tebliğ m. 5/1-a,c ve d bentleri dışında, TTK m. 436/1'e göre taraf olan nihai kontrol eden pay sahibi konumundaki gerçek kişi ya da onların yönetim kontrolüne sahip oldukları şirketlerin, oy kullanamayacakları düzenlenmiştir. Bu bakımdan Tebliğ m. 7/2 hükmünde gösterilen kişisel işlemlerde, o işlemle ilgili olarak oy hakkı donacak; pay sahipleri olumsuz oy kullanarak muhalefetlerini şerh ettiremeyeceklerinden o işlemlerde ayrılma hakkını kullanmaları mümkün olmayacaktır[500].

Anılan Tebliğ'in m. 7/3 hükmünde ise sıralanan belirli durumların kişisel nitelikte sonuç doğurmayacağı gözetilerek oy hakkından yoksunluğa istisna getirilmiştir. Birleşme işleminin de içinde bulunduğu bu işlemler kişisel kabul edilmediğinden, oy kullanamama gibi bir durum gündeme gelmemektedir. Benzer düzenlemeye 27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan işlemlerde uygulanacak II-23.3 Sayılı Tebliğ'de de yer verilmiş ve birleşme işleminin kişisel nitelikte sonuç doğurmayacağı kabul edilmiştir.

Oydan yoksun payların, genel kurul nisabının hesaplanmasında etkisi ise toplantı ve karar yetersayısı açısından ayrı ayrı incelenmektedir. Anılan nitelikteki payların, toplantı yetersayısının hesaplanmasında dikkate alınması fakat karar yetersayısının hesaplanmasında dikkate alınmaması gerektiği savunulmaktadır[501]. Tüm bu değerlendirmeler ışığında biz de oydan yoksun pay sahiplerinin, ayrılma hakkını kullanabilmeleri ve ayrılma akçesi talep edebilmelerinin mümkün olduğu görüşüne katılmaktayız.

[500] *Semerci Vuraloğlu*, s. 200.

[501] *Semerci Vuraloğlu*, s. 200.

III. AYRILMA AKÇESİNİN TALEP EDİLEBİLECEĞİ SÜRE VE HÜKÜM DOĞURMA ANI

A. TTK Hükümlerinin Değerlendirilmesi

Seçimlik ayrılma akçesi alarak pay sahipliğini sona erdirmeye yönelik talebin, şirkete iletilme anı ile hüküm ve sonuç doğuracağı an farklılık göstermektedir. Birleşme sözleşmesinde zorunlu ayrılma akçesi öngörülmesi durumunda, pay sahibinin iradesine ihtiyaç bulunmadığından, söz konusu talebin şirkete iletilmesine ilişkin süreç yalnız seçimlik ayrılma akçesinde gündeme gelmektedir. Bu bölümde inceleyeceğimiz ayrılma akçesinin hüküm ve sonuç doğurma anına ilişkin açıklamalar ise hem seçimlik hem de zorunlu ayrılma akçesi bakımından ortaktır.

a. Seçim Hakkının Kullanılabileceği Süre ve Kullanmamaya Bağlanan Sonuçlar

Birleşmeye taraf olan şirketlerde pay sahiplerinin seçimlik ayrılma akçesi talebinde bulunması, yenilik doğurucu bir hak niteliği taşımaktadır[502]. Ancak TTK m. 141'de hakkın, hangi süre içinde ve hangi andan itibaren kullanılabileceğine ilişkin bir düzenlenme bulunmamaktadır. Ayrılma akçesinin seçimlik olarak öngörülmesi halinde, devrolunan şirket ortaklarından kaçının bu hakkı kullanacağı bilinmediğinden, birleşme sözleşmesi ve birleşme raporunda pay değişim oranı ve sermaye artırımının nasıl tespit edileceği hususu da konuyla ilgili bir başka belirsizliktir[503].

Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu (*Aktiengesetz*)[504] m. 327a-327f hükümlerinde düzenlenen büyük pay sahiplerinin azınlığı şirketten çıkarma talebinde bulunması ve

[502] Bkz. Gerekçe m. 141.

[503] *Turan, İhtiyari Ayrılma Akçesi*, s. 600.

[504] Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu (*Aktiengesetz*)'nun İngilizce çevirisi (*Stock Corporation Act)* için bkz. http://www.gesetze-im-internet.de/englisch_aktg/englisch_aktg.html#p1759, (Erişim T.: 18.10.2020).

azınlığın şirketten çıkması durumunda, azınlık pay sahiplerinin ileri süreceği tazminat taleplerinin üç yıllık zamanaşımına tâbi olduğu ifade edilmektedir[505]. Karşılaştırmalı hukuk düzenlemelerinin aksine TTK m. 141 hükmünde konuya ilişkin detayların ortaya konulmaması, çeşitli tartışmaları da beraberinde getirmiştir.

Doktrinde ileri sürülen ilk görüş[506], seçimlik ayrılma akçesi öngörülmesi durumunda seçim hakkının birleşme öncesinde kullanılması gerektiğidir. Buna göre ayrılma akçesi olarak ödenecek miktar ile devralan şirkette yapılacak sermaye artırımı, birleşme öncesinde belirlenebilir hâle getirilmiş olacaktır.

İleri sürülen bir başka görüşe[507] göre, yeniden yapılandırma işlemlerinde, ortaklık pay ve haklarının korunamamış ya da ayrılma karşılığının uygun hesaplanamamış olması halinde her ortağın denkleştirme akçesi talep etmesini düzenleyen TTK m. 191 hükmünde olduğu gibi, ayrılma akçesi de iki aylık süreye tâbi olmalıdır. Buna göre, birleşme sözleşmesinde hakkın kullanılabileceği süre özel olarak belirtilmemiş ise ayrılma akçesine ilişkin talebin, denkleştirme talep edilen iki aylık süre içinde şirkete yöneltilmesi gerekmektedir[508].

Ancak iki aylık sürenin geçerli olacağına ilişkin görüş de bazı açılardan eleştirilmektedir. Nitekim TTK m. 191 hükmünde öngörülen süre, ortalık haklarının yeterince korunamadığı veya ayrılma karşılığının uygun olmaması halinde dava açma hakkına yöneliktir. Ayrılma akçesinin de aynı süre içinde kullanılması gerektiğini ileri sürmek, denkleştirme akçesi için öngörülen iki aylık sürenin çok daha kısalması sonucunu doğuracaktır[509]. Bu sebeple ortaklara süre tanınarak ilgili meblağ belirlenebilir,

---

[505] Konu ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. *Pulaşlı, Azınlığı Şirketten Çıkarma*, s. 661; *Kaya, Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma*, s. 313 vd.

[506] *Çoştan*, *Yeniden Yapılanma*, s. 176; *Develi*, s. 453; *Turan*, *İhtiyari Ayrılma Akçesi*, s. 603; *Koşer*, s. 376.

[507] *Sönmez*, *Ayrılma Hakkı*, s. 194.

[508] *Sızır*, s. 13.

[509] *Turan*, *İhtiyari Ayrılma Akçesi,* s. 603 vd.

artırılacak sermaye tutarı tespit edilebilir ve birleşmenin onaylanmasından sonra da ödeme aşaması gerçekleştirilmelidir[510].

Ayrılma akçesinin talep edilebileceği ana ilişkin açık bir düzenleme olmaması ve denkleştirme akçesine ilişkin sürenin esas alınmasının da belirli sakıncaları beraberinde getirmesi sebebiyle doktrinde, seçim hakkına ilişkin sürenin makul olması ve süre hesaplanırken şirketin yapısı, birleşmenin özellikleri gibi somut olayın özelliklerinin değerlendirilmesi gerektiği ifade edilmektedir[511].

Sürenin başlayacağı an açısından ise İsviçre doktrinindeki temel görüşlerin değerlendirilmesi ile çözüme varılmaya çalışılmaktadır. Bu bağlamda ilk görüşün, hakkın birleşme kararı alınmasından önce ancak en erken inceleme hakkının kullanılmasından sonra kullanılabileceği yönünde; diğer görüşün ise birleşme kararının ilanından sonra hakkın kullanılabileceği yönünde olduğu belirtilmiştir. Buna göre, ulusal mevzuatımız açısından, seçim hakkının en erken birleşme kararının alındığı anda kullanılması mümkün olup ayrıca birleşme kararının tescilini ve ilanını beklemeye gerek bulunmadığı ileri sürülmektedir[512]. Öte yandan, İsviçre doktrininde vakıfların ticaret şirketleriyle birleşmesine yönelik hükümden hareketle, birleşme sonrasında ayrılma hakkının kullanılabileceği de savunulan bir başka görüş olmuştur[513].

Doktrinde, seçim hakkı olarak ayrılma akçesi öngörülmesi durumunda süre, kullanım koşulları gibi detayların da birleşme sözleşmesinde açıkça düzenlenmesinin isabetli olacağı savunulmuştur[514]. Böylece ayrılma hakkına ilişkin belirsizlikler de

[510] *Turan, İhtiyari Ayrılma Akçesi,* s. 605 vd.

[511] *İpekel Kayalı*, s. 258.

[512] *İpekel Kayalı*, s. 259.

[513] *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 149.

[514] Birleşme sözleşmesinde düzenleme yapıldığı takdirde eşit işlem ilkesine uygun davranılması hakkında bkz. *Tekinalp, Birleşmede Ayrılma Akçesi*, s. 25; *Develi*, s. 453.

birleşme öncesinde giderilmiş olacaktır[515]. Ayrılma hakkına ilişkin şartlar ve bu şartların tamamlanması için uygun bir süre verilmesi ve pay sahiplerinin de ilgili süreye uyarak ayrılma hakkını kullanmalarının isabetli olacağı ileri sürülmüştür. Nitekim genel kurul öncesi ya da ilanlarla ayrılma hakkının hatırlatılmasının da faydalı olacağı[516]; sözleşmede yeterli düzenleme bulunmaması halinde, ortaklar aleyhine yorum yapılmaması gerektiği[517] de belirtilerek ayrılma akçesinin pay sahibini koruyucu fonksiyonu göz önünde tutulmuştur.

Birleşme sözleşmesinde seçimlik ayrılma akçesine ilişkin herhangi bir süre belirlenmemesi durumunda devralan şirketin, bir belirleme yapması gerektiği de ileri sürülen bir başka çözüm yolu olmuştur. Buna göre böyle bir belirleme yapılmamış ise, TTK m. 149 uyarınca ortakların, genel kurul kararından otuz gün önce birleşme sözleşmesi ve belgeleri incelemeleri mümkün olduğundan bu andan itibaren ayrılma hakkını kullanabilmeleri önünde bir engel bulunmamalıdır[518].

Kanaatimizce de birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesinin hangi ortaklara tanındığı, kullanılabileceği süre ve kullanım koşulları gibi ayrıntılara yer verilmesi Kanun'daki belirsizlikler karşısında pay sahiplerinin korunması açısından önem taşımaktadır. Sözleşmede böyle bir belirleme yapılmaması durumunda ise ortağın birleşme ve ayrılma hakkı bakımından gerekli ve yeterli bilgiye sahip olacağı, birleşme kararının alındığı anda ayrılma akçesi talebi kabul edilmelidir. Ancak TTK m. 149 ve TTK m. 437 hükümleri uyarınca ortağın birleşme ve ayrılma akçesine dair bilgi edinmesi durumunda, ayrılma hakkını kullanmaya yönelik irade beyanını, birleşme karar tarihinden önce de şirkete ulaştırması mümkün olmalıdır. Bu bakımdan uygulamadaki

---

[515] *Turan, İhtiyari Ayrılma Akçesi*, s. 603. Ayrılma akçesine ilişkin belirsizliklerin, birleşme öncesinde giderilmemesi, alacaklıların bu gerekçeyi ileri sürerek daha fazla teminat talep etmelerine yol açacaktır. Bkz. *Çoştan, Yeniden Yapılanma*, s. 175-176.

[516] *Özdoğan, Ortaklıktan Ayrılma*, s. 752 vd.

[517] *Tekinalp, Birleşmede Ayrılma Akçesi*, s. 25.

[518] *Develi*, s. 453.

karışıklıkları engelleyecek şekilde ayrılma akçesine ilişkin önem arz eden hususların, sözleşmede düzenlenmesi koruyucu ve kolaylaştırıcı bir işlev taşımaktadır.

Seçim hakkının hiç veya süresinde kullanılmaması da ayrı bir tartışmayı beraberinde getirmektedir. Böyle durumlarda nasıl bir yol izleneceğine ilişkin birleşme sözleşmesinde hüküm olabileceği gibi; konuya ilişkin herhangi bir düzenleme yapılmamış da olabilir. İsviçre Hukukunda ayrılma talebinin süresinde kullanılmaması durumlarında, pay sahipliğinin devamlılığı ilkesinin devreye gireceği görüşünün[519], hukuk sistemimiz açısından da uygun olduğunu belirtmek gerekmektedir. Nitekim seçimlik ayrılma akçesi, inşaî hak niteliğinde olması sebebiyle; ancak ortakların talep etmesi halinde kullanılabilmektedir.

Yukarıda detaylıca açıkladığımız üzere, seçimlik ayrılma akçesi ile pay sahipliğinin devamlılığı açısından ortaklara seçim imkânı sunmak ise şirketin takdirindedir. Ortakların kendilerine bir alternatif olarak sunulan bu haktan yararlanmaları kendi seçimlerinde olduğundan, böyle bir seçim yapılmaması halinde pay sahipliğinin devam edeceğini kabul etmek gerekmektedir. Biz de birleşmenin temel ilkelerinden biri olarak tanımlanan pay sahipliği ilkesine getirilecek bir istisnanın geçerli kabul edilebilmesi için bu beyanın, belirsizlik içermeyecek şekilde şirkete ulaşması gerektiği görüşündeyiz.

Öte yandan ayrılma akçesi talebinin geçerli olarak kabul edilmesi için ileri sürülen beyandan ne zamana kadar dönülebileceğinin de tespit edilmesi gerekmektedir. Seçimlik ayrılma akçesinin kullanılacağına ilişkin beyandan, devralan şirkete ulaşana kadar dönülmesi mümkündür. Beyanı karşı taraf öğrendikten sonra seçim hakkının

[519] *İpekel Kayalı*, s. 260. *İpekel Kayalı*, birleşme sözleşmesinde öngörülmek kaydıyla seçim hakkını hiç veya gereği gibi kullanmayan ortağa da ayrılma akçesi ödenebileceği görüşündedir. Yazara göre bu durumda ayrılma akçesi tutarının diğer ortaklara verilen tutardan daha az olarak kararlaştırılması mümkün değildir. Ancak bu durum, ortağın iradesi dışında meydana gelmesi sebebiyle çıkarılma olarak kabul edilmesi gerektiğine ilişkin bkz. *Öztürk Almaç*, Tuğçe: *Ticaret Şirketlerinin Birleşmesinde Ortaklık Haklarının Devamlılığı İlkesi*, Ankara: Seçkin 2019, s. 125.

kullanılabilmesi için süre olsa dahi, beyandan dönülebilmesi mümkün değildir[520]. Ancak birleşme sözleşmesinde bu konuya ilişkin özel bir hüküm olması durumunda, ayrılma hakkını kullandıktan sonra da haktan dönülmesi mümkün olabilir[521].

b. Ayrılma Akçesinin Hüküm Doğurma Anı

TTK m. 152 hükmü[522] ile düzenlendiği üzere birleşme işlemi, devrolunan şirketin birleşme kararını ticaret siciline tescil ettirmesi ile hukuki sonuç doğurmaktadır[523]. Bu anlamda tescil ile birlikte devralan ya da yeni kurulan şirkette pay sahibi olacak kimselerin hukuki statüleri de belirlilik kazanmaktadır.

Her ne kadar devrolunan şirketin tescilinin kurucu olduğu ifade edilmekteyse de birleşmeye katılan şirket sayısının ikiden fazla olması ve hatta devrolunan şirketlerin farklı ticaret sicil bölgelerinde yer alması, farklı zamanlarda malvarlığı ve hisse devri gibi ihtimalleri de beraberinde getirmektedir. Öte yandan devrolunan şirketlerden birinin birleşmeyi tescil ettirmemesi durumunda, birleşmenin gerçekleşmemesi riskiyle karşılaşılması muhtemeldir[524]. *Akdağ Güney* tüm bu tehlike arz eden durumları önlemek ve uygulamada karşılaşılabilecek riskleri en aza indirmek üzere tescil sırasının kanunen belirlenmesi gerektiğine işaret etmiştir[525]. Tescil sırasının belirlenmesi, seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesinin hüküm doğuracağı an açısından da önem taşımaktadır. Nitekim

---

[520] İnşai haklarla ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. *Kılıçoğlu*, s. 21 vd.

[521] *İpekel Kayalı*, s. 252.

[522] TTK m. 152: *"(1) Birleşmeye katılan şirketler tarafından birleşme kararı alınır alınmaz, yönetim organları, birleşmenin tescili için ticaret siciline başvurur.*
(2) Devralan şirket, birleşmenin gereği olarak sermayesini artırmışsa, ek olarak esas sözleşme değişiklikleri de ticaret siciline sunulur.
(3) Devrolunan şirket, birleşmenin ticaret siciline tescili ile infisah eder.".

[523] Gerekçe'de devrolunan şirket tarafından yapılan tescilin kurucu nitelik taşımasına karşın, devralan şirket tarafından yapılan tescilin açıklayıcı nitelik taşıdığı belirtilmiştir. Bkz. Gerekçe m. 153.

[524] *Akdağ Güney*, Necla: *"Türk Ticaret Kanunu Tasarısında Şirketlerin Yeniden Yapılanmasına İlişkin Düzenlemeler Hakkında Genel Değerlendirme"*, YÜHFD, 2005, C. 2, S. 1, s. 507.

[525] Konunun Alman Hukuku ve İsviçre Hukuku açısından düzenlemesi için bkz. *Akdağ Güney*, s. 507 vd.

birleşmeye birden fazla şirketin katılması durumunda, tescil ve dolaylı olarak birleşme anının tespit edilmesi, ayrılma akçesi öngörülen devrolunan şirketlerde, çıkma ve çıkarılma tarihinin saptanması açısından isabetli bir çözüm olacaktır.

Ticaret Sicili Yönetmeliği[526]'nin konuya ilişkin hükümlerinde de devralan şirketin birleşmeyi tescil ettirebilmesi için öncelikle devrolunan şirketin birleşmeyi tescil etmesi gerektiği düzenlenmiştir. Ancak devrolunan şirket sayısının birden fazla olması durumunda, hangi şirketin tescil anının esas alınacağına ilişkin bir düzenleme yapılmamıştır. Bu durumda Yönetmelik'in başvuru esnasında sunulacak belgeleri düzenleyen m. 126 hükmüne göre bir değerlendirme yapılması gerekmektedir. Hükümde tescilin yapılabilmesi için devralan ve devrolunan şirketlere ilişkin belgelere yer verildiğinden, devrolunan şirketlerin tamamının tescili beklenmeli ve son aşamada devralan şirket tescil edilmelidir.

Ancak devrolunan şirketin birden fazla olması ya da farklı sicil bölgelerinde bulunması gibi durumlarda, birleşmenin gerçekleşebilmesi için hangi şirketin tescilinin esas alınacağına ilişkin çözüme Yönetmelik hükmünde de yer verilmemiştir. Olması gereken hukuk bakımından pay sahiplerini, birleşmenin tarafı olan şirketleri ve alacaklıları yakından ilgilendiren bu hususun, açıkça düzenlenmesinin isabetli olacağı görüşündeyiz.

Birleşmenin tescili, seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesinin sonuç doğuracağı anın tespiti açısından da önem taşımakta ve doktrinde seçim hakkının, birleşmenin tescili ile birlikte hüküm doğuracağı ifade edilmektedir. Bu görüşe göre, seçim hakkının birleşmeden sonra kullanılabilmesi için ayrıca süre verilmesi halinde, daha sonra kullanılan ayrılma akçesi talebinin de tescille birlikte hüküm doğuracağı kabul edilmektedir[527]. Seçimlik ayrılma akçesi alarak çıkma hakkının kullanılmasında olduğu

[526] Ticaret Sicili Yönetmeliği, (RG. S.: 28541, RG. T.: 27.01.2013).

[527] *İpekel Kayalı*, s. 259; *Taşdelen*, s. 146. Yazar aynı durumun bölünme açısından da geçerli olduğunu ve ayrılma hususunun tescille birlikte hüküm doğuracağını ifade etmektedir. Bkz. *Taşdelen*, s. 160.

gibi, zorunlu ayrılma akçesinin de tescille birlikte hüküm ve sonuç doğuracağı esasının benimsenmesi gerekmektedir.

Öte yandan zorunlu ayrılma akçesi verilmek suretiyle ortağın, hangi şirketten ayrıldığı da belirlenmesi gereken bir başka konudur. *Tekinalp* azlığın devralan şirkete dahil olmadan önceki bir süreçte ayrılması sebebiyle devrolunan şirketten ayrıldığını ifade etmektedir[528]. Bizce de birleşme sözleşmesinde ancak devrolunan şirket ortakları için öngörülebileceği kabul edilen ayrılma akçesi hükmünün, yine devrolunan şirketlerde ağırlaştırılmış nisaplar ile oylanması hususu da bu görüşü doğrulamaktadır. Tüm bu hususların birlikte değerlendirilmesi durumunda, devrolunan şirketin tescili; birleşmenin, ayrılma akçesi talep anının ve pay sahiplerinin hangi şirketten ayrıldığının belirlenmesi açısından önem taşımaktadır.

B. Sermaye Piyasası Mevzuatının Değerlendirilmesi

Ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahibinin önemli nitelikteki işlemin görüşüldüğü genel kurulda olumsuz oy kullanması, muhalefet şerhini tutanağa geçirtmesi ve ayrılma hakkını kullanacağına ilişkin bir bildirimde bulunması gerekmektedir. II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 9/7 ve II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 12/1 hükümleri uyarınca ayrılma hakkı, aracı kurum vasıtasıyla kullanılabilmekte; payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde ise talep edilmesi durumunda, aracı kurum vasıtası ile işlem yapma zorunluluğuna, SPKr'nca muafiyet tanınabilmektedir.

Düzenlemeye göre ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahiplerinin paylarını, Tebliğ ve genel hükümlerde öngörülen esaslar uyarınca aracı kuruma teslim ederek ayrılma hakkını kullanılacaklarına ilişkin bildirimde bulunmaları gerekmektedir. Daha sonraki aşamada, şirket tarafından belirli usullere göre hesaplanan kullanım bedeli

[528] *Tekinalp, Birleşmede Ayrılma Akçesi*, s. 26.

üzerinden paylar satın alınmakta ve ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerine, pay bedelleri en geç satışı takip eden iş günü içinde ödenmektedir.

Ayrılma hakkının kullanılabileceği süre ise II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 9/6 hükmüyle: "*Ayrılma hakkının kullandırılması genel kurul tarihinden itibaren en çok altı iş günü içinde başlar. Ayrılma hakkının kullanım süresi on iş gününden az yirmi iş gününden fazla olamaz*." şeklinde düzenlenmiştir. Ancak öngörülen süreler II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 12/2 hükmünde: "*Ayrılma hakkının kullandırılması genel kurul tarihinden itibaren en geç altı iş günü içinde başlar. Ayrılma hakkının kullanım süresi başlangıç tarihinden itibaren on iş günüdür.*" şeklinde revize edilmiştir. Bu durumda 27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan önemli nitelikteki işlemler sebebiyle ayrılma hakkının kullanılabileceği üst süre yirmi gün değil, on gün olarak hesaplanacaktır.

II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 14/1 hükmü ile hakkın başlangıç ve kullanım süresini belirleme yetkisinin, ayrılma hakkına ilişkin usul ve esaslardan sorumlu olan yönetim kurulunda olduğu düzenlenmiştir. II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 18 hükmüyle de HAAŞ yönetim kurulunun, Tebliğ'deki usul ve esaslara uyulmasından sorumlu olduğunu belirten daha genel bir düzenlemeye yer verilerek benzer sorumluluk esası, 27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan işlemler açısından da gözetilmiştir.

Anılan hükümler ile ayrılma hakkının kullanılabileceği süreler tayin edilmiş ise de bu sürelerin niteliğine ilişkin bir belirlemede bulunulmamıştır. Doktrinde ayrılma hakkının kullanım süresine ilişkin hükmün, düzenleyici nitelik taşıdığı[529]; ilgili sürelere uyulmaması durumunda ayrılma hakkının geçersiz sayılmaması gerektiği ve somut olayın

[529] Hükümde belirtilen asgari sürenin pay sahibinin değerlendirme yapmasını kolaylaştırdığı; azami sürenin ise özellikle borsa şirketlerinde teklif, teklif sahibi, piyasa ve şirket içinde belirsizlikleri giderdiğine ilişkin bkz. *Manavgat, HAAO*, s. 378; *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 275.

şartlarına göre, SPKr'nın yaptırımları ile pay sahiplerinin tazminat taleplerinin gündeme gelebileceği ifade edilmektedir[530].

27.06.2020 tarihinde yürürlüğe giren ve II-23.1 Sayılı Tebliğ'e göre üst süreyi kısaltarak, HAAŞ pay sahiplerinin genel kurul tarihinden itibaren on gün içinde ayrılma hakkını kullanabileceklerini öngören II-23.3 Sayılı Tebliğ hükmünün, şirket içi belirsizlikleri gidermek bakımından isabetli olduğu görüşündeyiz. Bu sayede genel kurul tarihinden sonra altı ilâ on gün içinde pay sahibi olmaya devam etmek isteyen ve istemeyen pay sahiplerinin tespit edilmesi sağlanmış olacaktır. Benzer esasların, kapalı anonim şirketlerin taraf olduğu birleşmeler açısından da gözetilmesi gerekmekte ve olması gereken hukuk bakımından, ayrılma akçesinin talep edilebileceği süre ve hüküm doğuracağı anın açıkça öngörülmesi gerekmektedir.

IV. AYRILMA AKÇESİ TALEP EDEBİLMENİN ŞARTLARI VE TALEP EDİLEBİLECEK AYRILMA AKÇESİ MİKTARI

A. TTK Hükümlerinin Değerlendirilmesi

Birleşmeye taraf olmayacak pay sahipleri için öngörülebilecek seçimlik ya da zorunlu ayrılma akçesinin, birleşme sözleşmesinde özel olarak düzenlenmesi ve Kanun'da belirtilen ağırlaştırılmış nisaplarla onaylanması gerekmektedir. Nitekim birleşme sözleşmesinde yer alması gereken hususları düzenleyen TTK m. 146 hükmünde de ayrılma akçesi öngörülmesi durumunda, bu hususa yer verilmesi gerektiği belirtilmiştir. Bu sebeple birleşme sözleşmesinde bir ayrılma akçesi hükmü öngörülmemiş ise ayrılma akçesine özel bir genel kurul kararı alınmış olsa ve hatta karar

[530] *Kaya, Ayrılma Hakkı*, s. 288. Ancak krş. yönde bkz. *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 47. Yazar bu sürelerde ayrılma hakkını kullanacağını bildirmeyen pay sahibinin daha sonra ayrılma talebinde bulunamayacağını ifade etmektedir.

oybirliği ile kabul edilmiş olsa dahi Kanun'un açık hükmü gereği, ilgili genel kurul kararı uygulama bulamayacaktır[531].

TTK m. 141 ve m. 151 hükümlerinde, ayrılma akçesi talep edilebilmesi için birleşmeye muhalif kalma ya da belirli bir oranda paya sahip olma gibi başka şartlar öngörülmemiştir. Zorunlu ayrılma akçesinde pay sahibinin iradesi olmaksızın çıkma benzeri bir durum yaratıldığından, pay sahibinin karara ayrıca muhalif kalması gerekmemekte ise de seçimlik ayrılma akçesinde konuya ilişkin fikir birliği bulunmamaktadır. Öte yandan ayrılma akçesi öngörülebilecek pay sahipleri açısından bir üst sınır bulunup bulunmadığı hususu hem seçimlik hem de zorunlu ayrılma akçesi bakımından tartışmalara sebep olmuş ve konunun aydınlatılmasını gerekli kılmıştır.

a. Seçim Hakkını Kullanacak Ortakların, Birleşmeye Muhalif Kalmalarının Gerekip Gerekmediği Hususu

TTK hükümlerinin seçimlik ayrılma akçesine başvuracak pay sahiplerinin, ayrıca birleşmeye de muhalif kalmasının gerekip gerekmediğine ilişkin sessizliği karşısında doktrinde savunulan ilk görüş, pay sahibinin birleşme kararına muhalif kalmamasının, ayrılma hakkından yararlanmasına engel olmayacağı yönündedir. Bu görüşe[532] göre, ayrılma akçesinden faydalanabilecek ortakların, birleşme sözleşmesine olumsuz oy kullanmış olmaları gerekmemekte, yukarıda açıkladığımız yetersayılar sağlandığı takdirde[533] lehe oy kullanan ortakların da ayrılma akçesinden yararlanabilmeleri mümkün olmaktadır.

Konu, karşılaştırmalı hukuk açısından incelenmiş; Alman Nev'i Değiştirme Kanunu (*Umwandlungsgesetz*) m. 29 hükmünde sadece birleşmeye olumsuz oy veren

---

[531] *Ulusoy*, s. 88.

[532] *İpekel Kayalı*, s. 253; *Göktürk*, s. 645; *Ulusoy*, s. 94; *Turan*, *İhtiyari Ayrılma Akçesi*, s. 607; *Özatlan, Çıkma Hakkı*, s. 34; *Bektaş*, s. 757; *Koşer*, s. 375; *Sevi*, s. 122.

[533] Bkz. yuk. s. 147 vd.

ortaklara ayrılma hakkı tanınarak Türk/İsviçre Hukukundan farklı bir düzenlemeye yer verilmiştir. Öte yandan TTK m. 141 ile düzenlenen ayrılma akçesinin, TTK m. 202 ile öngörülen bağlı şirket pay sahibine tanınan ayrılma akçesinden de farklı olduğu ifade edilmiştir[534]. Bu görüş, gerekçede yer bulan pay sahipliğinin demokrasisi ilkesi ile temellendirilmiş ve birleşme sözleşmesine olumlu oy vermiş olsa bile pay sahibinin, ayrılma akçesi talep etmesinin mümkün olacağı ileri sürülmüştür. Gerçekten ayrılma akçesi talep eden pay sahibinin birleşme sözleşmesine olumsuz oy vermesi gerekmediği gibi; birleşmede olumsuz oy kullanan pay sahibinin de ayrılma akçesi talep etme imkânı mümkün olmalıdır. Bu bağlamda seçimlik ayrılma akçesi talep etmek ile birleşmeyi onaylamak farklı kurumlar olup bu iki karar arasında aynı ya da ters yönde şarta dayalı bir ilişki kurulması isabetli bir yaklaşım değildir[535].

Doktrinde savunulan bir diğer görüşe[536] göre ise seçimlik ayrılma akçesi talebinde bulunan pay sahibinin, birleşme kararına muhalif kalması gerekmektedir. Buna göre TTK m. 151/5'te belirtilen nisabı sağlamak koşuluyla, sadece olumsuz oy veren pay sahiplerinin seçim hakkına sahip olması gerekmekte; aksi takdirde birleşmeye hem olumlu oy kullanan hem de ayrılma akçesi talebinde bulunan ortakların çelişkili davranış sergilemiş olacağı ifade edilmektedir.

Öyle ki bu görüşü savunan yazarların bir kısmı, ayrılma akçesi alarak şirketten ayrılabilecek pay sahibi oranının en fazla yüzde on olduğu; birleşme kararının oybirliği ile alındığı hallerde de hiçbir pay sahibinin ayrılma hakkına sahip olmadığını ifade etmektedir[537]. Bu durumda olumsuz oy kullanılmasına rağmen birleşme neticesinde pay

---

[534] *İpekel Kayalı*, s. 253. Yazar, TTK m. 141 hükmü ile TTK m. 208 hükmünde düzenlenen ayrılma akçesinin azınlık pay sahibini koruma düşüncesi bakımından farklılaştığını ifade etmiştir.; *Özatlan, Çıkma Hakkı*, s. 34.

[535] *Turan, İhtiyari Ayrılma Akçesi*, s. 607.

[536] *Al Kılıç*, s. 53 vd.; *Develi*, s. 453. *Pulaşlı, Şerh I*, s. 222; *Pulaşlı, Genel Esaslar*, s. 79.

[537] *Al Kılıç*, s. 53 vd.

sahipliği sıfatının devam etmesi de külli halefiyet ilkesi gereği çelişkili bir durum olarak nitelendirilmemiştir[538].

Ayrılma akçesi talep edecek pay sahibinin olumsuz oy kullanması gerektiğine ilişkin görüş, TTK m. 193/3 hükmünün TTK m. 202/2 hükmüne atfı ile de açıklanmıştır. İlgili hükme göre, haklı bir sebep olmaksızın hâkimiyetin kullanılması sonucu pay sahipleri, genel kurul kararına red oyu vererek ya da yönetim kurulu kararına yazılı itiraz ederek belirli taleplerde bulunabilmektedir. Buna göre benzer durumun ayrılma akçesi için de geçerli olması ve birleşme kararına olumsuz oy kullanılması gerekmektedir. Ancak pay sahibin toplantıya haksız biçimde alınmaması, çağrının usulüne göre yapılmaması ya da yönetim kurulu kararının konusunun usulüne uygun ilan edilmemesi durumlarında, muhalif kalma şartı aranmaksızın pay sahibinin ayrılma akçesi alarak çıkma hakkına sahip olabileceği ifade edilmektedir[539].

Doktrindeki iki farklı görüşü değerlendirebilmek adına maddenin gerekçesine değinmek gerekmektedir. Gerekçe'de yer alan *"... (B)irleşmeye muhalif olan ortağın devredilen şirketten ayrılması hakkını ona vermektedir."* ifadesi, ilk bakışta seçimlik ayrılma akçesinin birleşmeye muhalif kalınması durumunda talep edilebileceği şeklinde bir algı oluşturmaktadır. Ancak hükmün düzenleniş amacından hareketle ilgili ifadenin, yanlış anlaşılmalara sebep olacak nitelikte olduğunu belirtmek gerekmektedir[540]. Gerçekten Gerekçe'nin devamında da bütün ortakların ya da çok sayıda ortağın birleşmeye katılmak istememesi durumu bir sakınca olarak değil, pay sahipleri demokrasisinin bir gereği olarak görülmüş; pay sahipliğine devam etme ya da ayrılma akçesi alma arasında bir seçim hakkının da modern şirketler hukukuna uygun olduğu ifade edilmiştir[541].

---

[538] *Develi*, s. 453.

[539] *Akbilek*, s. 183.

[540] *İpekel Kayalı*, s. 253, dn. 1010.

[541] Bkz. Gerekçe m. 141.

Kanun ve Gerekçe metni esas alındığı takdirde, kanaatimizce de ayrılma akçesi talep eden pay sahiplerinin, birleşme kararına olumsuz oy kullanmalarına ve muhalefet şerhini tutanağa geçirmelerine gerek bulunmamaktadır. Nitekim Kanun'un sistematiği karşısında, pay sahipliği ilkesinin istisnası olan ayrılma akçesinin, birleşmeye muhalif kalınması şartıyla talep edilebileceği öngörülse idi TTK m. 202/2 hükmünde olduğu gibi, açık bir düzenleme yapılması beklenirdi.

Öte yandan, dikkat çekilmesi gereken bir başka husus ise pay sahibinin iradesinin, birleşmenin gerçekleşmesi; ancak kendi pay sahipliğinin devam etmemesi yönünde olabileceğidir. Bir başka ifadeyle birleşme kararına olumlu oy kullanan pay sahibi, birleşmenin gerçekleşmesini istemesine rağmen; devralan ya da yeni kurulan şirkette pay sahibi olmak istemeyebilir. Bu durumda olumlu oy kullanması sebebiyle pay sahibinin ayrılma akçesinden yararlanmasını engellemek, TTK m. 141 hükmünün ruhuna da uygun olmayacaktır. Ayrılma hakkını talep edebilecek pay sahipleri açısından her ne kadar Kanun'da açıkça bir sınırlama yapılmamış olsa da ortakların çoğunluğu veya karşı konulamayacak oranda azınlığın muhalefetine rağmen birleşme işlemini yürütülmemeli[542] ve birleşmede olumsuz oy kullanmayan pay sahiplerinin de seçimlik ayrılma akçesi talep edebileceği kabul edilmelidir.

b. Çıkabilecek Pay Sahipleri Bakımından Bir Sınırlama Yapılıp Yapılamayacağı Hususu

Seçimlik ayrılma akçesi öngörülmesi ve bu sebeple bütün ortakların ya da çok sayıda ortağın ayrılma akçesi talep etmesi durumunda nasıl bir yol izlenebileceği de Kanun'da açıkça düzenlenmemektedir. Böyle bir durumla karşılaşılması, çoğu zaman birleşmenin gerçekleşmesini zorlaştırma ve hatta engelleme riskini de beraberinde getirse

[542] Bkz. Gerekçe m. 141.

de bir sakınca olarak değil, pay sahipliği demokrasisinin gereği olarak açıklanmıştır. Ancak her halükârda, ortakların çoğunluğu veya somut olayda karşı konulamayacak derecede azınlığın muhalefetine rağmen şirket yönetiminin, birleşmeye girişmemesi önem taşımaktadır[543]. TTK m. 141 hükmü ve gerekçesinde, ayrılma akçesi talebinde bulunabilecek pay sahibi sayısı ya da pay oranı için bir üst sınır öngörülmemesi sebebiyle konu, doktrinde tartışmalıdır.

Savunulan ilk görüşe göre, ayrılma akçesi talep edebilecek pay sahibi sayısı bakımından bir sınırlandırma yapılması gerekmektedir. Buna göre, hakkın sınırsız olarak kullanılabilmesi halinde çok sayıda ortağın ayrılması, birleşmede pay sahipliğinin devamlılığı ve küllî halefiyet ilkeleri ile çelişmektedir. Özellikle birleşme ile birlikte devrolunan şirkete ait tüm malvarlığının devralan ya da yeni kurulan şirkete geçmesi ve ortakların da ortaklık sıfatlarını sürdürmeleri, TTK m. 141 ile tanınan istisnaî düzenlemenin sınırsız biçimde uygulanmasına sebep olmamalı ve pay sahiplerinin en fazla yüzde onu tarafından ayrılma akçesi talep edilebilmelidir[544].

Öte yandan, seçim hakkının bazı ortaklar ile sınırlandırılabileceği hususu, İsviçre doktrinde ileri sürülen görüşler çerçevesinde de açıklanmaya çalışılmıştır. Buna göre, hakkın tüm ortaklar açısından bir avantaj olması sebebiyle sınırlandırılamayacağını savunan yazarlar olsa da hâkim görüşün, objektif ve haklı sebeplerin varlığı halinde hakkın bazı ortaklara tanınarak sınırlandırılabileceği yönünde olduğu belirtilmiştir[545].

Hukuk sistemimiz açısından da ayrılma hakkının sınırlı olarak kullanılabilmesinin, şirketin ekonomik yönden korunmasında etkili olacağı ifade

---

[543] Bkz. Gerekçe m. 141.

[544] Yazar bu durumun, TTK m. 379 hükmü gereği şirketin kendi paylarının ancak %10'unu iktisap edebileceğine ilişkin düzenleme ile uyumlu olduğunu ifade etmektedir. *Al Kılıç*, s. 53-54, dn. 157; *Palanduz*, s. 57. Karşı yönde *Koşer* ise TTK m. 141 hükmünün gerekçesinde "pay sahipleri demokrasisi" ifadesinden hareketle, talepte bulunacak pay sahipleri açısından herhangi bir sınırlandırma yapılmaması gerektiğini belirtmektedir. Bkz. *Koşer*, s. 374.

[545] İsviçre doktrinine ilişkin ayrıntılı açıklamalar için bkz. *İpekel Kayalı*, s. 254.

edilmiştir[546]. Buna göre, objektif ve haklı sebeplerin bulunması kaydıyla şirketin, sadece bazı ortaklara seçim hakkı tanıma yoluna gidebileceği görüşünün Türk Hukuku'nda da geçerli olduğu savunulmuştur[547]. Birleşme sözleşmesinde ya da şirket sözleşmesinde aksi öngörülmemiş olmak kaydıyla şirketin, yalnızca bazı paylar bakımından ayrılma akçesi ödenmesi yolunda bir sınırlama yapmasının, daha az külfet altına girmesi yönüyle menfaatini olumlu etkileyeceği belirtilmiştir[548].

Birleşme sözleşmesine getirilecek bir hükümle ayrılma akçesinin, karara muhalif kalan pay sahiplerine ya da belirli pay sahiplerine tanınacağı düzenlenecek ise eşit işlem ilkesine uygun davranılması gerekmektedir[549]. Ayrılma akçesi talep edebilecek pay sahiplerine bir sınırlama getirilmesi, tüm pay sahiplerinin ayrılma hakkına başvurmaması sebebiyle, birleşme işleminin daha kolay gerçekleştirilmesini de olanaklı kılacaktır[550]. Haklarının korunmadığını düşünen pay sahipleri TTK m. 191 hükmü uyarınca denkleştirme davasına başvurabileceğinden herhangi bir hak kaybı da yaşanmamış olacaktır[551].

---

[546] *Özdoğan*, oybirliği gerektiren konular açısından ayrılma hakkının kullanılabileceğini açıklarken önemli oranda pay sahibinin ayrılma hakkını kullanması durumunda, maddi sıkıntıların oluşabileceğini işaret etmiştir. Bu bağlamda yazar, ilgili kararların alınması için belirli bir çoğunluğa ihtiyaç olacağını ifade etmiştir. Bkz. *Özdoğan, Ortaklıktan Ayrılma*, s. 749, 750.

[547] *İpekel Kayalı*, s. 255; Bkz. *Özdoğan, Ortaklıktan Ayrılma*, s. 749-750.

[548] *İpekel Kayalı*, s. 255; Bkz. *Özdoğan, Ortaklıktan Ayrılma*, s. 749-750.

[549] Eşit işlem ilkesi şirketin; şirketin hak ve mallarının, borç ve yükümlülüklerinin, denetleme yetkisinin ve sahip olduğu diğer unsurların dağıtılması açısından keyfi ve orantısız davranmayı engelleyen bir ilkedir. Bu bağlamda objektif sebeplerin mevcut olmaması halinde, durumun özelliklerine aykırı davranışlar, eşit işlem ilkesinin ihlali anlamına gelmektedir. Konu ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. *Yıldız*, Şükrü: *Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi*, Ankara: Seçkin 2004, s. 60-61; *Tekil*, s. 66. Aynı amaç uğruna birleşmiş pay sahiplerinden bazılarına ayrılma akçesi öngörülebilmesi ve daha az pay sahibine ayrılma akçesi ödenmesi, devralan şirketin menfaatine olsa da ayrılma akçesi öngörülebilecek pay sahipleri açısından, eşit işlem ilkesinin gözetilmesi gerektiğine ilişkin bkz. *Sevi*, s. 121.; Benzer yönde bkz. *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 124 vd.; *Özatlan, Çıkma Hakkı*, s. 34.

[550] *Özatlan, Çıkma Hakkı*, s. 37.

[551] *İpekel Kayalı*, s. 255.

Biz de her ne kadar Kanun'da bir üst sınır belirtilmemiş olsa da eşit işlem ilkesi gözetilmek kaydıyla belirli şartları sağlayan pay sahipleri açısından ayrılma akçesi öngörülebileceğinin mümkün olduğu kanaatindeyiz. Devrolunan şirketin mali durumu ya da başka haklı ve objektif sebeplerin gerekçe gösterilmesi kaydıyla yalnız bazı pay sahiplerine seçim yapma şansı tanınması, şirket içi belirsizliğin giderilmesinde de yardımcı olacaktır.

c. Çıkarılabilecek Pay Sahipleri Bakımından Bir Sınırlama Yapılıp Yapılamayacağı Hususu

TTK m. 141/2 hükmünde, zorunlu ayrılma akçesi öngörülmek suretiyle birleşmenin dışında tutulan pay sahipleri sayısı ya da oranı için bir sınırlama getirilmemiştir. Ancak Gerekçe metninde kullanılan ifadeler ve TTK m. 151/5 hükmünde belirtilen ağırlaştırılmış nisap sebebiyle konu, doktrinde tartışmalara sebep olmuştur.

TTK Genel Gerekçesi'nde, karşılaştırmalı hukuk düzenlemelerine uygun olarak hâkim veya başka bir pay sahibinin, yüzde ona kadar payları satın alarak azınlığı şirketten çıkarabilmesinin şirket içi barışın sağlanması yönünde önemli bir adım olduğu belirtilmiş ve çoğunluğa bu hakkın tanındığı hallerden birinin de zorunlu ayrılma akçesi olarak hukukumuza yansıdığı ifade edilmiştir[552]. Gerekçe'de yüzde on sınırın, uluslararası hukuk ve zorunlu ayrılma akçesinin onaylanması için öngörülen TTK m. 151/5 hükmüyle uyum içinde olduğunun belirtilmesi ilk bakışta ancak yüzde ona kadar pay sahibi için ayrılma akçesi öngörülebileceği izlenimi yaratmaktadır. Bu durumda birleşme sözleşmesinde, tüm pay sahiplerinin birleşme dışında tutulmalarının mümkün olup olmadığının açığa kavuşturulması gerekmektedir.

[552] Bkz. Genel Gerekçe prg. 134.

Doktrinde zorunlu ayrılma akçesinin ancak belirli pay sahipleri bakımından kabul edilmesinin uygun olacağı savunulmaktadır. Ancak bu görüş de kendi içinde yüzde on sınırının esas alınıp alınmamasına göre ikiye ayrılmaktadır. İlk görüşe göre, TTK m. 141/2 hükmündeki "*sadece*" ibaresinin önüne "*bazı pay sahiplerine*" ibaresi eklenmek suretiyle zorunlu ayrılma akçesi, öngörülebilecek ortaklar açısından bir sınır belirlenmesi isabetli olacaktır[553]. Zorunlu ayrılma akçesinin yalnızca bazı ortaklara tanınması konusu, eşit işlem ilkesi ve İsviçre doktrinindeki görüşler çerçevesinde değerlendirilmiştir. Bu bakımdan devrolunan şirketin tüm ortaklarına zorunlu ayrılma akçesi tanınması yönündeki görüşe karşın, objektif ve haklı sebeplerin bulunması halinde sadece azlık pay sahiplerine ayrılma akçesi verilmesinin daha isabetli olacağı ileri sürülmüştür[554]. Ancak bu görüşü savunan yazarlar tarafından, en fazla yüzde on pay sahibi ile sınırlama yapılacağına ilişkin bir belirlemede de bulunulmamıştır.

Bir diğer görüş[555] ise zorunlu ayrılma akçesi öngörülebilecek pay sahiplerinin sermayenin yüzde onu ile sınırlandırılması gerektiği yönündedir. Buna göre TTK m. 141/2 ve m. 151/5 hükümlerinin birlikte değerlendirilmesi durumunda, zorunlu ayrılma akçesinin ancak sermayenin yüzde onu oranındaki pay sahipleri için öngörülebilmesi gerekmektedir. Öte yandan çoğunluk pay sahiplerinin, baskı aracı olarak ayrılma akçesine başvurmalarını engellemek amacıyla da en az yüzde doksan nisapla alınan genel kurul kararı ile en fazla yüzde on payın çıkarılabileceği belirtilmiştir[556]. Gerekçe metnindeki ifadeler ve doktrinde savunulan görüşlerin birlikte değerlendirilmesi durumunda, bizce de ayrılma akçesi talep edebilecek pay sahiplerinin sınırlandırılması,

[553] *Akbilek,* s. 185.

[554] *İpekel Kayalı*, s. 264.

[555] *Kendigelen, İlk Tespitler,* s. 139; *Akın*, s. 12.

[556] *Al Kılıç*, s. 56. Yazar seçimlik ayrılma akçesi açısından da birleşmeye olumsuz yönde oy veren ortaklardan en fazla yüzde onunun yararlanabileceğini ifade etmektedir.

birleşmenin amacına ulaşılması ve bu durumun, azınlık üzerinde baskı oluşturmaması gibi sebeplerle isabetlidir.

d. Çıkarılmada Haklı Sebebin Gerekip Gerekmediği Hususu

Birleşme sözleşmesinde zorunlu ayrılma akçesi öngörülmesi durumunda sözleşmenin, devredilen şirketin oy hakkını haiz ortaklarının yüzde doksanı tarafından onaylanması gerekmekte ve öngörülen yüksek nisap ile şirket içi barışı sağlamak üzere bazı pay sahiplerinin çıkarılması mümkün hale gelmektedir. Gerekçe metninde zorunlu ayrılma akçesine ilişkin açıklamalar, genellikle şirket içi huzuru bozan pay sahiplerinin çıkarılmasındaki menfaat ile bağlantılı olarak açıklanmıştır. Kanun'da bir düzenleme bulunmaması sebebiyle pay sahiplerinin, zorunlu ayrılma akçesi alabilmeleri için ayrıca haklı bir nedenin gerekip gerekmediği konusunun açığa kavuşturulması gerekmektedir.

Değinilmesi gereken ilk husus, Kanun'da öngörülen ağırlaştırılmış nisabın sağlanması durumunda azınlığın, çıkarmaya değil; yalnız ayrılma akçesinin tutarına itiraz edebileceğidir[557]. Zorunlu ayrılma akçesi düzenlenmesi şirket takdirinde olduğundan azınlığın, şirketten çıkarılmasının haklı olmadığına dair bir itirazı da kabul görmeyecektir. Bu sebeple zorunlu ayrılma akçesi tutarının adil olması durumunda, çıkarılmaya yol açan haklı nedenlerin ayrıca gösterilmesine gerek bulunmamaktadır. *İpekel Kayalı*, söz konusu ifade sebebiyle pay sahiplerinin genel kurul kararına karşı iptal davası açamayacaklarını ancak denkleştirme davası açabileceklerini belirtmektedir[558]. Yazar devam eden açıklamalarında şirketten zorla çıkarılan ortakların menfaatlerinin çeşitli mekanizmalarla korunduğunu ve bunlardan birinin de iptal davası olduğunu belirtmektedir[559].

---

[557] Bkz. Gerekçe m. 141/2.

[558] *İpekel Kayalı*, s. 265, dn. 1066.

[559] *İpekel Kayalı*, s. 266.

Zorunlu ayrılma akçesinin gerekçelendirilmesine ilişkin TTK m. 147/2-d hükmüne[560] de dikkat çekilmesi gerekmektedir. Anılan hükümde birleşme raporunda olması gereken hususlar sıralanmış ve ayrılma akçesi öngörülmüş ise ayrılma akçesi verilmesinin hukuki ve ekonomik sebeplerinin açıklanması gerektiği belirtilmiştir. Doktrinde, Gerekçe'de birleşmeye karşı çıkan ve şirket huzurunu bozan ortakların çıkarılmasına dair ifadelerin haklı sebep anlamına geldiği; ancak TTK m. 147 hükmü ile düzenlenen hususun haklı sebep olmadığı savunulmuştur. Buna göre birleşme raporunda, ekonomik ve hukuki sebepler ile gerekçelerin açıklanması gerekmekte ve bu hüküm, zorunlu ayrılma akçesi öngörülebilmesi için haklı sebep arandığı anlamına gelmemektedir[561].

Bir başka görüşe[562] göre, Kanun'un amacının haklı sebeple çıkarılma olmasına karşın, bu konunun açıkça düzenlenmemesi nedeniyle yüzde doksanlık nisabın sağlanması durumunda, herhangi bir gerekçe gösterilmemiş olsa dahi bazı pay sahiplerinin şirketten çıkarılabilmesi mümkündür. TTK m. 141 hükmüyle her ne kadar belirtilmemiş ise de esasen TTK m. 208 düzenlemesinde olduğu gibi haklı bir sebebin varlığı halinde, azınlığın şirketten çıkarılması arzu edilmiştir. Gerekçe ve Kanun'un amacına karşın, madde metninde açık bir düzenlenme olmaması sebebiyle, herhangi bir sebep göstermeksizin dahi ortakların çıkarılmasının mümkün olduğu ifade edilmiştir[563].

---

[560] TTK m. 147/2-d: "*Raporda; …d) Gereğinde ayrılma akçesinin tutarı ve şirket pay ve ortaklık hakları yerine ayrılma akçesi verilmesinin sebepleri… hukuki ve ekonomik yönden açıklanır ve gerekçeleri belirtilir*".

[561] *Ulusoy*, s. 90 vd.

[562] *Çelik, Anonim Şirket,* s. 264.

[563] *Çelik, Anonim Şirket,* s. 264. *Koşer*, Gerekçe'de "arzu edilmeyen" azınlığın çıkarılabileceğinin belirtilmesi ve ayrıca başka bir koşula yer verilmemesi sebebiyle birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesine yer verilebilmesi için başka koşulların bulunmasına gerek olmadığı görüşündedir. Bkz. *Koşer*, s. 379, dn. 60. Karşı görüşte *Develi* ise TTK m. 193 hükmünün TTK m. 208 hükmüne yaptığı yollama sebebiyle azınlığın dürüstlük kuralına aykırı hareketler sergilemesi, şirketin çalışmasını engellemesi, pervasızca hareket etmesi ya da fark edilebilir sıkıntı yaratması durumunda zorunlu ayrılma akçesine öngörülebileceğini ifade etmektedir. Bkz. *Develi,* s. 461-462.

Bu hususta bir yapısal değişiklik olarak birleşme işleminin, kendi başına ayrılma hakkına sebep olabilecek bir haklı neden olduğu ileri sürülmektedir[564]. Ancak her ne kadar Kanun'da açıkça haklı sebeplerin varlığı aranmıyor ise de bu durumun, keyfi çıkarma anlamına gelmediği savunulmaktadır[565].

Öte yandan zorunlu ayrılma akçesinin, şahıs şirketlerindeki çıkarılmadan bazı yönleriyle ayrıldığına dikkat çekmek gerekmektedir. Şahıs şirketleri açısından TBK[566] m. 633 hükmü ile genellikle ortağın kusuruyla bu duruma sebebiyet vermesi halinde çıkarmanın mümkün olabileceği düzenlenmiş olmasına rağmen, TTK m.141/2 açısından çıkarılacak ortağın kusurlu olması aranmadığı gibi[567], haklı sebebin varlığına da ihtiyaç duyulmamaktadır[568]. Ortağın iradesi dışında şirketten ayrılmasına ilişkin bir düzenleme olması sebebiyle zorunlu ayrılma akçesi yerine, çoğu defa çıkarılma ifadesi kullanılsa da, bu durum haklı sebeplerin varlığını gerektirmemektedir.

Bizce de birleşmede zorunlu ayrılma akçesi öngörülebilmesi bakımından somut olarak haklı sebeplerin aranmaması, azınlığın çıkarılmaya itiraz hakkının bulunmaması ile uyumludur. Nitekim çıkarılmaya itiraz hakkı bulunmayan azınlık, kusurunun olmadığını ispatlayarak da pay sahipliğine devam edememelidir. Her ne kadar örnekseme yoluyla TTK m. 208 hükmünde sayılan sebeplerin esas alınacağı ifade edilse de m. 141/2 ve m. 147/2-d hükümlerinde açık olarak haklı sebeplerin varlığı aranmamıştır. Bu doğrultuda Kanun ve Gerekçe'nin ruhu esas alınarak somut haklı nedenlerin varlığına ihtiyaç olmaksızın şirket huzurunu bozan pay sahipleri bakımından zorunlu ayrılma akçesi öngörülmesi daha adil bir çözüm olacaktır.

---

[564] *Şahin*, s. 486.

[565] *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)*, *Ortaklıklar I*, s. 143.

[566] 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu, çalışmamızda "TBK" olarak anılacaktır, (RG. S.: 27836, RG. T.: 04.02.2011).

[567] *Kaya, Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma*, s. 308.

[568] *İpekel Kayalı*, s. 263.

B. Sermaye Piyasası Mevzuatının Değerlendirilmesi

TTK hükümlerinin birleşmede ayrılma akçesini düzenleyen hükümlerine karşın, SPKn ve SPKr'nin ikincil düzenlemelerinde öngörülen önemli nitelikteki işlemlerde ayrılma akçesi, çok daha kapsamlı ve detaylı hükümlerle ele alınmaktadır. Gerçekten TTK ile açıkça düzenlenmediği için çoğu defa belirsizlik yaratan hususların, sermaye piyasası mevzuatında özel olarak düzenlendiği görülmektedir. Bununla birlikte, SPKn m. 23/2 ve II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 7/3 hükümlerinde önemli nitelikteki işlemlerin yapılmasına ilişkin usullere uyulmaması durumunda SPKr tarafından, otuz gün içinde işlemden önceki hale dönülmesine ilişkin bildirim yapılacağı; işlem öncesi duruma dönülmemesi durumunda, idari para cezasına hükmedileceği ya da TTK'nın genel kurul kararlarının iptaline ilişkin hükümleri çerçevesinde dava açılabileceği öngörülmüştür.

SPKn m. 23/2 hükmü uyarınca, idari para cezası yaptırımının, aykırılığı giderme ve bozulan düzeni yeniden sağlama işlevi[569] dikkate alındığında, uygulanmadan önce, aykırılığın otuz gün içinde giderilmesine ilişkin bildirimde bulunulmasının, yerinde bir çözüm olduğunu ifade etmek mümkündür[570]. TTK'nın genel kurul kararlarının iptaline ilişkin hükümlerine göre açılacak iptal davası da önemli nitelikteki işlemin, genel kurul onayına sunulmaması ya da yönetim kurulunun karar alma ve kamuya açıklama aşamalarında mevzuatta belirtilen hususlara uymaması gibi olasılıklarda gündeme gelebilecektir[571].

---

[569] *Çetin/Töremiş/Cantimur*, s. 224.

[570] Aykırılığın giderilmemesi durumunda verilecek para cezasının SPKn m. 103 hükmü ile yirmi bin Türk Lirası ilâ iki yüz elli bin Türk Lirası arasında bir tutarda olacağı; ancak ayrıca menfaat elde edilmesi durumunda belirlenen para cezasının iki katına hükmedileceği belirtilmektedir. Aykırılığın; tüzel kişinin organı, temsilcisi ya da tüzel kişi çevresinde faaliyet gösteren biri tarafından meydana gelmesi durumunda ayrıca tüzel kişiye de idari para cezası verileceği; ancak aykırılığın tüzel kişiyi zarara uğratması durumunda para cezasına hükmedilmeyeceği düzenlenmiştir. SPKr'na tanınan yetki doğrultusunda hükmedilecek idari para cezası belirlenirken menfaatler dengesini koruyucu bir yaklaşımın benimsenmesi ayrılma hakkının amacına da uygun olacaktır.

[571] *Ölekli*, s. 249.

Anılan hükümlerde öngörülen yaptırımlarla karşı karşıya kalınmaması açısından, ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin şartların doğru bir şekilde yerine getirilmesi gerekmektedir. Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için II-23.1 Sayılı Tebliğ ile öngörülen şartlara, II-23.3 Sayılı Tebliğ ile başka bazı şartlar da ilave edildiğinden söz konusu maddi ve şekli şartları, 27.06.2020 tarihinden önce ve sonra kamuya açıklanan işlemler açısından ayrı ayrı incelemek gerekmektedir.

a. Genel Kurul Öncesi Yapılması Gerekenler

Önemli nitelikteki işlemler sebebiyle ayrılma hakkının kullanılabilmesi açısından ilk olarak gündemin ilanı ve genel kurula çağrıya ilişkin önem arz eden hususlara değinilmesi gerekmektedir. Gündemin ilanı ve çağrıya ilişkin esaslar, kapalı anonim şirketler açısından TTK m. 410 vd. hükümler ile düzenlense de HAAŞ'ler bakımından konuya ilişkin özel hüküm niteliği taşıdığı için öncelikle SPKn m. 29 hükmünün esas alınması gerekmektedir. Anılan hükme göre: "*Halka açık ortaklıklar genel kurullarını, toplantıya, esas sözleşmede gösterilen şekilde, ortaklığın internet sitesi ve Kamuyu Aydınlatma Platformu ile Kurulca belirlenen diğer yerlerde yayımlanan ilanla çağırmak zorundadırlar. Bu çağrı, ilan ve toplantı günleri hariç olmak üzere, toplantı tarihinden en az üç hafta önce yapılır.*"[572].

[572] Çağrı ve ilan süresinin, TTK m. 414'ten daha uzun öngörülmesi ile daha çok pay sahibi bulunan HAAŞ'lerde genel kurul toplantısına katılımın artırılmasının amaçlandığına ilişkin bkz. *Semerci Vuraloğlu*, s. 436; HAAŞ'lerde daha uzun sürelere yer verilmesi, genel kurula katılmadan önce pay sahiplerine hazırlanma imkânı sunmaktadır. Öte yandan HAAŞ genel kurullarına çoğunlukla hâkim ya da yüksek oranda paya sahip ortakların katılması sebebiyle düzenlemenin katılımı güçlendirici bir etkisinin de bulunmadığına ilişkin bkz. *Manavgat, HAAO*, s. 137. HAAŞ'lerde, kapalı anonim şirketlerden farklı olarak SPKr ya da Kamuyu Aydınlatma Platformu (Çalışmamızda "KAP" olarak anılacaktır.) tarafından belirlenen yerlerde çağrı yapılmasının, toplantıdan daha fazla pay sahibinin haberdar olması amacı taşıdığına ilişkin bkz. *Semerci Vuraloğlu*, s. 435; *Adıgüzel, Sermaye Piyasası*, s. 75.

HAAŞ'lerde önemli nitelikteki işlem hakkında karar alınabilmesi için gerekli olan yönetim kurulu kararı ve genel kurul gündemi, II-23.3 Sayılı Tebliğ'de, II-23.1 Sayılı Tebliğ'den farklı bir şekilde düzenlenmiştir. Bu sebeple 27.06.2020 tarihinden önce ve sonra kamuya açıklanan önemli nitelikteki işlemler bakımından, genel kurul toplantısından önce yapılması gerekenlerin ayrı ayrı incelenmesi gerekmektedir.

aa. II-23.1 Sayılı Tebliğ Hükümlerinin Değerlendirilmesi

Genel kurul toplantısı yapılmadan önce ilk olarak toplantı gündeminde yer verilecek hususların belirlenmesi gerekmektedir. II-23. 1 Sayılı Tebliğ m. 9/4 hükmüne göre önemli nitelikteki işlemlerin görüşüleceği genel kurul gündeminde; karara muhalif kalan pay sahiplerinin ayrılma hakkının bulunduğuna, hakkın kullanım sürecine ve payların HAAŞ tarafından satın alınacağı birim pay bedeline yer verilmesi gerekmektedir.

Tebliğ'in m. 10/6 hükmüne göre birden fazla önemli nitelikte işlemin görüşülmesi durumunda, gündemde özel bir düzenleme yapılması gerekmektedir. Buna göre genel kurulda görüşülecek her bir önemli nitelikteki işlem için gündem maddelerinde, ayrılma hakkı kullanım bedellerinin de ayrı ayrı gösterilmesi gerekmektedir[573]. Bu sayede genel kurul öncesi pay sahiplerinin, olumsuz oy kullanmaları durumunda talep edebilecekleri ayrılma akçesi öngörülebilir ve belirli hale getirilmiş olacaktır. Öte yandan aşağıda detaylı olarak incelenecek ayrılma hakkının kullanılmasından vazgeçilmesine ilişkin

[573] II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 10/6: *"...(A)ncak genel kurul toplantısına katılıp da birden fazla önemli nitelikteki işlem için olumsuz oy kullanan ve muhalefet şerhlerini toplantı tutanağına işleten pay sahiplerine ödenecek ayrılma hakkı kullanım fiyatının belirlenmesinde, ilgili ortağın olumsuz oy kullandığı tüm önemli nitelikteki işlemlere ilişkin ayrılma hakkı kullanım fiyatlarının en yükseğinin dikkate alınması gerekir*.".

şartların sağlanması ya da ayrılma hakkının doğmadığı hallerin bulunması durumunda, bu konulara ilişkin olarak da ayrı gündem maddelerine yer verilmesi gerekmektedir[574].

Genel kurul gündeminde yer verilecek hususlar saptandıktan sonra, toplantıya katılacak kimselerin de tespit edilmesi gerekmektedir. Ancak bu durum, hukuk düzenlemelerinde öngörülen pay sistemlerine bağlı olarak değişiklik göstermektedir. Türk Hukukunda benimsenen doğrudan pay sahipliği sisteminde[575], nama ya da hamiline yazılı olan sermaye piyasası araçlarında ayrım yapılmaksızın paylar, hak sahibi açısından incelenmektedir. Doğrudan pay sahipliği sisteminde, gerçek pay sahibi ile pay sahibi olarak gözüken kişi arasında fark bulunmadığından genel kurul tarihinde hangi pay sahiplerinin toplantıya katılma hakkı olduğu kolayca tespit edilebilmektedir. Bu sebeple ayrılma hakkının kullanılacağı genel kurul toplantısına katılan pay sahiplerinin önceden bir bildirimde bulunmasına gerek bulunmamakta[576]; çağrı ve gündemin usulüne uygun ilan edilmesi ile süreç tamamlanmaktadır.

bb. II-23.3 Sayılı Tebliğ Hükümlerinin Değerlendirilmesi

27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan önemli nitelikteki işlemler sebebiyle pay sahiplerinin ayrılma akçesi talep edilebilmesi için genel kurul toplantısından önce yerine getirilmesi gereken esaslar, II-23.3 Sayılı Tebliğ'de, II-23.1 Sayılı Tebliğ'den farklı ve daha detaylı bir şekilde düzenlenmiştir.

---

[574] Bkz. aşa. s. 196.

[575] Kaydî sistemde, sermaye piyasası araçlarının nama veya hamile yazılı olması fark etmeksizin hak sahibi dikkate alınmaktadır. Ancak dolaylı pay sahipliği sisteminde gerçek pay sahibi, aynı zamanda pay sahibi gözüken kişidir. Bu ayrım hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *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.XXXIII, S. 4, (Anılış: *Sönmez, Payların Sınırlandırılması*), s. 201 vd.

[576] ABD Hukukunda benimsenen dolaylı pay sahipliği sistemine göre, genel kurul tarihindeki değil kayıt tarihindeki pay sahipleri ayrılma hakkını kullanabilecektir. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Sönmez, Payların Sınırlandırılması*, s. 201 vd.

Bu hususta ilk olarak HAAŞ yönetim kurulu kararı tarafından bir karar alınması gerekmektedir. II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 8/1 hükmüne göre, anılan yönetim kurulu kararında:

"*a) Önemli nitelikteki işlemin niteliğine,*

b) Bu Tebliğin ikinci bölümü çerçevesinde yapılan değerlendirmelere,

c) İşlemin gerçekleştirilme gerekçesine,

ç) Ayrılma hakkı kullanım fiyatına,

d) Hangi pay sahiplerinin ayrılma hakkından hangi şartlarla yararlanabileceğine,

e) Varsa bu işleme esas teşkil eden değerleme veya benzeri raporların özeti veya sonucuna,

f) Ayrılma hakkının kullandırılması yükümlülüğünden Kurula muafiyet başvurusunda bulunulacaksa bu başvurunun dayandığı hükme ilişkin bilgiye" yer verilmesi gerekmektedir.

Tebliğ m. 8/2 hükmüne göre, yönetim kurulu kararının, bağımsız üyelerin oy kullanıp kullanmadığı ve mevcut olan muhalefet şerhleri ile birlikte kamuya açıklanması gerekmektedir. Kamuya açıklama işlemi, SPKr'nun özel durumların kamuya açıklanma usulüne ilişkin düzenlemeler çerçevesinde ve payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde, borsa pay piyasası işlem saatleri dışında yapılması gerekmektedir. Payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'ler açısından ise herhangi bir sınırlama öngörülmediğinden işlem saatleri içinde de kamuya açıklama yapılması olanaklıdır.

Yönetim kurulu kararında yer verilebilecek bir başka husus ise Tebliğ m. 8/3 hükmünde düzenlendiği üzere ayrılma hakkının kullanılmasından vazgeçilmesi durumudur. Buna göre ayrılma hakkına başvurulması durumunda, HAAŞ'nin toplam maliyetinin belirlenen tutarı aşması ya da belirlenen orandan fazla veya belirlenen nitelikteki pay sahiplerinin olumsuz oy kullanması hallerinde, genel kurul kararı alınmış olsa dahi işlemden vazgeçilebilmesi mümkündür. Belirtilen gerekçelerden birinin mevcut

olması durumunda, işlemin yapılmasından vazgeçilmesinin, yönetim kurulu tarafından genel kurul onayına sunulması gerekmektedir.

Görüldüğü üzere yeni düzenlemede, ayrılma hakkının kullandırılması belirli koşullara bağlanmış; ayrılma akçesinin belirlenmesi, eğer yapılmış ise değerleme faaliyetleri veya raporlar ile SPKr'na muafiyet başvurusunda bulunulması gibi konularda, öncelikle yönetim kurulunun karar alması gerektiği öngörülmüştür. Bu bağlamda Tebliğ'de yer verilen usul ve esaslara uymakla sorumlu tutulan yönetim kurulunun, aldığı kararları genel kurulun onayına sunması ile işlem güvenliği bakımından, iki aşamalı kontrol mekanizması sağlandığını ileri sürmek mümkündür.

Alınan yönetim kurulu kararının onaylanması için genel kurulun bir gündem çevresinde toplanması gerekmektedir. II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 9 hükmünde, önemli nitelikteki işlemin görüşüldüğü genel kurul gündeminde ve genel kurul bilgilendirme dokümanında yer verilecek hususlar belirtilmiştir. Buna göre önemli nitelikteki işlemin görüşüldüğü genel kurul gündeminde: "*a) İşlemin niteliği ile varsa işlem tutarı, işlemin tarafları gibi işleme ilişkin esaslı unsurları içerecek şekilde işlemin onaya sunulmasına,*

b) Yönetim kurulunca önemli nitelikte işlemden vazgeçilebileceği hususu kararlaştırıldıysa, işlemden vazgeçilmesine ilişkin şartları da içerecek şekilde işlemden vazgeçilmesinin onaya sunulmasına,

c) Ayrılma hakkının kullanımına ilişkin detayların bilgilendirme dokümanında yer aldığı hakkında bilgilendirmeye" ayrı gündem maddeleri halinde yer verilmesi gerekmektedir.

II-23.3 Sayılı Tebliğ'in m. 9/3 hükmünde, birden fazla önemli nitelikteki işlemin görüşülecek olması durumunda her işlem için ayrı gündem maddesinin düzenlenmesi gerektiği; Tebliğ'in m. 14/4 hükmünde ise birden fazla önemli nitelikteki işlemin görüşülecek olması durumunda, pay sahibinin ayrılma hakkı kullanabileceği tüm bedellerden en yüksek olanı üzerinden hesaplama yapılacağı düzenlenmiştir.

II-23.3 Sayılı Tebliğ ile yönetim kurulu kararı ve genel kurul gündeminde bulunması gereken hususlar, detaylı biçimde açıklandığı gibi genel kurul bilgilendirme dokümanı şeklinde yeni bir düzenleme daha öngörülmüştür. Bu dokümanda da hangi unsurlara yer verileceği açıkça belirtilmiş ve pay sahiplerinin konu ile ilgili olarak genel kurul toplantısından önce bir kez daha bilgilendirilmesi amaçlanmıştır.

Genel kurul gündeminin tespit edilmesinden sonraki aşama, toplantıya kimlerin katılabileceğinin saptanmasıdır. Bu konu ile ilgili olarak II-23.3 Sayılı Tebliğ'de herhangi bir değişiklik öngörülmediğinden, II-23.1 Sayılı Tebliğ'e tâbi işlemlerde geçerli olan doğrudan pay sahipliği sistemine ilişkin usul uygulanmaya devam edecektir.

b. Pay Sahibinin Genel Kurula Katılması Durumunda Yapılması Gerekenler

SPKn m. 24/1, II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 9, II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 11/1 hükümleri uyarınca, pay sahibinin ayrılma hakkını kullanabilmesi için önemli nitelikteki işlemlerin görüşüldüğü genel kurula katılarak olumsuz oy kullanması ve muhalefetini tutanağa geçirtmesi gerekmektedir. Yasal mevzuattaki açık hüküm karşısında, genel kurula katılan ancak olumsuz oy kullanmayan pay sahibinin, önemli nitelikteki işlem sebebiyle ayrılmayı talep etme hakkı bulunmamaktadır.

Ayrılma akçesi talep edilebilmesi için genel kurul toplantısında yerine getirilmesi gereken şartları, TTK m. 446 hükmünde düzenlenen genel kurul kararlarının iptali ile ilişkilendirerek açıklamak mümkündür. TTK m. 445 vd. hükümleri ile düzenlenen genel kurul kararlarının iptali davası; toplantıda hazır bulunup karara olumsuz oy veren pay sahipleri, belirli sebeplerle şekli şartları yerine getiremeyen pay sahipleri ile Kanun'da öngörülen başka davacılar tarafından başvurulabilen bir yoldur[577]. Bu noktada genel kurul

[577] İptal davasının sebepleri ve tarafları hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Kırca*, İsmail(*Şehirali Çelik*, Feyzan Hayal/*Manavgat*, Çağlar): *Anonim Şirketler Hukuku Cilt 2/2*, 2. Baskı, Ankara: BTHAE 2017, (Anılış: *Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, C. 2*), s. 174 vd.; *Moroğlu*, Erdoğan: *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü*, 6. Baskı, İstanbul: On İki

toplantısına katılan ya da belirli sebeplerle katılamayan pay sahiplerinin ayrılma akçesi talep edebilmesine ilişkin tartışmalı konularda, genel kurul kararlarının iptali davasında ileri sürülen görüşlerden faydalanmak isabetli olacaktır.

Belirtilmesi gereken ilk husus, görüşmeye geçilmeden önce yalnız toplantı gündemine bakılarak verilen muhalefet kayıtlarının ortada henüz bir genel kurul kararı mevcut olmadığından ayrılma hakkının kullanılmasını engelleyeceğidir[578]. Benzer şekilde genel kurula katılan olumsuz oy kullanan ancak muhalefetini tutanağa geçirtmeyen ya da oyunun ne olduğunu belirtmeyen pay sahibinin de ayrılma hakkını kullanması mümkün olmayacaktır[579]. Ayrılma akçesi talep edilebilmesi için olumsuz oy

---

Levha 2012, (Anılış: *Moroğlu, Hükümsüzlük*), s. 221 vd.; *Türk*, Mehmet Cemil: *Anonim Şirketlerde Genel Kurul Kararlarının İptali*, Ankara: Adalet 2019, (Anılış: *Türk, İptal*), s. 149 vd.; *Kırca*, İsmail: "*Türk Ticaret Kanunu'nun Genel Kurul Kararlarının İptali Sebepleri ile İptal Davası Açabilecek Kişilere İlişkin Hükümleri Hakkında Bazı Değerlendirmeler"*, BATİDER, 2015, C. XXXI, S. 4, s. 6 vd.; *Çamoğlu(Poroy/Tekinalp), Ortaklıklar I*, s. 598 vd.

[578] *Bektaş*, s. 803. Doktrinde iptali istenecek genel kurul kararına karşı muhalefetin oylama öncesinde ileri sürülüp sürülemeyeceği konusu tartışmalıdır. Konunun değerlendirmesi için bkz. *Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat), C. 2*, s. 189, 190; *Moroğlu, Hükümsüzlük*, 239 vd.; *Türk, İptal*, s. 162. Yargıtay'ın görüşü, muhalefet şerhinin karardan sonra tutanağa işletilmesi yönündedir. Yargıtay'ın konuya ilişkin kararları: "*…Dairemizin kökleşen uygulaması, bir karara muhalefet olunması ve muhalefetin tutanağa geçirilmesi yolundaki dava şartının gerçekleşebilmesi için, muhalefetin alınan karardan sonra tutanağa geçirilmesi gerektiği yönündedir. Bu görüş, karara peşinen muhalefet olmaz şeklinde açıklanabilir*.", Yarg. 11. HD. 10.02.2015 T., 2014/3906 E., 2015/1627 K., (www.sinerjimevzuat.com); "*Somut olayda, davacı ortağın genel kurulda kendisini vekili aracılığıyla temsil ettirdiği, vekilin iptali istenen sermaye artırımına ilişkin 2. maddeye yönelik olarak daha karar alınmadan önce karşı çıktığı (peşin muhalefette bulunduğu), bu şekilde muhalefet durumunun öneriye karşı olup, kararın alınmasından sonra yapılmış bir karşı çıkmanın (muhalefet) bulunmadığı, bu durumda iptal davası açabilmek için kanunun aradığı "alınan kararlara muhalif kalma" koşulunun yerine getirilmediği anlaşıldığından…*", Yarg. 11. HD. 07.04.2016 T., 2015/8152 E., 2016/3842 K., (www.sinerjimevzuat.com).

[579] Karara olumsuz oy kullanılması ve muhalefet şerhinin tutanağa geçirilmesi şartlarının birlikte aranması; yönetim kurulunu, kararı gözden geçirip icra edip etmeme konusunda düşünmeye sevk edecektir. Zira bu durum, pay sahibinin alınan kararın hukuka aykırı olduğu konusunda kuşkuları bulunduğuna da işaret etmektedir. İptal davası açısından bkz. *Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat), C. 2*, s. 186; *Bektaş*, s. 803. *Çamoğlu(Poroy/Tekinalp), Ortaklıklar I*, s. 608. Karşı yönde bkz. *Moroğlu*, *Hükümsüzlük*, s. 239 vd.; *Türk*, *İptal*, s. 161. Öte yandan kanunda açıklık bulunmayan durumlarda yalnız olumsuz oy kullanmanın yeterli olacağını belirten *Sönmez*'in görüşü dikkate alındığında da sermaye piyasası mevzuatının açık hükmü

kullanma ve muhalefet şerhini tutanağa geçirme şartlarının birlikteliği gerekmekte ve söz konusu durum, geniş anlamda muhalefet etme olarak tanımlanmaktadır[580].

Ancak olumsuz oy kullanma ve muhalefet etme şartları dışında çekimser oyların akıbeti konusunda Türk Hukukunda görüş birliği bulunmamaktadır[581]. Doktrinde ileri sürülen ilk görüş[582], çekimser oy kullanmanın tek başına muhalefet etme şartını sağlamadığını; ancak pay sahibinin muhalefet etme şartını tutanağa geçirtmesi durumunda ayrılma hakkının kullanılabileceği yönündedir. Ancak genel kurula haksız olarak katılmama gibi olumsuz oy kullanılamayacak haller arasında çekimser oya ilişkin bir istisnaya yer verilmediğinden, SPKn ve Tebliğ'in açık hükmü karşısında ayrılma akçesi talep edilebilmesi için olumsuz oy kullanılması gerekmektedir. Konunun çekimser oylara ilişkin SPKn m. 33/4 hükmü bakımından da değerlendirilmesi gerekmektedir. İlgili hüküm:

"*Pay sahibi sayısı sebebiyle halka açık sayılan ortaklıklardan, 16 ncı madde uyarınca paylarının borsada işlem görmesini istemeyenler, pay sahibi tam sayısının en az üçte ikisinin olumlu oyu veya toplam oyların dörtte üçü ile alınacak bir genel kurul kararı ile bu Kanun kapsamından çıkabilir. Bu durumda Kanunun kapsamından çıkma kararına olumlu oy kullanmayan pay sahiplerine 24 üncü madde uyarınca ayrılma hakkı tanınır...*" şeklindedir. Doktrinde SPKn m. 33/4 hükmünün lafzı gereği çekimser oylar ve geçersiz oyların, ayrılma hakkına imkân verse de SPKn m. 24 hükmü uyarınca, yalnız

---

gereği, olumsuz oy kullanma ve muhalefet etme şartlarını birlikte aramak gerekmektedir. Bkz. *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 117.

[580] *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 33; *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 117; İptal davası açısından bkz. *Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat), C. 2*, s. 186.

[581] Amerikan Hukukunda kararın alınabilmesi için çoğunluğun olumlu oyu arandığından, pay sahiplerinin olumsuz oy kullanmaları ya da hiç oy kullanmamalarının da ayrılma hakkının kullanılmasında etkili olduğu hakkında bkz. *Özdoğan, Ayrılma Hakkı*, s. 32.

[582] *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 33; *Özdoğan, Ayrılma Hakkı*, s. 738.

olumsuz oy kullanarak muhalefet şerhini tutanağa geçiren pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanabilecekleri ileri sürülmektedir[583].

Çekimser oyların akıbetini ortaya koyabilmek adına HAAŞ'nin SPKn kapsamından çıkarılmasını düzenleyen II-16.1 Sayılı Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Payların Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliğ[584] m. 5/3-b hükmüne de değinilmesi gerekmektedir. Hükümde yer alan: *"…(O)lumlu oy kullananlar dışındaki pay sahiplerinin ayrılma hakkı bulunduğu…*" ifadesi, çekimser oyların da çıkmaya sebep olabileceği şeklinde yorumlanabilmektedir. Oysaki HAAŞ'den ayrılma sonucu doğuran önemli nitelikteki işlemler sebebiyle ayrılma hakkı ancak olumsuz oy kullanan ve muhalefetini tutanağa geçiren pay sahiplerinin başvurabileceği bir mekanizmadır. Bu sebeplerle bir görüşe[585] göre II-16.1 Sayılı Tebliğ m. 5/3-b hükmünün, SPKn m. 24/1 hükmüne aykırı olduğu ileri sürülmektedir.

Karşı yöndeki bir görüş de HAAŞ'lerin genel kurul kararıyla SPKn kapsamından çıkması işleminin, ayrılma hakkına ilişkin düzenlemelere nazaran daha özgün bir düzenleme olduğu yönündedir[586]. Biz de nihayetinde ayrılma sonucu doğuran SPKn'na tabi olmaktan çıkma işleminde, çekimser oyların ayrılmasına imkân tanıyan düzenlemenin, SPKn m. 24/1 hükmüne aykırı olduğu görüşündeyiz.

Pay sahibinin genel kurula katılması durumunda yerine getirmesi gereken ikinci şekil şartı ise muhalefet şerhinin tutanağa geçirilmesidir. Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için karara olumsuz oy kullanmaktan başka, muhalefet şerhinin tutanağa geçirilmesi şartının öngörülmesi eleştirilebilir ise de bu şart, ayrılma akçesi talep

---

583 *Bektaş*, s. 804-805; İptal davası açısından bkz. *Moroğlu, Hükümsüzlük*, s. 237; *Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat), C. 2*, s. 182; *Türk, İptal*, s. 155.

584 II-16.1 Sayılı Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Payların Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliğ, çalışmamızda "II-16.1 Sayılı Tebliğ" olarak anılacaktır, (RG. S.: 28867, RG. T.: 30.12.2013).

585 *Manavgat, HAAO*, s. 327.

586 *Kaya, Ayrılma Hakkı*, s. 257.

edebilecek pay sahiplerinin tespit edilmesini kolaylaştırmaktadır[587]. Muhalefetin tutanağa geçirilebilmesi, muhalefetin tutanağa yazılması ya da yazılmış muhalefetin tutanağa eklenmesi, pay sahibinin talebini gerektirmektir[588].

Muhalefet şerhinin tutanağa geçirilmesinden ne anlaşılması gerektiğinin ve hangi ana kadar yapılabileceğinin de ortaya konulması gerekmektedir. Bu bağlamda, SPKn m. 24/1 hükmünde, TTK m. 446/1 hükmünden daha güçlü bir ifade ile muhalefet şerhinin tutanağa işletilmesi hususunun arandığı belirtilmekteyse de pay sahiplerinin çıkarını korumak adına muhalefet edildiğini belirten bir kaydın, oylama işlemi bitip karar alınana kadar tutanağa geçirilebileceği ileri sürülmektedir[589]. Diğer bir görüşe[590] göre, neden muhalif kalındığının gösterilmesine gerek bulunmadığı ve toplantı boyunca şerhin, tutanağa geçirilebilmesinin mümkün olduğu savunulmaktadır. Bizce de nedeninin belirtilmesine gerek bulunmaksızın, toplantı bitinceye kadar işleme olumsuz oy kullanılması ve muhalif kalındığına ilişkin şerhin tutanağa geçirilmesi durumunda, mevzuatta öngörülen şekli şart sağlanmış olacaktır.

Önemli nitelikteki işlemin elektronik genel kurulda karara bağlanması durumunda nasıl bir yol izleneceğinin de ortaya konulması gerekmektedir. TTK m. 1527 hükmü uyarınca elektronik genel kurul, fiziki genel kurulun hüküm ve sonuçlarını doğurmaktadır. Elektronik ortamda yapılan genel kurula katılan ve ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahiplerinin de karara olumsuz oy kullanması ve Anonim

---

[587] *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 118; *Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat)*, *C. 2*, s. 186.

[588] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 271. Pay sahibinin toplantı tutanağına muhalefet şerhi için talepte bulunması yeterli olup bu durumun kendisi tarafından yazılmasına ve imzalanmasına gerek bulunmadığına ilişkin bkz. *Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat)*, *C. 2*, s. 187; *Moroğlu, Hükümsüzlük*, s. 241; *Türk, İptal*, s. 161.

[589] *Kaya, Ayrılma Hakkı*, s. 252.

[590] *Adıgüzel*, *Ayrılma Hakkı,* s. 34. Toplantı tutanağının yetkililer tarafından imzalanmasına kadar muhalefet kaydının işletilebileceğine ilişkin bkz. *Moroğlu, Hükümsüzlük*, s. 240; *Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat)*, *C. 2*, s. 191.

Şirketlerde Elektronik Ortamda Yapılacak Genel Kurullara İlişkin Yönetmelik'te belirtildiği şekilde muhalefetlerini tutanağa işletmeleri gerekmektedir[591].

Ayrılma akçesi talep edecek pay sahiplerinin, genel kurulda yerine getirecekleri şartlar II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 11 hükmü açısından da değişikliğe uğramamış; ancak bu şartlar dışında genel kurulda yerine getirilmesi gereken yeni bir şarta daha yer verilmiştir. Buna göre 27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan işlemlerde, II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 8/1 uyarınca alınacak yönetim kurulu kararının genel kurul onayına sunulması gerekmektedir. Genel kurul toplantısının da yönetim kurulu kararı tarihi veya varsa ilgili kurum ve kuruluşlardan alınacak izin veya onayların sonraki tarihli olanından itibaren en geç üç ay içinde yapılması gerekmektedir.

Yeni düzenleme ile pay sahiplerinin önemli nitelikteki işlemleri görüşerek olumsuz oy kullanabilecekleri, muhalefet şerhlerini tutanağa geçirebilecekleri genel kurul toplantısının yapılabileceği süre de yönetim kurulu kararı ile ilişkilendirilmiştir. Öngörülen üç aylık süre, ayrılma akçesinin güncel ve makul olarak saptanması bakımından isabetli bir düzenlemedir. Söz konusu üç aylık süreye uyulmaksızın genel kurul toplantısı yapılması durumunda ayrılma akçesi talep edilebilmesinin mümkün olup olmadığının da açığa kavuşturulması gerekmektedir. Kanaatimizce üç aylık süreye uyulmayarak toplanan genel kurulda pay sahiplerinin, önemli nitelikteki işleme olumsuz oy kullanarak muhalefetlerini şerhe geçirmeleri ya da mevzuatta öngörülen sebeplerle bu şekli şartları yerine getirememiş olmaları durumunda ayrılma hakkını talep edebilmeleri mümkün olmalıdır.

[591] Ayrılma hakkının elektronik genel kurulda kullanılması hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 271; *Semerci Vuraloğlu*, s. 442 vd.

c. Pay Sahibinin Genel Kurula Katılamaması Durumunda

Pay sahibi ya da temsilcisinin belirli sebeplerle genel kurula katılamaması durumunda ayrılma hakkının nasıl kullanılacağı, SPKn m. 24/2, II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 9/2 ve II-23.3 Saylı Tebliğ m. 11/5 hükümleri ile düzenlenmiştir. 27.06.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan işlemlere uygulanacak II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 9/2 hükmü: "*Pay sahibinin veya temsilcisinin önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılmasına haksız bir biçimde engel olunması, genel kurul toplantısına usulüne uygun davet yapılmaması veya gündemin usulüne uygun bir biçimde ilan edilmemesi hâllerinde, genel kurul kararlarına muhalif kalma ve muhalefet şerhini tutanağa kaydettirme şartı aranmaksızın ...*" şeklindedir.

Buna göre pay sahibinin genel kurula katılmasına haksızca engel olunması, gündemin uygun bir şekilde ilan edilmemesi ya da davetin usulüne uygun gerçekleştirilmemesi durumlarında ayrılma hakkının kullanılabilmesi için genel kurulda olumsuz oy kullanma ve muhalefet şerhini tutanağa geçirtme şartları aranmamaktadır.

Hükümde pay sahiplerinin genel kurula katılamamaları açısından öngörülen sebeplerden, diğerlerine göre daha soyut olan çağrıda usulsüzlük hallerinin somutlaştırılması gerekmektedir. Çağrının ve gündemin, hükümde belirtilen usule ve süreye uygun yapılmaması, kanuni istisnalar dışında gündemde bulunmayan konuların karara bağlanması, ilân edilen gündem maddesinin anlaşılır olmaması, çağrı ve ilanda yer alması gereken hususların belirtilmemesi gibi durumlar, pay sahibinin menfaatini doğrudan etkileyen aykırılıklardır[592]. Bu noktada önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kurul çağrısında, ayrılma hakkının kullanılması sonucu her bir payın, gösterilen değer üzerinden HAAŞ tarafından satın alınacağının belirtilmemesi hususu da çağrıda

[592] Genel kurul toplantılarında çağrının usulüne uygun yapılmaması ve gündemin gereği gibi ilân edilmemesine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. *Kırca* (*Şehirali Çelik*/*Manavgat*), *C. 2*, s. 196 vd.; *Moroğlu, Hükümsüzlük*, s. 69 vd., 245 vd.; *Türk, İptal*, s. 166 vd.; *Çamoğlu(Poroy/Tekinalp), Ortaklıklar I*, s. 606 vd.

usulsüzlük yaratmaktadır[593]. Öte yandan çağrı için öngörülen üç haftalık süreye uyulmaması da nispi emredici nitelik taşıyan bir başka iptal edilebilirlik sebebidir[594].

Her ne kadar açık bir düzenleme bulunmasa da II-23.1 Sayılı Tebliğ'in uygulanacağı işlemlerde, anonim şirket genel kurul kararına karşı açılacak iptal sebeplerini düzenleyen TTK m. 446 hükmünde olduğu gibi, genel kurula katılan ancak oy kullanması engellenen pay sahibinin de ayrılma hakkına sahip olması gerektiği ileri sürülmüştür. TTK m. 446 ve SPKn m. 23 hükümleriyle korunması amaçlanan menfaatin benzer olduğu dikkate alındığında, bu olasılıkla karşılaşılması durumunda ayrılma hakkına ilişkin şekli şartların aranmamasının isabetli olacağı belirtilmiştir[595]. Doktrinde savunulan bu görüş, SPKn m. 24/2 ve II-23.3 Sayılı Tebliğ kapsamına alınmış ve genel kurula katılan ancak oy kullanmasına haksız bir şekilde izin verilmeyen pay sahiplerine de ayrılma hakkı tanınması gerektiği öngörülmüştür.

Ancak TTK m. 446 hükmüne göre, gündem ya da davet usulüne uygun yapılmamış ise genel kurula katılarak olumlu oy kullanan pay sahibinin de iptal davası açabilmesi mümkün iken; SPKn m. 24'e göre, gündem veya davet usulüne uygun olmasa da olumlu oy kullanan pay sahibi, ayrılma akçesi talebinde bulunamamaktadır[596].

d. Ayrılma Hakkının Kullanılmasının Engellenmesi

HAAŞ'nin bazı durumlarda önemli nitelikteki işlemlere ilişkin ayrılma hakkının kullanılmasını önleme yetkisi bulunmaktadır. II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 9/5 ve II-23.3

---

[593] *Adıgüzel*, *Ayrılma Hakkı,* s. 38. Satın alma bedelinin çağrıda doğru gösterilmemesi durumunda pay sahiplerinin, ayrılma hakkına sahip olacağı; ancak pay bedeline ilişkin itirazları ile birlikte muhalefetlerini tutanağa geçirtmeleri gerektiği yönünde bkz. *Bektaş*, s. 809.

[594] Ancak çağrının hiç yapılmamış olması ya da ona denk gelecek bir hukuka aykırılık durumunda da yokluk veya butlan gündeme gelebilecektir. Bkz. *Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat)*, *C. 2*, s. 196; *Moroğlu, Hükümsüzlük*, s. 245; *Kaya, Ayrılma Hakkı*, s. 249.

[595] *Manavgat*, *HAAO*, s. 327; *Bektaş*, s. 808; *Adıgüzel*, *Ayrılma Hakkı,* s. 35; *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 273.

[596] *Manavgat*, *HAAO*, s. 327; *Bektaş*, s. 808.

Sayılı Tebliğ m. 8/3 hükmüne göre gündemin ilan edilmesinden önce: "*a) Ayrılma hakkı kullanımları sonucunda ortaklığın katlanmak zorunda kalabileceği toplam maliyetin belirlenen tutarı aşması veya b) Belirlenen orandan fazla paya sahip veya belirlenen nitelikteki ortakların olumsuz oy kullanması halinde*", ayrılma hakkının kullanılması engellenebilmektedir. Her iki durumda da yönetim kuruluna böyle bir yetki tanınmasının amacı, HAAŞ geleceğinin tehlikeye düşmesini önlemektir[597].

Ayrılma hakkından vazgeçilebilmesi için önemli nitelikteki işleme dair gündem maddesi ile birlikte o maddeden vazgeçilebileceğinin de ayrı bir gündem maddesi olarak belirtilmesi gerekmektedir. Bu sebeple yönetim kurulunun önemli nitelikteki işlemden vazgeçme yetkisinin de esasen, genel kurulun iradesine tabi olduğunu ifade etmek mümkündür[598].

II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 7 ve II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 10/3'te öngörülen toplantı ve karar nisaplarından farklı olarak, vazgeçmeye ilişkin hükmün oylanmasında toplantıya katılan tüm pay sahipleri ve vekillerin oy kullanabileceği belirtilmiştir. Oydan yoksunluğa ilişkin TTK m. 436 ve Tebliğ m. 7/2 hükümlerinin birlikte değerlendirilmesi durumunda önemli nitelikteki işleme oy kullanmadan farklı olarak, önemli nitelikteki işlemden vazgeçilmesi kararında oydan yoksun payların akıbeti bakımından bir belirsizlik bulunmamaktadır[599].

---

[597] *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 39; *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 294 vd.; *Semerci Vuraloğlu*, s. 451.

[598] *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 40. Genel kurula böyle bir yetki verilmesinin isabetli olduğu yönünde bkz. *Semerci Vuraloğlu*, s. 451. Genel kurula Tebliğ ile böyle bir yetki verilmemiş olsaydı dahi genel mantık ilkeleri ile toplantı sona ermeden, pay sahiplerinin işlemden vazgeçilebilmesi mümkün olacaktı. Bu sebeple Tebliğ düzenlemesi ile genel kurula verilen yetkinin, normlar hiyerarşisine uygun olduğuna ilişkin bkz. *Turan, Ayrılma Hakkı*, s. 103.

[599] *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 40. Önemli nitelikteki işlemden vazgeçme durumu, şirketin menfaatini yakından ilgilendirdiğinden SPKn m. 29/6 hükmü ile oydan yoksunluk konusunun önemli nitelikteki işlemin onaylanması ile sınırlandırılmasının isabetli olduğu yönünde bkz. *Manavgat, HAAO*, s. 339.

V. AYRILMA AKÇESİNİN TALEP EDİLEBİLECEĞİ PAYLAR VE DİĞER PAY SAHİPLİĞİ HAKLARINA ETKİSİ

A. TTK Hükümlerinin Değerlendirilmesi

Seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesinin düzenlendiği TTK m. 141 hükmünde hakkın kısmen kullanılıp kullanılamayacağı ve ayrılma akçesi talebinin, diğer pay sahipliği haklarına etki edip etmeyeceğine ilişkin bir düzenleme yapılmamıştır. Uygulamada belirsizlik yaratabilecek bu sorunların açığa kavuşturulabilmesi için doktrinde savunulan görüşlerin değerlendirilmesi gerekmektedir.

Doktrinde konu, Alman Hukukunda ileri sürülen üç temel görüş çerçevesinde açıklanmıştır. İlk görüş ayrılma hakkının, payın tamamı açısından kullanılması gerekmediği; ikinci görüş, payların tamamı için kullanılması gerektiği ve üçüncü görüş ise hakkın, kural olarak payların tamamı üzerinde kullanılabileceği ancak ortaklığın kısmi kullanıma izin verebileceği yönündedir[600].

Bu görüşlerden ilkine göre, ayrılma hakkının payların tümü için kullanımında açık bir menfaat olmadığı sürece kısmi kullanımının da mümkün olması gerekmektedir[601]. Buna göre ayrılma hakkının payların tamamı açısından kullanılma zorunluluğu ya da ayrılma hakkının münhasırlığı olarak ifade edilen kurumun hukukumuzda olmamasından hareketle, sadece belirli paylar açısından ayrılma hakkının kullanılabilmesi önünde bir engel bulunmamaktadır. Bu durum, ayrılmak istemeyen pay sahiplerinin aynı zamanda ilgili karar aleyhine iptal davası açmasına da imkân vermektedir[602]. Biz de Kanun'da açıkça ayrılma akçesinin pay sahiplerinin, tüm payları üzerinden verilebileceğine ilişkin bir düzenleme olmaması sebebiyle bazı paylar bakımından ayrılma hakkının kullanılmasının mümkün olduğu kanaatindeyiz.

---

[600] Karşılaştırmalı hukukta konuya yaklaşım açısından bkz. *Sönmez*, *Ayrılma Hakkı*, s. 162 vd.

[601] *Sönmez*, *Ayrılma Hakkı*, s. 163. Benzer yönde bkz. *Koşer*, s. 376-377.

[602] *Develi*, s. 454.

Öte yandan ayrılma hakkını kullanan pay sahibinin, ayrılma talebinde bulunduğu an ile paylarının şirket tarafından satın alındığı ana kadar geçen sürede diğer pay sahipliği haklarını (malvarlıksal ve yönetimsel) kullanıp kullanamayacağı da önem arz etmektedir. Doktrinde bu hususun mevzuatımızda düzenlenmemiş olması sebebiyle pay sahibinin, payı devralınıncaya kadar diğer pay sahipliği haklarını kullanabileceği ileri sürülmektedir[603]. Nitekim ETTK döneminde kaleme alınan bir eserde, İtalya ve İsviçre hukuku açısından konuya ilişkin bir düzenleme olmaması sebebiyle pay sahibinin bu süreçte diğer pay sahipliği haklarını kullanabileceği ifade edilmiştir[604]. Birleşme sözleşmesinde öngörülen seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesinin ağırlaştırılmış nisaplara tâbi olması sebebiyle onaylanmaması ihtimali karşısında, pay sahiplerini diğer pay sahipliği haklarından mahrum bırakmak da uygun olmayacaktır. Bu sebeple biz de ayrılma akçesi talebinde bulunan ya da ayrılma akçesi alması öngörülen pay sahibinin, payları satın alınana kadar diğer pay sahipliği haklarını kullanmasının mümkün olduğu görüşündeyiz.

B. Sermaye Piyasası Mevzuatındaki Düzenlemelerin Değerlendirilmesi

Ayrılma hakkını kullanabilmek için pay sahibinin önemli nitelikteki kararların görüşüldüğü genel kurula katılması durumunda, olumsuz oy kullanması ve muhalefetini tutanağa geçirtmesi gerekmekte; haksız yere genel kurula katılamaması, usulsüz ilan ya da davet yapılması durumlarında ise ilgili şekli şartlar sağlanamamış olsa dahi ayrılma hakkı kullanılabilmektedir. Pay sahiplerinin, hangi paylar açısından ayrılma akçesi talep edilebileceği konusunu ise 27.06.2020 tarihinden önce ve sonra kamuya açıklanan

---

[603] *Develi*, s. 455.

[604] *Sönmez*, eserin yazıldığı tarih itibariyle ayrılma hakkına ilişkin düzenlemenin en baştan yapılması durumunda ayrılma hakkının tüm paylar için kullanılmasının mümkün olacağı ve bu hakkı kullanan ve kullanmayan pay sahipleri arasındaki olası çıkar çatışmalarının engellenebileceği görüşündedir. Bkz. *Sönmez*, *Ayrılma Hakkı*, s. 169.

işlemlere uygulanacak II-23.1 ve II-23.3 Sayılı Tebliğler açısından ayrı ayrı incelemek gerekmektedir.

a. II-23.1 Sayılı Tebliğ Düzenlemesinin Değerlendirilmesi

II-23.1 Sayılı Tebliğ'de ayrılma akçesi talep edilebilmesine ilişkin koşulları yerine getiren bir HAAŞ ortağının, yeni pay edinmesi durumunda ilgili paylar bakımından ayrılma hakkını kullanılıp kullanamayacağı hususunda açık bir düzenleme bulunmamaktadır. Ayrılma hakkı kullanılabilecek payların devredilmesi durumunda, payı devralan kişinin ayrılma hakkını kullanıp kullanamayacağı da açıkça düzenlenmeyen bir başka konudur. Bu bağlamda bir HAAŞ'nin birleşme kararı alması durumunda, pay sahibinin hangi anda sahip olduğu paylar bakımından ayrılma hakkını kullanıp ayrılma akçesi talep edebileceğinin açığa kavuşturulması gerekmektedir.

TTK m. 141 hükmü ile düzenlenen ayrılma akçesi bakımından bu soruların cevaplandırılmasında karışıklık bulunmamaktadır. Nitekim TTK m. 141 uyarınca seçimlik ya da zorunlu ayrılma akçesine başvurulabilmesi için pay sahibinin, birleşme kararının alındığı genel kurula katılarak olumsuz oy kullanması ve muhalefetini tutanağa geçirtmesi ya da ancak belirli durumlarda genel kurula katılamamış olması gibi şartlar aranmamaktadır. Birleşme sebebiyle ayrılma akçesi öngörülmesi durumunda kararın alındığı genel kurula katılarak olumlu oy kullanan ya da genel kurula katılmayan pay sahibinin, TTK m. 151/5 hükmünde belirtilen nisapların mevcut olması şartıyla ayrılma akçesi talep etmesi mümkün olmaktadır. Bu durumda pay sahibinin edindiği yeni paylar bakımından da ayrılma akçesi talep etmesi önünde herhangi bir engel bulunmamaktadır[605].

[605] Üzerinde ayrılma hakkı doğan payların miras, cebr-i icra gibi küllî halefiyet gereği devredilmesi durumlarında TTK m. 141 ve SPKn m. 24 bakımından farklılık bulunmamaktadır. Külli halefiyet gereği payı devralan kişilerin ayrılma hakkını kullanmasının engellenemeyeceği yönünde bkz. *Sönmez*, *Payların Sınırlandırılması*, s. 194 vd.

HAAŞ pay sahibinin ayrılma hakkını kullanabileceği payların sınırlandırılması bakımından ise üç olasılık bulunmaktadır. İlk olasılık, genel kurul toplantısında sahip olunan paylarla sınırlı olarak ayrılma hakkının kullanılabilmesidir. İkinci olasılık, genel kurul toplantısı ile ayrılma hakkının kullanılacağı bildiriminin yapılması arasında geçen sürede de edinilen paylar bakımından ayrılma hakkının kullanılmasının mümkün olduğuna ilişkindir. Üçüncü olasılık ise genel kurul toplantısında sahip olunan paylar bakımından; alacak hakkına dönüştükten sonra kim tarafından devralındığı önem taşımaksızın muhalif olma şartını yerine getiren pay sahibinin tüm paylar bakımından ayrılma hakkını kullanabileceğine ilişkindir[606].

İlk görüş, gerekli ön şartları yerine getiren pay sahibinin payını devretmesi durumunda, devralan kişinin pay sahibi olup olmaması önem göstermeksizin ayrılma hakkını kullanamayacağı yönündedir. Bu görüşün temelinde, ayrılma hakkına ilişkin karar alınan genel kurulda mevcut pay sahiplerinin korunması ve ayrılma hakkının paya değil pay sahipliğine bağlı bir hak olması düşüncesi yer almaktadır[607].

İkinci görüş, esas olarak gerekli ön şartları yerine getiren pay sahibinin kayıt tarihi ile genel kurul tarihi arasında edindiği paylar bakımından ayrılma hakkını kullanabileceğini kabul etmektedir. Bu görüş de genel kurul tarihinden sonra edinilen paylar açısından, ayrılma hakkının kullanılabilmesi için şekli şartların yerine getirilmiş olup olmamasına göre farklı ihtimalleri beraberinde getirmektedir[608]. Üçüncü görüş ise ön şartı yerine getiren pay sahiplerinin, ayrılma hakkının kullanılacağının bildirilmesi sonrası payı devretmesi ya da ön şartları yerine getiren pay sahiplerinin edindiği yeni paylar bakımından da ayrılma hakkını kullanabileceklerine yoğunlaşmaktadır. Bu görüş esasen ayrılma hakkının kullanılacağına ilişkin bildirim yapılması ile alacak hakkına

606 İlgili olasılıklar ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. *Sönmez, Payların Sınırlandırılması*, s. 200.

607 *Sönmez, Payların Sınırlandırılması*, s. 205.

608 *Sönmez, Payların Sınırlandırılması*, s. 206 vd.

dönüştüğü ve bu sebeple bu tarihten sonra payları edinen kişilerin de ayrılma hakkını kullanabileceği temeline dayanmaktadır[609].

İlgili görüşleri değerlendiren *Sönmez*, konuyla ilgili olarak SPKn'da bir kanun boşluğu bulunmasa da m. 24 hükmünün, tatmin edici bir hüküm olmadığını ve söz konusu durumun sistematik-mantıksal yorumla çözülebileceğini ifade etmektedir[610]. Benzer bir kurum olan zorunlu pay alım teklifi açısından da şirketteki yönetim kontrolünün değiştiği tarihte pay sahibi olanlara teklifte bulunulacağı belirtilmiş[611] ve Yargıtay'ın konuya ilişkin bir kararında[612], çağrı tarihinde pay sahibi olmayanların tekliften yararlanamayacağına işaret edilmiştir. Bu bağlamda ayrılma hakkından yararlanacak pay sahiplerinin de genel kurul tarihinde pay sahibi olmalarının gerekli olduğu ifade edilmektedir[613].

Konunun, hakkın kötüye kullanılması ve çelişkili davranış yasağı bakımından da değerlendirilmesi gerekmektedir. TMK m. 2/2 hükmü ile düzenlenen hakkın kötüye kullanılması bakımından, somut olayın özellikleri dikkate alınmalı, hak sahibinin hakka

---

609 *Sönmez, Payların Sınırlandırılması,* s. 209 vd.

610 *Sönmez, Payların Sınırlandırılması,* s. 214.

611 Pay alım teklifinden sadece genel kurul tarihinde pay sahibi olan kimselerin yararlanabileceği, bu tarihten önce paylarını devreden ya da genel kurul tarihinden sonra pay edinen kimseler yararlanamayacağı belirtilmektedir. Ayrılma hakkı kullanım bedeli tespit edilirken dikkate alınmayan bu paylar açısından pay alım teklifi de gündeme gelmeyecektir. Ancak genel kurul tarihinden sonra edinilen payları, hâkim pay sahibinin isteğine bağlı olarak alabileceğine ilişkin bkz. *Erişir Karacan/Karacan*, s. 266.

612 Yarg. 11. HD. 20.02.2006 T., 2005/293 E., 2006/1567 K.: " *... Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: IV No: 8 Sayılı dava konusu tebliğinin 17 nci maddesinde ise çağrı zorunluluğunun doğması için 'doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın sermayesinin ve oy hakkının %25'ine veya daha fazlasına ya da bu orana bağlı olmaksızın yönetim kontrolünü sağlayan paylarına sahip olmak…' gerektiği hükme bağlanmıştır… Mahkemece, anılan tebliğin 17 nci maddesi hükmüne dayanılarak dava açma hakkının, çağrı zorunluluğunun doğduğu tarihte hisse senedi sahibi olan ortaklara ait bulunduğu, davacının ilk beş sıradaki davalılar yönünden çağrı zorunluluğunun doğduğu tarihte hisse senedine sahip olmadığı gibi, dava tarihine kadar kendi iradesiyle iki kez hisselerini elinden çıkarması nedeniyle diğer davalıdan da talepte bulunma hakkını kaybettiği gerekçesiyle davanın reddine karar verilmesi kendi içinde tutarlı ve doğru olmakla birlikte…*", (Kararın tam metni için bkz. *Kendigelen,* Abuzer: *Hukukî Mütalâalar, C. IV, 2004*, İstanbul: Arıkan 2006, (Anılış: *Kendigelen, Mütalâalar*), s. 214-216.

613 *Sönmez, Payların Sınırlandırılması*, s. 221.

başvurmakta menfaati olmamalı ya da çok az bir menfaati olmalı, başkasının ise zarar görmesi ya da zarar görme tehlikesinin bulunması gerekmektedir.

Pay sahibinin ayrılma akçesi talep etmesi, açık bir menfaatinin olması ve HAAŞ'nin zarara uğramaması gibi sebeplerle hakkın kötüye kullanılması yasağına aykırı değildir. Öte yandan genel kurul tarihinde sahip olunan paylar için ayrılma hakkının kullanılması şirketi kötüleştirmediğinden bu durum çelişkili davranış yasağına da aykırılık yaratmayacaktır[614]. Bu açıklamalar ışığında, biz de ayrılma hakkının doğacağı genel kurulda sahip olunan paylar ile sınırlı olarak ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin görüşe katılmaktayız. Çalışma konumuz bakımından ayrılma akçesinin, HAAŞ genel kurulunda birleşme kararı alındığı anda sahip olunan paylar ile sınırlı olarak talep edilebileceği kanaatindeyiz.

Ayrılma akçesinin kullanılacağı paylar bakımından irdelenmesi gereken bir başka husus ise payların bir kısmı bakımından ayrılma hakkının kullanılmasının mümkün olup olmadığıdır. Yukarıda detaylıca açıkladığımız üzere, TTK m. 141/1 hükmü ile öngörülen seçimlik ayrılma akçesi bakımından pay sahiplerinin paylarının bir kısmı bakımından ayrılma hakkını kullanabilmeleri önünde yasal bir engel bulunmamaktadır. Ancak II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 9/9 hükmü uyarınca bu konuda farklı bir düzenleme yapılmış ve pay sahiplerinin tüm payları üzerinden ayrılma akçesi talep edebilecekleri belirtilmiştir. Bu sebeple birleşme kararının alındığı genel kurul toplantısında ayrılma hakkını kullanmak üzere gerekli şartları yerine getiren pay sahiplerinin, toplantı anında sahip oldukları payların tamamı için ayrılma hakkını kullanmaları ve tüm payları için ayrılma akçesi talep etmeleri gerekmektedir.

Tüm bu olasılıklar neticesinde varılan sonucun, 27.06.2020 tarihinde yürürlüğe giren II-23.3 Sayılı Tebliğ'in geçici m. 1 hükmü ile birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir. Anılan hükümde payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde, ayrılma

[614] *Sönmez, Payların Sınırlandırılması*, s. 223.

hakkına sahip olan pay sahipleri ve pay tutarlarının belirlenmesinde 25.02.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan işlemlerde 25.02.2020 tarihi; 25.02.2020 ile 27.06.2020 tarihleri arasında kamuya açıklanan işlemlerde kamuya açıklanma tarihinin esas alınacağı belirtilmiştir. Bu tarihler çerçevesinde belirleme yapılırken de takasın tamamlanmasına bakılmaksızın eşleşmiş emirlerin dikkate alınması gerekmektedir.

II-23.1 Sayılı Tebliğ'de yer verilmemesi sebebiyle hangi anda sahip olunan paylar üzerinden ayrılma akçesi talep edilebileceğine ilişkin tartışmalar, payları borsada işlem gören şirketler bakımından açığa kavuşturulmuştur. Bu durumda söz konusu tartışmalar ve değerlendirmeler, 25.02.2020 tarihinden önce ve 25.02.2020 tarihi ile 27.06.2020 tarihleri arasında, payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde gündeme gelecek ayrılma akçesi açısından geçerliliğini korumaktadır.

b. II-23.3 Sayılı Tebliğ Düzenlemesinin Değerlendirilmesi

Ayrılma akçesi talep edilebilecek paylar ve pay sahipleri, II-23.1 Sayılı Tebliğ'den farklı olarak II-23.3 Sayılı Tebliğ'de açıkça düzenlenmiş ve 27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan işlemlerin, payları borsada işlem gören ve görmeyen HAAŞ'ler tarafından gerçekleştirilmiş olmasına göre ikili bir ayrım öngörülmüştür.

Tebliğ m. 11/2 hükmüne göre payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde ayrılma hakkını kullanabilecek pay sahipleri, önemli nitelikteki işleme dair yönetim kurulu kararının kamuya açıklanma tarihi ya da bu tarihten önce HAAŞ veya yetkilileri tarafından bir açıklama yapılmış ise bu tarih itibariyle pay sahibi olan kimselerdir. Hükmün devamında, ayrılma hakkını kullanacak pay sahipleri ile pay tutarlarının tespitinde, takasın tamamlanması dikkate alınmaksızın eşleşmiş emirlere göre işlem yapılacağı belirtilmiştir. Tebliğ m. 11/4 hükmü ile de payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde, ayrılma hakkını kullanabilecek pay sahipleri ve pay tutarlarını gösteren

listenin Merkezi Kayıt Kuruluşu[615] tarafından hazırlanarak genel kuruldan bir iş günü önce HAAŞ'ye verileceği düzenlenmiştir.

II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 11/3 hükmünde belirtildiği üzere payları borsada işlem görmeyen HAAŞ pay sahiplerinden, ayrılma hakkını kullanabilecek olanların tespit edilmesinde ise genel kurul toplantı tarihi esas alınacaktır. Bu şirketler için II-23.1 Sayılı Tebliğ döneminde ileri sürülen olasılıklar arasından bizim de tarafı olduğumuz görüş tercih edilmiş ve genel kurul tarihinde sahip olunan paylar açısından ayrılma hakkının kullanılabileceği hüküm altına alınmıştır. Söz konusu düzenleme, pay alım teklif zorunluluğunda yönetim kontrolünün değişme anı ve çağrı tarihinin esas alınmasına uygun olup hakkın kötüye kullanılması ve çelişkili davranış yasağına aykırı olmaması sebebiyle isabetlidir.

Payları borsada işlem gören HAAŞ'ler açısından farklı bir esasın benimsenmesi, ilk defa II-23.3 Sayılı Tebliğ'de öngörülen yönetim kurulu kararının, genel kurul onayına sunulması usulünden kaynaklanmaktadır. Her ne kadar genel kurul tarihinden farklı bir yöntem benimsenmiş ise de MKK tarafından ayrılma hakkını kullanabilecek pay sahiplerini ve pay tutarlarını gösterir listenin belirlenmesi, uygulamadaki karışıklıkları gidermek açısından önem taşımaktadır.

[615] Merkezi Kayıt Kuruluşu Anonim Şirketi çalışmamızda "MKK" olarak anılacaktır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

AYRILMA AKÇESİNİN HESAPLANMA VE ÖDENME SÜRECİ

I. AYRILMA AKÇESİNİN TESPİT EDİLMESİNDE DEĞER VE DEĞERLEME

A. Genel Olarak

Sermaye piyasası hukukunda ayrılma hakkı kullanım bedelinin belirlenmesi açısından, HAAŞ paylarının borsada işlem görüp görmemesine göre ikili bir ayrıma gidilmiştir. II-23.1 Sayılı Tebliğ'in uygulanacağı payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde "*otuz gün içinde borsada oluşan düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması*"; payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde, "*fiyatın adil ve makul olduğunun tespiti amacıyla Kurulun ilgili düzenlemelerine göre hazırlanacak değerleme raporu*"nun esas alınması gerektiği belirtilmiştir. II-23.3 Sayılı Tebliğ'in uygulanacağı payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde, "*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 ortalaması*", payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde, "*yönetim kurulu kararının kamuya açıklandığı tarihteki değeri esas alan değerleme raporunun*" esas alınacağı düzenlenmiştir.

TTK m. 141 hükmünde ise birleşme sebebiyle ayrılma akçesinin, payın gerçek değeri üzerinden hesaplanacağı ifade edilmiştir. Anılan yasal düzenlemelerde, ayrılan pay sahibine bir karşılık verilmesi amacıyla hareket edilmiş ise de verilecek bu karşılığın hesaplanması noktasında farklı yöntemler benimsenmiştir.

Sermaye piyasası mevzuatında, payları borsada işlem gören ve görmeyen şirketler için farklı hesaplama yöntemleri tercih edilmiş ancak her iki durumda da önemli

nitelikteki işlemin açıklanmasından önceki bir zaman esas alınarak işlemin, piyasa üzerindeki etkilerinin önlenmesi amaçlanmıştır. Bedelin tespit edilebilmesi için mahkeme kararına yer verilmeyerek hakkın geciktirilmesi önlenmeye çalışılmış[616]; SPKr'nun ayrılma hakkının kullanılması ve adil bedelin hesaplanmasında yetkili olduğu ifade edilmiştir.

TTK m. 141 hükmünde ise ayrılma akçesinin hesaplanmasında, birleşme sonrası iktisap olunacak payların gerçek değerinin esas alınacağı belirtilerek pay sahiplerinin,

---

[616] *Turan, Ayrılma Hakkı*, s. 100. Konu ile ilgili Alman Hukukunda farklı yöntemler benimsendiğine ilişkin bkz. *Akın*, s. 6 vd. Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu (*Aktiengesetz*) m. 327a -327f hükümleri uyarınca, esas sermayenin %95'ine sahip olan büyük pay sahibi, genel kuruldan bir talepte bulunup uygun bir nakdi tazminat ödeyerek azınlığı şirketten çıkarabilmektedir. Bunun gerçekleştirilebilmesi için de genel kurulun basit çoğunlukla karar alması ve kararın da ticaret siciline tescil edilmesi gerekmektedir. Anılan düzenleme, aranan nisabın yüzde doksan beş olması dışında; ayrılma akçesi karşılığının nakit ödenebilmesi, büyük pay sahibi tarafından tespit edilen bedelin mahkemece denetlenebilmesi ve banka kefaleti aranması açısından da farklılaşmaktadır. Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu m. 327a hükmünün İngilizce çevirisi: *"(1) The general meeting of a stock corporation or of public partly limited partnership may adopt a resolution, upon a corresponding demand being made by a stockholder owning shares of stock in the company in the amount of ninety-five (95) percent of the share capital (principal stockholder), to transfer the shares of stock of the other stockholders (minority stockholders) to the principal stockholder against appropriate cash settlement being granted. Section 285 (2), first sentence, shall have no application.*
(2) Section 16 subsections (2) and (4) shall apply to determining whether the principal stockholder owns ninety-five (95) percent of the shares of stock.". Konu hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Kaya, Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma*, s. 313 vd.; *Pulaşlı, Azınlığı Şirketten Çıkarma,* s. 652 vd. Öte yandan Amerikan Hukukunda ayrılma akçesi olarak tespit edilen fiyat üzerinde tarafların anlaşamamaları durumunda, mahkeme kararı ile belirleme yapılabileceği ifade edilmektedir. Bkz. *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 279. Mahkeme kararları ile doğan ve gelişen ABD Hukuku açısından, fiyat tespitinde de mahkemenin rol oynaması olağandır. Benzer şekilde Üçüncü Konsey Yönergesi m. 28 hükmünde de birleşme sebebiyle, payları şirket tarafından satın alınabilecek azınlık pay sahiplerine, bedelin mahkeme tarafından belirlenmesini isteme hakkı verilmiştir. Üçüncü Konsey Yönergesi m. 28 (c): "*in the event of disagreement regarding such consideration, it must be possible for the value of the consideration to be determined by a court.*". Stuttgart Eyalet Yüksek Mahkemesinin bir kararında ise, mahkemenin sadece işletmenin değerlemesinde hukuki düzenlemelere uygun davranılması ve olayın doğru tespit edilmesi hususlarını değerlendirilebileceği; ancak bizzat hüküm kuramayacağı sonucuna varılmıştır. Stuttgart Eyalet Yüksek Mahkemesi'nin 08.03.1996 tarihli kararının değerlendirilmesi için bkz. *Pulaşlı, Şerh I*, s. 220-221.

mevcut durumlarının kötüleşmemesi amaçlanmıştır. Sermaye piyasası mevzuatının aksine, TTK'da; sadece gerçek değer kavramı üzerinde durulmuş ve hesaplamaya ilişkin detaylı bir düzenlemeye yer verilmemiştir. Tüm düzenlemelerin birlikte değerlendirilmesi durumunda, hem HAAŞ'ler bakımından ayrılma hakkı kullanım bedelinin hem de kapalı AŞ'ler bakımından ayrılma akçesinin anlaşılabilmesi için şirket ve paya ilişkin, değer ve değerleme kavramlarının ortaya konulması önem taşımaktadır.

Payın gerçek değerinin tespit edilmesine ilişkin tek ve doğru bir yöntemin bulunmadığı belirtilmektedir[617]. Ancak payın değerinin saptanabilmesi için her koşulda ilk olarak makro düzeyde şirket değerinin tespit edilmesi gerekmektedir. Şirket ve pay değeri ile değerlemeye ilişkin esasların, işletme bilimiyle yakından ilgili olması sebebiyle çalışmanın bu bölümünde, yalnız ayrılma akçesinin hesaplanmasına etki edecek önemli hususlar ele alınacaktır.

B. Şirket Değeri ve Değerleme

a. Değer

Şirket birleşmeleri gibi uzun vadeli ve yüksek riskli işlemlerde amaçlanan verimin elde edilebilmesi, işletme değerinin gerçeğe uygun olarak tespit edilmesini gerekli kılmaktadır. Pay sahiplerinin birleşme sonrası mali durumu gözden geçirmeleri neticesinde, pay sahibi olmaya devam etmeleri ya da şirketin, ayrılma akçesi öngörmesi durumu, devralan ya da yeni kurulan şirket değerinin doğru biçimde saptanması ile yakından ilgilidir[618].

---

[617] Değerleme yöntemleri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. aşa. s. 219 vd.

[618] Zira şirket birleşmelerinin tarihsel sürecinde 1990'lı yıllarda, 1970'li yıllara nazaran birleşmede başarı oranının düşmesinde de birleşilen ve satın alınan şirketlere yapılan fazla ödemelerin etkili olduğu ileri sürülmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Aydın*, Nurhan: "*Birleşme ve Satın Almalarda İşletme Değerlemesi"*, Şirket Birleşmeleri, (Ed. *Sumer*, Haluk/*Pernsteiner*, Helmut), İstanbul: Alfa 2004, (Anılış: *Aydın, İşletme Değerlemesi*), s. 194. Şirket birleşmelerinde değer ve değerleme kavramları hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Çelik,* Orhan: *Şirket Birleşmeleri ve Birleşmede Şirket Değerlemesi*, Ankara: Turhan 1999, (Anılış:

Değer kavramı; muhasebe, vergi, ekonomi ve finans bilimleri ile yakın ilişki içinde olup esasen bir varlık ya da malın parasal karşılığı olarak[619], yatırım hesaplamaları ve tahminlerin sonucudur[620]. Değerin, kişilere ya da arzulara göre değişip değişmemesine göre yapılan ayrımda, objektif ve sübjektif değer[621]; kişilere sağlayacağı fayda açısından kullanım değeri, birleşme işlemine konu edilmesi açısından ise değişim değeri;[622] pazar değeri ve pazar değeri dışındaki değerler[623] olmak üzere çeşitli tasniflere tâbidir.

Birleşmede önem taşıyan değer kavramının, esaslarını ve türlerini incelemeden önce onunla benzerlik gösteren fiyat kavramının da açığa kavuşturulması gerekmektedir. Fiyat, mal ya da hizmetin satın alınabilmesi için ödenen paraya karşılık gelen, arz ve talep ile ekonomik koşullara göre değişebilen bir tutar olup mal ya da hizmetin değerinin altında veya üstünde olabilmektedir[624]. Fiyat ve değerin farklılaşmasında; tarafların rasyonel hareket etmemesi ve ekonomik hareketlilikler gibi çok çeşitli koşullar etkili olmaktadır[625]. Bu doğrultuda ödenecek fiyatın, işletmenin doğru belirlenmiş değerine uygun olması, birleşmenin başarılı bir şekilde gerçekleştirilebilmesi bakımından önem taşımaktadır[626].

Pay değerinin doğru bir şekilde belirlenebilmesi için, öncelikle şirket değeri esas alındığından; şirket değerine etki eden faktörler, pay değerinin belirlenmesinde etkin rol

---

Çelik, Şirket Değerlemesi), s. 79 vd.; *Sipahi*, Barış/*Yanık*, Serhat/*Aytürk*, Yusuf: *Şirket Değerleme Yaklaşımları*, Ankara: Nobel 2011, s. 2 vd.; *Pulaşlı*, Hasan: "*Şirket Satın Alma ve Birleşmelerinde İşletme Değerlemesi ve Due Diligence"*, BATİDER, 2007, C. XXIV, S. 2, (Anılış: *Pulaşlı, Due Diligence*), s. 204 vd.; *Öztürk Dirikkan*, Hanife: *Limited Şirket Ortağının Ayrılması ve Ayrılma Payı*, Ankara: Yetkin 2005, s. 113 vd.; *Ertuğrul*, Murat: "*Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri Kuramsal Bir Bakış"*, ESOGÜ İİBFD, 2008, C. 3, S. 2, s. 143-154.

[619] *Sipahi*/*Yanık*/*Aytürk*, s. 2.

[620] *Pulaşlı, Due Diligence*, s. 207.

[621] *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 2.

[622] *Aydın*, *İşletme Değerlemesi,* s. 194; *Ertuğrul*, s. 144.

[623] *Pulaşlı, Due Diligence*, s. 206.

[624] *Aydın*, *İşletme Değerlemesi,* s. 194; *Pulaşlı, Due Diligence*, s. 207; *Ertuğrul*, s. 145.

[625] *Ertuğrul*, s. 147.

[626] *Aydın*, *İşletme Değerlemesi,* s. 195.

oynamaktadır[627]. Bu sebeple bir işletmenin ve dolaylı olarak pay değerinin tespit edilmesinde; işletmenin yasal yapısı, doğrudan haklara karşı dolaylı hakları ve yükümlülükleri, halka açık olup olmama durumu, payın devredilebilirliği ve sektörün özellikleri gibi çok sayıda faktör esas alınmaktadır[628]. Hayli kapsamlı bir süreci ifade eden şirket birleşmeleri bakımından gerçek değeri saptamak ise belirli değerleme yöntemlerinin kullanılması ile mümkün olmaktadır. Biz de çalışmamızın bu bölümünde, birleşme bakımından önem arz eden değer türlerini karşılaştırmayı ve "gerçek değer" kavramını ortaya koymayı amaçlamaktayız.

aa. Defter Değeri Yöntemi (*Book Value*)

Defter değeri, işletmenin bilançosundaki mali varlıkların dikkate alınması ile değerin belirlenmesi anlamına gelmektedir. Ancak bu sistem; işletmenin cari değerini yansıtmaması[629], enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde doğru sonuçlara ulaşılmaması[630]; şirkete yapılmış tarihi yatırımları göstermesi gibi nedenlerle cari değerden uzaklaşmakta ve farklı şirketlerde farklı politikaların uygulanmasına sebep olarak şirket birleşmelerinde doğru sonuçlara ulaşmayı zorlaştırmaktadır[631].

---

[627] *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 125.

[628] Ayrıntılı bilgi için bkz. *Aydın*, *İşletme Değerlemesi,* s. 195-196; *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 9.

[629] *Aydın*, *İşletme Değerlemesi,* s. 197; *Ertuğrul*, s. 148; *Demir*, Volkan/*Bahadır*, Oğuzhan: "*UFRS(TFRS)'deki Değerleme Ölçüleri Kapsamında Şirket Değerlemesinde Defter Değeri Yaklaşımı"*, MDBD, 2007, C. 7, S. 23, s. 65 vd.

[630] Ancak bankalar gibi nakit ve nakit benzeri kaynakların, varlık içinde önemli bir bölüm teşkil ettiği durumlarda defter değerinin cari değere yaklaştığı hakkında bkz. *Aydın*, *İşletme Değerlemesi,* s. 197; *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 2.

[631] *Çelik, Şirket Değerlemesi*, s. 81; *Demir/Bahadır*, s. 66 vd. Yatırımcılar ve şirket açısından defter değerinin anlamlı olamayabileceği hakkında bkz. *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 2.

bb. Pazar (Piyasa) Değeri (*Market Value*)

Pazar değeri, arz ve talebe bağlı olarak işletmenin hisse senetlerinin pazar değerinin esas alındığı bir değere karşılık gelmektedir. Buna göre işletmenin faaliyetlerinde bir değişiklik olmasa da piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler pazar değerinin değişmesine yol açabilmektedir[632]. Eğer şirket borsada işlem görmekte ise borsa değeri ile piyasa değeri eş kabul edilmektedir[633]. Ancak şirket birleşmelerinde piyasa değerine başvurulması, birtakım sakıncaları beraberinde getirmektedir. Her ne kadar uzun vadede şirketin gerçek değerine yaklaşacağı kabul edilse de[634] özellikle bazı hisse senetlerinin pazarda işlem görmemesi, birleşme sebebiyle pazar fiyatlarının değişmesi ve etkin pazarın olmadığı dönemlerde hisse senetlerinin gerçek fiyatı yansıtmama olasılığı gibi durumlar, pazar değerinin esas alınmasının çeşitli risklere yol açabileceğinin kanıtıdır[635].

cc. Tasfiye Değeri (*Liquidation Value*)

Şirketin tüm varlıklarının nakde dönüştükten sonra şirket borçlarının düşülmesi ile ulaşılan değer, tasfiye değeri olarak adlandırılmaktadır[636]. Ancak birleşmede yaşayan şirket ilkesinin esas alınması sebebiyle payların değeri saptanırken genellikle tasfiye değerinden yüksek bir değere ulaşılması beklenmektedir.[637] Bu sebeple tasfiye değeri

---

[632] *Çelik, Şirket Değerlemesi*, s. 81; *Aydın*, *İşletme Değerlemesi,* s. 198. Bu sebeple pazar değerini karşılamak üzere bazı yazarlar tarafından "piyasa değeri" kavramı tercih edilmektedir. Bkz. *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 5. Biz de çalışmamızda piyasa değeri kullanımını tercih etmekteyiz.

[633] *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 5.

[634] *Aydın*, *İşletme Değerlemesi,* s. 198.

[635] *Çelik, Şirket Değerlemesi*, s. 82; *Aydın*, *İşletme Değerlemesi,* s. 198.

[636] *Çelik, Şirket Değerlemesi*, s. 83; *Sipahi/Yanık/Akyürek*, s. 3; *Aydın*, *İşletme Değerlemesi,* s. 198; *Ertuğrul*, s. 149.

[637] Bkz. Gerekçe m. 141/1. Tasfiye değerinde şirketin iflâs ettiği varsayımından hareketle oldukça düşük bir değere ulaşıldığına ilişkin bkz. *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 3. Tasfiye değerinin ihtiyari ve zorunlu tasfiye halinde değişiklik göstereceğine ilişkin bkz. *Çelik, Şirket Değerlemesi*, s. 83; *Ertuğrul*, s. 149.

birleşmelerde çoğunlukla esas alınmamakla birlikte; işleyen bir teşebbüs olarak hesaplanan değerin, pazar değerinden düşük olması durumunda birleşme koşullarını etkileyebileceği göz ardı edilmemelidir[638].

dd. Gerçek Değer (*Intrinsic Value*)

aaa. Tanımı

Birleşmede ayrılma akçesini düzenleyen TTK m. 141 hükmünden başka TTK m. 155, m. 183, m. 202, m. 493, m. 531, m. 596, m. 641 hükümlerinde de gerçek değer esasına yer verilmekte; ancak anılan hükümlerin hiçbirinde gerçek değer kavramı tanımlanmamaktadır. TTK m. 493 hükmünün gerekçesinde, TTK m. 141/1 hükmünün gerekçesine benzer şekilde kanun koyucunun, bilinçli bir şekilde gerçek değer kavramını tanımlamadığı; ancak ETTK m. 418 hükmü ve İsviçre doktrininden hareketle gerçek değerin, "*aktiflerin olası satış değeri, kapitalizasyon değeri ve işletme iktisadının kabul ettiği şirketin tüm varlıklarının değerini*" yansıtması gerektiği ifade edilmiştir. Uygulama ile şekillenecek gerçek değerin, yaşayan şirket değeri esas alınması sebebiyle, tasfiye değerinin üstünde olacağı belirtilmiştir[639].

Doktrinde gerçek değerin tespit edilmesinde HAAŞ'lerin borsada işlem görüp görmesine göre de bir ayrımda bulunulmaktadır. Buna göre gerçek değerin, payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde borsa değeriyle; payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde, özel bir hesaplama yapılarak ulaşılan değer ile ilgili olduğu savunulmaktadır[640]. Ancak TTK m. 202/2 hükmündeki *"...(P)aylarının varsa en az borsa değeriyle, böyle bir değer bulunmuyorsa veya borsa değeri hakkaniyete uygun*

[638] *Çelik, Şirket Değerlemesi*, s. 84; *Aydın*, *İşletme Değerlemesi,* s. 198. Piyasa fiyatının, tasfiye fiyatının altına düşmesi durumunda ise firmanın likidite edilmesiyle kazanç sağlama amacı ön plana çıktığına ilişkin bkz. *Sipahi/Yanık/Akyürek*, s. 3.

[639] Bkz. Gerekçe m. 141/1; Gerekçe m. 493.

[640] *Erdem*, s. 275.

düşmüyorsa, gerçek değerle…" ifadesinden hareketle borsa değeri ve gerçek değerin aynı anlama gelmediği sonucuna varılmaktadır. Nitekim borsa rayicindeki dalgalanmalar sebebiyle borsa değeri, her koşulda gerçek değeri yansıtamayacak, payın gerçek değeri daha yüksek ya da daha düşük olabilecektir[641].

Şirketin, piyasa değerine oranla daha az değişkenlik gösteren gerçek değeri; varlık, kârlılık durumu, dağıtılan kâr payı, sermaye yapısı gibi belirli faktörlerin esas alınması ile hesaplanan değere karşılık gelmektedir[642]. Gerçek değere ilişkin bir başka tanım ise işletmenin öz değeri ve kârlılığı doğrultusunda, bütün değerini yansıtan nesnel ve içsel bir değer olduğu şeklindedir[643]. Gerçek değerin, yaşayan şirket değerinin teorik anlamda en doğru ölçüsü olduğu ifade edilmektedir. Buna göre sermaye piyasası etkin ise, şirketlere ilişkin bilgilerin herkese açık olması ve uzun dönemde, gerçek değer ve piyasa fiyatının yakınlaşması beklenmektedir[644]. Zira kârlılığı ve öz sermayesi yüksek şirketlerde payın gerçek değerinin, itibari değer üzerinde olması beklenmektedir[645].

---

[641] *Öztürk Dirikkan*, s. 113, dn. 134. Anonim şirketin haklı nedenle fesih davası açısından da benzer bir yorum yapılmaktadır. Buna göre borsa değerinin hesaplanma kolaylığı olsa da, her zaman gerçek değeri yansıtamayacağı için pay sahiplerine verilecek karşılık açısından ancak hakkaniyete uygun ise borsa değerinin esas alınması; aksi takdirde gerçek değerin hesaplanması gerektiği yönünde bkz. *Şahin*, s. 463. Borsa değerinin, gerçek değeri yansıtamamasında manipülatif işlemlerin etkisi olabileceğine ilişkin bkz. *Tarhan, Ayrılma Akçesi*, s. 228. Borsa değerinin belirlenmesinde, ekonomik ve psikolojik birçok etken rol oynadığından bu değer, her zaman için gerçek değeri yansıtmamaktadır. Ancak piyasadaki arz ve talebe göre şekillenen borsa değerinin, gerçek değere en yakın değer olduğuna ilişkin bkz. *Aydın*, Alihan: "*SerPK'ya Tâbi Olmayan Anonim Ortaklıklarda Sermayeye Eklenebilecek Fonlar Sermayeye Eklenmeksizin Dış Kaynaklardan Sermaye Artırımı Yapılamaması Üzerine Düşünceler"*, BATİDER, 2013, C. XXIX, S. 4, (Anılış: *Aydın, Fonlar*), s. 149, 150.

[642] *Çelik, Şirket Değerlemesi*, s. 84; *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 5; *Ertuğrul*, s. 150.

[643] *Kırca*, İsmail: "*Halka Açık Olmayan Anonim Şirketler İle Limited Şirketlerin Paylarını Gerçek Değerinden İhraç Etmeleri Zorunlu Mudur?"*, BATİDER, 2020, C. XXXVI, S. 1, (Anılış: *Kırca, Gerçek Değer*), s. 6.

[644] *Ertuğrul*, s. 150-151.

[645] *Kırca, Gerçek Değer*, s. 6.

Gerçek değerin belirlenmesinde, maddi ve maddi olmayan değerler birlikte dikkate alınmaktadır[646]. Gerçek değerin hesaplanmasına yönelik birçok yöntem bulunmakta[647] ve genel olarak ilk etapta şirket değerinin tespit edilmesine başvurulmaktadır. Hesaplama aşamasında; şirketin gelecek planları, başarı ve gelir sağlama potansiyeli, açık ve gizli yedekleri, faaliyet gösterdiği sektör, peştemaliye *(goodwill)*, gibi tüm aktif ve pasifler dikkate alınarak yaşayan şirketin gerçek değeri bulunmaktadır[648]. Asıl amaç yaşayan şirketin değerine ulaşmak olduğu için şirket bünyesindeki aktif ve pasiflerin, bilançonun hazırlandığı güncel tarihteki satış değeri üzerinden kıymetlendirilmesi gerekmektedir[649]. Bu bağlamda şirketin, üçüncü bir kişi tarafından satın alınması durumunda ödenmesi göze alınacak değer, gerçek değer olarak tanımlanmaktadır[650].

Gerçek değer yöntemi, adalet ve hukuk mantığının da bir gereği olarak kabul edilmektedir. Bu bağlamda pay sahibinin ayrılması sonucunu doğuran bir hukuki düzenlemede, payın değerini tespit etmek amacıyla özel bir düzenleme bulunmuyorsa, payın gerçek değerine karşılık gelen bir ayrılma akçesi ödenmesinin isabetli olduğu belirtilmektedir[651]. Diğer değer esaslarından ziyade gerçek değerin benimsenmesi, eşit işlem ilkesinin bir yansıması olup ayrılanın zarar görmemesi, diğer pay sahipleri ve üçüncü kişilerin de zenginleşmemesi amacına hizmet etmektedir[652].

---

[646] *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 5.

[647] Şirket değerleme yöntemleri için bkz. aşa. s. 219 vd.

[648] *Öztürk Dirkkan*, s. 110-11; *Erdem*, s. 274; *Ayan*, s. 2250; *Erdil*, Engin: *Limited Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma*, İstanbul: Vedat 2004, s. 65.

[649] Ayrıntılı bilgi için bkz. *Şahin*, s. 470.

[650] *Erdem*, s. 275-276.

[651] *Öztürk Dirikkan*, s. 110.

[652] *Öztürk Dirikkan*, s. 111-112.

bbb. Adil Değer (*Fair Value*)-Gerçeğe Uygun Değer-Gerçek Değer İlişkisi

TTK m. 141 hükmünde ayrılma akçesinin, "*şirket paylarının gerçek değerine denk*" geleceği; SPKn m. 23 hükmünde ise ayrılma hakkının kullanılması neticesinde "*adil bedelin belirlenmesi*" gibi hususlarda SPKr'nun yetkili olduğu düzenlenmiştir[653]. SPKr tarafından hazırlanan II-23.1 ve II-23.3 Sayılı Tebliğlerde, payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde borsa fiyatının, payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde, değerleme raporunun esas alınması suretiyle adil bedelin tespit edileceğine işaret edilmiştir[654].

Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için payın, sermaye piyasası mevzuatı açısından "adil değer", TTK m. 141 açısından "gerçek değer" üzerinden satın alınması gerekmekte; bu standartlara uygun bir hesaplama yapılmaması, ayrılma hakkının amacına ve pay sahibinin arzu ettiğinin aksine, pay sahibi olarak devam etmeyle sonuçlanabilmektedir[655]. Bu sebeple ayrılma hakkının amacına, işlevlerine uygun bir sonuca ulaşılabilmesi için adil değer (*fair value*) ve adil değer ile bağlantılı olan gerçeğe uygun değer kavramlarının açıklanması önem arz etmektedir.

Genel olarak adil değer kavramının tanımlanmasına ilişkin bir düzenlemeye rastlanmamakla birlikte istisnaî de olsa bazı hukuk düzenlemelerinde, kavramın

---

653 SPKn Gerekçesi'nde AB mevzuatına uyum sağlanması amacıyla olası çıkar çatışması gibi sorunların hızla çözüme kavuşturulması ve değişen piyasa koşullarına uyum sağlanması bakımından adil bedelin belirlenmesine yönelik bir düzenleme yapıldığı belirtilmiştir. Bkz. Gerekçe m. 24. *Turan*, Gerekçe'de AB mevzuatına uyumdan bahsedilmiş ise de doğrudan bir mehaz kanun hükmüne atıf yapılmayarak özgün bir düzenlemeye yer verildiğini ifade etmektedir. Bkz. *Turan, Ayrılma Hakkı*, s. 82.

654 II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 10/2'de: "*Payları borsada işlem görmeyen ortaklıkların payları için ayrılma hakkı kullanım fiyatı ile bu fiyatın adil ve makul olduğunun tespiti amacıyla Kurulun ilgili düzenlemelerine göre hazırlanacak değerleme raporu…*"; II-23.3 Sayılı Tebliğ' m. 1/2'de ise "*Ayrılma hakkının kullanılabilmesine ve ayrılma hakkı kullanımı kapsamında satın alınacak payların fiyatının hesaplanmasında adil bedelin belirlenme kıstaslarına ilişkin usul ve esasları…*" ifadeleri ile adil bedel kavramına yer verilmiştir.

655 *Bektaş*, s. 816; *Wertheimer*, Barry M.: "*The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value", Duke Law Journal*, 1988, Vol. 47, No. 4, (Anılış: *Wertheimer, Fair Value*), s. 626.

esaslarının ortaya konulduğu görülmektedir. Bu düzenlemelerden biri olan *MBCA* m. 13.01/4 hükmünde[656] adil değer kavramı, pay sahibinin muhalefet ettiği işlemden sonraki değer artış ve azalışlarının etkin olmadığı pay değeri olarak tanımlanmıştır[657]. Ancak genel kabul, adil değer kavramının seçilen yöntem ve değişkenler ile bu değişkenlere atfedilen değer uyarınca farklılık gösterebileceği ve evrensel olarak benimsenebilecek bir tanımı olmadığı yönündedir[658].

Öte yandan adil değer kavramını açığa kavuşturmak üzere, değer kavramının, işletme bilimiyle olan ilişkisini de irdelemek gerekmektedir. Buna göre payın kayıtlı değeri, muhasebe kayıtlarında gösterilen değeri; piyasa değeri ise, alım satım değeri ve gerçek piyasa değeri olarak tasnif edilen büyüme hızı, kâr dağıtım oranı gibi çeşitli kriterlerin esas alınması ile ulaşılan değerdir. Alım satım değerinde, piyasadaki arz ve talep; gerçek piyasa değerinde, işletmenin kâr dağıtım oranı, büyüme hızı ve özvarlık yapısı gibi etmenler esas alınmaktadır[659]. Tüm bu faktörlerin değerlendirilmesiyle adil değer kavramının, gerçek piyasa değerine yakın olduğu ileri sürülmektedir[660]. Bir diğer

---

[656] *MBCA* m. 13. 01/(4): "*Fair value" means the value of the corporation's shares determined: (i) immediately before the effectuation of the corporate action to which the shareholder objects; (ii) using customary and current valuation concepts and techniques generally employed for similar businesses in the context of the transaction requiring appraisal; and (iii) without discounting for lack of marketability or minority status except, if appropriate, for amendments to the articles pursuant to section 13.02(a)(5).*".

[657] *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 120; *MBCA* ile adil değere ilişkin tanımlamaya yer verilmiş olsa da Amerikan Mahkemelerinde zaman içinde farklı yöntemlerin kabul edilmesiyle adil değerin saptanmasına ilişkin hesaplamalar da farklılık göstermiştir. Ayrılma hakkı ve ayrılma akçesine ilişkin önemli kararlardan biri olan *Weinberger* Davası'ndan önce, adil değer olarak *Delaware Block Method* kabul edilmekte iken; *Weinberger Davası'*ndan sonraki süreçte, gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerini belirleyen, indirgenmiş nakit akımı yönteminin (*discounted cash flow* – "*DCF"*) adil değeri yansıttığı yönünde bkz. *Wertheimer, Fair Value*, s. 627. Ancak *Weinberger* kararı sonrası en sık başvurulan yöntem olsa da *DCF* metodunun, münhasır değerleme yöntemi olarak esas alınmadığı; *Delaware* Mahkemelerinin, farklı değerleme yöntemlerini kullanmaya devam ettikleri yönünde bkz. *Wertheimer, Fair Value*, s. 629.

[658] *Siegel*, s. 135.

[659] *Sönmez, Ayrılma Hakkı,* s. 122.

[660] *Sönmez, Ayrılma Hakkı,* s. 122. Benzer şekilde TTK Genel Gerekçesi 67. paragrafta: *"...Bunun için çıkarılacak yeni payların değerinin dürüst (fair) olması kanunen sağlanmalıdır. Borsa şirketlerinde dürüst*

söylemle adil değer; işletmenin büyüme hızı, piyasa faiz, iskonto hadleri, kâr dağıtım oranı ve özvarlık yapısı gibi çeşitli mali faktörlerin dikkate alınarak değerlenmesiyle ulaşılan gerçek değeri olarak kabul edilmektedir[661]. Bu bağlamda gerçek değer hesaplanırken dikkate alınan kriterler adil bedelin hesaplanmasında da belirleyici olacaktır[662].

Gerçeğe uygun değer ise, "Uluslararası Muhasebe Standartları/Uluslararası Finansal Raporlama Standartları"[663] ve bu Standartlar ile uyum içinde olan Türkiye Finansal Raporlama Standartları'nda yer alan bir kavramdır. Anılan düzenlemeye göre gerçeğe uygun değer kavramı, bir varlığın satışından ya da borcun devrinden elde edilecek değer şeklinde tanımlanmaktadır. Gerçeğe uygun değerin ölçümü ise varlık ya da borca ilişkin asıl piyasada; eğer böyle bir piyasa bulunmuyor ise en avantajlı piyasada gerçekleştirilmektedir[664]. Bu bağlamda eğer bir varlığın ya da borcun, piyasa değeri biliniyorsa bu değerin, gerçeğe uygun değere eşit olduğu ileri sürülmektedir[665]. Ancak piyasa değeri ile gerçeğe uygun değer arasında fark olduğu belirtilmektedir. Buna göre piyasanın o varlığa daha önceden biçtiği, önceki bir zamanda belirlediği değer, piyasa değeri; piyasa değerinin net olarak gerçekleşmemesi sebebiyle gerçekleşmesi beklenen

---

değer, ortalama borsa değeri, pay senetleri borsada işlem görmeyen şirketlerde ise bu değer, denetleme görmüş yılsonu finansal tablolarına göre belirlenen değerdir." ifadeleri ile adil değerin belirlenmesinde dikkate alınacak esaslara ilişkin bir belirleme yapılmıştır.

[661] *Bektaş*, s. 817.

[662] Hesaplamayı yapacak kişilerin gerçek değere ilişkin faktörleri de dikkate alarak adil değere ulaşabileceklerine ilişkin bkz. *Karababa*, s. 170.

[663] "Uluslararası Muhasebe Standartları/Uluslararası Finansal Raporlama Standartları", dünya genelinde uygulanması ve bu sayede yatırımcılar ile finansal tablo kullanıcılarının uluslararası düzeyde karşılaştırma yapabilmesini amaçlayan standartlar setidir. Bkz. www.kgk.gov.tr (Erişim T.: 22.10.2020). Uluslararası Muhasebe Standartları/Uluslararası Finansal Raporlama Standartları", çalışmamızda "UMS/UFRS" olarak anılacaktır.

[664] Bkz. TFRS 13.

[665] Gerçeğe uygun değer kavramı ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. *Otlu*, Fikret/*Çenberlitaş*, İbrahim: "*TFRS Çerçevesinde Gerçeğe Uygun Değer Yaklaşımları ve Standart Uyarınca Kaydileştirilmesi"*, DÜİİBFD, 2017, C. 7, S. 14, s. 345 vd.

karşılık ise gerçeğe uygun değerdir. Bir diğer söylemle gerçeğe uygun değer, daha varsayımsal ve gerçekleşmesi arzu edilen, ideal değerdir[666].

Doktrinde adil değer kavramının, esasen "gerçeğe uygun değer" kavramına denk olduğu ifade edilmektedir[667]. Buna göre adil bir değerleme yönteminin seçilmesi ile şirketin gerçeğe uygun değeri; adil bir değişim oranı belirlenmesi ile de gerçeğe uygun pay değişim oranı saptanacaktır[668]. Böylelikle adil değer, hakkın kullanımına bir sınır oluşturmakta; adilane ve hakkaniyete uygun bir şekilde pay değerinin tespit edilmesini gerektirmektedir[669]. Bizce de adil değer kavramının, ulaşılması ideal olan gerçeğe uygun piyasa değerine karşılık geldiğini kabul etmek isabetli bir yaklaşım olacaktır.

Görüldüğü üzere pay sahibine verilecek adil bedele ilişkin, genel geçer bir hesaplama tanımı bulunmamakta, her ayrılma koşulu "*sui generis*" hesap yöntemine başvurmayı gerekli kılmaktadır. Bu bağlamda adil değer; şirketin malvarlığının korunması ilkesi doğrultusunda, yalnız ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin değil, şirketin ve üçüncü kişilerin de menfaatine uygun olarak hesaplanacak değer olup[670] gerçeğe uygun değer ile aynı anlama gelmektedir.

---

666 *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 42.

667 *Aktaş*, Rafet/*Deran*, Ali: "*Fair Value Karşılığı Olarak Gerçeğe Uygun Değer Kavramı ve Tespit Hiyerarşisi"*, GÜİİBFD, 2006, C. 8, S. 2, s. 159 vd. Buna göre Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu'nun *fair value* kavramının, bilgili ve istekli taraflar arasında, herhangi bir durumdan etkilenmeyecek şartlarda esas alınacak fiyat olduğu belirtilmiştir. Bu sebeple belirtilen tanımın Türk Hukukunda gerçeğe uygun, makul değer kavramı ile tanımlanabileceğine dair ayrıntılı bilgi için bkz. *Aktaş/Deran*, s. 158.

668 *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 72-73. *Karababa* da değerleme yöntemleri ve değerleme tarihinin doğru bir şekilde tespit edilmesi ile adil değere (*fair value*), bu şekilde yapılan adil değerleme neticesinde adil fiyata (*fair price*) ulaşılacağını ifade etmektedir. Bkz. *Karababa*, s. 250.

669 *Karababa*, s. 250.

670 *Semerci Vuraloğlu*, s. 393; *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 73.

b. Değerleme

Şirket birleşmeleri; birleşilen varlıklar, işletmenin borçları, çalışanların özellikleri, müşteri çevresi gibi çok çeşitli faktörlerin bir arada değerlendirilmesini gerektiren işlemler olup birleşmeye taraf olan ve ayrılan pay sahipleri bakımından tüm faktörlerin gözetildiği adil bir hesaplamayı gerektirmektedir. Ancak gerçeğe uygun değeri belirlemenin evrensel olarak tek bir doğru yolu bulunmamakta, seçilen metodoloji ve değişkenlere göre farklı sonuçlara ulaşılabilmektedir[671]. Bu bağlamda değerleme, farklı teknik ve kriterler esas alınmak suretiyle şirket değerinin ölçülmesini amaçlayan işlemler bütünü olarak ifade edilebilir[672].

Bir diğer ifadeyle şirket değerlemesi; şirket yapısının anlaşılması, gelecek performansının tahmin edilmesi, doğru değerleme yönteminin seçilmesi, tahminlerin değerlemeye dönüştürülmesi ve yatırıma ilişkin bir karar alınması sürecine karşılık gelmektedir[673]. Değerleme yöntemleri arasındaki en temel farklılık ise; karşılaştırma, tasfiye değeri, yeniden kurma ve fiyat kazanç gibi bazı yöntemlerin tarihsel verilere dayanmasına karşın; serbest nakit akışı ve kâr payı gibi diğer yöntemlerin güncel verilere dayanmasıdır[674].

İşletme değerlemesi bakımından ilk olarak tarafların, birleşme ve satın almalara ilişkin tüm verileri öğrenmeleri ve işlemlerin gerçekleşmesinden sonra sürprizlerle karşılaşmamalarını amaçlayan *due diligence* sürecine değinilmesi gerekmektedir. Kavram olarak *due diligince* ifadesi ile kastedilen husus, uygulamada birleşilecek şirket açısından hem aktif ve pasiflerin hem de pay alım işlemlerinin ayrıntılı ve özenli bir

---

[671] *Siegel*, s. 42.

[672] Değerleme hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Çelik, Şirket Değerlemesi*, s. 84 vd.; *Öztürk Dirikkan*, s. 113 vd.; *Pulaşlı, Due Diligence*, s. 205 vd.; *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 6 vd.; *Aydın*, *İşletme Değerlemesi,* s. 195 vd.; *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 47 vd.; *Akbilek*, s. 169 vd.

[673] *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 7-8.

[674] *Öztürk Almaç*, s. 140.

şekilde incelenmesidir[675]. Bu bağlamda *due diligence* faaliyetleri ile bir bütün olarak şirket değerleme işlemleri arasında yakın ilişki bulunduğunu belirtmek gerekmektedir. *Due diligence* araştırması, birleşme ve satın alma sürecinin doğal bir parçası olarak belirmekte ve tarafların bu süreçle ilgili ayrıntılı ve özel olarak incelemede bulunabilmelerine olanak sağlamaktadır[676]. *Due diligence* faaliyetleri, gizli bir şekilde yürütülmekte; şirketin karşılaşabileceği riskler ve yükümlülüklere karşı profesyonelce davranması için bilgilerin açıklanması, risk ve şansların analizi, fiyatların ve kanıtların incelenmesi ile gerekli altyapı sağlanmaktadır[677].

Belirtilmesi önem taşıyan nokta, *due diligence* sürecinin yalnız inceleme ve bilgi alma ile sınırlı olmadığı, birleşme ve devralma işlemleri tamamlanıncaya kadar devam ettirilmesi gerektiğidir. Bu bağlamda, sürece katılan tarafların inceleme işlemleri; müzakere, sözleşmenin hazırlanması ve yeniden yapılanmanın gerçekleştirilmesini de kapsamalıdır[678]. Nitekim birleşmeye taraf olmayan pay sahiplerine ödenecek ayrılma akçesinin hesaplanmasına yönelik payın gerçek değerinin tespiti aşamasında da *due diligence* incelemelerinin dikkate alınması gerekmektedir. İşletme değerlemesi ve onunla etkileşim içinde bulunan pay değerlemesi; finansal durum, borsa durumu, maliyetler,

---

675 *Pulaşlı, Due Diligence*, s. 211, dn. 26.

676 *Pulaşlı, Due Diligence*, s. 211; *Pulaşlı, Şerh I*, s. 225.

677 *Pulaşlı, Due Diligence,* s. 214-215; *Pulaşlı, Şerh I*, s. 226 vd. Şirkete ilişkin araştırmaların doğru bir şekilde yapılması ve güncel bilgilerin değerlemeyi sürekli etkilemektedir. Bu bakımdan yalnız değerleme sonucu değil, değerleme sürecinin dikkate alınması gerektiğine ilişkin bkz. *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 10.

678 *Pulaşlı, Due Diligence,* s. 218. Birleşmede pay sahiplerinin karar verebilmeleri açısından birleşmeye ilişkin hususlarda yeterli bilgilendirilmiş olmaları gerekmektedir. Özellikle pay sahipleri ile birleşmeyi yürüten kişiler arasında çıkar çatışmalar bulunması olasılık dâhilindedir. Zira şirket yöneticilerinin düşük oranda pay sahibi olmaları ya da pay sahibi olmamaları gibi durumlarda, fırsatçı davranışlar göstermesi mümkündür. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat), C. 1*, s. 267 vd. Benzer yönde bkz. *Akbilek*, s. 161. Bu sebeple istisnai bir düzenleme olan ve şirket yönetiminin takdiri ile öngörülebilen ayrılma akçesinin, risk ve avantajları açısından pay sahiplerinin yeterli bir şekilde bilgilendirilmeleri gerekmektedir.

personel ve strateji konularının sentezlendiği bir süreç olup *due diligence* aşaması ile yakından ilgilidir[679].

Öte yandan, işletme değerlemesine yön veren bazı temel ilkelerin de değerleme yapılırken dikkate alınması gerekmektedir. Bu hususta, değerleme birliği ilkesi ve gelecek içerikli ilke doğrultusunda hareket edilmesi önem taşımaktadır. Değerleme birliği ilkesine göre; işletmenin değeri, aktiflerin toplamı ile sınırlı olmayıp kâr amaçlı konzern değerinin de esas alınması gerekmektedir. Gelecek içerikli ilke açısından ise işletmenin gelecek değeri esas alınmakta, geçmiş veriler de yardımcı değer olarak değerlendirilmektedir[680]. Bu bakımdan bir işletmenin değerlemesi yapılırken sadece finans ve muhasebe boyutu ile sınırlı kalınmadan geleceğe yönelik belirlemelerde bulunulmasına dikkat edilmelidir[681].

Şirket değerinin hesaplanmasında esas alınan kriterlerin kapsamlı olmasının yanı sıra, şirket türlerinin farklılaşması da değerleme yapılırken karşılaşılan bir başka sorundur. Gerçekten bir limited şirketin birleşmenin tarafı olması durumunda, limited şirketin niteliği gereği, karşılaştırılabilir başka bir şirket payı olmaması hesaplamayı daha da zorlaştırmaktadır[682]. Her iki şirket sermaye şirketi olsa da limited şirketin şahıs şirketine yakınlaşan özellikleri sebebiyle anonim şirkete kıyasla hesaplamada zorluklar görülebilmesi mümkündür.

Şirket ve dolaylı olarak pay değerini tespit etmek için gerçekleştirilen değerleme faaliyetleri, başvurulmasındaki amaca göre farklı sonuçlara ulaşılmasına sebep olmaktadır. Biz de bu bölümde birleşme işlemlerinde ayrılan ortağa ödenecek ayrılma hakkı kullanım bedeli ile ayrılma akçesi bakımından doktrinde değinilen bazı yöntemleri

---

679 *Öztürk Almaç*, s. 158; *Pulaşlı, Şerh I, s. 227*.

680 *Pulaşlı, Due Diligence,* s. 208.

681 *Pulaşlı, Due Diligence,* s. 206. Değerleme yapılırken geçmiş değil, gelecek zamanın önemli olduğuna ilişkin bkz. *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 7.

682 *Öztürk Dirikkan*, s. 113.

karşılaştırmalı olarak incelemeyi ve ideal değerleme yöntemlerini ortaya koymayı amaçlamaktayız.

aa. Düzeltilmiş Defter Değeri Yöntemi (*Adjusted-Book Value Approach*)

Diğer değerleme yöntemlerine kıyasla daha kolay bir yöntem olan düzeltilmiş defter değeri, şirketin yayınlanmış bilançosundaki verilere göre şirket değerinin belirlenmesi esasına dayanmaktadır[683]. Defter değeri yönteminde, şirketin tarihi verileri esas alındığından, ulaşılan sonuç piyasa değerinden uzaklaşmaktadır[684]. Ancak birleşmede pay değerinin hesaplanması aşamasında, bilançodaki aktif ve pasiflerin pazar değerine eşit olmaması, enflasyon, teknolojik yıpranma, parayla ifade edilemeyen varlıkların etkin olması gibi çeşitli faktörler, düzeltilmiş defter değerine başvurulmasını güçleştirmektedir[685].

bb. Hisse Senetleri ve Borçları Değerleme Yöntemi

Özellikle HAAŞ'lerin değerlemesi bakımından başvurulan hisse senetleri ve borçları değerleme yönteminde, şirketin dolaşımdaki hisse senetleri ile borçlarının piyasa değeri esas alınarak hesaplama yapılmaktadır[686]. Ancak sadece hisse senetleri sermaye piyasasında işlem gören şirketlerin esas alınması, piyasa değerinin devamlı değişiklik göstermesi, birleşmenin duyurulmasından önce içerden öğrenenlerin fiyatı etkilemeleri gibi etmenler bu değerleme usulünün birleşmede uygulanması durumunda yaratabileceği sakıncalardır[687].

---

[683] *Çelik, Şirket Değerlemesi*, s. 85; *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 58; *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 114 vd.

[684] *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 115.

[685] *Çelik, Şirket Değerlemesi*, s. 86; *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 115.

[686] *Çelik, Şirket Değerlemesi*, s. 87.

[687] *Çelik, Şirket Değerlemesi*, s. 88.

cc. Karma Yöntem

Karma yöntem, birden çok değerleme yönteminin bir araya gelmesi suretiyle yapılan değerleme işlemlerine karşılık gelmektedir. Farklı yöntemlerin kombinasyonu olması sebebiyle doktrinde, tek bir karma yöntem tanımı bulunmamaktadır. Bir görüşe[688] göre karma yöntem, işletmeye ait mal ve hakların güncel satış değerinin esas alındığı varlık değeri yöntemi ile ortaklığın ileride elde edeceği gelirden, giderin çıkarılması suretiyle hesaplanan kazanç değeri yönteminin birlikte uygulanmasıdır[689].

Bir başka görüşe[690] göre de net aktif değer ve kârlılık değerine ilişkin değerleme yöntemlerinin birlikte uygulanması sonucu bulunan değerleme yöntemi karma yöntemi oluşturmaktadır. Bu bakımdan şirketin borç ve yükümlülüklerinin çıkarılması sonucu bulunan net aktif miktarının pay sayısına bölünmesi ile net aktif değere; faaliyetine devam eden şirketin varsayımsal satışında ödenecek değer ile de kârlılık değerine ulaşılacağı ve karma yöntemde de her iki usulün uygulama bulacağı belirtilmektedir. Ancak her iki yöntemin kıyaslanması durumunda kârlılık yönteminin *good-will*, işletme başarısı gibi değerleri yansıtması bakımından daha gerçekçi olacağı ifade edilmekte;[691] bu bakımdan karma yöntemin uygulanmasında net aktif değere ilişkin verilerin dikkatli bir şekilde değerlendirilmesi önem taşımaktadır.

dd. İskonto Edilmiş (İndirgenmiş) Nakit Akımları Yöntemi (*Discounted Cash Flow Approach -"DCF"*)

Amerikan mahkeme kararlarında gelişen ve modern finans dünyasının hesaplama ihtiyacına cevap veren yöntemlerden biri olarak kabul edilen iskonto edilmiş nakit akımları yöntemi, daha önceki süreçte sıklıkla başvurulan *Delaware Block Method*

[688] *Şahin*, s. 469.

[689] *Şahin*, s. 469.

[690] *Erdem*, s. 276.

[691] *Erdem*, s. 276.

sisteminin kapsamlı olarak yorumlanması ile ulaşılan bir yönteme karşılık gelmektedir[692]. İskonto edilmiş nakit akımı yöntemi, gelecekteki nakit akımının değerlemesi yapılırken salt geçmiş faktörlerin değil, ilgili tüm faktörlerin esas alınması gereken bir sistemi ifade etmektedir[693]. Bu yöntemin, şirketin gelecekteki nakit akımlarını dikkate alması ve gelecekteki nakit akımlarının ise bilançoda görülmeyen değerleri de kapsaması sebebiyle daha gerçekçi bir hesaplama yöntemi olduğuna dikkat çekilmektedir[694]. Tarihsel süreçte de iskonto edilmiş nakit akımları yöntemi; şirket değerinin, gelecekteki nakit akışına eşit olması; işlemin her iki tarafının esas alınması ve uzmanların değerleme yöntemindeki varsayımlarının geçerliliğinin belirlenmesi gibi sebeplerle, uygulamada çoğu kez kabul görmüştür[695].

Daha doğru bir hesaplama yapılmasını sağlayan iskonto edilmiş nakit akımları yönteminin uygulanması sırasında, meydana gelebilecek sakıncaların da bertaraf edilmesi gerekmektedir. Özellikle iskonto edilmiş nakit akımları yönteminde, birçok veriye dayanılarak bir hesaplama yapılması zorluklara sebep olabilmektedir[696]. Ancak nakit akımlarının doğru tanımlanması, gelecekteki nakit akımlarının doğru tahmin edilmesi, iskonto oranının belirlenmesi, şirketin uzun dönemde nakit akışını artırmak üzere kârlı birimleri terk etmesi gibi hususlara dikkat edilmesi, iskonto edilmiş nakit akımları yönteminin daha gerçekçi sonuçlar vermesinde etkili olmaktadır[697]. Bu sebeple meydana

---

[692] Bkz. yuk. s. 27 vd.; *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 60; *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 75 vd.

[693] *Schwenk*, s. 666.

[694] *Çelik, Şirket Değerlemesi*, s. 88.

[695] *Schwenk*, s. 667. *Harris v. Rapid American Corp.* Davasında da davacı tarafından DCF ve karşılaştırmalı değerleme analizi olmak üzere iki metoda dayanılmıştır. Mahkeme DCF metodu yönünden firma özelinde bir değerleme yapılmaması ve çok fazla spekülasyona dayanması sebebiyle talebi reddetmiştir. Ancak mahkeme *Rapid American*'ın yan şirketlerini, halka açık benzer şirketlerle karşılaştıran yöntemi kabul etmiş; karşılaştırmalı değerleme metodunun da şirket "birleşme ve devralma bölümünü" şişirilmiş kontrol primleri ve tasfiye değerlerini içermesi sebebiyle reddetmiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Schwenk*, s. 668.

[696] *Özatlan, Denkleştirme Davası*, 60; *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 76. Değerleme yapılırken veri sayısının artırılmasının, hata yapma riskini de beraberinde getirdiğine ilişkin bkz. *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 10.

[697] *Çelik, Şirket Değerlemesi*, s. 89-90; *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 62; *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 76.

gelebilecek birtakım sakıncaları önlemek üzere değerleme işleminin, belirli aşamalar dâhilinde gerçekleştirilmesi önem arz etmektedir.

Amerikan mahkemelerinde 1983 yılına kadar devam eden süreçte, şirketin aktiflerinin değeri (*asset value*), gelirleri (*earnings value*) ve piyasa değerini (*market value*) kapsayan bir yöntem olan "*Delawere Block Method*" sistemine göre pay değeri tespit edilmiştir[698]. "*Delawere Block Method*" sisteminde adil değerin tespit edilebilmesi için hangi değere ağırlık verilmesi gerektiği, mahkemeler tarafından somut olayın özellikleri dikkate alınarak saptanmıştır[699]. Ancak doktrinde esas alınan kriterlerden piyasa değerinin, değerleme hakkında çok sayıda piyasa aktöründen faydalanması, farklı bakış açılarını yansıtması sebebiyle diğer kriterlerden daha cazip olduğu ileri sürülmüştür[700]. Mahkeme kararlarında ayrılma akçesini hesaplamak bakımından farklı yöntemler ve farklı kriterler benimsenmiş olsa da esasen gerçek değerin hesaplanması amaçlanmıştır.

Ayrılma hakkı ve ayrılma akçesine ilişkin birçok esası ortaya koyan *Weinberger v.UOP* Davası'nda[701] *Delaware* Yüksek Mahkemesi, *Delaware Block Method* sistemini güncellemiş, payın değerinin ölçülmesi bakımından finans dünyasında kabul gören ve şirketin değeri ile ilgili tüm faktörleri içeren bir değerleme yönteminin esas alınması gerektiğine hükmetmiştir[702]. Bu doğrultuda kararda, indirgenmiş nakit akımı (*discounted cash flow* – "*DCF"*) ve "*comparative valuation analysis*" gibi modern finansal değerleme yöntemlerinin uygulanmasının isabetli olacağı belirtilmiştir[703]. İskonto edilmiş nakit

---

[698] *Schwenk*, s. 659.

[699] *Schwenk*, s. 659 vd.

[700] *Schwenk*, s. 660.

[701] 457, A. 2d 701, (Del. 1983).

[702] *Veasey*, E. Norman/*Guglielmo*, Christine T. Di: "*What Happened In Delawere Corporate Law and Governance from 1992-2004? A Retropective on Some Key Developments"*, University of Pennsylvania Law Review, 2005, No. 5, Vol. 155, s. 1487.

[703] *Veasey/Guglielmo*, s. 1487.

akımları yöntemi, gelecek dönemlere ilişkin nakit akımlarını kapsayıcı bir yönü olması sebebiyle uzun bir süre, ayrılma akçesinin tespit edilmesinde etkili rol oynamıştır[704].

Alman Anayasa Mahkemesi'nin pay değerinin hesaplanmasına ilişkin bir kararından sonra, farklı değerleme yöntemleri esas alınacak olsa da borsa fiyatının altında bir belirleme yapılmaması gerektiği kabul edilmiş;[705] hesaplama yaparken de çoğunlukla gelir değeri yöntemi ile indirgenmiş nakit akımı yöntemleri esas alınmıştır[706].

Birleşme ve satın almalar bakımından sıklıkla başvurulan iskonto edilmiş nakit akımları yönteminde ilk aşamayı her bir işletmenin birleşme olmadan mevcut haliyle gelecekteki nakit akımlarının tahmin edilmesi oluşturmaktadır[707]. İkinci aşama, nakit akışlarının değeri hesaplanırken kullanılacak iskonto oranının belirlenmesine yönelik işlemleri kapsamaktadır. Bu süreçler atlatıldıktan sonra ise şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılarak bugünkü değeri hesaplanmakta ve şirket değeri tespit edilmektedir[708].

Açığa kavuşturulması gereken bir başka konu ise, başvurulan şirket değerleme yöntemlerinden her birinin farklı esaslara tâbi olması nedeniyle belirli varsayımlara göre, birbirlerine karşı üstünlük gösterip göstermedikleridir. Her ne kadar anılan yöntemlerle şirket değeri ve pay değerinin hesaplanması amaçlansa da hesaplamaya etki eden faktörlerin farklılaşması, yöntemler arasında bir seçim yapılıp yapılamayacağının açıklanmasını gerektirmektedir. Anılan şirket değerleme yöntemlerinin karşılaştırmalı olarak incelenmesi durumunda, gelecekteki nakit akımlarını ve iskonto oranını tahmin etmek bakımından belirli zorluklar gösterse de iskonto edilmiş nakit akımları yönteminin,

[704] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 277, dn. 103.

[705] *Kaya, Ayrılma Hakkı*, s. 287.

[706] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 279-280.

[707] *Aydın*, *İşletme Değerlemesi,* s. 200.

[708] *Çelik, Şirket Değerlemesi*, s. 92-93.

diğer yöntemlere göre üstünlük taşıdığı ifade edilmektedir[709]. Yapılan çalışmalarda da iskonto edilmiş nakit akımları yöntemi neticesinde ulaşılan değerler ile şirketlerin piyasa değeri arasında sıkı bir bağ bulunduğu görülmüştür[710]. Belirtmek gerekir ki bu kapsamlı yöntem ile birlikte şirketin faaliyet alanına uygun bir yöntemin karşılaştırmalı olarak uygulanması isabetli olacaktır. Zira hangi değerleme yöntemi seçilirse seçilsin, varsayımların bulunması sebebiyle %100 doğru sonuca ulaşılacağı şeklinde bir algı yaratılmamalıdır[711].

II. AYRILMA AKÇESİNİN HESAPLANMASI VE ÖDEMEYE İLİŞKİN ESASLAR

A. Ayrılma Akçesinin Hesaplanması

a. TTK Düzenlemesi Açısından

aa. Devralan Şirketin Paylarına Karşılık Gelen Gerçek Değer Esası

TTK m. 141 hükmüyle ayrılma akçesinin ödenmesinde gerçek değerin esas alınacağı belirtilmiş ise de hesaplamanın nasıl yapılacağı detaylı olarak düzenlenmemiştir. Hükmün ilk fıkrasında, birleşmenin tarafı olmayacak pay sahiplerinin *"…(İ)ktisap olunacak şirket paylarının gerçek değerine denk gelen bir ayrılma akçesi…"* talep edebileceği düzenlenmiştir. Bu anlamda dikkat çeken ilk husus, ayrılma akçesi olarak esas alınan gerçek değerin, devralan şirkette oluşacak şirket payı ve haklarına karşılık gelmesi gerektiğidir. Devralan ya da yeni kurulan şirket değerinin esas alınması, seçimlik ya da zorunlu ayrılma akçesi alarak birleşmeye katılan ortakların yoksun kaldığı

[709] *Aydın*, *İşletme Değerlemesi,* s. 200; *Çelik, Şirket Değerlemesi*, s. 148. Bu yöntemin gelecekte de önde gelen bir yöntem olacağına ilişkin bkz. *Pulaşlı, Due Diligence,* s. 210.

[710] *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 76.

[711] *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 63; *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 10.

payların devralan şirket payları olmasından kaynaklanmaktadır[712]. Benzer yaklaşımın İsviçre doktrininde de geçerli olduğu[713]; buna göre, ayrılma akçesi olarak belirlenecek değerin, devrolunan şirket ortaklarına verilecek paya eşdeğer olması gerektiği ve bazı istisnai durumlarda çok az fark bulunmasının, kabul edilebilir olduğu ifade edilmektedir[714]. Bu durum, ayrılma akçesinin yalnız devrolunan şirket ortakları için öngörülebilmesi bakımından da isabetlidir.

bb. Gerçek Değerin Hesaplanmasında Dikkate Alınan "Yaşayan Şirket" Ölçütü

Ayrılma akçesinin hesaplanmasında esas alınan gerçek değer kavramından ne anlaşılması gerektiği, TTK m. 141 hükmünde tam olarak açıklanmamış; Gerekçe'de ise konunun uygulamaya bırakıldığı ve *ratio legis* uyarınca "*yaşayan şirket değerinin*" esas alınması gerektiği belirtilmiştir[715]. Yaşayan şirket değeri ölçütü, karşılaştırmalı hukuk düzenlemeleri açısından da önem taşıyan bir kriter olmuştur. TTK m. 141 hükmünün aksine gerçek değerin esas alınmasına ilişkin bir ifadeye yer verilmemiş olmasına rağmen, Alman ve İsviçre doktrininde, hesaplama yapılırken birleşmeye katılan şirketler

---

[712] *Tekinalp, Birleşmede Ayrılma Akçesi*, s. 26; *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 704; *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I*, s. 144.

[713] *Uzel, Federal Kanun*, s. 739.

[714] *İpekel Kayalı*, s. 267.

[715] Benzer şekilde payın gerçek değerinin esas alınması gerektiğine ilişkin TTK m. 531 hükmünde de hesaplamanın nasıl yapılacağına ilişkin herhangi bir düzenlemeye yer verilmemiştir. Doktrinde bu dava açısından da "yaşayan şirket değeri"nin esas alınarak gerçek değere ulaşılabileceği sonucuna varılmıştır. Bkz. *Şahin*, s. 467. Zira Kanun'da "gerçek değer"in düzenlendiği diğer hükümlerde "yaşayan şirket değeri" ilkesinin dikkate alınmasına yer verilmemesinin bilinçli bir tercih olmadığına ilişkin bkz. *Karababa*, s. 171. Bu sebeple anonim şirketin haklı nedenle feshi davasında pay sahibinin ayrılmasına ve payının gerçek değerinin ödenmesine karar verilmesi; hâkimiyetin hukuka aykırı kullanılmasına ilişkin TTK m. 202/2 ile hâkim şirketin satın alma hakkına ilişkin TTK m. 208 hükümleri uyarınca, gerçek değerin hesaplanmasına ilişkin açıklamalar, ayrılma akçesi açısından da geçerli olacaktır.

açısından "*yaşayan şirket değeri*"nin dikkate alınması gerektiği ileri sürülmüştür[716]. Bu sebeple TTK m. 141 hükmüne göre gerçek değerin tespit edilmesi ve karşılaştırmalı hukuk düzenlemelerinin anlaşılması açısından, yaşayan şirket değerinin açıklanması önem taşımaktadır.

Yaşayan şirket değeri, işletmeler açısından genel kabul gören yöntemler ve ilkeler uyarınca araştırılıp ortaya konan değer olarak tanımlanmaktadır[717]. İşleyen teşebbüs değeri olarak da ifade edilen değer, şirketin tek tek varlıklarının toplamı ile sınırlı olmayan ayrıca parayla ölçülmesi zor olan değerlerin de eklenmesi ile hesaplanan değeri ifade etmektedir. İşleyen teşebbüs değeri, bir varlığın çalışır vaziyette iken satılması ile elde edilen, bir diğer ifadeyle piyasa değeri ile tasfiye ve defter değeri arasındaki değere karşılık gelmektedir[718]. Birleşmeye katılan şirketlerin tasfiye yapılmaksızın sona ermesi sebebiyle payın gerçek değerinin tespit edilmesi aşamasında yaşayan şirket değerine başvurulması isabetli bir yaklaşımdır[719].

cc. Gerçek Değer Esasının Emredici Nitelikte Olup Olmadığı

Konuya ilişkin değinilmesi gereken ilk düzenleme, ayrılma akçesinin mehazı olarak kabul edilen İsvBirK m. 8 hükmüdür. Anılan hüküm: *"1) Birleşmeye katılan şirketler, birleşme sözleşmesinde ortakların, ortaklık payları veya ortaklık hakları ile ayrılma akçesi arasında seçim yapabileceğini öngörebilir. 2) Birleşmeye katılan şirketler, birleşme sözleşmesinde yalnızca ayrılma akçesi ödeneceğini de öngörebilir."*

---

[716] *Ağaoğlu*, s. 5.

[717] *Pulaşlı, Şerh I*, s. 235-236.

[718] *Sipahi/Yanık/Aytürk*, s. 4. Ancak işleyen teşebbüs değerinin, varlıkların değerinden düşük olması durumunda bütün olarak devir yerine malvarlıklarının ayrı ayrı devredilmesinin daha uygun olacağı ifade edilmektedir. Bkz. *Çelik, Şirket Değerlemesi*, s. 83. ETTK döneminde ise münferit tacirlerin sahip oldukları aktifleri, devam eden şirket değerini dikkate alarak bilançoya geçirebilmelerine karşın; anonim şirketlerin, sabit ve asgari değerleri bilançoya kaydedebileceği ifade edilmiştir. Bkz. *Arslanlı, C. IV-V*, s. 7.

[719] *Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I*, s. 137.

şeklindedir[720]. Öte yandan İsvBirK m. 15/4-b hükmü ile de ayrılma akçesi olarak makul (*vertretbar*) bir karşılığın belirlenmesi gerektiği öngörülmüştür[721].

İsvBirK m. 8 hükmü ile TTK m. 141 hükmü arasındaki ilk fark, TTK m. 141 düzenlemesinde yer alan; ancak mehaz düzenlemede yer verilmeyen "*şirket paylarının gerçek değerine denk gelen bir ayrılma akçesi*" ifadesidir[722]. TTK Gerekçesi'nde, mehaz düzenlemenin aksine, şirkete hareket serbestisi tanıyan bir yaklaşım yerine, hukuk güvenliğini tesis etmek amacıyla "*bir karşılık*" ibaresi değil; "*gerçek değer*" ibaresinin tercih edildiği ifade edilmiştir[723]. İsviçre Hukukunda ayrılma akçesinin; borsa değeri, gerçek değer ya da marka değeri olarak belirlenmesi konusunda şirketlere geniş bir hareket alanı tanınması, TTK m. 141 düzenlemesinde benimsenmemiştir[724].

TTK m. 141 hükmünde gerçek değer ilkesinin kabul edilmesinin ve hesaplama yöntemine yer verilmemesinin, isabetli olup olmadığı hususu doktrinde tartışmalıdır. Bir görüş ayrılma akçesi olarak gerçek değer yerine; TTK m. 202/1, m. 202/2 ve m. 208 hükümlerinde olduğu gibi varsa borsa değeri, borsa değeri bulunmaması veya hakkaniyete uygun olmaması durumunda gerçek değer ya da mahkeme tarafından belirlenecek değer üzerinden verilmesinin, daha uygun olacağı yönündedir[725]. Ancak bir başka görüş hükümde yer alan gerçek değer kavramının, şirketler hukuku açısından önem taşıyan eşit işlem ilkesini yansıttığı ve ayrılan pay sahibi ile şirket arasında menfaat dengesinin sağlanmasında etkin rol üstlendiği yönündedir[726]. Hükmün gerekçesinde de

---

[720] *Uzel, Federal Kanun,* s. 739'dan naklen.

[721] *İpekel Kayalı*, s. 267.

[722] *Uzel, Federal Kanun,* s. 739.

[723] Bkz. TTK Gerekçesi m. 141.

[724] *Tekinalp, Birleşmede Ayrılma Akçesi*, s. 26; *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 704; *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I*, s. 144; *Pulaşlı, Şerh I*, s. 223, dn. 324; *Pulaşlı, Genel Esaslar*, s. 79, dn. 44; *Ağaoğlu*, s. 8; *Çelik, Anonim Şirket*, s. 269, dn. 416.

[725] *İpekel Kayalı*, s. 268-269.

[726] *Bilgili/Demirkapı*, s. 76, dn. 60. Ayrılma hakkının doğuşu ve tarihsel gelişimini ortaya koyan ABD mahkemelerinin kararları da ayrılma akçesi olarak ödenecek gerçek değerin saptanmasında yol gösterici

hukuk güvenliğini sağlamak adına böyle bir düzenleme yapıldığı belirtilmiştir[727]. Bu sebeple her ne kadar eleştiri konusu olsa da ayrılma akçesinin, TTK m. 141 hükmünde kabul edildiği şekilde, payın gerçek değeri üzerinden hesaplanması gerekmektedir.

Bu bağlamda ayrılma akçesinin gerçek değer üzerinden belirlenmesi gerektiğine ilişkin düzenlemenin emredici nitelikte olup olmadığının açığa kavuşturulması gerekmektedir. TTK m. 141 hükmünde gerçek değerin esas alınmasına ilişkin düzenlemenin, emredici nitelik taşıyıp taşımadığı açıkça anlaşılamadığından; "emredici hükümler" başlıklı TTK m. 340 ve gerçek değerin esas alınması gerektiğine ilişkin TTK m. 531 hükmüne ilişkin doktrin görüşlerinin birlikte değerlendirilmesi önem taşımaktadır. Doktrinde TTK m. 340 hükmünün esas alınması durumunda, esas sözleşme ile gerçek değerden farklı bir kriter öngörülemeyeceği savunulmaktadır[728]. Buna göre gerçek değerin esas alınması durumunda, çıkan pay sahibi ile şirket menfaatleri dengelenmiş ve eşit işlem ilkesine uygun hareket edilmiş olacaktır[729].

Hükmün azınlığı koruma amacı gözettiğine dikkat çekilerek gerçek değerden daha düşük bir bedel üzerinden ayrılma akçesi ödenemeyeceği ifade edilmektedir. Bu

---

bir nitelik taşımaktadır. Bu bağlamda 1930'ların başında görülen *Chicago Corporation v. Munds Davası*'nda, *Delaware* Mahkemesi, payların gerçek değeri ve piyasa değeri ayrımını yaparak hesaplamada gerçek değerin esas alınması gerektiğini belirtmiştir. Bkz. *Veasey/Guglielmo,* s. 1487. *Delaware* Yüksek Mahkemesi daha sonraki kararlarında da değerlemenin temeli olarak pay sahibine devam eden şirket yapılanmasındaki payının karşılığının (*pro rata share of going concern*) verilmesi ve bu doğrultuda pay sahibinin şirketle devam eden ilgisinin esas alınması gerektiğini ifade etmiştir. Bkz. *Veasey/Guglielmo,* s. 1487.

[727] Bkz. Gerekçe m. 141/1.

[728] Eğer sözleşmede yer verilmiş ise bedelin hesaplanmasına ilişkin hükmün geçersiz sayılacağına ilişkin bkz. *Ayan,* s. 2250. Anonim şirketlerde emredici hükümler ilkesinin düzenlenmiş olmasının amaçları: hukuki güvenlik ve öngörülebilirlik açısından belirli bir standart sağlanması ve pay sahipleri ile diğer menfaat gruplarının korunması olarak ifade edilebilir. Pay sahiplerinin korunması amacı; çoğunluk pay sahiplerinin, azınlık pay sahiplerini zarara uğratacak şekilde esas sözleşmeye hüküm koymalarını da önlemektedir. Emredici hükümler ilkesi ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. *Karasu,* Rauf: *Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi*, Ankara: Yetkin 2009, s. 43 vd. Bu sebeple ayrılan pay sahiplerini koruma amacı güden ayrılma akçesinin hesaplanması konusunun da emredici nitelikte olduğu kabul edilmelidir.

[729] *Bilgili/Demirkapı*, s. 76, dn. 60.

doğrultuda TTK m. 531 hükmü açısından ileri sürülen bir görüş[730] de esas sözleşmede öngörülen bedelin, gerçek değerin üzerinde olması durumunda mahkemece esas alınabileceği yönündedir. Ancak her koşulda gerçek değerin belirlenebilmesi için bilirkişi incelemesine başvurulması[731], yargılama sırasında tarafların gerçek değerden daha düşük bir bedelde anlaşabilmelerine de imkân sağlanması gerekmektedir. Biz de ayrılma akçesi bakımından azınlık menfaatlerini gözetmek adına gerçek değer üzerinden belirleme yapılmasına ilişkin hükmün emredici nitelik taşıdığı ve şirket yönetiminin bu hususu gözeterek değerleme yapması gerektiği kanaatindeyiz.

Bu noktada TTK m. 641 hükmünün gerekçesinde belirtilen limited şirket ortaklarına ödenecek ayrılma akçesinin cezalandırıcı bir işlev taşımaması gerektiğine ilişkin ilkenin, TTK m. 141 hükmü uyarınca tespit edilecek ayrılma akçesi bakımından da kabul edilmesi gerekmektedir. Uygulamada, Kanun'da belirtilenin aksine, payların satış değeri, gerçek değerin %36 daha aşağısında belirlenmek suretiyle ayrılma akçesinin cezalandırıcı bir nitelik kazandığı ifade edilmiştir[732]. Ancak ayrılan pay sahiplerine karşı böyle bir tutum sergilenmesi, emredici olarak düzenlenmeyen pay sahipliğinin devamlılığı ilkesinin ruhuna da aykırıdır. Gerçekten birleşme işleminin dışında tutulması durumunda ödenecek ayrılma akçesi tazminat niteliği taşımadığı gibi bir cezalandırma aracı da olmamalıdır. Bu sebeple TTK m. 141 hükmünde açıkça yer verilen payın gerçek değerinin saptanması, ayrılan ortağın durumunun kötüleşmemesi açısından büyük önem taşımaktadır.

Emredici nitelikte olduğunu kabul ettiğimiz ayrılma akçesinin gerçek değere göre hesaplanması usulünün, hem seçimlik hem de zorunlu ayrılma akçesi bakımından uygulanıp uygulanamayacağı konusunu da netleştirmek gerekmektedir. Gerçek değer

[730] *Şahin*, s. 466.

[731] *Şahin*, s. 466; *Sever*, s. 200. Ayrıca bkz. aşa. s. 238.

[732] *Develi*, s. 462.

esası, TTK m. 141/1 hükmünde belirtilmiş ve düzenlemeden anlaşılması gereken ise yine aynı fıkranın gerekçesinde açıklanmıştır. Bu sebeple TTK m. 141/2 hükmünde öngörülen zorunlu ayrılma akçesinin, gerçek değere uygun olmasının gerekip gerekmediği açıkça anlaşılamamaktadır. Bizim de tarafı olduğumuz görüşe göre, TTK m. 141/2 hükmünde, zorunlu ayrılma akçesinin hesaplanmasına ilişkin özel bir düzenleme bulunmaması sebebiyle her iki düzenlemenin birlikte değerlendirilmesi ve zorunlu ayrılma akçesi açısından da devralan şirket paylarının gerçek değerine denk bir ayrılma akçesi belirlenmesi gerekmektedir[733].

dd. Gerçek Değerin Hesaplanma Yöntemi

aaa. İlk Aşamada Şirket Değerinin Tespit Edilmesi

Ayrılma akçesine karşılık gelen, devralan ya da yeni kurulan şirket payının gerçek değerine ulaşılabilmesi iki aşamalı bir incelemeyi gerekli kılmaktadır. Buna göre ilk olarak yaşayan şirketin işlettiği işletmenin değeri bulunmalı daha sonraki aşamada ise ayrılan ortağın payına karşılık gelen nominal değer tespit edilerek ayrılma akçesi hesaplanmalıdır[734]. Bu süreçte şirket değerlemesi ile gerçek ve güncel değere ulaşılabilmesi için birleşmeye katılan tüm şirketlerin aynı gün ve aynı yöntemle değerleme yapması gerekmekte;[735] aksi durum, birleşmenin iptal edilmesine sebep olabilmektedir[736]. Diğer yandan değerleme esnasında salt muhasebe ve finansal veriler değil; geleceğe yönelik yatırım hesapları, oy haklarının dağılımı ve büyüme potansiyellerinin de dikkate alınması, gerçek değere ulaşma amacına uygundur [737].

---

[733] *İpekel Kayalı*, s. 267.

[734] *Bilgili/Demirkapı*, s. 76.

[735] *Akbilek*, s. 170.

[736] *Bora*, Sevda*: "Şirket Birleşmeleri ve Birleşme Sözleşmelerinde Ortaklıktan Çıkarma",* Terazi Hukuk Dergisi, 2016, S. 124, s. 49.

[737] *Öztürk Almaç*, s. 135-136.

Şirket değerlemesi yapılırken hangi yöntem ya da yöntemlerin esas alınmasına ilişkin TTK hükümlerinde bir düzenleme bulunmamaktadır[738]. Payın gerçek değerinin tespit edilebilmesi için yukarıda açıklanan değerleme yöntemlerinden[739] yalnız birine başvurmak yerine, şirketin faaliyet alanı ve birleşmenin amacı göz önünde tutulmak suretiyle birden çok yöntemin karşılaştırılması ve en uygun değerin dikkate alınması isabetli olacaktır.

bbb. Pay Üzerindeki Avantaj ve Dezavantajların, Payın Değeri Üzerindeki Etkisi

Şirket değerlemesi yapıldıktan sonra ikinci aşamayı, ulaşılan şirket değerinin pay sayısına bölünmesi ile payın "ham değeri"nin tespit edilmesi oluşturmaktadır. Şirket değerinin, pay sayısına bölünmesi ile pay değeri elde edilmesi, eşit işlem ilkesi bakımından uygun bir sonuçtur[740]. Ancak salt bu hesaplama da payın gerçek değerine ulaşılabilmesi bakımından yeterli olmamaktadır. Zira pay değeri hesaplanırken paya ilişkin imtiyaz gibi avantaj ve oydan yoksunluk gibi dezavantaj yaratan hususlarda belirlemenin nasıl yapılacağı önem taşımaktadır.

---

[738] 6335 Sayılı Kanun ile yürürlükten kaldırılan "*Birleşme sözleşmesinin ve birleşme raporunun denetlenmesi*" başlıklı TTK m. 418/ hükmünün, 3. fıkrası c bendinde: "*Değişim oranının hangi yönteme göre hesaplandığı; en az üç farklı genel kabul gören yöntem ile karşılaştırma yapılarak, uygulanan yöntemin adil olduğu"*, d bendinde: "*Diğer genel kabul gören yöntemlere göre hangi değerlerin ortaya çıkabileceği*" hususlarını inceleyerek görüşünü açıklaması gerektiği düzenlenmiştir. Birleşmenin denetlenmesinin kaldırılırken yatırımcılar açısından önem taşıyan bu bentlerin de kaldırıldığına ilişkin bkz. *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I,* s. 136; *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları,* s. 680. Yürürlüğe girmeden kaldırılan işlem denetçiliğine ikâme bir başka kuruma yer verilmemesinin eleştirilebilir bir durum olduğuna ilişkin bkz. *Bahtiyar, Ortaklıklar*, s. 276. Öte yandan SPKr'nin, II-23.2 Sayılı BB Tebliği'nin ilgili hükümlerinde de taraflardan en az birinin HAAŞ olması durumunda, görüş alınan uzman kuruluş tarafından üç farklı yönteme göre hesaplama yapılması ve sonuçların karşılaştırılması gerektiği belirtilmiştir.

[739] Bkz. yuk. s. 219 vd.

[740] *Semerci Vuraloğlu*, s. 396.

Genel olarak kabul edilen eşit işlem ilkesine göre, pay sahiplerine sermayedeki payları oranında ödeme yapılması gerekmektedir[741]. Ancak farklı pay gruplarının ya da imtiyazlı payların bulunması durumunda, tüm paylara eşit ödeme yapılması, tespit edilen bedelin adil olmamasına yol açabilecektir. Bu sebeple imtiyazlı paylar için ayrılma hakkının kullanılması durumunda, belirlenecek fiyata belirli bir prim eklenerek ödemenin gerçekleştirilmesinin isabetli olduğu ifade edilmektedir[742]. Bu durum, devrolunan imtiyazlı payın birleşme sonrası devralan ya da yeni kurulan şirkette, diğer paylarla eş konumda tutulmaması açısından uygun bir çözümdür.

Pay üzerinde artı bir değer olmaması ya da imtiyaz öngörülmemesi gibi durumlarda, ayrılma akçesi şirket değeri üzerinden saptanabilecektir[743]. Ancak böyle bir durumda, payın üzerinde ikincil yükümlülük ya da rehin, intifa gibi sınırlı ayni hakların bulunup bulunmadığının belirlenmesi ve payın değerini azaltıcı faktörlerin de dikkate alınması gerekmektedir[744]. Pay sahibinin aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması ve bu sıfat sebebiyle belirli menfaatler sağlaması gibi paya değil de şahsa bağlı durumlar payın değerinin tespit edilmesinde avantaj ya da dezavantaj olarak dikkate alınmayacaktır[745]. Bu bağlamda değerleme yöntemleri ve paya özgü veriler çerçevesinde tespit edilecek payın gerçek değeri ile pay sayısının çarpılması sonucunda ödenmesi gereken ayrılma akçesi miktarı tespit edilmektedir[746].

---

[741] *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 128.

[742] *Koşer*, s. 380; *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 128; *Şahin*, s. 471; *Öztürk Almaç*, s. 161; Aynı yönde bkz. *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 136. Dortmund Eyalet Mahkemesi'nin 19.03.2007 tarihli bir kararında da imtiyazlı payların, adi paylardan daha yüksek değerde olması gerektiğine ilişkin bkz. *Pulaşlı, Şerh I*, s. 222.

[743] *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 135.

[744] *Şahin*, s. 471. *Oruç* ise intifa ya da rehin gibi sınırlı ayni hakların, anonim şirketin haklı nedenle feshi davasında azınlığın şirketten çıkarılması kararına etki etmeyeceğini savunmaktadır. Yazara göre payların şirket ya da üçüncü bir kişi tarafından iktisap edilmesi halinde üzerindeki sınırlı ayni haklar da korunacaktır. Bkz. *Oruç*, s. 224.

[745] *Şahin*, s. 472.

[746] *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 135.

ccc. Şirket İçinde Azınlık ya da Hâkim Pay Sahibi Konumunda Olunmasının, Payın Değeri Üzerindeki Etkisi

Ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin şirket içinde azınlık konumunda olmalarının, sahip oldukların payların adil değerini etkileyip etkilemeyeceğinin belirlenmesi gerekmektedir. Amerikan Hukukunda konuya ilişkin ilk görüşün, azınlık pay sahiplerinin özel konumunun dikkate alınması suretiyle özel bir indirim (*minority discount*) yapılması yönünde iken, ikinci ve baskın görüşün pay bedelleri üzerinden herhangi bir indirim yapılmaması yönünde olduğu ifade edilmiştir[747]. *MBCA* düzenlemesinde de bu doğrultuda şirketin bir bütün olarak değerlendirilmesi neticesinde ortaya çıkan sonuca itibar edileceği hüküm altına alınmıştır[748]. Ayrılma hakkının, azınlığı koruma ve pay sahibine likidite sağlama gibi temel işlevleri doğrultusunda bizim hukukumuz için de benzer yorumun geçerli olduğu kabul edilmelidir. Aksi görüşün savunulması, çoğu defa azınlık tarafından başvurulan ayrılma hakkının kullanılmasını zorlaştıracak ve düzenlemenin amacından uzak bir uygulamaya sebep olabilecektir[749].

Konu ile ilgili bir başka tartışma ise şirketler topluluğunda hâkim şirket pay sahibine ayrılma akçesine ilave olarak kontrol primi adı altında bir ödeme yapılıp yapılmayacağıdır. Amerikan Hukukunda bu durum değerlendirilmiş ve *Delaware* Mahkemesi'nin farklı tarihli kararlarında, ayrılma hakkı kullanılan paya ilaveten, koşulları sağlaması durumunda, kontrol primi ödemesi yapılması gerektiği ifade edilmiştir[750]. Ancak ayrılma hakkını kullanan azınlık pay sahiplerine ayrıca bir iskonto yapılmaması gerektiğine dair yaklaşımın, hâkim pay sahiplerine ilave kontrol primi

---

[747] *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 128-129.

[748] *Semerci Vuraloğlu*, s. 394.

[749] Payın değerine doğrudan etki etmeyen, şirket içinde sahip olunan paylara göre değişkenlik gösteren azınlık konumunun, hesaplamada dikkate alınmaması gerektiğine ilişkin bkz. *Şahin*, s. 472-473.

[750] *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 129; *Rapid-American Corp. v. Harris* Davası'nda yerel mahkemenin kontrol primini esas almadığı kararı bozulmuş, Delaware Yüksek Mahkemesi tarafından kontrol priminin hesaba katılması gerektiğine hükmedilmesine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. *Wertheimer, Fair Value*, s. 646-647.

ödenmemesi bakımından da benimsenmesi gerekmektedir[751]. Gerçekten pay grupları arasında azınlık ve çoğunluk ayrımı yapılması ve buna bağlı olarak ödemede farklı tutarlar belirlenmesi, eşitlik ilkesine de aykırılık teşkil edecektir.

ddd. Pay Sahibinin Kusurunun, Payın Değeri Üzerindeki Etkisi

Yukarıda birleşme işlemi sebebiyle seçimlik ya da zorunlu ayrılma akçesi öngörülebilmesi için haklı sebebe ya da kusurun varlığına ihtiyaç bulunmadığını ifade etmiştik[752]. Ancak bu noktada ayrılma akçesi miktarına, pay sahibinin kusuru ya da çıkarılmakta haklı sebebi bulunmasının, etkili olup olmayacağı sorununun çözüme kavuşturulması gerekmektedir.

Doktrinde ayrılma akçesinin gerçek değer üzerinden hesaplanmasının Kanun'un gereği ve pay sahibinin şirketten ayrılma nedeninden bağımsız bir konu olduğu ifade edilmektedir[753]. Bu sebeple biz de şirket içi huzuru ve barışı bozan pay sahibine ödenecek zorunlu ayrılma akçesi ya da pay sahibinin seçim hakkını kullanarak talep edebileceği seçimlik ayrılma akçesinin hesaplanmasında, kusur veya çıkmalarını haklı gösteren sebeplerin dikkate alınmaması gerektiği kanaatindeyiz. Limited şirkette ayrılma bakımından da benzer görüş ileri sürülmekte ve ayrılan ortağın şahsına yönelik bir sebep olarak kusurunun bulunması durumunun ancak şirkete yöneltilecek tazminat talepleri

[751] Zira devrolunan şirketteki kontrolün, birleşme sonrası devralan şirkette sağlanması da her zaman mümkün değildir. Bu sebeple devrolunan şirkette kontrol gücünü bulunduran bir pay sahibinin, ayrılma akçesi talebinde kontrol primi ödenmemesi gerektiğine ilişkin bkz. *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 138. Payların şirket içinde kontrol sağlayacak bir orana ulaşması sebebiyle ham değerin tespitinde artırım yapılması kararı, çoğu defa azınlık tarafından başvurulan, anonim şirketin haklı nedenle feshi davası (TTK m. 531)'nda indirim yapılmasına sebep olacağından, pay oranının dikkate alınmaması gerektiğine ilişkin bkz. *Şahin*, s. 472.

[752] Bkz. yuk. s. 180 vd.

[753] *Pulaşlı, Genel Esaslar*, s. 141-143.

açısından etkili olabileceği ifade edilmektedir[754]. Bizce de kusur şartının, zorunlu ve seçimlik ayrılma akçesinin talep edilebilmesi aşamasında aranmamasına karşın, ayrılma akçesinin hesaplanması aşamasında dikkate alınması gerektiğini savunmak, ayrılma hakkının amacına aykırı olacaktır.

ee. Gerçek Değeri Kimin Hesaplayabileceği

Gerçek değerin hesaplanması ilişkin belirtilen tüm bu kriterleri kimin yerine getireceği bir diğer ifadeyle, payın gerçek değerinin kim ya da kimler tarafından hesaplanabileceğine de değinilmesi gerekmektedir. Anonim şirketin haklı nedenle fesih davasında şirketin feshi yerine, pay sahiplerinin paylarının gerçek değer ile satın alınarak çıkmalarına imkân tanınması durumunda hesaplamanın uzman kişiler tarafından yapılması gerektiği ifade edilmektedir[755].

Ayrılma akçesinin hesaplanması bakımından ise değerleme yönteminin seçimi ve kontrolünün sağlanması kural olarak yönetim kurulunun görev ve yetki alanına girmektedir[756]. Kural böyle olmakla birlikte, ortaklar ve şirket arasında bir uyuşmazlık

---

[754] *Kaya,* Ali: "*Limited Şirketten Ayrılmanın Hukuki Sonuçları ve Özellikle Ayrılma Akçesi Bağlamında Yeni Türk Ticaret Kanunu Hükümlerinin Değerlendirilmesi",* KHÜHFD, 2013, S. 2, (Anılış: *Kaya, Limited*), s. 132; Krş. yönde *Erdil*, pay sahibinin kusuru bulunması durumunda zararın hesaplanabiliyorsa şirket tarafından hesaplanamıyorsa da mahkeme tarafından tespit edilerek indirime gidilmesi gerektiğini belirtmektedir. Bkz. *Erdil,* s. 65.

[755] *Sever*, s. 200.

[756] *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 41. Özellikle şirket yönetimi tarafından hazırlanan bilançolar ve değerleme raporları, yürürlükten kaldırılan TTK m. 418 hükmüne göre işlem denetiminin kapsamına girmekte idi. Bu durumda, işlem denetçileri değerlemede esas alınan yöntemin adil olup olmadığını, diğer yöntemlere göre dikkate alınacak değerlerin hesaplanması gibi hususlarla yükümlü kılınmıştı. Söz konusu düzenlemenin, şirket birleşmeleri açısından, bilirkişi incelemelerinin yerine geçeceği ifade edilmiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Büyükyaka*, s. 96, 97. Bu bakımdan hâlihazırda TTK hükümlerinde işlem denetçiliği kurumu düzenlenmemesi sebebiyle, yönetim kurulunun yerine getireceği değerleme faaliyetlerinde yaşanılan bir uyuşmazlıkta mahkemece bilirkişi atanması yoluna gidileceği sonucuna varılmaktadır.

bulunup bulunmamasına göre durum farklılaşabilmektedir[757]. Nitekim Yargıtay'ın konuya ilişkin bir kararında[758], taraflar arasında uyuşmazlık bulunması durumunda, ayrılma akçesinin şirket tarafından hesaplanmasının uygun olmayacağına; ticari defter ve belgeler ile uzman bilirkişilerin tespitte bulunması gerektiğine hükmedilmiştir. ETTK döneminde de şirket değerine ilişkin verilerin yansıtıldığı yıllık bilançonun oluşturulmasında, bu konuda uzman meslek teşekküllerinden yararlanılmasının uygun olacağı ileri sürülmüştür[759].

Bizce de hesapların karmaşıklaşması, muhasebe ve finans bilgisi ile çözülebilecek teknik konuların bulunması ve taraflar arasında uyuşmazlıkların bulunması gibi durumlarda mahkemece bilirkişi atanması isabetli olacaktır.

ff. Gerçek Değerin Hesaplanmasında Esas Alınacak Bilanço ve Tarih

aaa. Hesaplamada Esas Alınacak Bilanço

TTK m. 149 hükmü uyarınca, birleşmeye katılan şirketlerin bilançolarının tespit edilerek hükümde belirtilen usullere uygun biçimde ilân edilmesi gerekmektedir. Birleşmede ayrılma akçesi hesaplanırken esas alınacak bilançoya ilişkin Kanun'da bir açıklık bulunmamasına rağmen doktrinde genel kabul, yıllık bilançonun esas

---

[757] *Öztürk Almaç*, s. 134. Pay bedelinin tespiti için mahkemece atanan bilirkişilerin, özel bilanço hazırlayarak şirket değerini ve pay değerini tespit edebileceği hakkında bkz. *Atila*, s. 34.

[758] Yarg. 11. HD., 25.12.1985 T., 1985/6708 E., 1985/7310 K.:*"...Davacı vekili müvekkiline ait şirket hissesinin bedeli karşılığında davalı şirket veya şirket ortaklarına devrini talep etmiş, davalı vekili de diğer ortakların davacının hissesini devralmağa talip olduklarını beyan ederek davacının şirket hissesine değer biçilmesini istemiş bulunmaktadır. Bu durumda davalının ticari defter ve belgeleri üzerinde uzman bilirkişiler marifetiyle inceleme yaptırılarak şirketin dava tarihi itibariyle net malvarlığının ve buna göre davacının hissesinin haiz olduğu değerin saptanması ve TTK'nun 551. maddesi hükümleri dairesinde davacı hissesi bedelinin tahsiline karar verilmesi gerekirken hisse bedeli hususunda taraflar arasında anlaşmazlık bulunduğu halde davalı şirketçe hesap edilecek kıymet üzerinden davacı hissesinin ödenmesine karar verilmesi doğru görülmemiştir.*", (www.kazanci.com)

[759] *Arslanlı, C. IV-V*, s. 11-12.

alınmasının[760]; bir diğer görüş, tasfiye bilançosunun esas alınmasının[761]; bir başka görüş de ayrılma akçesinin hesaplanabilmesi için tasfiye bilançosunun değil, ortaklığın kazanç durumu ile yaşayan şirket içindeki aktif ve pasiflerin yansıtan özel bir bilanço hazırlanması gerektiği yönündedir[762].

Tasfiye edilmeksizin bir yapısal değişiklik geçiren şirkette, tasfiye bilançosu ile daha düşük hesaplanması muhtemel olan şirket değeri[763] değil de yaşayan şirket değerinin dikkate alınması isabetli bir çözüm olacaktır. Ayrılma akçesi bakımından şirkete önerilecek en düşük değerin tasfiye değeri, en yüksek değerin ise gerçek değer olması beklenmektedir[764]. Tasfiye değeri hesaplanırken esas alınmayan kâr payında, oy hakkında ya da yönetim kurulu üye seçiminde imtiyaz gibi hususların gerçek değerin hesaplanmasında dikkate alınması gerekmekte ve bu sebeple şirket birleşmelerinde gerçek değerin hesaplanması büyük önem taşımaktadır[765]. Kaldı ki ayrılma akçesinin "yaşayan şirket değeri"ne göre hesaplanmasıyla da tasfiye, iflas, kriz gibi durumları

---

[760] *Akbilek*, s. 170; *Öztürk Almaç*, s. 138; *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 44.

[761] *Yasaman, Birleşme*, s. 42; *Erdil*, s. 65.

[762] *Şahin*, s. 468. Yazar, anonim şirketin haklı nedenle feshi davasında mahkemenin pay sahibinin payının gerçek değeri ödenerek çıkmasına karar vermesi durumunda da özel bir bilanço hazırlanması gerektiğini belirtmektedir. Bu durumda TTK m. 531 hükmü ile karar tarihine en yakın tarihteki gerçek değerin ödenmesi amacıyla özel bilançonun da bu değerleri yansıtması gerektiği yönünde bkz. *Şahin*, s. 468-469. Benzer yönde bkz. *Atila*, s. 74.

[763] *Öztürk Almaç*, s. 138.

[764] *Çelik, Şirket Değerlemesi*, s. 84. İsviçre Federal Mahkemesi'nin 26.07.1994 tarihli kararının Fransızca metnini [*ATF (BGE) 120 II 259 = JdT 1995 I. S. 208-214*)] esas alarak değerlendirmede bulunan *Uzel*, gerçek değerin hesaplanmasında işletmenin öz değeri ve kârlılığı itibariyle işletmenin tüm değerinin esas alınacağı nesnel bir kavrama denk geldiğini ifade etmektedir. Bu sebeple işletmenin faaliyetlerini sürdüreceği varsayımından hareketle tasfiye değerinin, payların alt sınırı olarak değil; şirketin değerinin tespitinde makul bir ölçüde dikkate alınması gerektiğini ileri sürmektedir. Bkz. *Uzel*, Necdet: "*Nama Yazılı Payların Satın Alma Teklifinde Bulunma Hakkına Konu Olması Halinde Gerçek Değer ve Faizin Tespiti ile Kâr Payının Mahsup Edilmesine Dair İlkeler"*, İÜHFM, 2013, C. LXXI, S. 2, (Anılış: *Uzel, Gerçek Değer*), s. 558.

[765] *Ulusoy*, s. 96.

bertaraf ederek sürekli işleyen şirketin değerine ulaşılması amaçlanmaktadır[766]. Biz de bu gerekçelerle tasfiye bilançosunun, gerçek değeri hesaplamak açısından yanıltıcı olabileceği kanaatindeyiz.

Doktrindeki baskın görüş[767] uyarınca hesaplamada dikkate alınan yıllık bilanço, TTK m. 68/3 hükmü uyarınca, Türkiye Muhasebe Standartları'na uygun bir şekilde hazırlanmakta ve bir yıllık genel duruma ilişkin finansal tabloları da göstermektedir. Ancak şirket değerleme tarihi ile birleşmenin kesinleştiği tarih arasında uzun zaman bulunması durumunda, verilerin gerçeği yansıtma olasılığı düştüğünden yıllık bilanço da yanıltıcı sonuçlara sebep olabilecektir. Bu durumda eğer koşullar uygun ise ara bilanço çıkarılması gerekmektedir[768].

Ara bilançoya ilişkin TTK m. 144 hükmünün ilk fıkrası: "*Birleşme sözleşmesinin imzalandığı tarih ile bilanço günü arasında altı aydan fazla zaman geçmişse veya son bilançonun çıkarılmasından sonra, birleşmeye katılan şirketlerin malvarlıklarında önemli değişiklikler meydana gelmişse, birleşmeye katılan şirketler bir ara bilanço çıkarmak zorundadır.*" şeklinde olup belirli hesap kolaylıkları sunan ara bilanço da yıllık bilanço esaslarına göre hazırlanmaktadır. Ancak hesaplama yapılırken bilanço dahi tek başına yeterli olamamakta; alıcı çevresi, çalışma düzeni, mesleki tecrübeler, marka unsuru, pazar payı, peştemaliye (*goodwill*) gibi değerlerin de dikkate alınması gerekmektedir[769].

---

[766] *Çalışkan*, s. 36; *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 696.

[767] *Akbilek*, s. 170; *Öztürk Almaç*, s. 138; *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 44.

[768] Değerleme yapılırken mutlaka ara bilançonun esas alınması gerektiğine ilişkin bkz. *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I*, s. 136. Ancak hesaplamaya esas alınacak tabloların çok yeni tarihli olması, özellikle pay değerinin düşük olduğu bir dönemde, gerçek değerin tespit edilmesi açısından bir risk taşımaktadır. Bkz. *Hızır*, s. 218, dn. 698.

[769] *Akbilek*, s. 171; *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 46.

bbb. Hesaplamada Esas Alınacak Tarih

Birleşme işlemi sebebiyle iktisap olunacak şirket paylarının, gerçek değerine karşılık gelen ayrılma akçesinin, hangi tarihteki değeri dikkate alınarak hesaplanacağı TTK m. 141 hükmünden açıkça anlaşılamamaktadır. Bu sebeple konuya ilişkin benzer kurumlardaki düzenlenmeleri irdeleyerek bir sonuca varılması isabetli olacaktır.

İlk olarak anonim şirketin haklı nedenle feshi davasında mahkemece, fesih yerine pay sahibinin şirketten ayrılmasına karar vermesi durumunu incelemek gerekmektedir. TTK m. 531 hükmünde, TTK m. 141 düzenlemesinden farklı olarak hükümde açıkça "*karar tarihine en yakın tarihteki gerçek değerin*" esas alınacağı öngörülmüştür. Benzer şekilde hâkimiyetin hukuka aykırı kullanılmasına ilişkin TTK m. 202/2 hükmünde de *"...(M)ahkeme kararına en yakın tarihteki veriler esas alınacaktır.*" ifadelerine yer verilmiştir.

Anılan düzenlemelerde dava süresince pay sahipliği hakları devam ettiği için davacı pay sahibinin de devam eden şirket haklarından faydalanması amaçlanmıştır[770]. Ancak esas alınan tarih, bu haliyle gerçek değerin tespitine ilişkin birtakım riskleri beraberinde getirmektedir. Hükümdeki karar tarihine en yakın tarihteki pay değerinin esas alınması ifadesi ile her ne kadar pay sahibinin korunması amaçlanmış ise de karar tarihine yakın bir tarihte payın değerinin azalması durumunda sonuç, beklenen durumun aksi yönde gelişebilecektir[771].

Zira karar tarihine yakın bir tarihte davalı şirket tarafından muvazaalı ya da kötüniyetli işlemlere girişilmesi sebebiyle gerçek değerden uzak bir sonuç ile karşılaşılabilecektir[772]. Öte yandan, mahkemenin bilirkişi raporları neticesinde karar

[770] *Şahin*, s. 464.

[771] *Sever*, s. 200; *Develi*, 478; *Kendigelen, İlk Tespitler*, s. 435; *Çelik, Anonim Şirket,* s. 314; *Atila*, s. 76.

[772] *Erdem*, s. 277. *Nomer Ertan* da çoğunluk pay sahiplerinin, gerçek değerin düşmesine sebep olabilecek davranışları sebebiyle karar tarihine en yakın tarihin esas alınmasını eleştirmektedir. Bkz. *Nomer Ertan*, s. 430-431. Neredeyse oy ve payların tamamına yakınını elinde bulunduran satın alma hakkı sahibi, hedef

vereceği düşünüldüğünde, raporlara yapılan itiraz ile yargılama sürecinin uzaması ve esas alınan değerin, gerçek değerin altına düşmesi de bir başka ihtimaldir[773]. Bu sebeple hükümde hangi tarihteki gerçek değerin dikkate alınacağını göstermek, hesaplamayı kolaylaştırsa da esas alınan tarihin birtakım riskleri beraberinde getireceği gözden kaçırılmamalıdır.

Değinilmesi gereken bir başka düzenleme ise limited şirkette çıkma ve çıkarılma durumlarında şirket tarafından ödenecek ayrılma akçesine ilişkin TTK m. 641 vd. hükümleridir[774]. Anonim şirketlerin haklı nedenle feshine ilişkin TTK m. 531 hükmünün aksine; limited şirketlerde ayrılma akçesine ilişkin TTK m. 641 vd. hükümlerinde hangi tarihe göre hesaplama yapılacağı belirtilmemiştir[775]. Bu sebeple ayrılma akçesinin hesaplanmasında esas alınması gereken tarihe ilişkin bir düzenleme varsa o an, düzenleme yoksa çıkmanın istendiği ya da ortağın çıkarıldığı an, konuyla ilgili bir uyuşmazlık bulunması durumunda ise karar tarihine en yakın tarihin esas alınmasının isabetli olacağı ifade edilmektedir[776]. Diğer yandan hesaplamanın da birleşme sebebiyle ayrılma akçesinde esas alınan yıllık bilançoya göre değil de varsayımsal bir tasfiye

şirket paylarının kontrol etmekte ve değerini etkileyebilmektedir. Bkz. *Orak Çelikboya*, Leyla: *Türk Ticaret Kanunu m. 208 uyarınca Anonim Şirketlerde Satın Alma Hakkı*, İstanbul: On İki Levha 2017, s. 182.
Payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde esas alınan otuz günlük fiyat ortalaması bakımından da benzer risklerin doğabileceğine ilişkin bkz. aşa. s. 252 vd.

[773] *Karababa*, s. 171. Yazar bu sebeple pay sahibinin çıkarılmasına karar verilmesi durumunda, fiilen çıkarma tarihine en yakın ve payın değerindeki artışların yansıdığı en yüksek değere ilişkin tarihin esas alınması gerektiğini belirtmektedir. Bkz. *Karababa*, s. 171-172.

[774] TTK m. 641 hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Kaya, Limited*, s. 118 vd.; *Çamoğlu*, Ersin: *Limited Ortaklıklar Hukukunun Temel İlkeleri*, İstanbul: Vedat 2020, (Anılış: *Çamoğlu, Limited*), s. 87 vd.; *Çamoğlu, Limited Ortaklık*, s. 57 vd. *Kıyat*, Serdar: "*Limited Şirketlerde Ortağın Çıkma ve Çıkarılma Hallerinde Ayrılma Payının Hesaplanmasında Son Durum"*, Legal Hukuk Dergisi, 2007, S. 60, s. 3815 vd.

[775] *Uzel*, gerçek değer kavramına yer verilen TTK m. 493, m. 531, m. 641, m. 202/2, m. 260 hükümlerini değerlendirmiş ve hesaplama yapılırken esas alınacak tarih açısından TTK hükümlerinde birlik bulunmadığını ifade etmiştir. Yazara göre karar tarihine en yakın tarihin dikkate alınması ve payın değerinin her zaman yükseleceği varsayımında bulunulması isabetli değildir. Bkz. *Uzel, Gerçek Değer*, s. 559, dn. 6.

[776] *Kaya, Limited*, s. 131.

bilançosuna göre yapılması gerektiği ifade edilmiştir[777]. Bu sebeple TTK m. 641 vd. hükümlerine göre esas alınacak bilanço, TTK m. 141 hükmünden farklılaşmaktadır.

Pay sahibinin şirketle olan ilişkisini sonlandırmasına yönelik bir başka düzenleme olan TTK m. 202/2 hükmüne de değinilmesi gerekmektedir. Anlan hükme göre, hâkimiyetin hukuka aykırı kullanılmasına ilişkin; belirli şekli şartları yerine getiren pay sahiplerine zararlarının tazmini, paylarının varsa en az borsa değeri, bu değer bulunmuyor ya da hakkaniyete uygun değilse gerçek değer ya da genel olarak kabul edilen bir yöntemle hesaplama yapılması gerektiği belirtilmiştir. Hükmün devamında ise değerin belirlenmesi aşamasında, mahkeme kararına en yakın tarihteki verilerin esas alınacağı açıkça ifade edilmiştir. Öte yandan hâkim şirketin, pay sahibinin payını satın alma hakkına ilişkin TTK m. 208 hükmünde de payların en az borsa değeri yoksa TTK m. 202/2'de öngörülen şekilde alabileceği düzenlenmiştir. TTK m. 202/2 hükmünün hangi değerin ve hangi tarihin dikkate alınacağını detaylı olarak düzenlemesi, TTK m.141 hükmünden farklılaşmaktadır.

Olması gereken hukuk bakımından karşılaştırmalı hukukta yer verilen bazı mekanizmaların, ayrılma akçesinin hesaplanmasında da kabul edilmesi isabetli olacaktır. Buna göre bilirkişi raporu neticesinde mahkemenin gerçek değeri saptaması, banka garantisi sunulması ya da azlığa satın almayı talep hakkı öngörülmesi gibi çeşitli düzenlemeler ayrılma akçesinin hesaplanması ve ödenmesini kolaylaştıracaktır[778].

---

[777] *Kaya, Limited,* s. 129. Konuya, ETTK düzenlemesi bakımından da benzer şekilde yaklaşılmış ve hesaplamada varsayımsal tasfiye bilançosunun esas alınması gerektiği ifade edilmiştir. ETTK düzenlemesinde limited şirket ortaklarının çıkma ve çıkarılmasında hesaplanacak ayrılma akçesi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Kıyat*, s. 3815-3820. Şirket esas sözleşmesinde hüküm bulunmayan hallerde çıkarılan pay sahibinin payına karşılık gelen tutarın özel bir tasfiye bilançosuna göre hesaplanmasına ilişkin bkz. *Erdil*, s. 65.

[778] Benzer mekanizmaların öngörüldüğü karşılaştırmalı hukuk düzenlemeleri için bkz. *Kaya*, *Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma*, s. 328.

Diğer yandan senede bağlanmamış olanlar hariç pay alım ve satım opsiyonlarında, öngörülen bedelin depo edilmesi ya da teminata bağlanması gibi düzenlemeler, ayrılma akçesi için pay sahiplerinin paylarının gerçek değerine bir an önce kavuşabilmeleri bakımından kolaylık sağlayacaktır. Doktrinde de devrolunan şirketin, sözleşmeyi onaylamasından ya da birleşmenin tescilinden sonra, devralan şirket tarafından ayrılma akçesinin bankaya yatırılmasının mümkün olduğu ileri sürülmektedir[779]. Biz de ayrılma akçesinin hesaplanmasına ilişkin birleşme sözleşmesinde bir hüküm bulunması durumunda o tarihin, ayrı bir tarih belirtilmemesi durumunda ise bilanço düzenlemesine benzer şekilde birleşme tarihinin esas alınmasının isabetli olacağı ve bedelin bankaya teminat olarak yatırılabileceği görüşündeyiz.

gg. Değişim Oranının Hesaplanması

Birleşmede temel kural olan şirket hak ve paylarının devamlılığı ilkesi uyarınca, pay sahiplerinin birleşme sonrası yeni kurulan ya da devralan şirkette sahip olacakları pay oranı, değişim oranının belirlenmesiyle hesaplanmaktadır. Değişim oranının belirlenmesinde, TTK m. 140 hükmü ile "birleşmeye taraf olan şirketlerin malvarlıklarının değeri", "oy haklarının dağılımları" ve "hesaplama bakımından önem taşıyan diğer unsurların" dikkate alınması gerekmektedir. Payların gerçek değerine denk olan ayrılma akçesi bakımından da pay değişim oranının doğru bir şekilde tespit edilmesi, birleşmenin başarıyla tamamlanması açısından önemli bir hamledir[780].

Devrolunan şirketin payının devralan şirket payı karşısındaki değeri olarak tanımlanabilen pay değişim oranının hesaplanmasında[781], HAAŞ'ler ve kapalı anonim şirketlerin farklı usullere tâbi olacağı ve birleşme sözleşmesi imzalanıncaya kadar da bu

[779] *Ulusoy*, s. 96.

[780] *Bora*, s. 42.

[781] *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 694 vd.

oranlarda değişiklik yapılabileceği ileri sürülmektedir[782]. Bu bakımdan ilk olarak farklı yöntemlerle şirketin değerlemesi yapılmalı; bulunan şirket değerinin, pay sayısına bölünmesi suretiyle pay değeri saptanmalı ve birleşmeye katılan diğer şirketlerin pay değeri ile kıyaslanarak değişim oranı bulunmalıdır[783].

Değişim oranının kanıtlanabilir ve somut olarak tespit edilmesi, birleşen şirket yöneticilerinin sorumluluğunda olup bu hususa uyulmaması durumu, TTK m. 191 hükmü uyarınca denkleştirme davası ve TTK m. 193 hükmü uyarınca özel sorumluluk davası açılmasına sebebiyet vermektedir[784].

hh. Ayrılma Akçesinin Hesaplanamaması Durumunda Başvurulabilecek Hukuki Yollar

aaa. Gerçek Değerin Belirlenmesi Talebi

TTK hükümleri ile ayrılma akçesinin hesaplanmasında bir uyuşmazlık bulunması durumu özel bir hükümle düzenlenmediğinden, doktrinde ileri sürülen bir görüşe[785] göre, TTK m. 597 hükmünün uygulanması gerekmektedir. TTK'nın "Gerçek Değerin Belirlenmesi" başlıklı m. 597 hükmü: "*(1) Kanunda veya şirket sözleşmesinde esas sermaye payının bedeli olarak gerçek değerin öngörüldüğü durumlarda, taraflar anlaşamamışlarsa bu değer, taraflardan birinin istemi üzerine, şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesince belirlenir. (2) Mahkeme, yargılama ve değer belirleme giderlerini kendi takdirine göre paylaştırır. Mahkemenin kararı kesindir.*" şeklindedir. Bu bağlamda gerçek değerin hesaplanmasına ilişkin genel bir

[782] *Akbilek*, s. 177.

[783] *Akbilek*, s. 178.

[784] *Öztürk Almaç*, s. 154.

[785] *Bilgili/Demirkapı*, s. 76.

düzenleme olan TTK m. 597 hükmünün, tarafların anlaşamadığı durumlarda devreye gireceği ve mahkeme kararı ile hesaplama yapılabileceği sonucuna varılmaktadır[786].

Bizce de uzmanlık gerektiren bir hesaplama sonucunda varılan payın gerçek değerinin, mahkemece atanacak bilirkişiler tarafından tespit edilmesi, pay sahiplerinin ve şirketin menfaatlerini korumak açısından isabetli bir çözüm olacaktır[787].

bbb. Ortaklık Paylarının ve Ortaklık Haklarının İncelenmesi (Denkleştirme) Davası

TTK m. 191 hükmü ile yeniden yapılanma işlemlerinde, ortaklık haklarının gereğince korunamaması ya da ayrılma karşılığının uygun belirlenmemesi durumunda her ortağın yeniden yapılanma kararının TTSG'de ilânından itibaren iki ay içinde dava açabileceği düzenlenmiştir. Ayrılma akçesine başvuracak pay sahiplerinin korunması amacına yönelik en etkili çözümlerden biri olarak kabul edilen TTK m. 191 düzenlemesi ile ortaklar, seçimlik ya da zorunlu ayrılma akçesi öngörülmesini değil; ancak ayrılma akçesinin uygun belirlenmemiş olmasını dava konusu yapabilmektedir. ABD Hukuku açısından da benzer bir düzenleme ile birleşme neticesinde ayrılacak ortakların ya sözleşmedeki bedeli alacakları ya da mahkemeye başvurarak belirlenecek bedeli talep edebilecekleri ifade edilmiştir[788].

Davacı sıfatı; ayrılma akçesinin, payın gerçek değerine uygun olmadığını ileri süren pay sahipleri, oydan yoksun paylara sahip pay sahipleri, imtiyazlı paylara sahip pay sahiplerine aittir[789]. Doktrinde, İsvBirK m. 2/g hükmünde yer alan "*katılım hakkı sahipleri*" ibaresinin, TTK m. 135 hükmüne tam olarak yansıtılmaması sebebiyle intifa senedi sahiplerinin de benzer bir korumadan faydalanarak davacı olabilecekleri ifade

[786] *Bilgili/Demirkapı*, s. 76.

[787] Gerçek değerin kim tarafından hesaplanacağına ilişkin bkz. yuk. s. 238 vd.

[788] *Çelik, Anonim Şirket,* s. 271.

[789] *Öztürk Almaç,* s. 155.

edilmektedir[790]. Öte yandan pay sahiplerinden yalnız olumsuz oy verenlerin dava açabileceği, olumlu oy veren pay sahiplerinin davacı olamayacağı ileri sürülmektedir[791]. Ancak hükümde belirtildiği üzere karar, davacı ile aynı hukuki konumda bulunan tüm ortaklar bakımından uygulama bulmaktadır[792].

Denkleştirme davasının konusunu, ayrılma akçesinin payın gerçek değerine denk gelecek şekilde hesaplanmaması ya da gerçek değer tespit edilirken ilgili değerleme yöntemlerinin karşılaştırılmamış olması gibi ayrılma akçesinin uygun olarak belirlenmediği bazı durumlar oluşturmaktadır[793]. Bunun dışında oydan yoksunluk, imtiyazlı payların ve intifa senetlerinin bulunması durumunda ilgili hak ve payların korunması ve denetimleri de denkleştirme davası ile sağlanmaktadır[794]. Ancak denkleştirme davasında, ayrılma akçesine ilişkin taleplerin değerlendirilebilmesi için birleşme sözleşmesinin, genel kurulda yüzde doksan nisapla onaylanmış olması gerekmektedir. Nitekim bu nisabın altında kalan oranlarla sözleşmenin onaylanması durumu, denkleştirme davasının değil, TTK m. 192/1 hükmü ile düzenlenen iptal davasının konusunu oluşturacaktır[795].

Dava sonucunda ayrılma akçesi ödenmesine karar verilmesi durumunda ödemenin, sermaye artırımından önce devralan şirket ya da esas sermayeyi belirlemeden

---

[790] *Kendigelen, İlk Tespitler,* s. 169. İntifa senedi sahiplerinin de davacı olacağına ilişkin bkz. *Öztürk Almaç*, s. 155.

[791] *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 413.

[792] HMK m. 303/2 hükmünde belirtilen: "*Bir hüküm, davada veya karşılık davada ileri sürülen taleplerden, sadece hükme bağlanmış olanlar hakkında kesin hüküm teşkil eder*." şeklindeki kurala istisna getirilerek özel bir grup davası düzenlendiği yönünde bkz. Gerekçe m. 192/2. *Kendigelen* ise düzenlemenin teknik anlamda bir grup davası niteliği taşımadığını ancak HMK m. 303 ile belirtilen kurala bir istisna getirdiğini ifade etmektedir. Bkz. *Kendigelen, İlk Tespitler,* s. 169.

[793] *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 140.

[794] *Öztürk Almaç*, s. 152.

[795] *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 140.

önceki bir aşamada yeni kurulan şirket tarafından yapılması gerektiği savunulmaktadır[796]. Dava, ayrılma akçesine ilişkin bir hüküm kurulması ve aynı konumda bulunan pay sahiplerine ilişkin sonuç doğurması sebebiyle inşaî (yenilik doğurucu) nitelik göstermektedir. Her ne kadar eksik karşılığın ödenmesi sebebiyle eda davası ihtimali düşünülebilirse de hükmün etkisi dikkate alındığında davanın, yenilik doğurucu olduğu kabul edilmelidir[797].

TTK m. 191 hükmünde denkleştirme davası sonucunda yapılacak ödemede, TTK m. 140/2 hükmünde belirtilen %10'luk sınıra uyulmayacağı belirtilmiştir. Bu durumda nakden ödenecek denkleştirme akçesi bakımından sermayenin iadesine ilişkin genel koşullara uyulması ve şirketin serbestçe tasarruf edebileceği sermayeye sahip olması durumunda ödeme yapabileceği kabul edilmelidir[798]. Ancak serbestçe tasarruf edilebilir sermayenin, denkleştirme akçesini ödemeye yetecek kadar olmaması ve şirket ile pay sahipleri arasında anlaşma sağlanamaması durumunda, sermayenin korunmasına yönelik menfaate üstünlük tanınması gerekmektedir. Nitekim aksi durumun kabulü, şirketin iflası ihtimalini beraberinde getirmektedir. Bu sebeple sermayenin korunması ilkesine aykırılık halinde, TTK m. 192 uyarınca iptal davası açılması isabetli bir çözüm olacaktır[799].

ccc. Özel Denetleme Hükümlerinin Uygulanması Talebi

"*Birleşme sözleşmelerinin ve birleşme raporlarının denetlenmesi*" başlıklı TTK m. 148 hükmü 6335 Sayılı Kanun'la yürürlükten kaldırıldığından, TTK'da özel olarak

[796] *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 140. Ayrılma akçesinin kararlaştırılması durumunda sermaye artırım miktarı belirsiz olabilecektir. Bu durumda HAAŞ'lerde kabul edilen ön talep sistemi ile belirsizliğin giderilebileceği yönünde bkz. Gerekçe m. 142/1.

[797] *Develi*, s. 465.

[798] *Çoştan, Yeniden Yapılanma*, s. 182.

[799] *Çoştan, Yeniden Yapılanma*, s. 183.

birleşme işlemlerinin denetimini düzenleyen bir hüküm bulunmamaktadır[800]. Hâlihazırda TTK hükümlerinde, işlem denetçiliği kurumuna yer verilmemesi sebebiyle özel denetçi tarafından ayrılma akçesinin makul, gerçeğe uygun ve adil olduğunun belirlenmesi amacıyla gerekli kontrollerin sağlanması büyük önem taşımaktadır[801].

Özel denetim isteme hakkı TTK m. 438 vd. hükümlerinde, belirli olayların açığa kavuşturulması amacıyla bilgi alma veya inceleme haklarını kullanan pay sahiplerinin başvurabileceği bir yol olarak düzenlenmiştir[802]. Buna göre daha önce bilgi alma ve inceleme hakkını kullanan pay sahipleri, gündemde konuya ilişkin bir düzenleme bulunmasa bile genel kuruldan özel denetim yapılmasını talep edebilmektedir. Genel kurulun istemi onaylaması halinde ise otuz gün içinde şirket ya da pay sahibi tarafından asliye ticaret mahkemesinden özel denetçi atanması talep edilebilmektedir.

Belirtilmesi gereken asıl husus, özel denetim isteminin yalnız belirli olaylara özgü yapılabileceğidir. Bir diğer söylemle özel denetçi; şirketi ilgilendiren ya da şirket içine dair maddi olayları çözümlemeli; değerlendirme, analiz ya da yargılama faaliyetinde bulunmamalıdır[803]. Bu sebeple ödeme kaynağını, serbestçe tasarruf edilebilen yedeklerin oluşturduğu ayrılma akçesinin doğru hesaplanabilmesi de şirketi ve pay sahiplerini yakından ilgilendiren bir durum olup Kanun'da ifade edilen "*belirli olayların açığa kavuşturulması*" şartına uygundur.

---

[800] İşlem denetçiliği kapsamında, ayrılma akçesinin adil olup olmadığına ilişkin değerlendirmeye yer verileceği hüküm altına alınmıştır. Ancak m. 148 hükmünün TTK'dan kaldırılması sebebiyle ayrılma akçesinin ayrıca denetlenemeyeceği, TTK m. 146/1-f hükmüne göre birleşme sözleşmesinde yer verilen ayrılma akçesinin uygulanacağına ilişkin bkz. *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 121, dn. 63.

[801] *Öztürk Almaç*, s. 165.

[802] Özel denetim isteme hakkı ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. *Tekinap(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar II,* s. 66 vd.; *Pulaşlı,* Hasan: *Şirketler Hukuku Şerhi Cilt I1*, 3. Baskı, Ankara: Adalet 2018, (Anılış: *Pulaşlı, Şerh II*), s. 1640 vd.; *Güven*, Şirin: "*6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Anonim Şirketler Hukukunda Özel Denetim"*, Cankaya University Journal of Law, 2011, C. 8, S. 2, s. 134 vd.

[803] *Güven*, s. 148. Bu sebeple özel denetçiden bir yıla ait bilançonun kanuna uygunluğunun ya da şirketin faaliyetlerini sürdürdüğü sektörün durumunun değerlendirilmesi talebinde bulunulamayacaktır. Bkz. *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar II,* s. 70.

Hukuki süreç gereği birleşme sözleşmeleri, noter onayına sunulma; ticaret sicil memurluğu tarafından kanuna, kamu düzenine, gerçeğe uygun olduğunun tespit edilmesi gibi birçok safhada incelenmektedir. Ancak birleşme sonrası değişim oranının uygun belirlenmediği, ayrılma akçesinin gerçek değere uygun olarak hesaplanmadığı ve adil sonuçları yansıtmadığını ileri süren her pay sahibi, özel denetim talebinde bulunabilmektedir[804]. Özel denetim neticesinde hazırlanan raporlar ile eşit işlem ilkesine uygun davranılıp davranılmadığının ortaya konulması ve denkleştirme davasına ilişkin verilerin oluşturulması arasında da yakınlık bulunmaktadır[805]. Bu sebeple koşulları yerine getiren pay sahiplerinin talebi doğrultusunda, özel denetim sonucu elde edilecek veriler, ayrılma akçesinin adil ve gerçek değer üzerinden ödendiğini tespit etmek açısından büyük bir güvence oluşturmaktadır.

b. Sermaye Piyasası Mevzuatı Açısından

Sermaye piyasası hukukumuzda, ayrılma hakkı kullanım bedelinin tespit edilmesi bakımından, yukarıda incelenen karşılaştırmalı hukuk düzenlemelerinin aksine, değer esası benimsenmemiştir. Payları borsada işlem gören HAAŞ'ler için borsadaki ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması esas alınarak güncel fiyat ön plana çıkarılmış ve payın değeri hesaba katılmamıştır. Payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'ler için de değerleme raporundaki veriler ışığında adil ve makul fiyatın tespit edilmesi amaçlanmıştır.

Her iki şirket bakımından hesaplama yöntemi farklılık gösterse de II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 10/7 ve II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 14/5 hükümleri uyarınca, pay sahiplerine belirlenen fiyat üzerinden ödemenin tam ve nakden yapılması gerekmekte ve ödemeden sorumluluk HAAŞ yönetim kurulunda bulunmaktadır. Payları borsada işlem gören ve

[804] *Öztürk Almaç*, s. 165.

[805] *Öztürk Almaç*, s. 166.

görmeyen HAAŞ'lerde, II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 10/6 ve II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 14/4 hükümleri uyarınca, pay sahibinin birden fazla önemli nitelikteki işleme muhalif kalması durumunda ayrılma akçesi, en yüksek fiyat üzerinden hesaplanmaktadır[806]. HAAŞ'lerde ayrılma akçesinin tespit edilmesinde, her iki şirket türü açısından farklı hususlar düzenlenmiş ise de mevzuatta belirtilen ve bu bölümde ele alacağımız hesaplama usulleri, esasen adil değeri tespit etme ve pay sahiplerine bir an önce likidite sağlama amacına yönelmektedir.

aa. Payları Borsada İşlem Gören HAAŞ'ler Bakımından

Payları borsada işlem gören HAAŞ pay sahiplerinin birleşme sebebiyle talep edebilecekleri ayrılma akçesinin hesaplanmasına ilişin II-23.1 Sayılı Tebliğ ile II-23.3 Sayılı Tebliğ hükümlerinde farklı usuller öngörülmüştür. II-23.1 Sayılı Tebliğ'de, kamuya açıklanmadan önceki otuz gün içinde borsada oluşan fiyat ortalamasının; II-23.3 Sayılı Tebliğ'de, Yıldız Pazar'da işlem gören şirketlerde son bir aylık, diğer şirketlerde ise son altı aylık dönemde borsada oluşan fiyat ortalamasının dikkate alınacağı düzenlenmiştir. Gerek II-23.1 Sayılı Tebliğ'de gerek II-23.3 Sayılı Tebliğ'de, payları borsada işlem gören ve görmeyen HAAŞ'ler açısından hesaplamada farklı esaslar benimsenmiş olsa da her iki düzenlemede, işlemin kamuya açıklanmasından önceki dönem verilerine başvurularak piyasa fiyatı üzerindeki olumlu ve olumsuz etkilerinin bertaraf edilmesi amaçlanmıştır[807].

[806] Anılan düzenlemeye göre, payları borsada işlem gören ya da görmeyen HAAŞ'ler fark etmeksizin pay sahiplerinin, birden fazla önemli nitelikteki işleme olumsuz oy kullanması ve muhalefetini şerhe işletmesi durumunda ilgili işlemlerden en yüksek fiyata sahip olanı dikkate alınacaktır. Ancak bu durum, uygulamada ayrılmak isteyen pay sahibinin, en yüksek fiyatlı işlemi seçerek o işleme muhalif kalması durumuna yol açabilecektir.

[807] *Letsou*, s. 1152; *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 278; *Bektaş*, s. 817, dn. 151; *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 124.

II-23.1 Sayılı Tebliğ'in, 27.06.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan işlemlere uygulanacak olması ve bu düzenlemeye ilişkin doktrinde ileri sürülen görüşlerin, II-23.3 Sayılı Tebliğ'deki değişiklikte etkili olması sebebiyle her iki düzenlemenin karşılaştırmalı olarak incelenmesi, konuya ilişkin karışıklıkların giderilmesi açısından önem taşımaktadır.

aaa. II-23.1 Sayılı Tebliğ Hükümlerinin Değerlendirilmesi

II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 10/1 hükmünde, payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde ayrılma hakkı kullanım bedeli, "*önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması*" olarak belirlenmiştir.

Üzerinde durulması gereken ilk konu, payın fiyatının tespit edilmesinde, belirli bir dönemin esas alınmasının, ayrılma hakkının amacına uygun olup olmadığıdır[808]. Nitekim hesaplamada payın değerinin esas alınmaması sebebiyle dönemsel hareketlilikler ya da piyasanın etkin işlememesi gibi etmenler sebebiyle bedelin, pay değerine uygun olmadığı dönemlerde pay sahibi ayrılma hakkını kullanmaktan vazgeçebilecektir[809]. Keza böyle bir dönemde ayrılma akçesinin hesaplanması, ayrılma hakkının işlevselliğini engelleyebilecek ve pay sahibinin cezalandırılması gibi istenilmeyen bir sonuca yol açabilecektir.

Hesaplamada esas alınan otuz günlük sürenin amaca uygun olup olmadığının da açıklanması gerekmektedir. Sürenin hesaplanması bakımından otuz günün, iş günü mü

[808] *Manavgat, HAAO*, s. 334; *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 283, dn. 118, s. 285. *Turan, Ayrılma Hakkı*, s. 112.

Altan da piyasa fiyatının, ayrılma hakkı kullanım bedelinin adil değerinin belirlenmesinde ölçüt olamayacağını savunmaktadır. Bkz. *Altan*, s. 148-149;

[809] *Manavgat, HAAO*, s. 334. Bu sebeple TTK m. 141 ve m. 202 hükümlerinde esas alınan gerçek değer ölçütünün

takvim günü mü olduğunun hükümde açıkça belirtilmediğini eleştiren bir görüşe göre, borsada işlem yapılan iş günlerinin dikkate alınması isabetli olacaktır[810]. Zira hesaplamada iş günü esas alınmadığından, takvim gününe göre hesaplanacak otuz günlük süre içinde hafta sonları tatil olduğundan dikkate alınacak gün sayısı aslında otuz günün altında olacaktır[811]. Ancak hükümde açık bir düzenleme olmaması sebebiyle şu haliyle takvim gününe göre bir hesaplama yapılması gerekmektedir[812].

Fiyatın hesaplanması bakımından neden otuz günlük bir süre öngörüldüğü de anlaşılamamaktadır[813]. Bu sebeple doktrinde ayrılma akçesi hesaplanırken; II-26.1 Sayılı Pay Alım Teklifi'nde yer verilen altı aylık süre, çıkarma ve satma hakkı ile karşılaştırmalı değer belirleme sistemi bakımından öngörülen uzun süreler karşısında daha kısa bir süre tercih edilmesi eleştirilmektedir[814]. Zira otuz günlük bir süre öngörülmesi, fiyatın artış ve azalışında dalgalanmalar yaşanması sebebiyle ayrılma hakkının amacıyla uyumlu değildir.

Dikkat çekilen bir başka sorun da hesaplama süresinin; tatile, hafta sonuna ya da borsada alım ve satım işlemlerinin askıya alındığı bir döneme denk gelmesi sebebiyle borsa fiyatının oluşturulamaması olasılığıdır. SPKn ve II-23.1 Sayılı Tebliğ hükümleri ile bu olasılıkta nasıl bir belirleme yapılacağına yer verilmediğinden konuya ilişkin bir boşluk bulunmaktadır. Doktrinde, payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'ler için benimsenen değerleme raporunun, bu ihtimalde de uygulanarak adil değerin belirlenmesi gerektiği ifade edilmektedir[815]. Nitekim aşağıda inceleneceği üzere, pay sahiplerinin

---

[810] *Manavgat, HAAO*, s. 334.

[811] *Semerci Vuraloğlu*, s. 408; Özellikle hafta sonları dışında başka tatillerin olduğu dönemlerde bu sürenin daha da kısalacağına ilişkin bkz. *Manavgat, HAAO*, s. 334.

[812] *Manavgat, HAAO*, s. 334.

[813] Hesaplama yapılırken neden otuz günlük sürenin esas alındığının, Gerekçe'de açıklanmadığına ilşikin bkz. *Turan, Ayrılma Hakkı*, s. 101.

[814] *Turan, Ayrılma Hakkı*, s. 101; *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 284; *Semerci Vuraloğlu*, s. 407.

[815] *Semerci Vuraloğlu*, s. 409.

açacağı bedel tespit davasında ayrılma akçesi olarak belirlenen bedelin, adil ve makul olmadığı ileri sürülebileceğinden, herhangi bir hak kaybı da yaşanmamış olacaktır.

Ayrılma hakkı kullanım bedelinin hesaplanmasına ilişkin otuz günlük sürenin başlangıcı, önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklanma tarihi olarak belirlenmiştir. Kamuya açıklamanın mevzuatta öngörülen şekilde gerçekleştirilmemesi durumu da II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 10/3 hükmünde: *"...(K)amuya 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 düzenlenmiştir.

Hükümde, kamuya açıklamanın hiç veya zamanında yapılmaması ve şirket yetkililerinin usule uygun olmayan bazı açıklamalarda bulunmaları durumlarında, kamuya açıklama tarihinin nasıl belirleneceği açıklanmıştır. Anılan durumlar içinde, şirket yetkililerinin yönetim kurulundan önce açıklama yapmaları ifadesinden, basın yayın önünde açıklama yapma ya da yapılan açıklamaların basın yayın yolu ile kamuya açıklanmasının anlaşılması gerekmektedir[816]. Ancak belirtilen durumlarda işlemin, fiyat üzerindeki etkilerini önlemek bakımından hükümde belirtilen şekilde varsayımsal bir tarih belirlenmesi amaca aykırı olacaktır[817]. Bu sebeple kamuya açıklama tarihi olarak

[816] *Turan, Ayrılma Hakkı*, s. 101.

[817] Önemli nitelikteki işlem hakkında kamuya "bilginin sızdığı an"ın dikkate alınması ile her zaman istenilen sonuca ulaşılamayacaktır. Zira ilk açıklamanın eksik bilgi içermesi gibi sebeplerle payın değeri üzerinde doğru değerlendirme yapamaması sonucu ile karşılaşılabileceğine ilişkin bkz. *Semerci Vuraloğlu*, s. 413.

genel kurul gündeminin ilan tarihini esas almak ve bu tarihten itibaren ayrılma hakkı kullanım bedeline ilişkin hesaplama yapmak isabetli bir çözüm olacaktır[818].

Üzerinde durulması gereken bir başka husus da önemli nitelikteki işleme ilişkin açıklamanın mevzuatta belirtilen yollardan farklı biçimlerde gerçekleştirilmesi durumunda, konunun nasıl çözülmesi gerektiğidir. Kamuya ilan edilme tarihi, payları borsada işlem gören şirketler bakımından KAP düzenlemeleri ile ilan edilme tarihi; payları borsada işlem görmeyen şirketler bakımından ise SPKr ve HAAŞ'nin sitesinde yayımlanma tarihi olarak kabul edilmiştir.

II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 10/3 hükmüne göre, kamuya hiç açıklama yapılmaması ile aynı sonucun doğacağı anlaşılsa da olması gereken hukuk bakımından, KAP ya da ortaklığın sitesi gibi etkili bir yolla açıklama yapılmış olması durumunda o tarihin esas alınmasının daha uygun bir çözüm olacağı ifade edilmektedir[819]. Borsa piyasasını ve yatırımcıları etkileyebilecek usulsüz bir açıklamanın, hiç açıklama yapılmama ile eş tutulması, payın değeri ve ayrılma akçesi olarak belirlenecek bedel üzerindeki hareketlenmeleri yok saymak anlamına geleceğinden tehlikeli bir tutumdur.

Öte yandan kamuya açıklamanın birden fazla kez yapılması durumunda nasıl bir yol izleneceği konusu da II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 10/4 hükmü ile düzenlenmiş ve önemli bilgilerin yer alması önemsenmeksizin, işlemin yapılacağına ilişkin niyetin yer aldığı ilk açıklamanın esas alınması gerektiği ifade edilmiştir. Ancak kesinlik taşımayan ilk açıklamanın, yatırımcılar üzerinde ne kadar ve nasıl etkili olduğu da kolaylıkla tespit edilemeyecektir. Bu sebeple kesinlik taşımayan ilk açıklama ile kesinlik taşıyan açıklamadan ayrı ayrı geriye doğru otuz günlük fiyat hesaplaması yapılması ve ayrılma hakkının da yüksek fiyat üzerinden kullanılması isabetli bir çözüm olacaktır[820].

[818] *Manavgat, HAAO*, s. 336.

[819] *Manavgat, HAAO*, s. 336.

[820] *Manavgat, HAAO*, s. 335.

Payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde, otuz günlük bir dönemde oluşan fiyat ortalamasını esas almanın, adil fiyatı belirleme amacına elverişli olup olmadığını da ortaya koymak gerekmektedir. Belirli bir günün değil de bir döneme ilişkin fiyat ortalaması, yalnız bir gün değil de belirli bir dönemi kapsaması ve uygun olmayan bir anın esas alınmasını önlemesi sebebiyle yerindedir. Ancak ilgili sürenin, pay değerini yansıtıp yansıtmayacağı konusu da tartışmaya açıktır. Buna göre ortalama fiyat ve değer bakımından seçenekli bir düzenleme öngörülmesi ve pay sahibine karşılaştırma imkânı sunarak ayrılma akçesinin adil fiyat üzerinden belirlenmesi isabetli bir çözüm olacaktır[821].

Bu bağlamda kamuya açıklama anından geriye doğru otuz gün esas alınarak belirlenen kullanım bedelinin güncelliğini yitirmeden, önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alınması ve pay sahibine ödeme yapılması da büyük önem taşımaktadır[822]. Hâlihazırda yasal mevzuatta, değeri değil de fiyat belirlemeyi esas alan bir sistem öngörülmesi sebebiyle işlemin aşamaları arasına uzun süre girmeden sürecin tamamlanması adalete uygun olacaktır.

Diğer yandan, tüm bu esaslar doğrultusunda belirlenecek fiyatın, geçerli olacağı zaman diliminin de belirtilmesi gerekmektedir. Tebliğ'de ayrılma hakkı kullanım bedelinin, önemli nitelikteki işlemin yapılmasından vazgeçilmesi ya da yapılmayacağının anlaşılmasından itibaren bir yıl boyunca uygulama bulacağı ve bu doğrultuda yeni bir hesaplamaya gerek olmadığı ifade edilmektedir. Ancak pay fiyatlarının sürekli olarak değiştiği borsa piyasasına rağmen bir yıl gibi uzun bir süre boyunca aynı fiyatın kabul edilmesine ilişkin hüküm, sorun yaratabilecek niteliktedir[823].

---

[821] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 285; *Manavgat, HAAO*, s. 336.

[822] *Manavgat, HAAO*, s. 336.

[823] *Kaya, Ayrılma Hakkı*, s. 277.

Doktrinde[824], bir yıldan daha az süre geçmesi halinde, ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahibine, önceki dönemde belirlenen fiyat ile işlemin kamuya açıklandığı sonraki tarih esas alınarak otuz günlük ağırlıklı ortalamaya göre belirlenecek fiyat arasında seçim yapma imkânı verilmesinin isabetli olacağı ifade edilmektedir[825]. Biz de II-23.1 Sayılı Tebliğ hükümlerinin uygulanacağı işlemler açısından böyle bir yönteme başvurulmasının, piyasa hareketlenmelerini tespit etmek ve pay sahibine seçim hakkı olarak daha yüksek fiyatı sunmak bakımından avantajlı olacağı görüşündeyiz.

bbb. II-23.3 Sayılı Tebliğ Hükümlerinin Değerlendirilmesi

27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanacak işlemlere uygulanacak II-23.3 Sayılı Tebliğ'de payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde ayrılma akçesi olarak hesaplanacak bedelin, HAAŞ paylarının Yıldız Pazar'da işlem görüp görmemesine göre ikili bir ayrımda bulunulmuştur. SPKn m. 24 hükmü ile SPKr tarafından ayrılma akçesini belirleme yetkisi kullanılırken hesaplamada II-23.1 Sayılı Tebliğ'de öngörülen sistematikten farklı bir usulün benimsenmesinde, piyasadan iletilen görüşler ve payların işlem gördüğü pazarlara ilişkin kriterlerin etkisi bulunduğu belirtilmiştir[826].

Düzenlemeye göre, önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarih itibariyle payları, Borsa İstanbul A.Ş. Yıldız Pazar'da işlem gören HAAŞ'lerde, bu tarihten önceki son bir aylık dönemde borsada oluşan günlük fiyat ortalamaları ayrılma akçesi olarak kabul edilecektir. Payları borsada işlem görmesine karşın Borsa İstanbul A.Ş. Yıldız Pazar'da işlem görmeyen HAAŞ'lerde ise önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarih itibariyle bu tarihten önceki son altı aylık dönemde borsada oluşan günlük fiyat

[824] *Manavgat, HAAO*, s. 337.

[825] *Manavgat, HAAO*, s. 337.

[826] https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20200627/0 , (Erişim T.: 08.08.2020).

ortalamaları ayrılma akçesi olarak kabul edilecektir. İlgili hükmün devamında ay olarak ifade edilen sürelerin de otuz güne karşılık geldiği belirtilmiştir.

Borsa İstanbul A.Ş. bünyesinde yer alan ve ayrılma akçesi hesaplanırken kamuya açıklamadan önceki bir aylık fiyat ortalamasının esas alındığı Yıldız Pazar, iki gruptan oluşmaktadır. Buna göre HAAŞ'lerin borsa kotasyonunda halka arz edilen paylar içinde piyasa değeri yüz elli milyon TL üzerinde olup bir milyar TL'yi geçenler Grup 1'e; geçemeyenler de Grup 2'ye tâbidir[827]. Yıldız Pazar'da işlem gören HAAŞ'ler açısından bir aylık sürenin kabul edilmesi, II-23.1 Sayılı Tebliğ'e tâbi olan işlemlerde olduğu gibi, saptanan fiyatın payın adil değerini yansıtmama riski ve piyasadaki dalgalanmaların otuz günlük kısa bir sürede yanıltıcı sonuçlara yol açabilecek olması sebebiyle eleştirilebilir bir düzenlemedir.

Öte yandan hükümde, ay ibaresinden, otuz günün anlaşılması gerektiği açığa kavuşturulmuş ise de bu sürenin borsada işlem yapılan iş günleri olarak belirlenmemesi de yukarıda açıkladığımız tartışmaların devam etmesine yol açacak niteliktedir. Bu durum sürenin son gününün bayram, hafta tatili ya da borsada alım ve satım işlemlerinin durduğu bir güne rastlanma olasılığını da beraberinde getirmektedir. Tüm bu değerlendirmeler ışığında II-23.3 Sayılı Tebliğ uyarınca, Yıldız Pazar'da işlem gören HAAŞ'ler açısından öngörülen bir aylık süre açısından belirsizlik yaratan hususlarda, yukarıda açıkladığımız II-23.1 Sayılı Tebliğ'e ilişkin görüşlere başvurulması isabetli olacaktır[828].

Payları borsada işlem görmesine karşın Yıldız Pazar'da işlem görmeyen HAAŞ'lerde ayrılma akçesinin hesaplanmasında ise, işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki son altı aylık dönemde borsada oluşan düzeltilmiş ağırlıklı fiyat ortalamasının esas alınacağı düzenlenmiştir. Ayrılma akçesinin belirlenmesi altı aylık sürenin dikkate

[827] Yıldız Pazar Grup 1 ve Grup 2'ye tâbi olan HAAŞ'ler için bkz. https://www.kap.org.tr/tr/Pazarlar , (Erişim T.: 08.08.2020).

[828] Bkz. yuk. s. 253 vd.

alınması, II-26.1 Sayılı Pay Alım Teklifi ile çıkarma ve satma hakkı açısından kabul edilen süreler ile uyumlu bir düzenleme olmuştur. Öte yandan öngörülen süre, payın altı aylık boyunca izlediği seyri yansıtması sebebiyle piyasa koşullarında kısa dönemde meydana gelen değişikliklerden de daha az etkilenmiş bir fiyata ulaşmayı sağlayacak olup isabetli bir düzenlemedir.

Payları borsada işlem gören şirketlerde ayrılma akçesinin tespit edilmesinde, HAAŞ paylarının Yıldız Pazar'da işlem görüp görmemesine göre dikkate alınan süreler değişiklik gösterse de her durumda, II-23.1 Sayılı Tebliğ'de olduğu gibi, önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklanmasından önceki bir sürece dair hesaplama yapılmaktadır. Önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklama tarihine ilişkin esaslar ise, II-23.3 Sayılı Tebliğ'in farklı hükümlerinde düzenlenmiştir. Bu bağlamda Tebliğ m. 8/1 hükmünde belirtilen hususları taşıyan yönetim kurulu kararının kamuya açıklanma tarihi; bu tarihten önce HAAŞ ve yetkilileri tarafından kamuya açıklama yapılmış ise bu tarihin dikkate alınması gerekmektedir.

Bu noktada II-23.1 Sayılı Tebliğ'den farklı olarak kamuya açıklamanın hiç yapılmamış olması ya da kanunen yapılması gereken platform dışında başka bir yerde yapılmış olması durumlarına da ayrı ayrı yer verilmemiştir. Söz konusu olasılıkları II-23.3 Sayılı Tebliğ'in konuyu ele alış şekli ile açıklamak gerekmektedir. Tebliğ'in açık hükmüne göre önemli nitelikteki işlemin gerçekleştirilebilmesi için alınan yönetim kurulu kararının, genel kurul tarafından onaylanması gerekmektedir. Bu bağlamda ayrılma akçesi talep edilebilmesi için yeni bir şart olarak öngörülmüş ve kamuya açıklanma tarihi de bu yönetim kurulu kararının açıklanma tarihi olarak kabul edilmiştir. II-23.3 Sayılı Tebliğ ile kamuya açıklamanın yapıldığı tarihe odaklı bir düzenleme yapıldığından açıklamanın, yapılması gerekenden farklı bir platformda yapılması durumunda da bu tarihin dikkate alınması gerekecektir.

II-23.3 Sayılı Tebliğ'in açıklanmış önemli nitelikteki işlemler başlıklı geçici m. 1 hükmünde de kamuya açıklanma tarihine ilişkin birtakım açıklamalarda bulunulmuştur. Buna göre 27.06.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan işlemler II-23.1 Sayılı Tebliğ'e tâbi olacaktır. Ancak payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde ayrılma hakkının kullanılacağı paylar ve pay tutarlarının belirlenmesinde SPKn m. 24 hükmünü değiştiren Kanun'un Resmî Gazete'de yayımlandığı 25.02.2020 tarihine göre bir belirleme yapılmıştır. Buna göre 25.02.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan işlemlerde 25.02.2020 tarihi; 25.02.2020 tarihi ile 27.06.2020 tarihi arasında kamuya açıklanan işlemlerde de kamuya açıklanma tarihine göre ayrılma hakkının kullanılacağı paylar ve pay tutarları saptanacaktır. Bu tarihlere göre belirleme yapılırken takasın tamamlanmış olmasına bakılmaksızın eşleşmiş emirlerin dikkate alınması gerekmektedir.

II-23.1 Sayılı Tebliğ'in kamuya açıklanma ve kamuya açıklanmış sayılmaya ilişkin hükümleri, payları borsada işlem gören HAAŞ'lerin 25.02.2020 tarihi ile 27.06.2020 tarihleri arasında kamuya açıkladıkları işlemler sebebiyle, ayrılma hakkı kullanılabilecek payların tespit edilebilmesi açısından önemini korumaktadır. Hükümdeki açık düzenleme doğrultusunda, 25.02.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan işlemlerde 25.02.2020 tarihi; 27.06.2020 tarihinden sonra açıklanan işlemlerde II-23.3 Sayılı Tebliğ'e göre belirlenen tarih esas alınarak ayrılma hakkı kullanabilecek pay sahipleri ve pay tutarları tespit edilebilecektir. Yapılan düzenleme ile payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde hangi anda sahip olunan paylar için ayrılma akçesi talep edilebileceği konusunun açığa kavuşturulması isabetli bir çözüm olmuştur.

bb. Payları Borsada İşlem Görmeyen HAAŞ'ler Bakımından

SPKn m. 24/4 hükmü ile payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde "*satım fiyatının hesaplanmasına ilişkin usul ve esasların*" SPKr tarafından belirleneceği

düzenlenmiş; buna istinaden SPKr tarafından çıkarılan ikincil düzenlemeler ile de fiyatın tespit edilme yöntemi açığa kavuşturulmuştur.

Payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde hesaplamaya ilişkin daha köklü yenilikler getiren ve 27.06.2020 tarihinde yürürlüğe II-23.3 Sayılı Tebliğ'de, payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'ler açısından bazı yenilikler dışında, temel olarak aynı hesaplama yöntemi benimsenmiştir. Buna göre hem II-23.1 Sayılı hem de II-23.3 Sayılı Tebliğ hükümlerine göre payları borsada işlem görmeyen şirketlerde, ayrılma hakkı kullanım bedeli ile bedelin adil ve makul olduğunun tespiti amacıyla SPKr düzenlemelerine uygun bir değerleme raporu hazırlanması gerekmektedir. İlgili esas ve usullere göre hazırlanan değerleme raporu, önemli nitelikteki genel kurul gündemiyle birlikte açıklanmakta ve SPKr tarafından, raporun değerleme ilkelerine aykırılık taşıdığının tespit edilmesi halinde yeni bir rapor hazırlanması istenebilmektedir[829]. Çalışmamızın bu bölümünde payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde yapılacak hesaplamaya dair her iki düzenlemede yer verilen ortak hususlar ve II-23.3 Sayılı Tebliğ ile getirilen yenilikler birlikte incelenmektedir.

Payları borsada işlem gören HAAŞ'lerin aksine, payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde ayrılma hakkı kullanım bedeli olarak esas alınabilecek bir borsa fiyatı olmadığından doğrudan değerleme faaliyetleri önem kazanmaktadır[830]. II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 10/2 hükmünde belirtildiği üzere ayrılma hakkı kullanım bedelinin, ayrılma hakkının amacına uygun olarak adil ve makul olması gerekmektedir. Bu sebeple şirket ve pay değerinin doğru bir şekilde tespit edilmesi amacıyla doğru değerleme yöntemlerine başvurulması önem arz etmektedir[831]. SPKn m. 62/2 hükmü ile de bu amaç doğrultusunda, değerleme faaliyetlerinin güvenli ve bağımsız şekilde yürütülmesi,

[829] *Manavgat, HAAO*, s. 337.

[830] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 286.

[831] Ayrıntılı bilgi için bkz. yuk. s. 219 vd.

güvence sisteminin oluşturulması gibi hususlarda SPKr'nin, denetim, gözetim ve düzenleme yetkisine sahip olduğu belirtilmiştir. Anılan hükümde değerleme kuruluşlarının yetkilendirilmesi, yöneticiler ve çalışanların lisanslanması ile sicil bilgileri ve bilgilerin kamuya açıklanması bakımından da SPKr'nin yetkili olduğu belirtilmiştir.

Payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde ayrılma akçesini tespit etmek üzere hazırlanan değerleme raporunun, hangi usul ve esaslara tabi olacağının da açıklanması gerekmektedir. SPKn, II-23.1 Sayılı Tebliğ ve II-23.3 Sayılı Tebliğ hükümleri ile değerleme faaliyetlerinin nasıl gerçekleştirileceğine ilişkin bir düzenlemede bulunulmamış; konu, başka bir ikincil düzenleme ile açığa kavuşturulmuştur.

2499 sayılı SPKn döneminde çıkarılan ve uluslararası standartlara uygun değerleme yapılırken esas alınması gereken hususlar ile izlenilecek yöntemi düzenleyen Seri: VIII N. 45 Sayılı Tebliğ'i yürürlükten kaldıran III-62.1 Sayılı Tebliğ[832] m. 3 hükmüyle *"...Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulması zorunludur.*" esası benimsenmiştir. Hükmün devamında: "*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.*" ifadesine yer verilerek çelişki bulunması durumunda SPKr düzenlemelerinin öncelikle uygulanacağı da açığa kavuşturulmuştur.

Hükümde belirtilen "Uluslararası Değerleme Standartları"nın en güncel hâli 2017 tarihinde "Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi" tarafından hazırlanmıştır[833]. UDS'ye göre değerleme faaliyetleri; pazar yaklaşımı, gelir yaklaşımı ve maliyet

[832] III-62.1 Sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartlarına İlişkin Tebliğ, çalışmamızda "III-62.1 Sayılı Tebliğ" olarak anılacaktır, (RG. S.: 29966, RG. T.: 01.02.2017).

[833] Değerleme Yaklaşımı ve Yöntemleri ile ilgili olarak bkz. Uluslararası Değerleme Standartları 2017, https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf , (Erişim Tarihi: 14.05.2020).

yaklaşımı olmak üzere üç yöntem üzerinden yapılmaktadır. Pazar yaklaşımında, fiyat bilgisi elde edilebilir olan, aynı veya benzer varlıklarla karşılaştırmalarda bulunmak suretiyle değerleme yapılmaktadır. Gelir yaklaşımında, gelirler, nakit akışları ve maliyet tasarruflarının bugünkü değeri esas alınarak bir sonuca varılmaktadır. Bu bağlamda yukarıda esaslarını detaylı olarak açıkladığımız iskonto edilmiş (indirgenmiş) nakit akımları yöntemi de gelir yaklaşımı kapsamında değerlendirilmektedir[834]. Maliyet yaklaşımı ise, bir varlığın ikame ya da yeniden üretim maliyetinden tüm yıpranma paylarının düşülmesi ile değerleme yapılması esasına dayanmaktadır[835]. Tüm bu yöntemler değerlendirilerek adil ve makul fiyatı yansıtan bir değerleme raporunun belirlenmesi önem arz etmektedir.

Türk Hukukunda payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde değerleme raporu hazırlanırken daha çok indirgenmiş nakit akımları yöntemine başvurulduğu belirtilmektedir[836]. Ancak bu noktada, BB Tebliği m. 7/1 hükmüne dikkat çekilmesi gerekmektedir. Anılan hükme göre, taraflardan en az birinin HAAŞ olduğu birleşme ve bölünmelerde, şirketin ya da malvarlıklarının değeri ve değişim oranı hesaplanırken uzman kuruluş raporu alınması gerekmektedir. İlgili raporda da işleme taraf olan şirketlerin niteliklerine göre en az üç değerleme yöntemine başvurulması gerektiği düzenlenmektedir. Bu sebeple aslında üç değerleme yöntemi kullanılarak sonuca varılması, farklı kriterlere göre değerleme yapılması açısından isabetlidir.

Şirketler hukuku uygulamasında genellikle ayrılma hakkının kullanılabilmesi için SPKr'ya yapılan başvuru neticesinde, Kurul'un görüşü ile birlikte olması gereken ayrılma hakkı kullanım bedelinin de tespit edildiği görülmektedir[837]. Bu durum, gerçek fiyatı

[834] Bkz. yuk. s. 223 vd.

[835] Ayrıntılı bilgi için bkz. UDS 2017.

[836] *Semerci Vuraloğlu*, s. 412.

[837] *Bektaş*, s. 820.

belirlemeye yönelik doğru bir tespit yapılması ve uyuşmazlıkları en aza indirmesi bakımından önem taşımaktadır.

Değerleme raporunun hazırlanmasında hangi finansal tabloların esas alınacağını da II-23.1 Sayılı ve II-23.3 Sayılı Tebliğ açısından ayrı ayrı incelemek gerekmektedir. İlk olarak II-16.1 Sayılı Tebliğ m. 5/4 hükmünden hareketle savunulan bir görüşe değinilmesi gerekmektedir. İlgili hükme göre, pay sahibi sayısı nedeniyle paylarının borsada işlem görmesini istemeyen HAAŞ ortakları ayrılma hakkına sahip olmakta; ayrılma hakkının kullanılması neticesinde ödenecek fiyat da değerleme raporuna göre belirlenmektedir.

Anılan düzenlemede değerleme raporuna ilişkin detaylara yer verilmiş ve: *"…(K)urula başvuru tarihinden önceki dokuz aydan daha eski tarihli olmamak kaydıyla, ortaklığın Kurul düzenlemelerine göre hazırlanmış, bağımsız denetimden veya ara dönem finansal tablolar için özel bağımsız denetimden geçirilmiş finansal tabloları*"nın esas alınacağı belirtilmiştir. Bu sebeple II-23.1 Sayılı Tebliğ hükümlerinin uygulanacağı işlemlerde, SPKn m. 24 uyarınca payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde ayrılma akçesinin belirlenmesinde de aynı esaslar doğrultusunda hazırlanan finansal tabloların geçerli olabileceği ileri sürülmüştür[838].

27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan işlemlerde ise II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 14/2 hükmü ile önemli nitelikteki işleme dair yönetim kurulu kararının kamuya açıklanma tarihini esas alan bir değerleme raporu hazırlanması gerektiği belirtilmiştir. Bu bakımdan II- 16.1 Sayılı Tebliğ hükümlerinin kıyasen uygulanmasına gerek kalmayacak ve yönetim kurulu kararının kamuya açıklandığı tarihi esas alan bir değerleme raporuna göre hesaplama yapılacaktır. II-23.3 Sayılı Tebliğ ile getirilen bir başka yenilik ise değerleme raporu ile genel kurul tarihi arasında önemli bir değişiklik meydana gelmesi durumunda ek rapor hazırlanması gerektiğidir. Hazırlanan ek raporda ayrılma akçesi

[838] *Semerci Vuraloğlu*, s. 410.

olarak saptanan bedelin etkilendiği sonucuna varılması durumunda yeni belirlenen fiyat üzerinden hesaplama yapılacaktır. Öngörülen düzenleme, hangi tarihe ilişkin değerlemenin esas alınacağını ve önemli bir değişiklik olması durumunda ek rapor hazırlatılacağını açıkça ortaya koyması sebebiyle ihtiyaçlara cevap verir niteliktedir.

Değerleme raporunun ne kadar süreyle geçerli olacağı da II-23.1 Sayılı Tebliğ ile II-23.3 Sayılı Tebliğ hükümlerinin farklılaştığı bir başka konudur. II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 10/5 hükmüne göre, önemli nitelikteki işlemin yapılmayacağının anlaşılması ya da işlemden vazgeçildiğinin açıklanmasından bir yıl geçmesi durumunda, hükmün üçüncü ve dördüncü fıkralarında belirtilen fiyat belirlenmesine ilişkin sürecin yeniden başlayacağı ifade edilmiştir. Kanaatimizce hükmün üçüncü ve dördüncü fıkraları ile belirtilen esaslar, payları borsada işlem gören HAAŞ'ler bakımından önem arz etmektedir. Bu sebeple payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerin önemli nitelikte işlemi yapmaktan vazgeçmesi ya da yapmayacağını açıklamasından itibaren bir yıl geçmemiş olsa dahi ilk hesaplanan fiyat dikkate alınmaksızın, değerleme raporuna ilişkin sürecin yeniden işletilmesi daha isabetli olacaktır.

II-23.3 Sayılı Tebliğ'de ise ayrılma akçesi olarak belirlenen bedelin ne kadar süre ile geçerli olacağına ilişkin bir hükme yer verilmemiştir. II-23.1 Sayılı Tebliğ açısından benimsediğimiz görüş, kanun koyucunun II-23.3 Sayılı Tebliğ'i düzenleme şekli ile aynı yöndedir. Buna göre önemli nitelikteki işlemi yapmaktan vazgeçme ya da işlemin yapılmayacağının açıklanması durumunda geçen süre dikkate alınmaksızın her defa güncel fiyatın hesaplanması isabetli bir çözümdür.

cc. Ayrılma Akçesinin Hesaplanamaması Durumunda Başvurulabilecek Hukuki Yollar

Ayrılma hakkının kullanılmasına ve ayrılma akçesinin belirlenmesine ilişkin bir aykırılık tespit edilmesi durumunda uygulanacak yaptırımların, pay sahiplerinin ve

yatırımcıların menfaatini koruyacak nitelikte olması gerekmektedir. Bu doğrultuda gelişmekte olan bir piyasada seçilecek yaptırım, bir yandan yatırımcının sisteme güven duymasını sağlamalı, yatırımcının açısından korkutucu bir nitelik taşımamalı; "*ekonomik suça ekonomik ceza esası*" benimsenmeli ve hukuka aykırılığın niteliğine göre bir seçim yapılmalıdır[839].

Ayrılma hakkının kullanılmasında herhangi bir usulsüzlük bulunması ya da ayrılma hakkı kullanım bedelinin uygun belirlenmemesi durumlarında pay sahibinin açabileceği davalara ilişkin SPKn'da açık bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu durumda ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin süreçte meydana gelen hukuka aykırılıkların giderilmesi amacıyla açılabilecek davaları, benzer kurumlardaki usulsüzlükler ile karşılaştırarak incelemek isabetli olacaktır[840].

aaa. Aynen İfa Davası

Önemli nitelikteki işlemler nedeniyle ayrılma hakkını kullanamayan pay sahiplerinin aynen ifa davası açma haklarının olup olmadığı hususunu, çağrı yoluyla vekâlet ve hisse senedi toplanmasına uygun davranmayan bir HAAŞ'ye ilişkin Yargıtay kararı[841] ile bağlantılı olarak açıklamak gerekmektedir. Kararda, mevzuatta öngörülen

---

[839] *Çetin/Töremiş/Cantimur*, s. 224.

[840] *Ölekli*, s. 252.

[841] Yarg. 11. HD., 07.11.2003 T., 2003/3498 E., 2003/10556 K.: *"Sermaye Piyasası Kanunu'nun 16/A, 22/i ve k madde ve bentleri gereğince, Sermaye Piyasası Kurulu'nca yayınlanan IV seri 8 no'lu Tebliğ ile halka açık anonim ortaklıklarda çağrı yoluyla vekalet veya hisse senedi toplanmasına ilişkin kurallar belirlenmiştir. Anılan tebliğin 17.maddesi ile hisse senedi toplanması için çağrıda bulunma zorunluluğunu düzenlemiş olup, somut olayda davalı bakımından bu zorunluluğun koşullarının oluştuğu açıktır. Tebliğde çağrı zorunluluğu doğan paydaş, ya da paydaşların bu zorunluluğun gereği olan çağrıyı yapmaması halinde ne yapılması gerektiği konusunda açıklık yoktur. Ancak, bu konuda getirtilen düzenlemeler, halka açık anonim şirketlerde azınlıkta kalan ortaklara, ortaklıktan ayrılma hakkı tanımak amacıyla getirilmiş olup, dayanağı kanun hükümleri kamu düzenindendir. Bu nedenle zorunlu çağrı gereğinin yerine getirilmemesi halinde, tüm azınlık pay sahiplerine fırsat eşitliği sağlanması için, sadece bu konuda dava açan ortağın payının satılmasının sağlanmasına değil, yasa ve tebliğ doğrultusunda zorunlu aleni pay alım*

düzenlemelerin kamu düzeni ve azınlıkta kalan ortaklara ayrılma hakkı tanıma amacı ile getirildiği, zorunlu çağrının gereği gibi yapılmaması durumunda uygulanacak yaptırıma ilişkin açık bir kanun hükmü bulunmamasına karşın, tüm azınlık pay sahiplerinin gerekli korumadan yararlanabilmesi için zorunlu çağrı yapılması gerektiğine hükmedilmiştir.

Söz konusu Yargıtay kararının lafzı ve ruhu esas alındığı takdirde önemli nitelikteki işlemlerden doğan ayrılma hakkı ve zorunlu pay alım teklifi bakımından da benzer bir yaklaşım benimsenmesi gerekmektedir[842]. Bu meyanda ayrılma hakkının kullanılmasına engel olan şirkete ya da önemli işlemler nedeniyle zorunlu pay alım teklifinde bulunmayan tarafa, payların satın alınması konulu bir aynen ifa davası açılabilmelidir[843].

bbb. Ayrılma Hakkı Kullanım Bedelinin Tespiti Davası

SPKn ve SPKr Tebliğlerinde, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarı Taslağı[844]'nın aksine, payları borsada işlem gören ve görmeyen HAAŞ'lerde ayrılma hakkı kullanım bedelinin tespit edilebilmesine ilişkin, pay sahiplerinin başvurabileceği özel bir davaya yer verilmemiştir. Ancak benzer amaçlı bir düzenleme olarak TTK m. 141 hükmüne göre ayrılma akçesi öngörülmesi durumunda, ortaklık haklarının korunmadığı ya da ayrılma akçesinin uygun olmadığını iddia eden her pay sahibinin, TTK m. 191 hükmüne göre denkleştirme davası açabileceği düzenlenmiştir. Bu sebeple ayrılmaya ilişkin TTK, SPKn Tasarı Taslağı, SPKn ile Tebliğ hükümlerinin birlikte değerlendirilmesi ve HAAŞ'lerde

çağrısı yapılmasına karar verilmelidir. Bu itibarla, mahkemenin sadece davacının payının satın alınmasına karar vermesi yerinde olmayıp, zorunlu aleni pay alım teklifi çağrısı yapılmasına karar verilmesi gerektiğinden, davalı vekilinin temyiz itirazının kabulü ile hükmün bu nedenle davalı yararına bozulmasına karar vermek gerekmiştir.", (www.sinerjimevzuat.com).

[842] *Ölekli*, s. 253.

[843] *Ölekli*, s. 253.

[844] Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı metni için bkz. https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/859 , (Erişim T.: 13.05.2020).

ayrılma hakkı kullanım bedelinin uygun belirlenmediğini iddia eden pay sahiplerinin, dava açma haklarının olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir.

Konuyla ilgili değinilmesi gereken ilk husus, pay sahiplerinin dava açma hakkına ilişkin 09.03.2012 tarihinde kamuoyunun görüşüne sunulan SPKn Tasarı Taslağı ile SPKn arasındaki farklılıktır. Taslak metni m. 24 hükmünde, SPKn'da olduğu gibi ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin şekli şartlar sıralanmış; adil değerin belirlenmesi ve ödenmesi gibi konularda SPKr'nun yetkili olduğu belirtilmiştir.

Taslak'ta SPKn'dan farklı olarak, adil bedelin düşük olduğunu ileri süren pay sahiplerine bedel tespit davası açma hakkı tanınmış ve mahkeme kararının da tüm pay sahiplerine uygulanabileceği düzenlenmiştir. Ancak TBMM Başkanlığı'na sunulan 02.05.2012 tarihli Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile 1/638 esas numaralı 16.10.2012 tarihli TBMM Alt Komisyon Raporu ve 23.10.2012 tarihli Plan Bütçe Komisyon Raporu'nda yer alan Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı'nda; taslak hükmü, yürürlükteki SPKn m. 24 hükmüne dönüştürülmüştür[845]. Hükümde yer verilmemiş ise de doktrinde pay bedelinin yanlış hesaplanması ya da adil ve makul olmaması gibi sebepler uyarınca pay sahiplerine dava açma hakkı tanınması gerektiği ileri sürülmektedir[846].

Payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde ayrılma hakkı kullanım bedelinin nasıl belirleneceği, II-23.1 Sayılı Tebliğ hükümlerinde detaylı olarak açıklanmıştır. Ancak bedelin hesaplanması bakımından başlangıç noktası olarak kabul edilen kamuya açıklama tarihinin, doğru tespit edilememesi ya da ilgili usullere uyulmaması durumları, ilgili bedellerin hatalı olarak saptanmasına sebep olabilecek niteliktedir[847]. Bununla birlikte payları borsada işlem gören şirketlerde, borsa değeri oluşmaması durumunda hazırlanan değerleme raporunun adil değeri yansıtmaması da dava açılmasını gerektiren bir başka

[845] Taslak metnindeki değişiklik hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Semerci Vuraloğlu*, s. 398, dn. 1323.

[846] *Semerci Vuraloğlu*, s. 428; *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı*, s. 43.

[847] *Semerci Vuraloğlu*, s. 429, dn. 1423.

hususdur[848]. Payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde ise ayrılma hakkı kullanım bedeli, değerleme raporu ile tespit edildiğinden; rapor ile belirlenecek bedeli uygun bulmayan pay sahiplerinin dava açma imkânlarının bulunduğu ileri sürülmektedir[849].

Konunun karşılaştırmalı hukuk açısından da değerlendirilmesi gerekmektedir. Ayrılma akçesine ilişkin birçok esasın ortaya konulduğu Amerikan Hukukunda *MBCA* düzenlemesine göre, ödenecek bedeli uygun bulmayan pay sahiplerinin, doğru bedelin tespiti için ek ödeme talep edebilmeleri; şirket tarafından talebin kabul edilmemesi halinde ise pay bedelinin tespiti davası açabilecekleri kabul edilmiştir[850]. Ancak *Delaware* Hukukunda, daha farklı bir sistem benimsenmiş, ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahiplerinin, şirketin genel kurul kararının verilmesinden belirli bir süre sonra pay bedelini tespit davası açmaları gerektiği düzenlenmiştir. Hangi pay sahiplerinin ayrılma hakkına sahip olduğunu re'sen araştıran mahkemenin, adil değeri belirlemesi bakımından bir yöntem belirtilmemiş olsa da ilgili tüm unsurları dikkate alarak hesaplama yapması gerektiği ifade edilmiştir[851].

Türk Hukukunda ise dava açılabilmesine dair bir görüş, pay sahibinin ödemeyi ihtirazî kayıtla kabul etmesi ve davayı daha sonra açması gerektiği yönündedir[852]. Ancak bir başka görüş de mevzuatta bulunmayan şartlara yer vermenin uygun olmayacağı ve ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin sürelerin de emredici nitelikte olmaması sebebiyle her iki HAAŞ pay sahiplerinin dava açabilmelerinin mümkün olduğu yönündedir[853].

Bedel tespit davasının, Hukuk Muhakemeleri Kanunu m. 105 vd. ile düzenlenen dava çeşitlerinden hangi başlıkta değerlendirileceği konusu da doktrinde tartışmalıdır.

---

[848] *Semerci Vuraloğlu*, s. 429.

[849] *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 43; *Bektaş*, s. 818.

[850] Konuya ilişkin *MBCA* hükümlerinin değerlendirilmesi için bkz. *Özdoğan, Ayrılma Hakkı*, s. 33-34.

[851] Konuya ilişkin *Delaware* hükümlerinin değerlendirilmesi için bkz. *Özdoğan, Ayrılma Hakkı*, s. 34.

[852] *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 43.

[853] *Kaya, Ayrılma Hakkı*, s. 303-304.

HMK m. 105 hükmüne göre eda davası; davacının bir işi yapmayı, yapmamayı ya da bir şeyin verilmesini talep ettiği davadır. HMK m. 106 hükmü ile düzenlenen tespit davası ise, bir hak ya da hukuki ilişkinin varlığı ya da yokluğu ile belgenin sahte olup olmadığının tespitine ilişkindir. HMK m. 108 ile düzenlenen inşaî (yenilik doğuran) dava da mahkemeden yeni bir hukuki durum yaratılması, değiştirilmesi ya da kaldırılmasının talep edildiği davadır[854].

Bir görüşe göre ayrılma hakkı kullanım bedelinin adil olmadığının tespit edilmesinden sonra mahkeme tarafından yeni bir bedel belirlenmesi sebebiyle açılan dava, eda davası niteliği taşımaktadır[855]. Ancak bedel tespiti davasında, eda davasına ilişkin talep sonucunun tam olarak belirli olması şartının sağlanmadığı ileri sürülmektedir[856]. Her ne kadar bir uyuşmazlıkta, satış bedelinin ödenmesine karar verilmesi durumu eda davası olarak nitelendirilse[857] de edimin belirsizliği bu nitelemeye engel olmaktadır.

Bir diğer görüş ise bedel tespit davasının, yenilik doğurucu (inşaî) nitelik taşıdığı yönündedir[858]. Buna göre inşai dava açılması ile pay sahibi bir hakkını kullanmakta ve mahkeme kararı, icra edilmesine gerek kalmadan kendiliğinden etki doğurmaktadır. Gerçekten mahkeme, davanın kabulüne karar verirse inşai bir etki doğacak ve bu etki, kararın kesinleşmesi ile kendiliğinden gerçekleşecek; kararın ayrıca ilamlı icraya konu edilmesine gerek kalmayacaktır[859]. Öte yandan, ayrılma akçesinin tespit edilmesi, inşai

---

[854] Dava çeşitlerine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. *Arslan*, Ramazan/*Yılmaz*, Ejder/*Taşpınar Ayvaz*, Sema/*Hanağası* Emel: *Medeni Usul Hukuku*, 4. Baskı, Ankara: Yetkin 2018, s. 293 vd.; *Tanrıver*, Süha: *Medeni Usul Hukuku Cilt I*, Ankara: Yetkin 2016, s. 566 vd.; *Kuru*, Baki/*Budak*, Ali Cem: *Tespit Davaları*, 2. Baskı, İstanbul: On İki Levha 2010, s. 45 vd.

[855] *Kaya, Ayrılma Hakkı*, s. 305

[856] *Semerci Vuraloğlu*, s. 430.

[857] *Kuru/Budak*, s. 46.

[858] *Sönmez, Ayrılma Hakkı*, s. 157; *Semerci Vuraloğlu*, s. 430.

[859] *Tanrıver*, s. 572; *Kuru/Budak*, s. 60; *Arslan/Yılmaz/Taşpınar Ayvaz/Hanağası*, s. 303 vd.

davaların daha çok geleceğe yönelik etki doğurması ile de uyumlu bir sonuçtur[860]. Buna göre inşai etki, geleceği kapsadığından hükmün şekli anlamda kesinleşmesinden sonra da etkisini sürdürmektedir[861].

Tüm bu sebeplerle biz de payları borsada işlem gören ve görmeyen HAAŞ'lerde ayrılma akçesinin doğru hesaplanmaması ya da adil veya makul olmaması sebebiyle açılan bedel tespit davasının inşai dava olduğu görüşüne katılmaktayız. Bu durum, kanun koyucunun kamu düzenini sağlama ve bazı hukuki durumların şüphesiz hale gelmesi amacıyla açılmasını öngördüğü inşai davaların sistematiğine de uygundur[862].

Açıklanması gereken bir başka konu ise davanın hangi sürede açılabileceğidir. TTK m. 191 hükmü ile düzenlendiği üzere, ayrılma akçesinin uygun belirlenmemesi durumunda denkleştirme davası, yapısal değişiklik kararının TTSG'de ilânından itibaren iki ay içinde açılabilmektedir. Sermaye piyasası mevzuatında boşluk bulunan bedel tespit davasının ilk etapta bu süreye tâbi olduğu düşünülebilirse de sermaye piyasası hukukunun sistematiği TTK m. 191 hükmünü kıyasen uygulamak sakıncalı olabilecektir. Bu sebeple biz de doktrinde ileri sürülen, TTK m. 445'te yer alan üç aylık hak düşürücü sürenin esas alınmasına ilişkin görüşü desteklemekteyiz[863].

Öte yandan kararın, dava açmayan pay sahipleri açısından etkisi bulunup bulunmadığının da belirlenmesi gerekmektedir. Doktrinde davanın, dava açmayan pay sahipleri için sonuç doğurabileceğine ilişkin açık bir düzenleme olmaması nedeniyle ancak emsal karar niteliğinde olacağı savunulmaktadır[864]. Bedel tespit davası, denkleştirme davasına ilişkin TTK m. 191/2 hükmünden farklı olarak "*erga omnes"* etki

[860] *Tanrıver*, s. 571; *Kuru/Budak*, s. 52.

[861] Bu durum kesin hüküm ve inşai etki arasındaki farklardan biridir. Zira kesin hükmün etkisi, geçmiş ve şimdiki zaman odaklıdır. Konunun değerlendirmesi için bkz. *Kuru/Budak,* s. 50.

[862] *Arslan/Yılmaz/Taşpınar Ayvaz/Hanağası*, s. 304.

[863] *Semerci Vuraloğlu*, s. 431-432.

[864] *Kaya, Ayrılma Hakkı*, s. 306.

değil; genel kuralı ortaya koyan HMK m. 303 hükmü uyarınca ancak davanın taraflarını etkileyecek bir etki doğurmaktadır[865].

Dava açılması durumunda izlenilecek usul kurallarının belirlenmesi ise konunun bir başka boyutunu oluşturmaktadır. Açılan davada davacı sıfatı, ayrılma hakkını kullanmak üzere bildirimde bulunan pay sahibine; davalı sıfatı da yeni kurulan ya da devralan şirkete ait olmaktadır[866]. Davada uygulanacak usul kurallarına ilişkin özel bir düzenleme bulunmadığından genel kurallara başvurulması ve dava açılırken davacı tarafından karşılanan dava masraflarının, karara göre kısmen ya da tamamen davalıya yükletilebilmesi mümkündür[867].

II-23.3 Sayılı Tebliğ'de de konuya ilişkin açık bir düzenlemeye yer verilmediğinden pay sahiplerinin bedel tespit davasını açabileceğine ilişkin görüş ve açıklamalar, II-23.3 Sayılı Tebliğ'in uygulanacağı dönem açısından da geçerliliğini korumaktadır.

B. Ayrılma Akçesinin Ödenme Şekli

a. TTK Düzenlemesi Açısından

aa. Nakden Verilme Zorunluluğu Olmaması

TTK m. 141 uyarınca ödenecek ayrılma akçesinin türü konusunda hükümde bir açıklık bulunmamasına karşın; Gerekçe'de ödemenin, nakit olması gerekmediği; bir şirketin payı, pay senedi, menkul değeri ya da değiştirilebilir tahvilin de ayrılma akçesi olarak verilebileceği ve böylece üç köşeli birleşmelere imkân tanındığı belirtilmiştir[868]. Bu bakımdan nominal değerin üzerinde çıkarılan primli payların da devrolunan şirket pay

[865] *Semerci Vuraloğlu*, s. 432.

[866] *Kaya, Ayrılma Hakkı*, s. 307.

[867] *Kaya, Ayrılma Hakkı*, s. 309.

[868] Bkz. Gerekçe m. 141.

sahiplerine verilmesi mümkündür. Ancak bu durumda birleşme sözleşmesinde gösterilen esas sermaye aynı tutularak birleşmeye taraf olmayan azınlığın pay oranı dikkate alınmalı ve prim oranı düşürülmelidir[869].

Konuya tescile ilişkin TTK m. 32/4 hükmü açısından değinmek de faydalı olacaktır. Anılan hüküm: "*Çözümü bir mahkeme kararına bağlı bulunan veya sicil müdürü tarafından kesin olarak tescilinde duraksanan hususlar, ilgililerin istemi üzerine geçici olarak tescil olunur. Ancak, ilgililer üç ay içinde mahkemeye başvurduklarını veya aralarında anlaştıklarını ispat etmezlerse geçici tescil resen silinir. Mahkemeye başvurulduğu takdirde kesinleşmiş olan hükmün sonucuna göre işlem yapılır."* şeklindedir.

Buna göre, tescil esnasında ayrılma akçesinin türünün belirli olmaması durumunda, geçici tescil yapılabilecek ve bu sayede birleşme sonrası ayrılan pay sahibine ayrılma akçesi ödenmeme riski ile devralan şirketin yapacağı sermaye artırımına ilişkin belirsizlik ortadan kalkmış olacaktır[870]. İlgililerin, üç ay içinde mahkemeye başvurmamaları ya da aralarında anlaşmamaları durumunda geçici tescilin re'sen silinmesi sebebiyle üç ay içinde bildirimde bulunulması önem taşımaktadır. Ancak birleşme sözleşmesinde, ayrılma akçesi ifa edilmeden birleşmenin tescil edilmeyeceği öngörülmüş ise tescilin yapılabilmesi için öncelikle ayrılma akçesinin ödenmesi gerekecektir[871].

Değinilmesi gereken bir başka husus ise nakit, menkul kıymet, pay ya da pay senedi olarak ödenmesi mümkün olan ayrılma akçesinin belirlenmesinde, ekonomik değerin değil de hukuki değerin esas alınması yoluyla üç köşeli/üçlü birleşme kurumunun

[869] *Ulusoy*, s. 89.

[870] *Bora*, s. 43.

[871] *Bora*, s. 43.

(*Dreiecksfusion*) hukukumuza kazandırılmış olmasıdır[872]. Buna göre ayrılma akçesi talep eden pay sahibine ayrılma akçesi olarak devralan ya da yeni kurulan şirketten farklı bir şirkete ait payların verilmesi ile üç köşeli birleşme işlemi gerçekleştirilmektedir[873].

Üç köşeli birleşmeyle ayrılan pay sahibinin, birleşmenin tarafı olmayan başka bir şirkette pay sahibi olması öngörüldüğünden bu durum, pay sahipliğinin devamlılığı olarak anlaşılmamalıdır. Özellikle İsvBirK Gerekçesi'nde ve İsviçre doktrininde detaylı olarak tartışılan üç köşeli birleşmelerde de pay sahibine genellikle şirketler topluluğundaki bir başka şirkete ait payların verildiği gözlenmiştir[874]. Buna göre payları satın alınacak şirketin payları hesaplanırken birleşme dışında belirleme yapılması gerektiği; aksi durumun, vergi açısından da sakıncalı olabileceğine işaret edilmektedir[875].

Öte yandan nakit ya da borsaya kote edilmiş paylardan başka değerlerin ayrılma akçesi olarak verildiği durumlarda, eşit işlem ilkesine dikkat edilerek tarafların menfaatlerinin korunması gerekmektedir. Gerçekten zorunlu ayrılma akçesinin kolaylıkla satılabilen malvarlığı değerlerinden oluşması sebebiyle eşit işlem ilkesine dikkat edilmemesi ifanın geçersiz sayılması ile sonuçlanabilecektir[876].

Ayrılma akçesinin, birleşme sebebiyle ayrılan ortağın pay ve haklarının sona ermesi sebebiyle verilen bir karşılık olduğu dikkate alındığında, nakit ya da likidite

---

[872] Bkz. Gerekçe m. 141/1. *Pulaşlı*, üç köşeli birleşmeyi, bir yavru şirketin, üçüncü bir şirket tarafından devralınması durumunda, yavru şirketin pay sahiplerinin, yavru şirket yerine ana şirket paylarını edinmeleri şeklinde açıklamaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Pulaşlı, Şerh I*, s. 223. Bu bağlamda devralan şirket pay sahipleri, devrolunan şirket payı yerine devralan yavru şirketin ana şirketinin paylarını edinmektedir. Bkz. *İpekel Kayalı*, s. 270, dn. 1091; *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I*, s. 126 vd.; *Develi*, s. 455.

[873] *Pulaşlı, Şerh I*, s. 223.

[874] *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I*, s. 127; *İpekel Kayalı*, s. 270, dn. 1091.

[875] *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I*, s. 127. Devrolunan şirketin birleşmeye katılmayan ortaklarına verilecek ayrılma akçeleri tespit edilir ve bu bedel ile ana şirketin payları satın alınırsa bir sorun doğmayacaktır. Ancak payları satın alınacak şirket pay değerlerinin, birleşmenin dışında belirlenmemesinin, vergi hukuku açısından sakıncalı olduğu yönünde bkz. *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I*, s. 127.

[876] *İpekel Kayalı*, s. 270.

özelliği yüksek bir malvarlığı belirlenmesi, ayrılma hakkının amacına uygun olacak; bu özellikleri taşımayan değerlerin öngörülmesi ise pay sahiplerinin ayrılma hakkına başvurmaktan imtina etmesine yol açacaktır. Bu esaslara göre ayrılma akçesi olarak pay sahiplerine verilmesi gereken edimin, bir kısmının nakit bir kısmının da pay, pay senedi ya da menkul kıymet olarak ödenmesinin önünde bir engel bulunmamaktadır[877].

Konuyu, ayrılma akçesinin türünün belirtilmediği hâkim pay sahibinin satın alma hakkı açısından da incelemek gerekmektedir. TTK m. 141 hükmünde olduğu gibi TTK m. 208 hükmünde de ayrılma akçesinin türü belirtilmemiş olmasına rağmen ödemenin yalnız nakit olarak yapılabileceği ileri sürülmektedir[878]. Bu sebeple hâkim pay sahibinin nakit dışı başka vasıtalarla ödeme yapmak istemesi durumunda, birleşmede ayrılma akçesi öngörülmesinin daha avantajlı olacağı savunulabilir[879].

Ayrılma akçesinin türünü belirlemeye yönelik şirkete tanınan serbesti, pay sahiplerinin menfaatlerine uygun olarak kullanılmalıdır. Nitekim anonim şirketin haklı nedenle feshi davasında, fesih yerine pay sahibine payının gerçek değerinin ödenmesine karar verilmesi durumunda, TTK m. 141 düzenlemesine benzer şekilde ödemenin, para dışında başka vasıtalarla da yapılabileceği belirtilmiştir. Ancak doktrinde nakit dışında yapılan ödemeler bakımından ayrılan ortağın menfaatleri göz önünde bulundurularak bir tercih yapılmasının isabetli olacağı ifade edilmektedir[880]. Kanaatimizce TTK m. 141 düzenlemesi bakımından da benzer bir yorumun kabul edilmesi ve ayrılma hakkını

---

[877] *İpekel Kayalı*, s. 271. Karşı görüşte olan *Ulusoy* ise, pay sahiplerine ayrılma akçesi olarak verilecek edimin, kural olarak para olduğunu; para dışında menkul kıymet ya da pay verilmesi durumunda ise bunların kolaylıkla paraya çevrilebilmesi gerektiğini ifade etmektedir. Bu sebeple yazar, devri genel kurul onayını gerektiren limited şirket payları ile bir başka anonim şirketin nama yazılı paylarının ayrılma akçesi olarak öngörülemeyeceğini savunmaktadır. Bkz. *Ulusoy*, s. 95.

[878] *Çelik, Çıkarılma*, s. 195.

[879] *Çelik, Anonim Şirket*, s. 270.

[880] *Şahin*, s. 476.

kullanmak isteyen pay sahibinin menfaatlerine uygun düşen bir karşılığın verilmesi gerekmektedir.

bb. İstisnai Durumlar

TTK m. 141 uyarınca ayrılma akçesinin ifasında, nakden ödeme zorunlu olmamakla birlikte bazı istisnai durumlarda, yalnız nakden ödeme geçerli bir ifa olarak kabul edilmektedir. Ayrılma akçesinin nakit olarak belirlenmesinin zorunlu olmadığına ilişkin kuralın ilk istisnası, kolaylaştırılmış usulde birleşmelere ilişkindir. Bu bağlamda TTK m. 155/2-a hükmü uyarınca, kolaylaştırılmış usulde birleşmelerde düzenlenmesi kanunen zorunlu olan seçimlik ayrılma akçesinin, ancak nakdî olarak kararlaştırılması gerekmektedir.

Bir başka istisnai durum ise taraflardan en az birinin HAAŞ olduğu birleşmelerde ayrılma akçesinin; nakit, menkul kıymet ya da kısmen nakit kısmen menkul kıymet olarak verilmesi gerektiğine ilişkin II-23.2 Sayılı BB Tebliği'nin m. 12/3 hükmüdür. Anılan hükmün ilk cümlesi: "*Birleşme sözleşmesinde TTK'nın 141 inci maddesi çerçevesinde ayrılma akçesinin öngörülmesi durumunda; ayrılma akçesinin Türk Lirası cinsinden nakit, menkul kıymet veya kısmen nakit kısmen menkul kıymet olarak belirlenmesi mümkündür*." şeklindedir. Hükmün devamında ise pay sahibinin talebi üzerine ayrılma akçesinin ancak nakden ödenebileceği; ödemenin tamamen ya da kısmen menkul kıymet olarak gerçekleştirilmesi durumunda ise menkul kıymetin borsada işlem görmesi gerektiği ifade edilmiştir.

Birleşmeye katılan şirketlerden en az birinin HAAŞ olması durumunda, özel hüküm içeren sermaye piyasası mevzuatının öncelikle uygulanması sebebiyle nakden ödemeye öncelik verilmesi; menkul kıymet olarak ödeme yapılacak ise de tercihin, borsada işlem gören menkul kıymetlerden yana olması gerekmektedir.

b. Sermaye Piyasası Mevzuatı Açısından

Sermaye piyasası mevzuatına göre hesaplanan ayrılma akçesinin hangi şekilde ödeneceği II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 10/7 hükmü ve bu hükmün tekrarı niteliğinde olan II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 14/4 hükümlerinde düzenlenmiştir. Anılan düzenlemelerde: "*Ayrılma hakkının bedelinin tam ve nakden ödenmesi zorunludur*." ifadelerine yer verilmiştir. Bu sebeple TTK m. 141 uyarınca, ayrılma akçesinin farklı türlerde öngörülebileceğine ilişkin esas, HAAŞ'lerin talep edebileceği ayrılma hakkı kullanım bedeli açısından benimsenmemiştir.

C. Ayrılma Akçesinin Ödeneceği Kaynak ve Şirketin Kendi Paylarını Edinmesi Sorunu

a. TTK Düzenlemesi Açısından

aa. Ayrılma Akçesinin Ödeneceği Kaynak

TTK m. 141 hükmünde, TTK'nın ayrılma ile sonuçlanan diğer düzenlemelerinden farklı olarak ayrılma akçesinin kim tarafından ve hangi kaynak ile ödenmesi gerektiğine ilişkin bir açıklamaya yer verilmemiştir. Bu hususta ilk olarak TTK m. 531 hükmüne göre, anonim şirketin haklı nedenle feshi davasında mahkemece, fesih yerine pay sahibinin ayrılmasına karar verilmesi durumuna değinmek gerekmektedir. Anılan hükümde pay sahibinin paylarının gerçek değerine ilişkin ödemenin, şirket tüzel kişiliği tarafından ve nakden yapılacağı açıkça belirtilmiştir.

Ancak, TTK m. 141/1 hükmünün gerekçesinin aksine, TTK m. 531 hükmünde, ödemenin serbestçe tasarruf edilebilir özkaynaklar ile yapılmasına ilişkin bir açıklama bulunmadığından; payın paraya çevrilmesi, esas sermayeyi aşan kısımdan karşılanması ya da esas sermayenin azaltılması suretiyle pay sahibine ödeme yapılabilmesine dair bir sınırlamaya da yer verilmemiştir. Bu bakımdan ayrılma akçesinin ödeme kaynağı ve

ödeme yapabilecek kişiler gibi konularda, benzer kavramların kıyasen uygulanacak hükümlerinin özel olarak seçilmesi önem taşımaktadır.

TTK m. 141 hükmünde, ödemenin kaynağı açıkça düzenlenmemiş ise de maddenin gerekçesinde, ayrılma akçesinin nakden ödenmesi durumunda serbestçe tasarruf edilebilir yedeklerden karşılanması ve sermayenin iadesine yol açmaması gerektiği belirtilmiştir. Ancak ödemenin kim tarafından yapılacağı konusunda Gerekçe'de de bir düzenleme bulunmamaktadır[881] . Doktrinde bir görüşe[882] göre ayrılma akçesi, en doğal çözüm olarak devrolunan şirket tarafından ödenmeli; ancak devralan şirket ya da pay sahiplerinin bir kısmı tarafından yapılan ödeme de geçerli olmalıdır.

Karşı yöndeki bir görüş[883] ise ayrılma akçesinin, sermayenin iadesine yol açmaması adına, devralan ya da yeni kurulan şirket tarafından sermaye artırımı ya da esas sermayenin belirlenmesinden önce ödenmesi gerektiğine yoğunlaşmaktadır. Bir diğer görüş[884] de ayrılma akçesinin sermayenin iadesi niteliği taşıması sebebiyle ödeyen şirketin, en geç birleşmenin hukuken geçerlilik kazandığı anda serbestçe tasarruf edilebilir özvarlığa sahip olması gerektiğini belirtmektedir. Ancak TTK'nın konuyu düzenleme şeklinden hareketle konunun birleşme sözleşmesinde düzenlenmesi önünde de bir engel bulunmamaktadır. Bu doğrultuda ödemenin, birleşmeye katılan şirketlerin ayrılmada kullanmak amacıyla ayırdıkları paradan da yapılabileceği ifade edilmektedir[885].

---

[881] Bkz. Gerekçe m. 141.

[882] *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 703. *Karababa* da satın alma hakkı ve ayrılma akçesini karşılaştırmalı olarak incelerken, satın alıma hakkında bedelin hâkim pay sahibi tarafından; ayrılma akçesinde ise devrolunan şirket tarafından ödendiğine işaret etmekte ve bu hususun her iki kurum açısından bir farklılık yarattığını belirtmektedir. Bkz. *Karababa*, s. 184.

[883] *Özatlan, Denkleştirme Davası*, s. 140. Devralan ya da yeni kurulan şirketin yedek akçelerinden ödeme yapılmasına ilişkin bkz. *Al Kılıç*, s. 52.

[884] *İpekel Kayalı*, s. 272.

[885] *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I*, s. 143.

Ayrılma akçesinin ödenebileceği serbestçe tasarruf edilebilir özvarlık kavramından, şirketin belirli bir amaca özgülenmemiş yedek akçeleri anlaşılmaktadır. Bir başka deyişle ayrılma akçesinin ödenebileceği özvarlık, herhangi bir kullanım amacına özgülenmemiş, pay sahipleri tarafından istenildiği zaman kullanılabilecek yedek akçelere karşılık gelmektedir[886]. Gerekçe'de belirtildiği üzere, ayrılma akçesinin nakden ödenmesi durumunda, serbestçe tasarruf edilebilir yedeklerden karşılanması ve sermayenin iadesine yol açmaması gerekmektedir[887]. *Tekinalp,* konunun Kanun'da katı hükümlerle düzenlenmediğini; ancak ödemenin birleşmenin tarafı olan şirketlerce ayrılma akçesi olarak ayrılan fondan yapılabileceğini ifade etmektedir[888].

Ayrılma akçesinin, serbestçe tasarruf edilebilir yedeklerden karşılanması gerektiği belirtilse de kullanılabilecek yedek akçe miktarına ilişkin herhangi bir açıklamada bulunulmaması, konuya ilişkin bir başka belirsizliktir[889]. Doktrinde, birleşmeye taraf olan şirketlerin birleşme anında sahip oldukları serbestçe tasarruf edilebilir sermaye miktarı aşılmadan ödemenin gerçekleştirilmesi gerektiği ileri sürülmektedir[890].

Serbestçe tasarruf edilebilir yedek akçe bulunmaması durumunda, ayrılma akçesine ilişkin ödemelerin hangi kaynak üzerinden yapılacağı da belirlenmelidir. Doktrinde, yedek akçe bulunmaması durumunda ayrılma akçesi ödenemeyeceği savunulmaktadır[891]. Buna göre ayrılma akçesi, serbestçe tasarruf edilebilir yedekleri aşmayacak şekilde belirlenmeli; aşan kısım geçersiz olmalı ve seçim hakkı bulunan pay

---

[886] *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu*), *Ortaklıklar I,* s. 134.

[887] *Pulaşlı, Şerh I,* s. 224.

[888] *Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I,* s. 143.

[889] *Çoştan, Yeniden Yapılanma*, s. 176.

[890] *Çoştan, Yeniden Yapılanma*, s. 176.

[891] *Sızır*, s. 14; *Al Kılıç*, s. 52; Nakdi olarak ödenecek ayrılma akçesine ilişkin yeterli yedeklerin bulunmaması durumunun ayrılma akçesi öngörmek bakımından engel ya da sınır oluşturabileceği yönünde bkz. *Göktürk*, s. 645.

sahiplerine de aykırılıkla orantılı bir indirim yapılması gerekmektedir[892]. Tüm bu açıklamalar ışığında bizce de, ayrılma akçesine ilişkin ödemenin serbestçe tasarruf edilebilir yedeklerden karşılanması; bu miktarı aşan kısma dair belirlemenin de geçersiz olması gerekmektedir.

bb. Ayrılma ile Şirketin Kendi Paylarını Edinmesi Sorunu

Ayrılma hakkının kullanılması ile birleşmeye taraf olmayan pay sahiplerinin payları, şirket tarafından satın alındığından şirketin, kendi paylarını edinmesine ilişkin sınırının belirlenmesi önem taşımaktadır. Bu bağlamda TTK m. 379 vd. hükümlerine göre, bir şirketin kendi paylarını edinmesinde %10 olarak belirlenen sınırın, ayrılma akçesi karşılığında payların edinilmesindeki etkisini incelemek gerekmektedir.

Konuya ilişkin karşılaştırmalı hukuk düzenlemelerinden Alman ve İsviçre Hukukunda, açık bir düzenleme bulunmaması sebebiyle şirketin paylarını edinmesinde %10'luk sınıra uyulup uyulmayacağı hususu tartışmalı olup[893] benimsenen görüşler, ilgili hükmün, düzenleyici ya da emredici nitelikte kabul edilmesine göre temellendirilmektedir[894].

Türk Hukukunda da konuya ilişkin görüş birliği bulunmamaktadır. Savunulan ilk görüş[895], ayrılma akçesi neticesinde edinilen payların elden çıkarılacağı varsayımından hareket etmektedir. Buna göre birleşmeye katılan şirketlerin serbestçe tasarruf edilebilir yedeklerinin yeterli olması durumunda %10'luk sınıra uyulmasına gerek bulunmamakta; ancak payların elden çıkarılmama olasılığı karşısında, bu hususun açıkça düzenlenmesi gerekmektedir[896]. Öte yandan TTK m. 385 hükmünde: "*379 ilâ 381 inci maddelere aykırı*

[892] *Çoştan, Yeniden Yapılanma*, s. 177-178.

[893] *İpekel Kayalı*, s. 272.

[894] *Çoştan, Yeniden Yapılanma,* s. 178.

[895] *Çoştan, Yeniden Yapılanma,* s. 179.

[896] *Çoştan, Yeniden Yapılanma,* s. 179; *Koşer*, s. 383.

bir şekilde iktisap edilen veya rehin olarak alınan paylar, iktisapları veya rehin olarak kabulleri tarihinden itibaren en geç altı ay içinde elden çıkarılır ya da üzerlerindeki rehin kaldırılır." ibarelerine yer verildiğinden %10'luk oranı aşan iktisapların da geçerli olduğu ifade edilmiştir[897].

Savunulan bir diğer görüşe[898] göre, ayrılma akçesinin devrolunan şirket tarafından ödenmesi durumunda TTK m. 379/1 ve m. 379/3 hükümlerine uygun olarak sermayenin %10'una ilişkin sınıra uyulması gerekmektedir. Ancak bir başka görüş[899] de ayrılma akçesinin devralan ya da devrolunan şirket tarafından ödenmesinde fark bulunmadığı ve her iki durumda da TTK m. 379 hükmü ile öngörülen yüzde onluk sınırlamaya uyulması gerektiği yönündedir. Bizce de savunulan görüşlerin ortak noktası olarak TTK m. 379 hükmü ile belirtilen şirket paylarının yüzde onunun iktisap edilebileceğine ilişkin sınırlama, ödemenin hangi şirket tarafından yapıldığı fark etmeksizin ayrılma akçesi bakımından da dikkate alınmalıdır.

b. Sermaye Piyasası Mevzuatı Açısından

aa. Ayrılma ile HAAŞ'nin Kendi Paylarını Edinmesi Sorunu

Ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahibine ait paylar, HAAŞ tarafından satın alındığından şirketin, kendi paylarını edinmesi sorunu ile karşı karşıya kalınmaktadır. Kapalı anonim şirketlerin kendi paylarını edinmesine ilişkin TTK m. 379 hükmüne göre, belirli koşulların sağlanması durumunda esas veya çıkarılmış sermayenin ancak onda birine kadar payların şirket tarafından edinilebileceği öngörülmüş ve bu yönüyle TTK m. 379 düzenlemesinin, sınırlı serbestlik tanıdığı belirtilmiştir[900].

---

[897] *Özatlan, Çıkma Hakkı*, s. 37, dn. 25.

[898] *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*, s. 703. Aynı yönde bkz. *Bora*, s. 43.

[899] Yazara göre serbestçe tasarruf edilebilir yedekler, ayrılma akçesinin ifa edilmesi açısından yeterli olsa da bu durum, %10'luk sınıra uyulmayacağı anlamına gelmemektedir. *İpekel Kayalı*, s. 273.

[900] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 291.

HAAŞ'ler açısından konu, SPKn m. 22 hükmü ile düzenlenmiş ve belirli durumlarda şirketin paylarını edinebilmesine imkân tanınmıştır. II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 10/8 hükmü ile de ayrılma hakkının kullanılması durumunda, şirketin kendi paylarını edinmesinde, SPKr düzenlemelerinin geçerli olacağı; ancak geri alma sınırına ilişkin oranın geçerli olmayacağı belirtilmiştir. Konuya ilişkin II-22.1 Sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği[901] m. 9 hükmünde, HAAŞ'ler bakımından özellik arz eden bazı durumlar ile birlikte TTK m. 379 hükmüne benzer şekilde ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin yüzde onunun geri edinilebileceğine ilişkin bir hükme yer verilmiştir. Nitekim Tebliğ'in m. 9/3 hükmü ile de geri alınan payların, toplam bedelinin SPKr düzenlemeleri uyarınca belirlenen kâr dağıtımına ilişkin kaynakları aşamayacağı belirtilmiştir.

GAP Tebliği m. 16/1-f hükmünde ise II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 10/8 hükmüne benzer şekilde ayrılma hakkının kullanılması ile şirketin kendi paylarını edinmesinin, oransal sınırlamaya tâbi olmayacağı düzenlenmiştir[902]. Bu durumda pay sahiplerinin, ayrılma hakkını kullanmaları durumunda, şirket tarafından geri alma sınırının aşılması gerekçe gösterilerek ayrılma hakkının kullanılması talebi reddedilemeyecektir[903]. Öte yandan GAP Tebliği'nin oransallık ile bağlantılı olan hükümlerinden yetkilendirmeye ilişkin m. 5 hükmü ile geri alınan paylara ilişkin özel durumu düzenleyen m. 6 hükmünün de uygulama bulamayacağı belirtilmiştir[904]. Ancak anılan Tebliğ'in m. 9 hükmünün uygulanmasına ilişkin bir görüş birliği bulunmamakta, bir görüşe göre hükmün uygulanmaması gerekmekte iken[905]; bir başka görüşe göre, m. 9/3 fıkrasının uygulanması

---

[901] II-22.1 Sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği, çalışmamızda "GAP Tebliği" olarak anılacaktır, (RG. S.: 28871, RG. T.: 03.01.2014).

[902] II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 10/8 hükmü ile ayrılma hakkının kullanılması bakımından şirketin kendi paylarını edinmesine ilişkin oransal sınırlamanın uygulanmayacağı ifade edilmeseydi dahi GAP Tebliği m. 16/1-c hükmünden aynı anlamın çıkarılabileceği yönünde bkz. *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 293.

[903] *Bektaş*, s. 768.

[904] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 293.

[905] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 293.

ve şirketin, kâr dağıtımına konu edilebilecek kaynakların toplam tutarını aşacak şekilde pay edinememesi gerekmektedir[906].

Bir diğer tartışma ise, geri almaya ilişkin sınırlamaya tabi olmaksızın, şirket tarafından edinilen payların elden çıkarılmasını düzenleyen GAP Tebliği m. 19/3 hükmünün uygulanıp uygulanmayacağıdır. II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 10/8 hükmü ile geri almaya ilişkin oranın uygulanmayacağı belirtildiğinden ve GAP Tebliği m. 19/3 hükmünün, edinilen payların elden çıkarılması hususunu kapsamadığından ilgili hükmün, uygulanmasının önünde bir engel bulunmamaktadır[907]. Bu bağlamda: *"...(G)eri alınan payların ortaklığın ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşan kısmı, herhangi bir kayba yol açmadan devirleri mümkün olur olmaz ve her halükarda elde edilmelerinden itibaren üç yıl içinde elden çıkarılır. Bu süre zarfında elden çıkarılmayan paylar sermaye azaltımı suretiyle derhal itfa edilir."* hükmü doğrultusunda hareket edilmesi gerekmektedir.

Kapalı anonim şirketler bakımından, TTK'daki usul ve esaslara aykırı biçimde edinilen payların, TTK m. 385 hükmü uyarınca kabullerinden en geç altı ay içinde elden çıkarılmaları gerekmektedir. HAAŞ'ler bakımından AŞ'lere kıyasla daha uzun bir süre öngörülmüş olmasının, piyasadaki dalgalanmalar gözetilerek payın en kazançlı şekilde elden çıkarılması amacına hizmet ettiği ifade edilmektedir[908].

II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 14/6 hükümde de ayrılma hakkı kullanılması neticesinde HAAŞ'nin kendi paylarını edinmesi konusunda, işlem sınırları hariç olmak üzere SPKr'nun düzenlemelerinin geçerli olacağı ifade edilmiştir. Bu durumda konuya ilişkin yukarıdaki tartışmalar, 26.07.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan işlemler açısından da geçerliliğini korumaktadır. Tüm bu açıklamalar ışığında, ayrılma hakkının

[906] *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı,* s. 44.

[907] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 293.

[908] *Kaya, Ayrılma Hakkı*, s. 291.

kullanılması ile kendi paylarını edinen HAAŞ'nin, yüzde on sınırı aşan payların oranı aşan kısmını ancak üç yıl boyunca; GAP Tebliği m. 5 ve m. 9 hükümlerinde belirtilen oransal sınırın altında kalan payları ise süresiz olarak mülkiyetinde tutabileceği sonucuna varmak mümkündür[909].

bb. Ayrılma Akçesinin Ödeneceği Kaynak ve Ayrılma Hakkının Kullanılacağı Payların, Diğer Pay Sahipleri ve Yatırımcılara Önerilmesi Süreci

20.02.2020 tarihinde 7222 sayılı Kanun m. 26 hükmü ile SPKn m. 24 hükmünde ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin yeni bir usule yer verilmiştir. Buna göre SPKr'na, ayrılma hakkı kullanılacak payların, HAAŞ tarafından satın alınmadan önce diğer pay sahipleri ve yatırımcılara önerilmesine dair esas ve usulleri belirleme yetkisi tanınmıştır. SPKr da bu yetki doğrultusunda ilk defa II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 13 hükmünde, ayrılma hakkının kullanılacağı payların HAAŞ şirket tarafından satın alınmasından önce diğer pay sahiplerine ve yatırımcılara önerilmesine ilişkin süreci düzenlemiştir.

Ayrılma hakkının kullanılacağı payların, diğer pay sahiplerine ve yatırımcılara önerilmesi işleminin Tebliğ'deki esaslara göre belirlenecek ayrılma akçesi üzerinden yapılması gerekmektedir. Düzenlemeye göre, ayrılma hakkının kullanılacağı payları birden fazla pay sahibi ya da yatırımcının talep etmesi durumunda, aralarında eşitsizlik yaratmayacak şekilde oransal bir dağıtım esasına göre paylaşım yapılması gerekmektedir. Ancak satın almak isteyen pay sahipleri ve yatırımcılar arasında anlaşma bulunması durumunda paylaşım, bu anlaşmaya uygun bir şekilde yapılabilecektir. Ayrılma hakkına konu olan payların yalnız bir kısmının pay sahipleri ya da yatırımcılar tarafından talep

[909] *Bektaş*, s. 768.

edilmesi durumunda, kalan payların akıbeti de Tebliğ'de açığa kavuşturulmuş ve bu payların HAAŞ tarafından satın alınacağı düzenlenmiştir.

Ayrılma hakkına konu olan payların, diğer pay sahipleri ya da yatırımcılar tarafından alınmak istenmesi durumunda, işlemlerin aracı kurum vasıtasıyla gerçekleştirilmesi gerekmektedir. II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 13/3 hükmü ile ayrıntıları açığa kavuşturulan bu usulde ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin süreler, payların HAAŞ tarafından satın alınmasından farklılaşmaktadır. Buna göre talepte bulunan yatırımcı ve diğer pay sahiplerinin, satın almak istedikleri pay tutarına ilişkin yazılı taleplerini, genel kurul tarihinden itibaren üç işgünü içinde aracı kuruma iletmeleri ve bedeli de aracı kurum nezdinde bloke etmeleri gerekmektedir. Aracı kurum da kendisine yöneltilen talepleri üç iş gününün sonunda HAAŞ'e iletecektir. HAAŞ yönetim kurulu da dördüncü iş gününde, talep gelmiş ise talep eden kişileri ve satın alacakları tutarı, talep gelmemiş ise de payların HAAŞ tarafından satın alınacağını belirterek satın almanın başlangıç ve bitiş tarihine dair karar alıp bu kararı aynı gün KAP'ta açıklamalıdır.

Ayrılma hakkının kullanılacağı paylara ilişkin taleplerin, aracı kuruma iletilmesi için öngörülen üst sınır ise genel kurul tarihinden itibaren on iş günüdür. Gelen talepler doğrultusunda; payların talepte bulunanlara dağıtılması, talepte bulunulmayan kısmın HAAŞ tarafından satın alınması ve ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerine de ödeme yapılması işlemleri, onuncu iş gününü takip eden iş gününde tamamlanacaktır.

İlk defa II-23.3 Sayılı Tebliğ'de öngörülen bu sistem ile ayrılma hakkına konu olan payların yalnız HAAŞ tarafından alınmasına bir istisna getirilmiş ve diğer pay sahipleri ile yatırımcılara önalım hakkı benzeri bir hak tanınmıştır. Getirilen bu düzenleme sayesinde, şirket içi etkinliğini artırmak isteyen diğer pay sahiplerine bu imkân sunulmuş, ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin de mağdur olmalarını önlemek amacıyla Tebliğ esaslarına göre belirlenen ayrılma akçesi üzerinden ödeme yapılacağı hüküm altına alınmıştır.

Öte yandan talepte bulunan yatırımcılar ve pay sahiplerine satın almak istedikleri paylar açısından da esnek bir alan tanınmıştır. Bir diğer anlatımla ayrılma hakkına konu edilen payların tamamı üzerinde talepte bulunma zorunluluğu öngörülmemiş ve payların dağıtımına ilişkin, pay sahipleri ve yatırımcılar arasında sözleşme serbestisi ilkesi benimsenmiştir. Tüm bu hususlar ile birlikte yapılan düzenleme, HAAŞ'nin her koşulda kendi paylarını edinmesi ve geri alınan paylara ilişkin sınırlamalara takılmasını önleyecek olması sebebiyle de isabetli bir çözüm olmuştur.

Açığa kavuşturulması gereken bir diğer konu ise payların HAAŞ tarafından satın alınmasından önce diğer pay sahiplerine ve yatırımcılara önerilmesine ilişkin sürecin hangi tarihte kamuya açıklanan işlemler açısından uygulanabileceğidir. İlk defa II-23.3 Sayılı Tebliğ ile öngörülen bu düzenlemenin, 27.06.2020 tarihinden sonra kamuya açıklanan işlemlere uygulanması konusunda bir tereddüt bulunmamaktadır.

27.06.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan işlemlerde nasıl bir yol izlenmesi gerektiği de II-23.3 Sayılı Tebliğ'in geçici m. 1 hükmünde düzenlenmiştir. Buna göre 25.02.2020 tarihinden önce kamuya açıklanan işlemler ile 25.02.2020 tarihi ile 27.06.2020 tarihleri arasında kamuya açıklanan işlemler açısından payların, HAAŞ tarafından satın alınmasından önce diğer pay sahiplerine ya da yatırımcılara önerilmesine ilişkin usul uygulanabilecektir. Belirtilen tarihlerde kamuya açıklanmış olsa da II-23.3 Sayılı Tebliğ'in yürürlüğe girdiği 27.06.2020 tarihinde ayrılma hakkına ilişkin sürecin tamamlanmadığı HAAŞ'lerde payların, diğer pay sahiplerine ve yatırımcılara önerilmesi için yönetim kurulu tarafından karar alınması mümkündür.

D. Ayrılma Akçesinin Ödenme Zamanı ve Faiz

a. TTK Düzenlemesi Açısından

TTK m. 141 hükmü ile ayrılma akçesinin, hangi anda muaccel olacağı ve hangi ana kadar talep edilebileceğine ilişkin bir belirlemede bulunulmamış, doktrinde ayrılma

hakkının kullanılabileceği süreye ilişkin farklı görüşler ileri sürülmüştür. Ayrılma sonucu doğuran limited şirketlerde ortağın çıkmasına ilişkin TTK m. 642 hükmünde, pay sahibi tarafından talep edilebilen ayrılma akçesinin hangi anda muaccel olacağı düzenlenmiş iken[910], TTK m. 531 hükmüyle mahkemece pay sahibinin ayrılmasına karar verilmesi durumunda ödenecek ayrılma akçesinin, hangi anda muaccel olacağı düzenlenmemiştir[911]. Kanun'un sistematiği açısından, düzenlemeler arasında bir tutarlılık bulunmaması sebebiyle kıyasen uygulanacak hükümlerin tespitinde de dikkatli olunması gerekmektedir.

Ayrılma akçesinin ödeneceği zamanın belirlenmesi, pay sahibinin hakkını talep edebilmesi; şirketin de gerekli likiditeyi sağlayabilmesi açısından her iki tarafın menfaatini yakından ilgilendirmektedir[912]. Bu sebeple, birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesinin talep edilebileceği süreye ilişkin bir düzenleme bulunması durumunda, belirtilen tarihte ayrılma akçesi muaccel hale gelecektir. Birleşme sözleşmesinde ayrılma akçesinin muaccel olacağı ana ilişkin bir düzenleme yapılmaması durumunda ise ayrılma akçesinin, genel kurulda birleşme kararının alınması ile değil, birleşme kararının sicile tescil edilmesi ile muaccel olacağı görüşü benimsenmektedir. Buna göre devralan ya da yeni kurulan şirketin, tescil ile birlikte hak ve borçların halefi olması ve devrolunan

[910] *Çamoğlu*, TTK m. 642 düzenlemesindeki "*muaccel olur*" ifadesinden, ödeme yapılma anının anlaşılması gerektiğini ifade etmektedir. Buna göre hükümde belirtilen kaynakların, ayrılma tarihinde mevcut olması durumunda, muacceliyet ile ayrılma tarihinin örtüşeceği; mevcut olmaması durumunda hükümde belirtilen kaynakların sağlandığı tarihte muacceliyetin gerçekleşeceğine ilişkin bkz. *Çamoğlu, Limited*, s. 91.

[911] Ancak anonim şirkette haklı nedenle fesih davasında mahkemece ortağın ayrılmasına karar verilmesi durumunda alacağın muaccel olma anı, ödemenin kaynağına göre farklı bir ayrıma tabi tutulmuş ve akçenin özkaynaklardan ödenmesi durumunda mahkeme kararın kesinleşmesiyle bir diğer deyişle alacağın doğduğu anda muaccel olacağı ifade edilmiştir.

[912] *Şahin*, s. 478.

ortaklığın da birleşmenin, sicile tescili ile son bulması sebebiyle borcun bu anda muaccel olacağı kabul edilmektedir[913].

Ayrılma akçesinin birleşme kararının tescili ile muaccel olacağı görüşünü, denkleştirme davasına ilişkin TTK m. 191 düzenlemesi de desteklemektedir. Yukarıda ayrıntılı olarak incelendiği üzere, anılan hükme göre ayrılma akçesinin uygun belirlenmediğini ileri süren pay sahipleri, birleşme kararının TTSG'de ilanından itibaren iki ay içinde denkleştirme davası açabilmektedir[914]. Ayrılma akçesine ilişkin taleplerin ileri sürülebilmesi için başlangıç tarihi olarak gösterilen tescil tarihinin, aynı şekilde alacağın muacceliyet kazandığı tarih olarak kabul edilmesi amaca uygun olacaktır.

TTK m. 141 hükmü ile ayrılma akçesinin, muacceliyet tarihine ilişkin bir düzenleme yapılmadığı gibi muaccel hale gelen ayrılma akçesinin ödenmemesi durumunda, faiz istenip istenemeyeceği de açıkça belirtilmemiştir. Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu (*Aktiengesetz)* m. 305/1 hükmüyle ayrılma hakkı kullanım bedelinin; hâkimiyet veya kârın devri sözleşmesi ile düzenlenmesi gerektiği; pay karşılığı birleşmelerde küsuratların nakit olarak; bedel karşılığı birleşmelerde ise payın değeri üzerinden %5 faiz işletilerek ödenmesinin isabetli olacağı belirtilmektedir[915].

Konuya ayrılma akçesinin likidite sağlama işlevi açısından bakıldığında edimin, muaccel hale gelmesinden fiili ödeme tarihine kadar geçen sürede faiz işletilmemesi önünde bir engel bulunmadığı sonucuna varılacaktır. Nitekim limited şirketlerde çıkma

---

[913] *Al Kılıç*, s. 51 vd; *Ulusoy*, s. 96; Birleşmenin hukuken geçerlilik kazanması ve ayrılma akçesinin de muaccel olmasının aynı anda gerçekleştiğine ilişkin bkz. *Çoştan, Yeniden Yapılanma*, s. 179. Karşı yönde *Sevi* ise, ayrılma akçesi talebine ilişkin beyanın, genel kurul kararının ilanından makul bir süre sonra şirkete yöneltilmesinin isabetli olacağı, genel kurulda bu hakkın kullanılabileceği bir sürenin de tayin edilebileceği görüşündedir. Bkz. *Sevi*, s. 123.

[914] Bkz. yuk. s. 247 vd.

[915] Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu (*Aktiengesetz)* m. 305/1 hükmünün İngilizce çevirisi: "*Except for the duty to provide compensation pursuant to section 304, a control agreement or a profit and loss absorption agreement must include the duty of the other contracting party, upon a corresponding demand being made by an external stockholder, to purchase the latter's shares of stock in return for an appropriate settlement payment determined in the agreement.*".

ve çıkarılmaya ilişkin TTK m. 641 hükmünde de faize ilişkin bir düzenleme olmamasına rağmen, ayrılma akçesinin cezalandırıcı bir mekanizmaya dönüşmemesi sebebiyle faiz talep edilebileceği ifade edilmektedir[916].

Benzer şekilde TTK m. 493/5 hükmünde bağlı nama yazılı paylara ilişkin, şirketin kayıt talebini reddetmesi halinde, pay sahibinin talepte bulunduğu an itibariyle borçlu temerrüdüne uygun olarak faiz işleyeceği kabul edilmektedir[917]. Bu sebeple ayrılan ortağın durumunun kötüleşmemesini amaçlayan seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesi bakımından da payın gerçek değerine denk bir ödeme ile birlikte muacceliyet tarihinden fiili ödeme tarihine kadar faiz işletilmesinin isabetli olacağı görüşündeyiz.

b. Sermaye Piyasası Mevzuatı Açısından

aa. Aracı Kurum Vasıtasıyla Ödeme Yapılması

Payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde ayrılma hakkının kullanılması neticesinde ödeme mutlak olarak aracı kurum[918] vasıtasıyla yapılmakta; payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde ise talep üzerine aracı kuruma başvurulmasına muafiyet

---

916 *Kaya, Limited*, s. 133. Karşı görüşte olan *Çamoğlu*, TTK m. 642 hükmünün şirket ve pay sahipleri arasında menfaat dengesini sağlaması sebebiyle pay sahibinin faizsiz bir alacak kazandığını, şirketin de öz sermayesi belirli olana kadar ödeme yükümlülüğü bulunmadığı belirtmektedir. *Çamoğlu, Limited*, s. 92.

917 *Uzel, Gerçek Değer*, s. 560.

918 SPKn m. 3/1-a hükmünde 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 kuruluşunu ifade eder."* şeklinde tanımlanmıştır.

Aracı kurumların sahip olması için gereken şartlar da SPKn m. 43 hükmünde: "*a) Anonim ortaklık şeklinde kurulmaları,*

b) Paylarının tamamının nama yazılı olması,

c) Paylarının nakit karşılığı çıkarılması,

ç) Sermayelerinin Kurulca belirlenen miktardan az olmaması,

d) Esas sözleşmelerinin bu Kanun ve ilgili düzenlemelerde yer alan hükümlere uygun olması,

e) Kurucularının bu Kanunda ve ilgili düzenlemelerde belirtilen şartları haiz olması,

f) Ortaklık yapısının şeffaf ve açık olması" şeklinde sıralanmıştır. Aracı kurumlar ve faaliyetleri hakkında bkz. *Ünal*, Oğuz Kürşat: *Aracı Kurumlar*, Ankara: Yaklaşım 1997, (Anılış: *Ünal, Aracı Kurumlar*), s. 125 vd.; *Günal*, Vural: *Sermaye Piyasası Hukuku Esasları*, İstanbul: Beta 2007, s. 104 vd.

tanınabilmektedir. Her iki şirket bakımından da ayrılma hakkının aracı kurum vasıtasıyla kullanılması, tarafların edimlerini yerine getirmeleri konusunda güvence oluşturmaktadır[919]. Öte yandan piyasada çok sayıda işlem yapan aracı kurumlar vasıtasıyla ayrılma hakkının kullanılması; likiditenin artırılması, işlem maliyetinin azaltılması ve doğru bilgiye ulaşılması gibi önemli işlevlerin yerine getirilmesine hizmet etmektedir[920].

Aracı kurum vasıtasıyla ayrılma hakkının kullanılmasını düzenleyen II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 9/7 ve II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 12/3 hükümleri uyarınca, öngörülen şartları sağlayan pay sahipleri, mevzuatta belirtilen usule göre paylarını aracı kuruma teslim etmekte; aracı kurum da en geç satışı takip eden iş günü ödeme yapmaktadır.

II-23.3 Sayılı Tebliğ'de HAAŞ tarafından en geç satışı takip eden iş günü ödeme esasına, ayrılma hakkı kullanılacak payların diğer pay sahipleri ve yatırımcılara önerilmesi konusunda bir istisna öngörülmüştür. İlk defa Tebliğ m. 13 hükmünde düzenlenen ve yukarıda detaylı olarak incelenen bu durumda, satın alma talebinde bulunan yatırımcılar ve pay sahipleri, almak istedikleri paya ilişkin yazılı taleplerini üç işgünü içinde aracı kuruma iletmeli ve fonu aracı kurum nezdinde bloke etmelidirler. Hükümde öngörülen usul tamamlandıktan sonra ayrılma hakkını kullanan pay sahibine onuncu günü takip eden iş günü ödeme yapılmaktadır. Söz konusu istisnai durumun gerçekleşmemesi ve payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde aracı kuruma başvurulmasına muafiyet getirilmemesi durumlarında ödeme, aracı kurum vasıtasıyla satışı takip eden iş günü gerçekleştirilecektir.

---

[919] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 287.

[920] *Adıgüzel, Sermaye Piyasası*, s. 259-260. Mesleki özen ve dürüstlük prensibi ilkesi ile hareket eden aracı kurumların; müşterilerin yatırım amaçları, mâli durumları gibi önemli bilgileri haiz olduğuna ilişkin bkz. *Günay*, s. 107-108. Ayrılma akçesinin aracı kurumlar vasıtasıyla ödenmesinde, işlem güvenliği de tesis edilmiş olacaktır.

TTK m. 141 düzenlemesinin aksine sermaye piyasası mevzuatı açısından, ödeme zamanına ilişkin esaslar daha detaylı bir şekilde düzenlenmiştir. Belirtilen sürelerde ayrılma akçesi muaccel hale gelecek, fiili ödeme gerçekleşecek; bu sebeple asıl alacağa ilişkin faiz talep edilmesine de gerek kalmayacaktır.

bb. Aracı Kurum Vasıtasıyla Ödeme Yapılmasına Muafiyet Tanınması

Ayrılma hakkını kullanmak üzere gerekli şartları sağlayan pay sahipleri, ayrılma hakkını kullanacaklarına ilişkin beyanı aracı kuruma yöneltmek suretiyle HAAŞ bünyesindeki pay sahipliği ilişkilerini sonlandırabilmektedir. Aracı kurum vasıtasıyla ayrılma hakkının kullanılması, tarafların edimlerini yerine getirmelerinin güvence altına alınması açısından önem taşımaktadır.

Aracı kurum vasıtası ile ayrılma hakkını kullanması kuralı, payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde mutlak olarak benimsenmemiş, II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 9/7 ve II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 12/1 hükümleri uyarınca talep üzerine, muafiyet tanınabileceği belirtilmiştir. Böyle bir talepte bulunulması ve aracı kurum vasıtasıyla hakkın kullanılmasına muafiyet getirilmesi durumunda, ayrılma hakkı kullanılacağına ilişkin beyanın, halka açık anonim şirkete yöneltilmesi gerekmektedir[921].

[921] *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 287.

SONUÇ

Sürekli değişen ve gelişen piyasa koşullarına uyum sağlanabilmesi, üretim potansiyelinin artırılmak istenmesi, finansmana kolay ulaşma arzusu, daha yetkin ve kurumsal bir şirket arayışı gibi nedenler; şirketleri birleşerek faaliyetlerini sürdürmeye sevk etmektedir. Ekonomik güçlerin konsantrasyonuna hizmet eden birleşme işlemleri de hukuken devralma ve yeni kuruluş yoluyla gerçekleşmektedir. Devralma yoluyla birleşmede, en az bir şirkete ait aktif ve pasif malvarlığı, tasfiye yapılmaksızın bir başka şirkete devredilmekte iken; yeni kuruluş şeklinde birleşmede, iki ya da daha fazla şirkete ait aktif ve pasif malvarlığı, tasfiye yapılmaksızın yeni kurulan şirketin sermayesini oluşturmaktadır. Birleşmeye katılan şirketlerin pay sahipleri de hesaplanan bir değişim oranına göre yeni kurulan ya da devralan şirkette pay sahibi olmaya başlamaktadır.

Bu sebeple her iki birleşme işlemi açısından: en az iki şirketin varlığı, malvarlığı ve işletme birleşmesinin kendiliğinden bir bütün olarak geçmesi (külli halefiyet ilkesi), tasfiye edilmeksizin sona erme ve pay sahipliliğinin yeni kurulan ya da devralan şirkette sürdürülmesi (pay sahipliğinin devamlılığı ilkesi) unsurlarının varlığı gerekmektedir. Ancak halka açık ve kapalı anonim şirketlerin taraf olduğu birleşme işlemlerinde, pay sahipliğinin devamlılığı ilkesi mutlak olarak benimsenmemiş, çeşitli şartların mevcut olması durumunda pay sahiplerinin birleşme dışında tutulmalarına imkân tanınmıştır. Zira devralan ya da yeni kurulan şirkette, pay sahibi olarak devam etmek istemeyen pay sahipleri ile şirket içi huzuru bozdukları için şirket tarafından istenmeyen pay sahipleri bir ayrılma akçesi ödenmek suretiyle birleşme dışında tutulabilmekte ve bu durum da birleşmeyle gerçekleşmesi beklenen amaca ulaşmayı sağlamaktadır.

Ayrılma hakkının doğuşuna ilişkin ilk düzenlemelere *Anglo Sakson* Hukuk sisteminde ABD mahkeme kararlarında; Kıta Avrupası Hukuk Sisteminde ise İtalya'da rastlandığı ifade edilmektedir. Türk Hukuku açısından ilk kez TTK, SPKn ve SPKr'nun ikincil düzenlemelerinde öngörülen ayrılma akçesi kurumunun altyapısında, ETTK'da

pay sahibinin ancak şirketin tasfiyesi, sona ermesi veya pay sahibinin payını devretmesi yollarıyla ayrılabilmesi ve bazı durumlarda pay devrine getirilen sınırlamalar gibi hususlar etkili olmuştur.

TTK m. 141 hükmünde, birleşmeye taraf olmayan pay sahiplerine verilecek seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesi ile sermaye piyasası mevzuatında, önemli nitelikteki işlemlerde ayrılma hakkını kullanan pay sahibine verilecek ayrılma hakkı kullanım bedeli konuları farklı esaslara göre düzenlenmiştir. Her iki kurum; azınlığı çoğunluğa karşı koruma, çoğunluğu azınlığa karşı koruma, pay sahiplerine likidite sağlama, şirket faaliyetlerinde kontrol mekanizması oluşturma gibi ortak işlevlerin yerine getirilmesine hizmet etmektedir. Sermaye piyasası mevzuatı karşısında, TTK hükümlerinin konuyu daha genel bir çerçevede incelediği görülmektedir. Esasen pay sahibi ile şirket menfaatlerini dengelemeyi sağlayan ayrılma akçesi ve ayrılma hakkı kullanım bedeli için; TTK, SPKn ve SPKr'nin ikincil düzenlemelerinde farklı adlandırmalar tercih edilmiş ise de çalışmamızda, karışıklık yaratabilecek kısımlar hariç olmak üzere, her iki düzenlemeyi de kapsayacak şekilde ayrılma akçesi kavramı kullanılmıştır.

TTK m. 141 hükmünün düzenlenişi itibariyle ayrılma akçesinin, seçimlik ve zorunlu olmak üzere iki türü bulunmaktadır. Ancak bu ayrım birleşme sözleşmesinde yalnız bir türün tercih edilmesi gerektiğine ilişkin bir algı yaratmamalı, her iki ayrılma akçesinin de aynı sözleşmede düzenlenebilmesi önünde bir engel bulunmamaktadır. Hükümdeki seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesi açısından, çıkma ve çıkarılma kavramlarının kullanılmamasının da bilinçli bir yaklaşım olduğunu kabul etmek gerekmektedir.

Devrolunan şirket pay sahibine birleşmeye katılma ya da ayrılma arasında tercih imkânı sunan seçimlik ayrılma akçesinin birleşme sözleşmesinde düzenlenmesi, Kanun'un açık hükmüyle şirketin inisiyatifine bırakılmıştır. Şirket yönetiminin takdir yetkisinin mutlak olup olmadığı konusu tartışmalı olmakla beraber bizim de taraf

olduğumuz bir görüşe göre şirketin maddi imkânının yeterli olması ve tarafların menfaatlerine uygun olması koşuluyla pay sahiplerinin ayrılma akçesi taleplerinin olumlu karşılanması gerekmektedir.

Modern şirketler hukukuna uygun olarak birleşme sözleşmesi ile devrolunan şirketin bazı pay sahiplerine verilebilecek zorunlu ayrılma akçesi; şirket içi huzur ve barışı sağlama, pay sahibi ile şirket arasında rekabet ilişkisi, azınlık pay sahiplerinin imtiyazlarının devam etmemesi, şirket hâkimiyetinin sağlanması gibi sebeplerle öngörülmektedir. Bu bağlamda birleşme sözleşmesinde öngörülen zorunlu ayrılma akçesi ile yeni kurulan ya da devralan şirkette pay sahibi olma konusuna bir istisna getirilmiş ve uluslararası hukukta *squeeze-out-merger, cash-out-merger* ya da *freeze-out-merger* olarak ifade edilen kurum, hukukumuza kazandırılmıştır.

Zorunlu ayrılma akçesi alarak ayrılacak pay sahipleri sayısı ya da oranı için Kanun'da bir sınırlama öngörülmemesine rağmen; Gerekçe'de *squeeze out* için kabul edilen yüzde on sınırın, uluslararası hukuka ve TTK m. 151/5 hükmüne uygun olduğu belirtilmiştir. Bu bakımdan ayrılma akçesi talep edebilecek pay sahiplerinin sınırlandırılması, şirket menfaatleri ve devamlılığının sağlanmasına da uygun bir yaklaşım olacaktır. Ancak Kanun'da açıkça düzenlenmemesi sebebiyle zorunlu ayrılma akçesi öngörülebilmesi için haklı sebeplerin varlığına ihtiyaç bulunmamakta; azınlık da kusurunun olmadığını ispatlayarak pay sahipliği sıfatını sürdürememektedir.

TTK m. 141 hükmünün lafzından açıkça anlaşılamasa da hükmün gerekçesi, öngörülme amacı ve TTK'nın birleşmeye ilişkin diğer hükümlerden hareketle ayrılma akçesinin, yalnız devrolunan şirket pay sahiplerine verilebileceği sonucuna varılmaktadır. Ancak sermaye kaybı veya borca batık şirketlerin devralınması ve ayrılma akçesi ödemesinin finansal etkileri açısından, olması gereken hukuk bakımından devralan şirket ortaklarına da ayrılma akçesi verilmesinin şirket içi sinerjiyi sağlamada önemli bir etkisi olacaktır.

TTK m. 151/5 uyarınca, birleşme sözleşmesinde öngörülen ayrılma akçesinin, devrolunan şirketin şahıs şirketi olması durumunda oy hakkını haiz ortakların; sermaye şirketi olması durumunda mevcut oy haklarının yüzde doksanının olumlu oyuyla onaylanması gerekmektedir. Mehaz düzenleme, İngilizce çevirisi ve TTK m. 141/2 hükmünün gerekçesinden hareketle anılan nisabın, hangi tür ayrılma akçesi açısından aranacağı tartışmalara sebep olmuştur.

Kanaatimizce mevcut yasal düzenleme uyarınca ağırlaştırılmış nisap hem seçimlik hem de zorunlu ayrılma akçesini içeren sözleşmenin tamamının onaylanması için kabul edilmelidir. Ancak zorunlu ayrılma akçesinin çıkarma benzeri bir durum olması sebebiyle olması gereken hukuk bakımından ağırlaştırılmış nisabın, mehaz düzenlemelere benzer şekilde yalnız zorunlu ayrılma akçesine açısından aranması uygun olacaktır. Bu noktada TTK m. 141 hükmü uyarınca ayrılma akçesi talep eden pay sahiplerinin birleşmeye muhalif kalmalarının gerekli olup olmadığı konusuna da değinmek gerekmektedir. Hükmün, gerekçesi ile birlikte değerlendirilmesi durumunda, ayrılma akçesi talep edebilmek için ayrıca pay sahibinin birleşmeye muhalif kalmasına gerek bulunmadığı kanaatindeyiz.

Bir başka tartışmalı konu da seçimlik ayrılma akçesinin hangi anda kullanılabileceğinin TTK m. 141/1 hükmünde açıkça düzenlenmemesinden kaynaklanmaktadır. Kanun'da açıkça düzenlenmeyen konuların, eğer bir belirlemede bulunulmuş ise birleşme sözleşmesine göre; böyle bir belirleme yapılmamış birleşme kararının alındığı anda talep edilebileceği kabul edilmelidir. Seçim hakkının süresinde kullanılmaması durumunda, aksi sözleşmede düzenlenmemiş olmak kaydıyla temel kural olarak, pay sahipliğinin devamlılığı ilkesi devreye girmelidir.

TTK m. 141 hükmüyle seçimlik ve zorunlu ayrılma akçesinin payların bir kısmı açısından talep edilip edilemeyeceği açıkça düzenlenmemiş ise de bu soruya olumlu yanıt verilmeli; ayrılma talebinde bulunulan an ile payların şirket tarafından satın alınması

anına kadar geçen sürede, diğer pay sahipliği haklarını kullanmasının mümkün olduğu kabul edilmelidir.

Ayrılma akçesi olarak pay sahiplerine ödenecek bedel ise, değer kavramı ve değerleme yöntemlerine başvurulmasını gerektirdiğinden TTK ve sermaye piyasası mevzuatı açısından karşılaştırmalı bir inceleme yapılması önem arz etmektedir. Gerek TTK m. 141 hükmüne göre gerek sermaye piyasası mevzuatına göre tespit edilecek ayrılma akçesi bakımından "adil değer" ve "gerçek değer" kavramlarına rastlanmakta; ancak bu kavramların yasal mevzuat ile tanımlanmadığı görülmektedir. Karşılaştırmalı hukuk literatüründe de bazı istisnalar dışında adil değer kavramı tanımlanmamakta, seçilen yöntem ve değişkenlere atfedilen değer uyarınca değişkenlik gösterebileceği ve evrensel olarak kabul edilecek bir tanıma sahip olmadığına işaret edilmektedir.

Şirket ve payın gerçek değerinin saptanması açısından değer kavramları karşılaştırmalı olarak incelendiğinde gerçek değerin; işletmenin öz değeri ve kârlılığı doğrultusunda bütün değerini yansıtan nesnel ve içsel bir değer olduğu sonucuna varılmıştır. TTK'nın farklı hükümlerinde yer verilen gerçek değerin, m. 141 hükmüne göre yaşayan şirket değerini yansıtması ve bu sebeple tasfiye değerinin üzerinde olması gerekmektedir.

Şirket ve pay değerinin tespit edilebilmesi için seçilen metodoloji ve değişkenlere göre yapılan hesaplama işlemlerinin bütünü, değerleme faaliyetlerini oluşturmaktadır. Uygulamada sıklıkla başvurulan yöntemler arasında hesaplamada zorluklar yaratsa da iskonto edilmiş nakit akımları yönteminin, diğer yöntemlerden üstün olduğu kabul edilmektedir. Ancak her koşulda şirketin faaliyet alanına göre, bir ya da birkaç değerleme yönteminin karşılaştırmalı bir şekilde incelenmesi daha isabetli olacaktır. Ayrılma akçesi olarak gerçek değerin hesaplanması, şirket değerinin bulunması ve ardından pay sayısına bölünmek suretiyle pay sahibinin payına denk gelen nominal değerin saptanması aşamalarından oluşmaktadır. Hesaplama yaparken pay üzerinde imtiyaz gibi artı bir değer

bulunması durumunda, bir miktar prim ilave edilmesi, eşit işlem ilkesinin bir gereği olup isabetli bir yaklaşımdır. Öte yandan ayrılma akçesi talep edecek azınlık pay sahiplerine şirket içi konumları gereği daha düşük bir bedel ödenmemesi; çoğunluk pay sahiplerine de hâkimiyetleri dolayısıyla kontrol primi şeklinde ekstra bir bedel verilmemesi, ayrılma hakkının amacına ve eşit işlem ilkesine uygun bir çözüm olacaktır.

Gerçek değer ilkesinin emredici nitelikte olması sebebiyle bu bedelin üstünde bir bedelin, ayrılma akçesi olarak esas alınması mümkün iken; daha düşük bir bedel karşılığında pay sahibinin şirketten ayrılmasına rıza gösterilmemelidir. Ayrılma akçesi hesaplanırken hangi bilançoya göre işlem yapılacağı da açıkça düzenlenmemesine rağmen; tasfiye bilançosu yerine yıllık bilançonun esas alınması fikri daha ön plandadır.

TTK m. 141 hükmü uyarınca ayrılma akçesinin, payın gerçek değerine denk gelecek şekilde hesaplanamaması ya da gerçek değerin tespit edilmesi aşamasında usulsüzlükler yaşanması durumunda, TTK m. 191 hükmü uyarınca denkleştirme davası açılması mümkündür. Her ne kadar ayrılma akçesinin uygun belirlenmediği gerekçesi ile pay bedelinin tespiti davasının açılıp açılamayacağı TTK'da açıkça düzenlenmemiş ise de kanaatimizce TTK m. 597 hükmünde gerçek değerin belirlenmesine ilişkin açık hüküm esas alınmalı ve tarafların anlaşamaması halinde mahkeme kararı ile hesaplama yapılabileceği kabul edilmelidir. Öte yandan ayrılma akçesinin makul, gerçeğe uygun ve adil olduğunu saptaması açısından bilgi alma ve inceleme hakkını kullanan pay sahiplerinin, özel denetim talebinde bulunabilmesi de mümkündür.

Ayrılma akçesinin karşılığı olan değerin hangi türde ödeneceği konusu ise TTK m. 141 hükmünde açıkça düzenlenmemiştir. Gerekçe'de ödemenin nakit olması gerekmediği, bir şirketin payı, pay senedi, menkul değeri ya da değiştirilebilir tahvilin de ayrılma akçesi olarak verilebileceği ve bu şekilde üç köşeli birleşmelerin, yasal zemine kavuşturulduğu belirtilmektedir. Ancak özellikle nakit ya da borsaya kote edilmiş paylardan başka değerlerin, ayrılma akçesi olarak verilmesi durumunda, eşit işlem

ilkesinin ve tarafların menfaatlerinin gözetilmesi gerekmektedir. Ayrılma akçesinin nakden ödenme zorunluluğu bulunmaması kuralına, kolaylaştırılmış usulde birleşmeler ve taraflardan en az birinin HAAŞ olduğu birleşmeler açısından istisna getirilmiştir. Yeni kurulan şirketin, tescil ile birlikte hak ve borçlara halefi olacağı düşünüldüğünde, ayrılma akçesinin de tescil tarihinde muaccel olması gerekmekte ve cezalandırıcı bir işlev taşımaması sebebiyle muaccel olduğu tarih ile fiili ödeme tarihi arasındaki sürede faizi ile birlikte talep edilebilmesi mümkün olmalıdır.

Ayrılma akçesi neticesinde şirketin kendi paylarını edinmesi durumunda nasıl bir yol izlenmesi gerektiği de bir başka tartışma konusudur. Kanaatimizce TTK m. 379 hükmünde belirtilen şirket paylarının yüzde onunun edinilebileceğine ilişkin sınırlama; ayrılma akçesinin, devralan ya da devrolunan şirket tarafından ödenmesi ayırt edilmeksizin geçerli kabul edilmelidir.

TTK m. 141 uyarınca ayrılma akçesinin, yapısal değişiklik işlemlerinden yalnız birleşme için uygulanabilmesi karşısında; sermaye piyasası mevzuatında, yapısal değişiklik hükümlerinin de içinde bulunduğu önemli nitelikteki işlemlere dair çok daha kapsamlı bir uygulama alanı belirlenmiş; ayrılma hakkını doğurmayan önemli nitelikteki işlemler de ayrıca gösterilmiştir. II-23.3 Sayılı Tebliğ'de önemli nitelikteki işlemlerin kapsamı daraltılmış, birleşmeler açısından da HAAŞ'nin taraf olduğu her birleşme işlemi için değil, hükümde belirtilen kriterlere uygun birleşmeler için ayrılma hakkı kullanım bedeli öngörülebileceği düzenlenmiştir. Öte yandan SPKr'na ayrılma hakkının kullandırılması yükümlülüğünden muafiyet yetkisi tanınmış; böylelikle HAAŞ'lerin devamlılığı ve işlemleri maliyetsiz gerçekleştirebilmeleri yolunda adımlar atılmıştır.

Sermaye piyasası mevzuatında ayrılma akçesi talebinde bulunulabilecek işlemlere dair karar alınabilmesi için ise SPKn m. 29/6, II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 7/1 ve II-23.3 Sayılı Tebliğ m. 10/2 hükümlerine göre, esas sözleşmede daha ağır nisaplar öngörülmediği sürece toplantı nisabı aranmaksızın genel kurula katılan oy hakkına sahip payların, üçte

ikisinin oyu gerekmektedir. Ancak TTK m. 421/5-b hükmünün atfıyla TTK m. 418 hükmünde, pay senetleri borsada işlem gören şirketlerde birleşme kararının, sermayenin dörtte birini oluşturan pay sahipleri ya da temsilcilerinin toplanması koşuluyla oy çoğunluğuyla karar alınabileceği belirtilmiştir. Bu noktada çelişki gösteren hükümler açısından, TTK m. 330 hükmünde yer alan temel kural devreye girmeli, özel ve sonraki tarihli düzenleme olması sebebiyle SPKn m. 29/6 ve II-23.1 Sayılı Tebliğ m. 7/1 hükmü uygulama önceliği bulmalıdır.

Sermaye piyasası mevzuatında ayrılma akçesinin şeklî şartları daha detaylı hükümlerle; önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kuruldan önce, genel kurul sırasında ve genel kuruldan sonra olmak üzere her aşama için özel olarak düzenlenmiştir. Gerekli olan şartları 27.06.2020 tarihinden önce ve sonra kamuya açıklanan önemli nitelikteki işlemler açısından ayrı ayrı incelemek gerekmektedir. Anılan tarihten önce pay sahibinin, önemli nitelikteki işlemin görüşüldüğü genel kurula katılması halinde olumsuz oy kullanması ve muhalefetini şerh ettirmesi gerekmekte; bazı sebeplerle genel kurula katılmayan pay sahipleri açısından ise bu şekli şartlar aranmamaktadır.

Ancak ilgili tarihten sonraki açıklanan işlemlerde bu şartlara ek olarak yönetim kurulu kararı alınması, bu kararın genel kurul tarafından onaylanması ve ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin diğer hususlara yer verilen genel kurul gündeminin ilan edilmesi gerekmektedir. Öngörülen şartların yerine getirilmesi ayrılma hakkı kullanım bedeli açısından yeterli görülmekte; 27.06.2020 tarihinden önce ve sonra kamuya açıklanan işlemlerde, pay sahibinin ayrılma hakkı kullanım bedeli talebi, HAAŞ'ler açısından sözleşme kurma zorunluluğuna sebep olan bir durum olarak nitelendirilmelidir.

Sermaye piyasası mevzuatında ayrılma hakkını kullanan pay sahibinin yeni paylar edinmesi ya da payların devralınması durumunda yeni pay sahibinin ayrılma talebinde bulunup bulunamayacağı ile birleşme kararı alınması durumunda pay sahibinin hangi anda sahip olduğu paylar için ayrılma hakkını kullanabileceği hususlarını, 27.06.2020

tarihinden önce ve sonra kamuya açıklanan işlemler özelinde ayrı ayrı incelemek gerekmektedir. II-23.1 Sayılı Tebliğ'de, pay sahibinin hangi anda sahip olduğu paylarda ayrılma akçesi talep edebileceği açıkça düzenlenmemiş ancak sistematik-mantıksal yorum ışığında ayrılma hakkının, genel kurul tarihinde sahip olunan paylar ile sınırlı olarak kullanılmasının isabetli bir çözüm olacağı sonucuna varılmıştır.

II-23.3 Sayılı Tebliğ'de ise payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde, yönetim kurulu kararının kamuya açıklanma tarihinde ya da kararın açıklanmasından önce herhangi bir şekilde açıklama yapılmış ise bu tarihte pay sahibi olanların, ayrılma hakkına sahip olduğu kabul edilmektedir. Payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde, II-23.1 Sayılı Tebliğ'in uygulanacağı işlemlerde olduğu gibi, genel kurul tarihinde pay sahibi olanların ayrılma hakkına sahip olacağı kabul edilmiştir. Öte yandan TTK m. 141 düzenlemesinden farklı olarak, sermaye piyasası mevzuatında pay sahiplerinin, önemli nitelikteki işlemin görüşüldüğü toplantıda tüm payları için ayrılma hakkını kullanmaları esası benimsenmiştir.

Sermaye piyasası mevzuatında ayrılma hakkı kullanım bedelinin tespit edilebilmesi için II-23.1 Sayılı Tebliğ'e göre, payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde işlemin açıklandığı tarih hariç olmak üzere otuz günlük borsa fiyatının aritmetik ortalaması esas alınmaktadır. Dikkate alınan otuz günlük sürenin, payın gerçek değerini yansıtacak kadar uzun olmaması ve bu otuz günün, iş günü ya da takvim günü olduğunun hükümde açıkça gösterilmemesi, birtakım belirsizlikleri de beraberinde getirmiştir. Diğer yandan otuz günlük süre dikkate alınarak hesaplanan bedelin, önemli nitelikteki işlemin yapılmasından vazgeçilmesi ya da yapılmayacağının anlaşılmasından itibaren bir yıl boyunca geçerli olacağı hükmü de bir başka eleştiri konusu olmuştur. Kanaatimizce bir yıldan az süre geçmesi durumunda, ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahibine önceki dönemde belirlenen fiyat ile işlemin açıklandığı son tarihten başlanarak otuz günlük ağırlıklı ortalaması arasında bir seçim hakkı sunulması daha uygun bir çözüm

yoludur. Payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde ise ayrılma hakkı kullanım bedeli ile bedelin adil ve makul olduğunu tespit etmek amacıyla SPKr düzenlemelerine göre bir değerleme raporu hazırlanması gerekmektedir. Bu bakımdan payları borsada işlem gören HAAŞ'lerin aksine, değerleme faaliyetleri önem kazanmakta ve değerleme faaliyetlerinin de II-62.1 Sayılı Tebliğ hükümleri uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları'nda belirtildiği şekilde yapılması gerekmektedir.

II-23.3 Sayılı Tebliğ'de ise payları borsada işlem gören HAAŞ'lerin Yıldız Pazar'da işlem görüp görmemesine bağlı olarak ikili bir ayrımda bulunulmuştur. Buna göre Yıldız Pazar'da işlem görmeyen HAAŞ'lerde işlemin kamuya açıklanmasından önceki altı aylık fiyat ortalaması esas alınmıştır. Yapılan düzenleme, doktrindeki eleştirilerin dikkate alınması, çıkarma ve satma hakkı ile pay alım teklifi ile uyumlu olması ve gerçek değeri tespit edebilmek adına altı aylık bir sürenin esas alınması sebebiyle isabetli olmuştur. Yıldız Pazar'da işlem gören HAAŞ'lerde bir aylık sürenin geçerli olması esası; payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde ise yönetim kurulu kararının kamuya açıklandığı tarihteki değerleme raporu verilerinin geçerli olması esası eski tarihli düzenlemeye uygundur. TTK düzenlemesinin aksine sermaye piyasası mevzuatında öngörülen ayrılma hakkı kullanım bedelinin, ödeme tarihi ile tam ve nakden ödenmesi gerektiği açıkça düzenlenmiştir.

Sermaye piyasası mevzuatında öngörülen ayrılma hakkı kullanım bedeli ile şirketin paylarını iktisap etmesi açısından ise GAP Tebliği m. 19/3 hükmü uyarınca sermayenin yüzde on sınırı aşan paylar edinilmelerinden itibaren üç yıl içinde elden çıkarılmalı; GAP Tebliğ m. 5 ve m. 9 hükümlerinde belirtilen sınırın altında kalan paylar da süresiz olarak şirket mülkiyetinde tutulabilmelidir. Öte yandan II-23.3 Sayılı Tebliğ ile getirilen bir diğer yenilik de ayrılma hakkının kullanılacağı payların, HAAŞ tarafından satın alınmadan önce diğer pay sahipleri ve yatırımcılara önerilmesi sürecidir. Bu sistemde, payların yalnız HAAŞ tarafından edinilmesine ve geri alınan paylara ilişkin

sınırlama açısından önemli bir istisna getirilmiş ve diğer pay sahipleri ile yatırımcılara önalım benzeri bir hak tanınmıştır.

Sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen ayrılma akçesine ilişkin hükümlere aykırı davranılması durumunda ise SPKr tarafından idari para cezası verilebilmekte ve iptal davası açılabilmektedir. Bundan başka yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna gidilmesi ve SPKr tarafından gerekli tedbirlerin alınması da pay sahiplerini koruyucu diğer mekanizmalardır.

Bu noktada SPKn Tasarı Taslak metninde yer verilen ancak SPKn'da düzenlenmeyen bedel tespit davasının açılıp açılamayacağı konusu doktrinde tartışmalı olup söz konusu dava hakkının, kanunlaşma sürecinde neden kaldırıldığı da anlaşılamamaktadır. Gerçekten payları borsada işlem gören HAAŞ'lerde, kamuya açıklanma tarihinin yanlış tespit edilmesi ya da bedelin hatalı olarak hesaplanması; payları borsada işlem görmeyen HAAŞ'lerde ise değerleme raporunda belirtilen bedelin uygun bulunmaması durumunda, dava açılabileceğinin kabul edilmesi önemli bir boşluğu gidermiş olacaktır. Pay sahiplerinin açabileceği bedel tespit davası, mahkeme kararının icra edilmesine gerek kalmadan hüküm ve sonuç doğuran yenilik doğurucu bir dava olarak kabul edilmelidir. Olması gereken hukuk bakımından bedel tespit davasına ilişkin sürecin açıkça düzenlenmesi gerekmektedir. Yasal mevzuatın güncel haliyle ayrılma akçesinin uygun belirlenmediği iddiasını öne süren pay sahiplerinin üç aylık süre içinde bu yola başvurabileceği kabul edilmelidir.

KAYNAKÇA[*]

Adıgüzel, Burak : *"Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı"*, GÜHFD, 2014, C. XVIII, S. 2, s. 1-51, (Anılış: *Adıgüzel, Ayrılma Hakkı*).

Adıgüzel, Burak : *Sermaye Piyasası Hukuku*, 2. Baskı, Ankara: Adalet 2018, (Anılış: *Adıgüzel, Sermaye Piyasası*).

Ağaoğlu, Cahit : *"Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Şirket Birleşme ve Devralmalarında Teminat ve Denkleştirmeler"*, MÜHF-HAD, 2012, C. 18, S. 2, s. 221-230.

Akbilek, Nevzat : *Türk ve Avrupa Birliği Hukukunda Anonim Şirket Birleşmelerinde Pay Sahibinin Korunması*, Ankara: Seçkin 2009.

Akbulak, Yavuz : *"Halka Açık Şirketlerde Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ortaklıktan Ayrılma"*, Legal Hukuk Dergisi, 2016, C. 14, S. 157, s. 205-223.

Akdağ Güney, Necla : *"Türk Ticaret Kanunu Tasarısında Şirketlerin Yeniden Yapılanmasına İlişkin Düzenlemeler Hakkında Genel Değerlendirme"*, YÜHFD, 2005, C. 2, S. 1, s. 499-509.

[*] Birden fazla eserinden yararlanılan yazarlara yapılan atıflarda kullanılan kısaltmalar, ilgili eserin yanında ve parantez içinde gösterilmiştir.

Akın, İrfan : *"TTK m.208 Kapsamında Anonim Şirketlerde Azınlığın Ortaklıktan Çıkarılması"*, GÜHFD, Prof. Dr. Oğuz Kürşat Ünal'a Armağan, 2013, C. XVII, S. 1-2, s. 1-19.

Aktaş, Rafet/***Deran***, Ali : *"Fair Value Karşılığı Olarak Gerçeğe Uygun Değer Kavramı ve Tespit Hiyerarşisi"*, GÜİİBFD, 2006, C. 8, S. 2, s. 153-166.

Al Kılıç, Şengül : *Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşmesi*, İstanbul: Beta 2009.

Altan, Derin : *"Sermaye Piyasasında Pay Sahiplerinin Ayrılma Hakkı ve Önemli Nitelikteki İşlemler"*, Banka ve Finans Hukuku Dergisi, 2014, C. 3, S. 11, s. 117-161.

Arslan, Ramazan/***Yılmaz***, Ejder/***Taşpınar Ayvaz***, Sema/***Hanağası*** Emel : *Medeni Usul Hukuku*, 4. Baskı, Ankara: Yetkin 2018.

Arslanlı, Halil : *Anonim Şirketler C. I Umumi Hükümler*, 2. Baskı, İstanbul: Fakülteler Matbaası 1959, (Anılış: *Arslanlı, C. I*).

Arslanlı, Halil : *Anonim Şirketler C. IV-V Anonim Şirketin Hesapları, Anonim Şirketin İnfisahı ve Tasfiyesi,* İstanbul: Fakülteler Matbaası 1961, (Anılış: *Arslanlı, C. IV-V*).

Atila, Beste : *Anonim Şirketlerin Haklı Sebeple Feshi Davasındaki Fesih Dışı Çözüm Yolları*, İstanbul

Bilgi Üniversitesi Lisansüstü Programlar Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul: 2018.

Ayan, Özge : *"Yeni Türk Ticaret Kanununda Anonim Şirketin Haklı Sebeplerle Feshi Davası (531. Madde),"* Legal Hukuk Dergisi, 2011, S. 102, s. 2237-2266.

Aydın, Alihan : *"SerPK'ya Tâbi Olmayan Anonim Ortaklıklarda Sermayeye Eklenebilecek Fonlar Sermayeye Eklenmeksizin Dış Kaynaklardan Sermaye Artırımı Yapılamaması Üzerine Düşünceler"*, BATİDER, 2013, C. XXIX, S. 4, s. 143-159, (Anılış: *Aydın, Fonlar*).

Aydın, Nurhan : *"Birleşme ve Satın Almalarda İşletme Değerlemesi"*, Şirket Birleşmeleri, (Ed. *Sumer*, Haluk/*Pernsteiner*, Helmut), İstanbul: Alfa 2004, s. 193-211, (Anılış: *Aydın, İşletme Değerlemesi*).

Ayrancı, Hasan : *"Sözleşme Kurma Zorunluluğu"*, AÜHFD, 2003, C. 52, S. 3, s. 229-252.

Bahtiyar, Mehmet : *"Türk Ticaret Kanunu ile Avrupa Birliği'nin Üçüncü Konsey Yönergesi Açısından Anonim Ortaklık Birleşmeleri ve Denetimi"*, Şirket Birleşmeleri, (Ed. *Sumer*, Haluk/*Pernsteiner*, Helmut), İstanbul: Alfa 2004, s. 1-22, (Anılış: *Bahtiyar, Üçüncü Konsey Yönergesi*).

Bahtiyar, Mehmet : *Ortaklıklar Hukuku,* 14. Baskı, İstanbul: Beta 2020, (Anılış: *Bahtiyar, Ortaklıklar*).

Bektaş, İbrahim : *"Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı ve Pay Alım Teklifi Zorunluluğu"*, BTHAE 60. Yıl Armağanı, Ankara: BTHAE 2015, s. 751-827.

Bilgili, Fatih/***Demirkapı***, Erkan : *Şirketler Hukuku*, 9. Baskı, Bursa: Dora 2013.

Bora, Sevda : *"Şirket Birleşmeleri ve Birleşme Sözleşmelerinde Ortaklıktan Çıkarma",* Terazi Hukuk Dergisi, 2016, S. 124, s. 37-50.

Bozkurt, Tamer : *Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)- Die Vinkulierung*, İstanbul: On İki Levha 2016.

Bratton, William W. : *Corporate Finance: Cases and Materials*, Eight Edition, Foundation Press: 2016.

Buz, Vedat : *Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar*, Ankara: Yetkin 2005.

Büyükyaka, Cüneyt : *"Yeni Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Şirketlerin Bölünme ve Birleşme İşlemlerinin Hukuki Prosedürü"*, Regesta Ticaret Hukuku Dergisi, 2011, S.1, s. 79-138.

Çakmak, Salih : *Ticaret Şirketlerinde Tür Değiştirme*, Ankara: Adalet 2018.

Çalışkan, Merdan : *"Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Şirketlerde Ayrılma Akçesi"*, Terazi Hukuk Dergisi, 2012, S. 7, s. 35-37.

Çam, Gülçin : *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler*, Kocaeli Üniversitesi SBE, Doktora Lisans Tezi, Kocaeli: 2018.

Çamoğlu, Ersin : *"Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi"*, Yavuz Alangoya İçin Armağan, İstanbul: Alkım 2007, s. 667-684, (Anılış: *Çamoğlu, Haklı Sebep*).

Çamoğlu, Ersin : *"Şirketler Topluluğunda Hakimiyetin Kötüye Kullanılmasından Doğan Sorumluluk Davaları"*, GSÜHFD, 2013/2, s. 19-33, (Anılış: *Çamoğlu, Hakimiyetin Kötüye Kullanılması*).

Çamoğlu, Ersin : *"Limited Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi ve Yargıtay Kararları"*, XXX. Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu, Ankara: BTHAE 2016, s. 57-81, (Anılış: *Çamoğlu, Limited Ortaklık*).

Çamoğlu, Ersin : *Limited Ortaklıklar Hukukunun Temel İlkeleri*, İstanbul: Vedat 2020, (Anılış: *Çamoğlu, Limited*).

Çebi, Hakan : *Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Anonim Ortaklıkların Bölünmesi*, İstanbul: On İki Levha 2010.

Çelik, Aytekin : *"Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma"*, SÜHFD, 2009, C. 17, S. 2, s. 171-215, (Anılış: *Çelik, Çıkarılma*).

Çelik, Aytekin : *Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma,* 4. Baskı, Ankara: Seçkin 2016, (Anılış: *Çelik, Anonim Şirket*).

Çelik, Orhan : *Şirket Birleşmeleri ve Birleşmede Şirket Değerlemesi*, Ankara: Turhan 1999, (Anılış: *Çelik, Şirket Değerlemesi*).

Çetin, Nusret/***Töremiş***, Hatice Ebru/***Cantimur***, Zeynep : *6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistematik Analizi*, Ankara: Yetkin 2014.

Çoştan, Hülya : *Anonim Ortaklıklarda Bölünme*, Ankara: Turhan 2004, (Anılış: *Çoştan, Bölünme*).

Çoştan, Hülya : *Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Hükümlerine Göre Anonim Şirketin Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirme Yoluyla Yeniden Yapılanmasında Alacaklının Korunması,* Ankara: BTHAE 2009, (Anılış: *Çoştan, Yeniden Yapılanma*).

Çoştan, Hülya : *Yeni Türk Ticaret Kanununa Göre Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirme Kararları*, 2. Baskı, Ankara: Seçkin 2012, (Anılış: *Çoştan, Kararlar*).

Demir, Volkan/***Bahadır***, Oğuzhan : *"UFRS(TFRS)'deki Değerleme Ölçüleri Kapsamında Şirket Değerlemesinde Defter Değeri Yaklaşımı"*, MDBD, 2007, C. 7, S. 23, s. 65-79.

Demirbaş, Harun : *Yenilik Doğuran Haklar*, İstanbul: Vedat 2007.

Develi, Bilge : *"6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Ayrılma Akçesi"*, GÜHFD, 2013, C. XVII, S. 1-2, s. 443-489.

Durgut, Ramazan : *"6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Şirketlerin Bölünmesi ve Bölünmeye Hâkim İlkeler"*, HESBAİD, 2012, S. 126, s. 1-18, http://www.e-akademi.org/makaleler/rdurgut-1.pdf , (Erişim T.: 02.11.2020).

Erdem, Nuri : *Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi,* İstanbul: Vedat 2012.

Erdil, Engin : *Limited Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma*, İstanbul: Vedat 2004.

Eren, Fikret : *6098 Sayılı Türk Borçlar Kanununa Göre Hazırlanmış Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 18. Baskı, Ankara: Yetkin 2015.

Eriş, Gönen : *Ticari İşletme ve Şirketler C. II*, Ankara: Seçkin 2017.

Erişir Karacan, Esra/***Karacan***, Ali İhsan : *Pay Alım Teklifi*, İstanbul: Legal 2018.

Ertuğrul, Murat : *"Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış"*, ESOGÜ İİBFD, 2008, C. 3, S. 2, s. 143-154.

Fischel, Daniel R. : *"The Appraisal Remedy in Corporate Law"*, American Bar Foundation Research Journal, Vol. 8, No. 4, (Autumn 1983), s. 875-902.

Göktaş, Abdülkadir : *"Dünyada ve Türkiye'de Şirket Birleşmeleri ve Hukuksal Boyutu"*, Yaklaşım Dergisi, 2001, S. 108, Y. 9, s. 112-121.

Göktürk, Kürşat : *"Türk Ticaret Kanununa Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşme Süreci ve Bazı Sorunlar"*, GÜHFD, 2013, C. XVII, S. 1-2, s. 631-662.

Günal, Vural : *Sermaye Piyasası Hukuku Esasları*, İstanbul: Beta 2007.

Güven, Şirin : *"6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Anonim Şirketler Hukukunda Özel Denetim"*, Cankaya University Journal of Law, 2011, C. 8, S. 2, s. 133-175.

Hızır, Serdar : *Halka Açık Ortaklık Statüsünün Sona Erdirilmesi*, İstanbul: On İki Levha 2019.

Hudson, Julie Gwyn : *"The Exclusivity of the Appraisal Remedy Under the New North Carolina Business Corporation Act: Deciding the Standarts of Review for Cash-Out Mergers"*, 69 N. C. L. Rev. (1990-1991), s. 501-550.

İmregün, Oğuz : *Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunların Telif Çareleri*, İstanbul: İsmail Akgün Matbaası 1962.

İnan, Ali Naim/***Yücel*** Özge : *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 4. Baskı, Seçkin: 2014 Ankara.

İpekel Kayalı, Ferna : *Türk Ticaret Kanunu'na Göre Birleşmeler,* İstanbul: Vedat 2014.

Kahyaoğlu, Emin Cem : *"Anonim Ortaklıkta Haklı Sebeple Fesih"*, Prof. Dr. Şener Akyol'a Armağan, İstanbul: Filiz 2011, s. 549-558.

Kanda, Hideki/***Levmore***, Saul : *"The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law"*, Ucla Law Review, February 1985, No. 32, s. 429-473.

Karababa, Serdar : *Anonim Ortaklıkta Satın Alma (Squeeze-Out) ve Çıkarma Hakları*, Ankara: Seçkin 2016.

Karasu, Rauf : *Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi*, Ankara: Yetkin 2009.

Kağıtçıoğlu, Mutlu : *Anonim Şirketlerde Kısmi Bölünme*, İstanbul: On İki Levha 2012.

Kaya, Ali : *"Limited Şirketten Ayrılmanın Hukuki Sonuçları ve Özellikle Ayrılma Akçesi Bağlamında Yeni Türk Ticaret Kanunu Hükümlerinin Değerlendirilmesi"*, KHÜHFD, 2013, S. 2, s. 117-140, (Anılış: *Kaya, Limited*).

Kaya, Barış : *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı,* İstanbul: Beta 2018, (Anılış: *Kaya, Ayrılma Hakkı*).

Kaya, Mustafa İsmail : *"Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma Hakkı (Squeeze-Out Right)"*, EÜHFD, 2007, C. XI, S. 1-2, s. 307-332, (Anılış: *Kaya, Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma*).

Kendigelen, Abuzer : *Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı*, İstanbul: Beta 1984, (Anılış: *Kendigelen, İntifa Hakkı*).

Kendigelen, Abuzer : *Hukukî Mütalâalar, C. IV, 2004*, İstanbul: Arıkan 2006, (Anılış: *Kendigelen, Mütalâalar*).

Kendigelen, Abuzer : *Yeni Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler*, 2. Baskı, İstanbul: On İki Levha 2012, (Anılış: *Kendigelen, İlk Tespitler*).

Kılıçoğlu, Ahmet M. : *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 18. Baskı, Ankara: Turhan 2014.

Kırca, İsmail : *"Türk Ticaret Kanunu'nun Genel Kurul Kararlarının İptali Sebepleri ile İptal Davası Açabilecek Kişilere İlişkin Hükümleri Hakkında Bazı Değerlendirmeler"*, BATİDER, 2015, C. XXXI, S. 4, s. 5-11.

Kırca, İsmail : *"Halka Açık Olmayan Anonim Şirketler İle Limited Şirketlerin Paylarını Gerçek Değerinden İhraç Etmeleri Zorunlu Mudur?"*, BATİDER, 2020, C. XXXVI, S. 1, s. 5-28, (Anılış: *Kırca, Gerçek Değer*).

Kırca, İsmail/ ***Şehirali Çelik***, Feyzan Hayal/***Manavgat***, Çağlar : *Anonim Şirketler Hukuku Cilt 1*, Ankara: BTHAE 2013, (Anılış: *Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, C. 1*).

Kırca, İsmail/***Şehirali Çelik***, Feyzan Hayal/***Manavgat***, Çağlar : *Anonim Şirketler Hukuku Cilt 2/2*, 2. Baskı, Ankara: BTHAE 2017, (Anılış: *Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, C. 2).*

Kıyat, Serdar : *"Limited Şirketlerde Ortağın Çıkma ve Çıkarılma Hallerinde Ayrılma Payının Hesaplanmasında Son Durum"*, Legal Hukuk Dergisi, 2007, S. 60, s. 3815-3820.

Koşer, Nihal : *"6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Birleşmede Ayrılma Akçesi"*, TAAD, 2018, Y. 9, S. 34, s. 367-385.

Kuru, Baki/***Budak***, Ali Cem : *Tespit Davaları*, 2. Baskı, İstanbul: On İki Levha 2010.

Letsou, Peter V. : *"The Role of Appraisal in Corporate Law"*, Boston College Law Review, 1998, V. 39, N. 5, s. 1121-1174.

Manavgat, Çağlar : *"Türk Ticaret Kanunu Hükümlerinin Halka Açık Anonim Ortaklıklara Uygulanması ve Sınırları"*, İÜHFM, 2013, C. LXXI, S. 2, s. 287-298, (Anılış: *Manavgat, TTK Hükümlerinin Uygulanması*).

Manavgat, Çağlar : *"Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakkı Sermaye Piyasası Hukukunda Yeni Yaklaşımlar"*, TFM, 2015, C. 1, S. 2, s. 93-106, (Anılış: *Manavgat, Çıkarma ve Satma Hakkı*).

Manavgat, Çağlar : *Hukuki Bakımından Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz,* Ankara: BTHAE 2016, (Anılış: *Manavgat, HAAO*).

Manning, Bayless : *"The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker"*, The Yale Law Journal, 1962, V. 72, No: 2, s. 223-265.

Moroğlu, Erdoğan : *"Anonim Ortaklıkta Çoğunluk Pay Sahiplerinin Azınlık ve İmtiyazlı Pay Sahiplerine Karşı Korunması"*, BATİDER, 1994, C. XVII, S. 3, s. 47-55, (Anılış: *Moroğlu, Büyük Pay Sahipleri*).

Moroğlu, Erdoğan : *Türk Ticaret Kanunu ile Yürürlük ve Uygulama Kanunu Tasarısı Değerlendirme ve Öneriler*, 6. Baskı, İstanbul: Vedat 2009, (Anılış: *Moroğlu, Değerlendirme ve Öneriler*).

Moroğlu, Erdoğan : *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü*, 6. Baskı, İstanbul: On İki Levha 2012, (Anılış: *Moroğlu, Hükümsüzlük*).

Mineliler, Zeynep : *"Yeni Türk Ticaret Kanunu'na Göre Limited Şirketlerin Haklı Sebeple Feshi"*, GÜHFD, 2012, C. XVI, S. 3, s. 95-117.

Mukwiri, Jonathan : *"Takeovers and Incidental Protection of Minority Shareholders"*, European Company and Financial Law Review, 2013, 10(3), s. 432-460.

Nomer Ertan, Füsun : *"Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi Davası-TTK m. 531 Üzerine Düşünceler"*, İÜHFM, 2015, C. LXXIII, S. 1, s. 421-440.

Oğuzman, M. Kemal/***Öz***, M. Turgut : *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 7. Baskı, İstanbul: Vedat 2009.

Oğuzman, M. Kemal/***Öz***, M. Turgut : *Borçlar Hukuku Genel Hükümler Cilt II*, 2. Baskı, İstanbul: Vedat 2012, (Anılış: *Oğuzman/Öz, Cilt II*).

Okutan Nilsson, Gül/**Atalay**, Oğuz : *"Anonim Ortaklık Paysahipleri Sözleşmelerinde Öngörülen Pay Alım ve Satım Opsiyonlarının Hukuki Niteliği ve Cebri İcrası"*, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan C. 1, İstanbul: Vedat 2007, s. 409-432.

Okutan Nilsson, Gül : *Sermaye Piyasası Hukukunda Birleşme Amaçlı Ortaklık*, İstanbul: On İki Levha 2016.

Ölekli, Neşe : *"Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkı"*, İstanbul Hukuk Mecmuası, 2018, C. 76, S. 1, s. 221-256.

Orak Çelikboya, Leyla : *Türk Ticaret Kanunu m. 208 uyarınca Anonim Şirketlerde Satın Alma Hakkı*, İstanbul: On İki Levha 2017.

Oran, Ozan : *"Halka Açık Anonim Şirketlerde Zorunlu Pay Alım Teklifi"*, İKÜHFD, 2017, C. 16, S. 2, s. 409-461.

Oruç, Murat : *"6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Haklı Sebeple Fesih İstemine Bağlı Çıkarılma"*, BATİDER, 2011, C. XXVII, S. 11, s. 209-233.

Otlu, Fikret/***Çenberlitaş***, İbrahim : *"TFRS Çerçevesinde Gerçeğe Uygun Değer Yaklaşımları ve Standart Uyarınca*

Kaydileştirilmesi", DÜİİBFD, 2017, C. 7, S. 14, s. 345-362.

Özatlan, Yurdal : *Anonim Şirket Birleşmelerinde Ortaklık Paylarının ve Ortaklık Haklarının İncelenmesi Davası (Denkleştirme Davası)*, Ankara: On İki Levha 2014, (Anılış: *Özatlan, Denkleştirme Davası*).

Özatlan, Yurdal : *"Pay Sahibinin Anonim Şirket Birleşmelerinden Doğan Çıkma Hakkı"*, Aurum SBD, 2018, C. 3, S. 1, s. 21-44, (Anılış: *Özatlan, Çıkma Hakkı*).

Özdoğan, Ayşegül : *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı*, SPKr Yeterlilik Etüdü, Ankara: 2002, (Anılış*: Özdoğan, Ayrılma Hakkı*).

Özdoğan, Ayşegül : *"Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı"*, Cumhuriyetin 80. Yılına Armağan C. 2, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu 2004, s. 691-762, (Anılış: *Özdoğan, Ortaklıktan Ayrılma*).

Öztürk Almaç, Tuğçe : *Ticaret Şirketlerinin Birleşmesinde Ortaklık Haklarının Devamlılığı İlkesi*, Ankara: Seçkin 2019.

Öztürk Dirikkan, Hanife : *Limited Şirket Ortağının Ayrılması ve Ayrılma Payı*, Ankara: Yetkin 2005.

Palanduz, Seda : *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ortaklıktan Çıkarma Hakkı*, İstanbul: On İki Levha 2019.

Pepin, Michelle M. : *"Exclusivity of Appraisal—The Possibility of Extinguishing Shareholder Claims"*, 42 Case Western Reserve Law Review, 1992, V. 42, I. 3, s. 955-991.

Poroy, Reha/***Tekinalp***, Ünal/***Çamoğlu***, Ersin : *Ortaklıklar Hukuku I*, 14. Baskı, İstanbul: Vedat 2019, (Anılış: *Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I)*.

Poroy, Reha/***Tekinalp***, Ünal/***Çamoğlu***, Ersin : *Ortaklıklar Hukuku II*, 14. Baskı, İstanbul: Vedat 2019, (Anılış: *Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar II*).

Pulaşlı, Hasan : *"Alman Hukukunda Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı"*, Bilgi Toplumunda Hukuk Ünal Tekinalp'e Armağan, İstanbul: Beta 2003, s. 649-661, (Anılış: *Pulaşlı, Azınlığı Şirketten Çıkarma*).

Pulaşlı, Hasan : *"Türk Ticaret Kanun Tasarısının Değerlendirilmesi ve Eleştirilen Hükümler"*, YÜHFD, 2005, C. II, S. 1, s. 429-448, (Anılış: *Pulaşlı, Değerlendirme*).

Pulaşlı, Hasan : *"Şirket Satın Alma ve Birleşmelerinde İşletme Değerlemesi ve Due Diligence"*, BATİDER, 2007, C. XXIV, S. 2, s. 203-235, (Anılış: *Pulaşlı, Due Diligence*).

Pulaşlı, Hasan : *Şirketler Hukuku Şerhi I. Cilt,* 3. Baskı, Ankara: Adalet 2018, (Anılış: *Pulaşlı, Şerh I*).

Pulaşlı, Hasan : *Şirketler Hukuku Şerhi II. Cilt,* 3. Baskı, Ankara: Adalet 2018, (Anılış: *Pulaşlı, Şerh II*).

Pulaşlı, Hasan : *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, 6. Baskı, Adalet: Ankara 2020, (Anılış: *Pulaşlı, Genel Esaslar*).

Sağlam, Necdet/***Şengel*** Salim : *"Şirket Birleşmeleri ve Muhasebeleştirilmesi"*, Şirket Birleşmeleri, (Ed. *Sumer*, Haluk/*Pernsteiner*, Helmut), İstanbul: Alfa 2004, s. 306-326.

Sarıkaya, Sinan : *Şirket Birleşmelerinde Ortakların Dava Yoluyla Korunması*, İstanbul: Vedat 2019.

Semerci Vuraloğlu, Tuğba : *Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Ayrılma Hakkı*, İstanbul: On İki Levha 2018.

Schwenk, Michael R. : *"Valuation Problems in the Appraisal Remedy"*, Cardozo Law Review, December 1994, No: 16, s. 649-698, www.heinonline.org , (Erişim Tarihi: 03.12.2019).

Sever, Rabia : *"Anonim Ortaklılarda Haklı Sebeple Fesih"*, Kazancı Hakemli Hukuk Dergisi, 2012, C. 8, S. 89-90, s. 169-211.

Sevi, Ali Murat : *Anonim Ortaklıkta Payın Devri*, 2. Baskı, Ankara: Seçkin 2012.

Sevim, Adnan : *"Şirket Birleşmelerinde Kurumsal Kaynak Planlaması (Enterprise Resources Planning – ERP)'nin Önemi"*, Şirket Birleşmeleri, (Ed.

Sumer, Haluk/*Pernsteiner*, Helmut), İstanbul: Alfa 2004, s. 327-360.

Sızır, Nil : *Ayrılma Akçesi,* http://nilsizir.av.tr/content/ayrilma-akcesi.pdf , (Erişim Tarihi: 05.10.2019).

Siegel, Mary : *"Back to The Future: Appraisal Rights in The Twenty-First Century"*, Harvard Journal on Legislation, Winter 1995, No. 32, s. 79-143.

Sipahi, Barış/***Yanık***, Serhat/***Aytürk***, Yusuf : *Şirket Değerleme Yaklaşımları*, Ankara: Nobel 2011.

Sönmez, Yusuf Ziyaeddin : *Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı,* İstanbul: Beta 2009, (Anılış: *Sönmez, 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.XXXIII, S. 4, s. 191-227, (Anılış: *Sönmez, Payların Sınırlandırılması*).

Susuz, Kağan : *"Anonim Şirketlerin Bölünmesinde Pay Sahiplerinin Ayrılma Hakkı"*, Legal Mali Hukuk Dergisi, 2011, C. 7, S.77, s. 1291-1296.

Şahin, Ayşe : *Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi*, İstanbul: Vedat 2013.

Şener, Oruç Hami : *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku Ders Kitabı*, 2. Baskı, Ankara: Seçkin 2015.

Tanrıver, Süha : *Medeni Usul Hukuku Cilt I,* Ankara: Yetkin 2016.

Tarhan, Damla Gül : *"Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşme İşlemleri Açısından Ayrılma Hakkı ve Ayrılma Akçesi",* BATİDER, 2017, C. XXXIII, S. 1, s. 211-258, (Anılış: *Tarhan, Ayrılma Akçesi*).

Tarhan, Damla Gül : *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler ve Sonuçları*, İstanbul: On İki Levha 2018, (Anılış: *Tarhan, Önemli Nitelikteki İşlemler*).

Taşdelen, Nihat : *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Limited Ortaklıklarda Çıkma Çıkarılma ve Fesih,* Ankara: Yetkin 2012.

Tekil, Fahiman : *Anonim Şirketler Hukuku*, 2. Baskı, İstanbul: Alkım 1998.

Tekinalp, Ünal : *Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları Pay Defteri Hukuku İle*, İstanbul: Vedat 2012, (Anılış: *Tekinalp, Bağlam*).

Tekinalp, Ünal : *"Birleşmede Ayrılma Akçesi"*, Regesta Ticaret Hukuku Dergisi, 2012, C. 2, S. 1, s. 21-27, (Anılış: *Tekinalp, Birleşmede Ayrılma Akçesi*).

Tekinalp, Ünal : *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku,* 4. Baskı, İstanbul: Vedat 2015, (Anılış: *Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları*).

Teoman, Ömer : *Yaşayan Ticaret Hukuku Hukuki Mütalaalar Kitap 11*, İstanbul: Vedat 2003.

Thompson, Robert B. : *"Squeeze Out Mergers and the "New" Appraisal Remedy"*, 1984-1985, 62 Wash UL Q, s. 415-434.

Tunçay, Merzuke : *Halka Açık Anonim Şirketlerin Halka Kapalı Hale Dönüşmesi (Going Private)*, SPKr Yeterlilik Etüdü, Ankara: 2003.

Turan, Gökçen : *"6362 Sayılı Kanun'da Halka Açık Ortaklık Pay Sahiplerine Tanınan Ayrılma Hakkı"*, Legal Hukuk Dergisi, 2014, C. 12, S. 139, s. 75-116, (Anılış: *Turan, Ayrılma Hakkı*).

Turan, Gökçen : *"İhtiyari Ayrılma Akçeli Birleşmeler Hakkında Bazı Tartışmalı Noktalar"*, BTHAE 60. Yıl Armağanı, Ankara: BTHAE 2015, s. 585-611, (Anılış: *Turan, İhtiyari Ayrılma Akçesi*).

Turanlı, *Hüsnü* : *Yeni Türk Ticaret Kanununa Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşmesi,* İzmir: Orion 2014.

Türk, Hikmet Sami : *Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesinde Nevilerin Aynı Olması Koşulu*, BTHAE: Ankara 1986, (Anılış: *Türk, Aynı Neviden Olma*).

Türk, Mehmet Cemil : *Anonim Şirketlerde Genel Kurul Kararlarının İptali*, Ankara: Adalet 2019, (Anılış: *Türk, İptal*).

Tütüncü, Muharrem : *Hâkim Şirketin Azınlığın Paylarını Satın Alma Hakkı (Squeeze-Out)*, İstanbul Kültür Üniversitesi SBE, Doktora Tezi, İstanbul: 2016.

Ulusoy, Erol : *"Anonim Şirketlerde Azınlık Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkarılması"*, BAUHFD, 2014, C. 9, S. 117-118, s. 77-102.

Uzel, Necdet : *"Nama Yazılı Payların Satın Alma Teklifinde Bulunma Hakkına Konu Olması Halinde Gerçek Değer ve Faizin Tespiti ile Kâr Payının Mahsup Edilmesine Dair İlkeler"*, İÜHFM, 2013, C. LXXI, S. 2, s. 555-561, (Anılış: *Uzel, Gerçek Değer*).

Uzel, Necdet : *"Birleşme, Bölünme, Tür Değiştirme ve Malvarlığı Devri Hakkında Federal Kanun"*, Prof. Dr. Hükmet Sami Türk'e Armağan, Ankara: Turhan 2017, s. 717-741, (Anılış: *Uzel, Federal Kanun*).

Ünal, Oğuz Kürşat : *Aracı Kurumlar*, Ankara: Yaklaşım 1997, (Anılış: *Ünal, Aracı Kurumlar*).

Ünal, Oğuz Kürşat : *Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar*, Ankara: Nobel 1999.

Veasey, E. Norman/***Guglielmo***, Christine T. Di : *"What Happened In Delawere Corporate Law and Governance from 1992-2004? A Retropective on Some Key Developments"*, University of Pennsylvania Law Review, 2005, No. 5, Vol. 155, s. 1399-1512.

Ventoruzzo, Marco : "*Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals"*, Virginia Journal of

International Law, 2010, Vol. 50, No. 4, s. 842-917.

Wertheimer, Barry M. : *"The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value"*, Duke Law Journal, 1988, Vol. 47, No. 4, s. 613-716, (Anılış: *Wertheimer, Fair Value*).

Wertheimer, Barry M. : *"The Purpose of the Shareholders' Appraisal Remedy"*, Tennessee Law Review, 1998 Spring, Vol. 65, s. 661-690, (Anılış: *Wertheimer, Purpose of Appraisal*).

Yanlı, Veliye : *"Halka Açık Şirketlerde Önemli Nitelikteki İşlemler"*, İnÜHFD, 2017, C. 6, S. 2, s. 459-472.

Yasaman, Hamdi : *Anonim Ortaklıkların Birleşmesi*, Ankara: BTHAE 1987, (Anılış: *Yasaman, Birleşme*).

Yasaman, Hamdi : *"Şirket Birleşme ve Bölünmeleri"*, Bilgi Toplumunda Hukuk Ünal Tekinalp'e Armağan, C. 2, İstanbul: Beta 2003, s. 695-712, (Anılış: *Yasaman, Birleşme ve Bölünme*).

Yavuz, Mustafa : *"Ticaret Şirketlerinin Birleşmesinde Ortaklıktan Çıkma ve Çıkarılma"*, ISMMMO Mali Çözüm Dergisi, 2016, S. 133, s. 121-131.

Yıldız, Şükrü : *Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi*, Ankara: Seçkin 2004.

ÖZET

Bakırcı, Sadiye Sıla, Şirketler Hukukunda Birleşme İşlemleri Sebebiyle Ayrılma Akçesi, Yüksek Lisans Tezi.

Danışman: Prof. Dr. Feyzan Hayal Şehirali Çelik, 326 s. + XI

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu m. 141 hükmü ile şirket birleşmelerinde pay sahipliğinin devamlılığı ilkesi mutlak olarak benimsenmemiştir. Bu doğrultuda birleşme sonrası pay sahibi olmak istemeyen ya da şirket tarafından pay sahibi olması istenmeyen ortakların, ayrılma akçesi karşılığında birleşme dışında tutulabilmelerine imkân tanınmıştır. Halka açık anonim şirketlere uygulanacak 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun ikincil düzenlemelerinde ise, içinde birleşmenin de bulunduğu çeşitli işlemler, önemli nitelikte kabul edilmiştir. İlgili işlemlerin görüşüldüğü genel kurulda, mevzuatta öngörülen şartları yerine getiren pay sahiplerine, ayrılma akçesi verilerek pay sahipliği sıfatlarını sona erdirebilmelerinin yolu açılmıştır. Bu çalışmada da özünde şirketle ilişkisini sonlandıran pay sahibine verilen bir edimi konu edinen her iki normatif düzenleme, karşılaştırmalı bir şekilde incelenmektedir. Ayrılma akçesinin; felsefi alt yapısı, türleri, işlevleri, talep edilebilmesine ilişkin maddi ve şekli şartlar, benzer kavramlarla ilişkisi ve hesaplanmasına dair esaslar detaylı bir şekilde ele alınmaktadır.

Anahtar kelimeler: Şirket birleşmeleri, ayrılma akçesi, ayrılma hakkı.

ABSTRACT

Bakırcı, Sadiye Sıla, Appraisal Remedy Due To Merger Transaction in Corporate Law, Master's Thesis.

Advisor: Prof. Dr. Feyzan Hayal Şehirali Çelik, 326 p. + XI

The principle of continuity of shareholding in company mergers has not been absolutely adopted with the article 141 of the Turkish Commercial Code numbered 6102. Accordingly, the shareholders who do not want to own a share after the merger or are not wanted to be a shareholder by the company are allowed to be excluded from the merger in exchange for a appraisal remedy. In the Capital Market Law numbered 6362 and the secondary regulations of the Capital Markets Board, which will be applied to publicly held joint stock companies, various transactions including mergers have been accepted as important. At the general assembly where the relevant transactions were discussed, the shareholders who fulfill the conditions envisaged in the legislation were enabled to terminate their title of shareholders by being given an appraisal remedy. In this study, both normative regulations, which are the subject of an act given to the shareholder, who essentially terminates the relationship with the company, are analyzed comparatively. The philosophical infrastructure, types, functions, material and formal conditions for claiming appraisal remedy, its relationship with similar concepts and principles of calculation are discussed in detail.

Keywords: Company mergers, appraisal remedy, appraisal right.