

# HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA ÇIKARMA ve SATMA HAKKI SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA YENİ YAKLAŞIMLAR\*

## SQUEEZE-OUT AND SELL-OUT RIGHTS IN PUBLIC COMPANIES–NEW APPROACHES ON TURKISH SECURITIES LAW

Doç. Dr. Çağlar MANAVGAT\*\*

### ÖZET

Çıkarma ve satma hakları, halka açık anonim ortaklıklara özgü olarak Sermaye Piyasası Kanunu'nda düzenlenmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun Tebliği'yle ayrıntılı hükümler öngörülmüştür. Halka açık anonim ortaklıklarda hâkim ortağın, azınlığı çıkarma hakkı ve azınlıktaki ortağın paylarını hâkim ortağa satma hakkı, menfaatler dengesini kurmak bakımından büyük önem taşımaktadır. Bir tarafta ortaklıkta mutlak hâkimiyet gücüne sahip olan ortağın, marjinal azınlıkla ortaklığa devam etmemek ve ortaklığın halka açıklık statüsünü sona erdirmek menfaati varken, diğer tarafta marjinal azınlık konumuna girmiş ortakların, ortaklıktan ayrılma menfaati vardır. Elbette azınlığın ortaklıktan ayrılmasında önem taşıyan nokta, çıkarılan veya payını satan azınlığa dürüst fiyat ödenmesinin sağlanmasıdır.

**Anahtar Kelimeler:** Çıkarma Hakkı, Satma Hakkı, Azınlığın Korunması, Halka Açık Anonim Ortaklık, Borsa Kotundan Çıkma

### ABSTRACT

Squeeze-out and sell-out rights, peculiar to public companies, are enacted in Capital Markets Law and extensive provisions are prescribed by Capital Markets Board's Communiqué. In the public companies, squeezing out the minority shareholders and selling out the minority's shares to the controlling shareholder are essential for setting the balance of interests. The controlling shareholder has the interest of delisting the public company and then going private. On the other hand, shareholders, being in the position of marginal minority, have the interest of leaving the partnership. Surely, the importance of leaving the partnership of the minority is to provide the payment of fair price to minority sold out the shares or squeezed out.

**Keywords:** Squeeze Out, Sell Out, Minority Protection, Public Company, Delisting

\* Bu makale, 27 Kasım 2014 tarihinde düzenlenen "I. Ticaret Hukuku Uluslararası Sempozyumu"nda tebliğ olarak sunulmuştur.

\*\* Bilkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi, Ticaret Hukuku Ana Bilim Dalı Öğretim Üyesi, (cmanavgat@bilkent.edu.tr).

## I. ÇIKARMA HAKKI

### A. Amacı

Halka açık anonim ortaklıklardaki hâkimiyet oranının, azınlığın yönetimdeki etkisini tümüyle kaybedeceği düzeye ulaşması, ortaklığın halka açık kimliğinden uzaklaşmasına yol açabilir. Bu durumda ortaklığın, halka açık statüden çıkmasında, hâkim ortağın menfaati olabilir. Ayrıca ortaklığın halka açıklık özelliğinden bağımsız olarak, sermaye ve oy hakkında mutlak hâkimiyete ulaşan bir ortağın, azınlık pay sahipleri olmaksızın ortaklığı yönetmek ve tek ortaklı ortaklığa dönüştürmek konusunda menfaati olabilir. Dolayısıyla küçük oranda paya sahip azınlığın, iradesine gerek olmaksızın ortaklıktan çıkarılması, menfaatler dengesi bakımından bir gereklilik oluşturabilir. Elbette her hâkimiyet ilişkisi, mutlak biçimde azınlıktaki ortağı çıkarma hakkını hâkim ortağa vermez. Özellikle halka açık anonim ortaklıklar açısından konuya bakıldığında, orta ve uzun vadede pay fiyatındaki artıştan veya ortaklığın elde edeceği kârından yararlanmak amacıyla yatırım yapan yatırımcının, yeterli koruma mekanizmaları oluşturulmadan kendi iradesi dışında ortaklıktan ayrılmak zorunda bırakılması, sermaye piyasasının özelliklerine uymaz. Ancak hâkimiyetin ulaştığı aşamaya ve ortaklığın halka açıklık statüsünden çıkarılma isteğine bağlı olarak, çıkarma hakkının kullanılması bir zorunluluk halini alabilir. Nitekim Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) 27 hükmünde, hâkim ortağın çıkarma hakkı düzenlenmiş; sadece bedele ilişkin koşul, SPKn 24 hükmüne atıf yapılarak belirlenmiş; bunun dışında çıkarma hakkının kullanılmasının koşulları ve azınlığı koruyucu mekanizmaların düzenlenmesi Sermaye Piyasası Kurulu (SPKr) tebliğine bırakılmıştır.

Diğer yandan çıkarma hakkının kullanılmasını haklı kılan hâkimiyet oranına ulaşılması, hâkim ortağın bu hakkı kullanmasını zorunlu kılmaz. Bu durumda Türk Ticaret Kanunu (TTK) ve SPKn hükümlerinin azınlık pay sahiplerine tanıdığı haklardan dahi yararlanamayacak oranda azınlık haline gelen pay sahiplerini de bu konumda kalmaya zorlamak adil bir düzenleme politikası değildir. O halde çıkarma hakkının kullanılmasının koşullarının olduğu durumda, azınlığa da aynı koşullarla satma hakkının tanınması, menfaatler dengesinin kurulması bakımından en doğru tercihtir.

## B. Düzenlemenin Amaca Uygunluğu – AB Hukukuyla Karşılaştırmalı Değerlendirme

Sermaye piyasası mevzuatının çıkarma ve satma haklarına yaklaşımı değerlendirilirken, ağırlıklı olarak SPKr tebliğinin incelenmesi gerekir. Zira SPKn 27 hükmünde çıkarma hakkı ve satma hakkının çerçevesi tanımlanarak düzenleme yapılmış, çıkarma hakkında uygulanacak bedel dışında, hakların kullanılma koşulları ve azınlığı koruyucu hükümler SPKr tebliğine bırakılmıştır. Kurul Tebliği'nde, çıkarma ve satma hakkının kullanılmasının ortak koşulları belirlenmekle beraber, satma hakkının kullanılma sürecinin tamamlanması, çıkarma hakkının kullanılmasının koşulu haline getirilmiş; satma ve çıkarma hakkının kullanılmasını uygulanan bedel farklılaştırılmış, hâkim ortağın önceden öngöremeyeceği bir bedel belirleme sistemi getirilerek, bu hakkın kullanılması ekonomik bakımdan katlanılamayacak derecede güçleştirilmiştir.

Bu düzenleme yöntemi, çıkarma ve satma hakkının düzenleme amacı dikkate alındığında, amaca elverişli değildir. Şeklen halka açık statüde olmakla beraber, hâkim ortak dışındaki pay sahiplerinin marjinal azınlık olarak kalmak zorunda olacağı ortaklıklar, sermaye piyasasının yapısına uygun olmadığı gibi; işlem hacmi sığ piyasalarda bu ortaklıkların payları için doğru fiyat oluşumu gerçekleştirilemeyeceğinden, azınlık ortaklarının paylarını dürüst fiyattan satarak çıkma olanağı da bulunmayacaktır. Bu nedenle, çıkarma hakkı kullanılmasının koşullarının azınlığı koruyucu biçimde belirlenmesi; ancak bu hakkın kullanılmasını ekonomik bakımdan olanaksız kılacak koşullarla azınlığın, ortaklıkta kalmaya zorlanmaması, olması gereken bakımdan düzenleme politikasının gereğidir.

Avrupa Birliği (AB) hukukunda, çıkarma ve satma hakkı, aleni pay alım teklifini takiben belli bir hâkimiyet düzeyine ulaşılması halinde tanınmıştır. 2004/25/EC sayılı Yönerge'nin 15 inci maddesinde, tüm pay sahiplerine yönelik olarak yapılan teklifi takiben, daha önce sahip olunanlarla birlikte veya salt teklifte yapılan işlemlerle sermaye ve oy haklarında en az % 90 oranında hâkimiyete ulaşırsa, hâkim ortağın dürüst fiyat ödeyerek azınlığı çıkarma hakkı düzenlenmiştir. Üye ülkelerin bu hâkimiyet oranını, tekliften önce sahip olunan pay ve oy haklarının da dikkate alındığı hallerde % 95 oranına kadar yükseltmesine olanak tanınmıştır.

Yönerge'de, çıkarma hakkını kullanma süresi, teklifi kabul süresinin bitiminden itibaren üç ay olarak belirlenmiştir. Dürüst fiyat konusunda, teklifle bağlantı kurulmuş ve zorunlu teklifte önerilen bedel, nakit bedelin de en azından seçenek olarak sunulması kaydıyla dürüst fiyat olarak kabul edilmiştir. İsteğe bağlı teklifte de, teklifte payların en az % 90'ı satın alınmışsa, teklif fiyatı dürüst fiyat olarak belirlenmiştir. Yönerge'nin 16 ncı madesinde, satma hakkı kullanılırken ödenecek bedelin, teklifte önerilen bedelle aynı türde veya nakit olması düzenlenmiştir.

SPKn'daki sistemle karşılaştırıldığında, AB hukukundaki çıkarma hakkının kapsamı daha dardır. AB Yönergesi'nde sadece teklifi takiben belli bir hâkimiyet oranına ulaşılması halinde çıkarma hakkı kullanılabilirliği halde, SPKn'da, çağrı sonrası da dahil olmak üzere, herhangi bir şekilde gerekli hâkimiyet oranına ulaşılması, çıkarma hakkının kullanılabilmesine olanak verir. Aşağıda değinileceği gibi, halka açıklık statüsünden çıkmak için gerekli bir araç olan çıkarma hakkının, hâkimiyet oranının çağrı yoluyla aşılmasından bağımsız olarak tanınması Türk sermaye piyasasının gereksinimlerine uygundur.

Hâkimiyet oranı, SPKn 27 hükmünde sadece oy hakkına bağlanmışken, AB Yönergesi'nde sermayedeki pay ve oy hakkı birlikte gözönüne alınmıştır. Sermayedeki pay oranının, en azından oy hakkıyla birlikte değerlendirmede dikkate alınması gerekmekte olup, SPKn 27 hükmünde sadece oy hakkının esas alınması yerinde bir tercih değildir.

Dürüst fiyat konusunda AB Yönergesi'nde genel ilkeler, çağrı süreciyle ve çağrı fiyatıyla bağlantılı olarak düzenlenmiştir. SPKn 27 hükmünde ve II-27.2 tebliğinde, çağrıdan bağımsız bir sistem düzenlendiğinden, fiyat belirleme sistemi özgündür. Azınlık ortaklarına, payları karşılığında nakit ödenmesi zorunluluğu, Yönerge'nin ve SPKr Tebliği'nin ortak noktasıdır. Ancak Yönerge, konuyu çağrıyla bağlantılı olarak düzenlediğinden, çağrıda önerilen bedel de çıkarma hakkı kullanılırken, azınlık ortaklarına önerilebilecektir.

AB Yönergesi'nde çıkarma hakkı, teklif sonrası döneme ilişkin olarak düzenlenmekle beraber, olması gereken açısından, hangi sebeple olursa olsun önceden belirlenmiş bir hâkimiyet oranına ulaşıldığı takdirde çıkarma hakkının ve bununla bağlantılı olarak azınlığa satma hakkının tanınması konusun-

da bir uzlaşısı vardır<sup>1</sup>. Elbette çıkarma hakkının kullanılmasının, teklifle bağlantılı olarak düzenlenmesi, iki noktada kolaylık sağlamaktadır: Çıkarma hakkının teklifi izleyen sınırlı bir zaman dilimi içinde kullanılması ve çıkarma hakkının kullanılacağı fiyatın teklif fiyatına kıyasla belirlenmesi. Teklif sonrasında çıkarma hakkının, önemli sorunları çözdüğü açık olmakla beraber, teklif dışında nedenlerle hâkimiyete ulaşılması durumunda, çıkarma ve satma haklarının tanınmaması, bu hakların düzenlenme amacına terstir.

Halka açık olmayan anonim ortaklıklarda da çıkarma ve satma haklarının tanınması konusu tartışılmakla ve bazı AB üyesi ülkelerde<sup>2</sup> bu hak halka açık olmayan ortaklıklar için de düzenlenmekle beraber, genel olarak bu konuda halka açık olmayan ortaklıklar bakımından tereddütlü bir yaklaşım vardır<sup>3</sup>.

Çıkarma hakkının, pay sahibinin rızasına bağımlı kullanılması, mülkiyet hakkının ihlali ve buna bağlı olarak Anayasa'ya aykırılık tartışmalarını da gündeme getirmiştir<sup>4</sup>. Ancak çıkarma hakkı kullanılırken, dürüst fiyatı sağlamaya yönelik ölçütlerle belirlenmiş bir bedel karşılığında payın itfası söz konusu olduğundan, mülkiyet hakkının özüne herhangi bir müdahale bulunmamaktadır.

## C. Koşulları

### 1. Oy Hakkı Hâkimiyeti

Çıkarma hakkını kullanabilmenin ilk koşulu, bir ortağın veya birlikte hareket eden ortaklar grubunun, ortaklık sermayesindeki oy hakkı sahipliğinin, azınlığı marjinal düzeye indirecek orana ulaşmasıdır. SPKn 27.1 hükmünde, hâkim ortağın

1 Report of the High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework For Company Law in Brussels 2002, [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), s. 109 (Erişim tarihi: 10.02.2015).

2 Örneğin İngiltere, Hollanda, Belçika, Almanya gibi ülkelerde, halka açık olan ve olmayan ortaklıklarda, hâkim ortağın çıkarma hakkı düzenlenmiştir. **Van Der Elst**, Christoph/ **Van Den Steen**, Lientje, "Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights", *European Com.&Fin.L.R.*, v.4, 2009, s. 401-404.

3 **Report**, s.110.

4 Çıkarma hakkının Anayasa'ya uygunluğu ve fiyat belirleme hükümlerinin Anayasa'ya aykırılığı yönündeki değerlendirmeler için bk. **Karacan**, Ali İhsan, *Ortaklıktan Çıkarma-Sermaye Piyasası Hukuku Açısından Bir İnceleme*, İstanbul 2015, s.215 vd, özellikle, s.234.; Alman Anayasa Mahkemesi'nin, ortağın çıkarılmasını düzenleyen kanun hükmünün Anayasa'ya uygun bulunmasına ilişkin kararı ve değerlendirmesi için bk. **Pulaşlı**, Hasan, "Alman Hukukunda Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı", Ünal Tekinalp'e Armağan, C.I, İstanbul 2003, s. 651.

paylarıyla, halka açık anonim ortaklığın oy haklarının kıyaslanması ve böylece ulaşılabilecek hâkimiyet oranının, çıkarma hakkını doğurması öngörülmüştür. Oran, Kanun'da belirlenmemiş, bu konuda SPK'r'na yetki verilmiştir. SPK'r, II-27.2 Sayılı Tebliğ'inin 4.1 hükmünde, bu oranı yüzde doksan sekiz olarak belirlemiştir.

Amaca ulaşmak bakımından, çıkarma hakkının kullanılabilmesi hâkimiyet oranı önem taşır. Türkiye'de halka açıklik oranının düşük olduğu dikkate alındığında<sup>5</sup>, çıkarma hakkının kullanılabilmesi hâkimiyet oranının göreceli olarak düşük tutulması, halka açıklik statüsünün sık sık terk edilebilmesine ve azınlık pay sahiplerinin geleceğe dönük beklentilerinin dikkate alınmamasına yol açacaktır. Ulaşılan bu sonucun, yatırımcıların sermaye piyasasına olan ilgisini olumsuz etkileyeceğinden kuşku yoktur. Hâkimiyet oranının göreceli olarak yüksek tutulması ise, gerçek anlamda halka açıklik özelliğini yitirmiş ortaklıklarda, çıkarma hakkını kullanma koşullarının gerçekleşmemesine neden olacaktır. Açıklanan nedenlerle, çıkarma hakkının kullanılabilmesi hâkimiyet oranı, bu konuda en önemli tercihi oluşturmaktadır.

Hâkimiyet oranı belirlenirken, azınlık ortaklarının satma hakkı bakımından da değerlendirme yapılmalıdır. Satma hakkı, etkisiz bir azınlık haline dönüşen ortaklara, dürüst fiyattan payını satarak çıkma hakkını vermektedir. Halka açık ortaklıklarda azlık hakları, sermayenin yüzde beşine sahip olan ortaklarca kullanılabilir. Tüm azınlık ortaklarının biraraya gelerek bu orana ulaşmaları güç olmakla beraber, azınlığın sermayedeki pay oranının yüzde beşin altına inmesi, çıkarma ve satma haklarının kullanılması bakımından anlamlı bir gösterge olabilir. Halka açıklik oranının yüksek olduğu piyasalarda, azınlığın biraraya gelip birlikte hareket etme güçlüğü dikkate alındığında, yüzde beşin üzerindeki azınlık oranları da etkisiz azınlık oluşturabilir. Nitekim TTK 208.1 hükmünde, satın alma hakkını kullanma eşiği, payların ve oy haklarının en az yüzde doksanına sahip olmak şeklinde tanımlanmıştır. Ancak halka açıklik oranının düşük olduğu ülkemizde, azlık haklarını kullanma eşiği de gözetilerek, mevcut koşullarda hâkimiyet oranının

yüzde doksan beş olarak belirlenmesi uygun olacaktır. Zira hâkimiyet oranının yüzde doksan beşin üzerinde belirlenmesi de, gerçek anlamda halka açıklik özelliğini yitiren ortaklıkta çıkarma ve satma haklarının kullanılmasını olanaksızlaştırabilir. Bu durum dürüst fiyattan satma hakkını kullanamayan azınlığın da aleyhinedir.

Çıkarma hakkının ve satma hakkının kullanılmasına neden olacak hâkimiyet oranı hesaplanırken, SPKn 27.1 hükmünde, hâkim ortağın sahip olduğu paylarla, ortaklıktaki toplam oy haklarının karşılaştırılması öngörülmüştür. Ancak oy hakları ve pay sayısı, oy hakkında imtiyazların varlığı halinde birbirine eşit olmayacaktır. Bu nedenle kıyaslamada eş kavramların esas alınması gerekirdi. Kanun hükmünün sözünden kaynaklanan bu sorun, II-27.2 Tebliğ'i'nde eleştiriye açık biçimde giderilmiştir. Tebliğ'in 3.ç hükmündeki "Hâkim ortak" tanımında, sadece oy hakkı sahipliği dikkate alınarak, pay sahipliğiyle herhangi bir karşılaştırma yapılmamıştır. Oy haklarının hesaplanma yönteminin düzenlendiği 4.2 hükmünde, oy haklarındaki hâkimiyet hesaplanırken, oy hakkındaki imtiyazlarla, hâkim ortağın maliki olmamasına rağmen kullanabildiği oy haklarının dikkate alınmaması hükme bağlanmıştır. Bu hüküm, hâkimiyet oranı hesaplanırken, pay ve oy haklarının eşitlenmesini sağlayarak, hem SPKn 27.1 hükmündeki, payların oy haklarına oranlanmasından hem de hâkimiyet oranı hesaplanırken sermayedeki pay sahipliği oranının dikkate alınmamasından doğabilecek sakıncaları önlemektedir.

Tebliğ 4.2 hükmünde tercih edilen düzenlemenin, yukarıda açıklanan olumlu yönlerine rağmen, ortaklıkta oyda imtiyazlı payların bulunması halinde, imtiyazlı oy haklarının, ortaklıktaki toplam oy haklarının içinde imtiyazlı sayı ile hesaplanmaması, kuramsal açıdan bir çelişki yaratmaktadır. Kanun koyucu, çıkarma ve satma hakkının doğması bakımından ölçüt olarak oy gücündeki hâkimiyeti esas aldığından, hâkim ortağa ait oy hakkında imtiyazlı payların varlığı halinde, yapılacak hesaplamada bu payların içerdiği imtiyazlı oy sayısı dikkate alınması; ancak hâkimiyet kavramıyla, sahip olunan pay sayısı arasında da bağlantı kurularak, hem pay hem oy hakkında hâkimiyetin aranması, olması gereken bakımından en doğru çözüm olacaktır. Nitekim TTK 208.1 hükmünde, satın alma hakkının kullanılmasında hâkimiyet eşiği belirlenirken, pay ve oy haklarında sahiplik oranı esas alınmıştır.

5 2015 yılının Haziran ayı verilerine göre, Türkiye'deki halka açık anonim ortaklıklarda, ortalama halka açıklik oranı, % 31,3'dür. [www.ts-pakb.org.tr](http://www.ts-pakb.org.tr) Bu ortalama halka açıklik oranı, Türkiye'deki halka açık anonim ortaklıklarda, hâkim ortak yapısının egemen olduğunu göstermektedir.

Çıkarma hakkının kullanılabilmesinin temel koşulu olarak pay sahipliğinin değil, oy hakkı sahipliğinin esas alınması yerinde bir tercih değildir. Çıkarma hakkına, anonim ortaklığın halka açıklık özelliğinden bağımsız bakıldığında, anonim ortaklığın genel kurulunda her türlü kararı alabilecek bir hâkimiyet gücüne sahip olan pay sahibi veya sahiplerinin, azınlığa katlanmama hakkından söz edilebilir ve bu durumda, oy hakkındaki üstünlük esas alınabilir. Ancak halka açık anonim ortaklıklarda çıkarma hakkı, ortaklığın halka açıklık statüsünün sona erdirilmesine hizmet etmektedir. Zira çıkarma hakkını kullanmanın mutlak sonucu, ortaklığın halka açıklık özelliğini yitirmesidir. O halde burada, menfaatler dengesi kurulurken azınlığa ait paylara odaklanılmalı, hâkim ortak veya ortakların sahip olduğu payların dışında kalan dolaşımdaki pay oranının azalmasına bağlı olarak hâkim ortağa, diğer ortakları çıkarma hakkı tanınmalıdır. Dolaşımdaki pay oranının azalması, arz ve talebe dayalı, dışsal etkenlerden uzak, etkin bir fiyat oluşumunu da güçleştireceği, hatta giderek olanaksızlaştıracağından, çıkarma hakkı, azınlık ortaklarını da koruyucu bir işleve sahiptir. Bu nedenle olması gereken bakımından, çıkarma hakkının kullanılabilmesi için salt oy hakkı yerine, oy hakkı ve pay sahipliği oranının birlikte esas alınması yerinde olacaktır. Çıkarma hakkının doğacağı orana, hukukî işlemle veya birden fazla ortağın birlikte hareket etmesiyle ulaşılabileceği mümkündür.

Ana sözleşmeye konacak bir hükümlerle, bu hâkimiyet eşiği oranı, azaltılamaz veya yükseltilemez. Oranın azaltılması, borsa ortaklıklarının borsadan çıkmasını kolaylaştıracaktır. Azınlık ortağının da aynı orana ulaşıldığında satma hakkının doğması, oranın ana sözleşmeyle azaltılmasına hak verse de, borsada yatırım yapan yatırımcının, payların borsada işlem görmesinin sürekliliğine güvenme hakkının korunması ve satma hakkının varlığına rağmen, SPK tarafından belirlenen oranın altında bir oranın ana sözleşmeyle belirlenememesi gerekir. SPKn 27.1 hükmünde asgari oranı belirleme yetkisinin SPK'na tanınmış olması da bu yoruma hak kazandırır. SPK'ca belirlenen asgari oranın üzerinde bir oran da, ana sözleşmede belirlenememelidir. Zira azınlık haklarını dahi kullanamayacak orana inen azınlık ortaklarının, paylarını satarak ortaklıktan çıkma hakkının zorlaştırılmasına yol açacak böyle bir ana sözleşme hükmü azınlığın haklarını ihlal edecektir. Bu durum, SPKn 27.1 hükmünün amacına aykırı olacaktır.

## 2. Azınlık Ortaklarının Tümüne Yönelik Kullanılması

Çıkarma hakkının kullanılmasının ikinci koşulu, azınlıktaki ortakların tümüne yönelik olarak kullanılmasıdır. Azınlıktaki bir ortağa ait payların bir kısmının veya azınlık ortaklarından bir kısmına ait payların çıkarma hakkının kullanılmasına konu edilmesi mümkün değildir<sup>6</sup>. Zira çıkarma hakkı, özel nedenlerle istenmeyen bir kısım ortağın ortaklıktan çıkarılmasının değil, halka açıklık statüsünün sona erdirilmesine yönelik kurumsal bir amacın aracıdır. Bu yönüyle, TTK 208 hükmünde şirketler topluluğunun hâkim ortaklığına tanınan çıkarma hakkından farklıdır.

Çıkarma hakkının, azınlık ortaklarının tümüne yönelik kullanılması gerektiği için, azınlık ortaklarına ait olan ve üzerinde rehin veya haciz tesis edilmiş paylar da, çıkarma hakkı sürecinde itfa edilecektir<sup>7</sup>. Bu durumda rehin ve haciz, itfa bedeli üzerinde devam edecektir. Üzerinde intifa hakkı tesis edilmiş pay da, intifa hakkı sahibinin onayı olmaksızın çıkarma hakkının kullanılması sürecinde itfa edilebilecektir. İntifa hakkı, başka bir işleme gerek kalmaksızın itfa bedeli üzerinde devam edecektir<sup>8</sup>.

## 3. Satma Hakkı Sürecinin Tamamlanması

SPKn 27.1 hükmünde, Kurulca belirlenecek hâkimiyet eşiğine ulaşılabileceği halinde çıkarma hakkının doğacağı, ikinci fıkra hükmünde de, çıkarma hakkının doğması halinde satma hakkının doğacağı hükme bağlanmıştır. Bu düzenleme, çıkarma hakkı ve satma hakkının birbiriyle olan bağlantısını yansıtan, menfaatler dengesine uygun bir yapıyı ifade etmektedir.

II-27.2 Tebliğ'inin 5.1 hükmünde ise satma hakkının kullanılması için öngörülen en az üç aylık sürenin geçirilmesi, çıkarma hakkının kullanılmasının şekli koşulu haline getirilmiştir. Tebliğ'in 5.6 hükmü uyarınca, çıkarma hakkı, satma hakkının kullanılması için öngörülen üç aylık sürenin bitiminden itibaren kullanılabilir.

Tebliğ'de getirilen bu sistem, Kanun'da öngörülmemesine rağmen, satma hakkı sürecinin ta-

6 Aynı yönde Karacan, s. 187.

7 Rehin ve haciz tesis edilmiş payların da, çıkarma işlemi kapsamında yer alacağı yönünde, Karacan, s. 188.

8 Kendigelen, Abuzer, Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı, İstanbul 1994, s.198.

mamlanmasını, çıkarma hakkının kullanılmasının koşulu haline getirmektedir. Ayrıca Tebliğ'deki bu düzenleme tercihi, çıkarma hakkının kullanılmasını ekonomik bakımdan önemli ölçüde güçleştirmektedir. Bunun en önemli nedeni, satma hakkı ve çıkarma hakkında kullanılacak bedelin farklılaştırılmasıdır. Aşağıda daha ayrıntılı olarak incelenecek olmakla beraber, borsa ortaklıklarında satma hakkında kullanılacak bedelin tespitinde, Tebliğ'in 6.3.a hükmünde belirlenen esaslar çerçevesinde üç ayrı ölçüt dikkate alınmaktadır. Bu ölçütlerden birisi de, satma hakkı süreci işlemeye başladıktan sonra hazırlanacak değerlendirme raporudur. Çıkarma hakkını kullanarak ortaklıkta yeniden yapılanmaya gitmeyi tasarlayan hâkim ortağın, karar verirken gözönüne alacağı ilk etkenin maliyet olması beklenir. Ancak II-27.2 Tebliği'ndeki sisteme göre, önce satma hakkı sürecinin tamamlanmasını bekleyecek ve satma hakkı kullanılan payları satın alacak hâkim ortak, satma hakkı süreci işlemeye başladıktan sonra hazırlanacak bir değerlendirme raporunda belirlenecek fiyatı bilemeyeceği için maliyet hesaplaması yapamayacaktır. Diğer taraftan çıkarma hakkının kullanılabilmesi için önce satma hakkı sürecinin tamamlanması gerektiğinden, satma hakkı bedelinin tespit ölçütlerinden olan borsa fiyatının belirlenmesinde geçmiş bir yıl ve beş yıl gibi güncel olmayan göstergelerin kullanılması; satma hakkının kullanılması için üç aylık süre belirlenmişken, çıkarma hakkının üç iş günüyle sınırlanması gibi özellikler, çıkarma hakkının kullanılabilme olasılığını azaltmaktadır.

#### 4. Yasal Süresi İçinde Ortaklığa Başvuru Yapılması

Çıkarma hakkının kullanılabilmesi için ilk aşamayı oluşturan satma hakkı süreci tamlandıktan sonra, çıkarma hakkını kullanmak isteyen hâkim ortak ortaklığa başvuracaktır. Satma hakkı kullanım süresi, Tebliğ'in 5.1 hükmüne göre, hâkimiyet eşliğine ulaşıldığının veya daha önce bu eşik geçilmiş olmasına rağmen ek pay alımı yapıldığının kamuya açıklanmasından itibaren üç aydır. Esasen oy hakkının edinilerek hâkimiyet eşliğinin geçilmesi oy sözleşmesi veya pay edinilmesi yoluyla gerçekleştirilebilir. Oy hakkının edinilmesi oy sözleşmesinin akte edildiği veya payın mülkiyetinin edinildiği, yani borsa işlemlerinde borsada gerçekleştirilen işlemin takasının yapıldığı anda hâkim ortağa geçecektir. Tebliğ'de oy hakkının edinildiği ân değil, kamuya açıklama tarihi esas alınmıştır. Dolayısıyla borsada

pay edinilmesi halinde işlem günü kamuya açıklama yapıldığından, mülkiyet hâkim ortağa geçmeden satma hakkı kullanma süresi işlemeye başlayacaktır. Çıkarma hakkını kullanmak amacıyla ortaklığa başvuru süresi ise, Tebliğ'in 5.6 hükmü uyarınca, yukarıda anılan üç aylık süreyi izleyen üç işgünüdür.

Tebliğ'de satma hakkı için öngörülen üç aylık süre, hak düşürücü olarak nitelenmiş, bunun bitimini takiben işleyecek üç iş günlük çıkarma hakkı kullanım süresi için herhangi bir niteleme yapılmamıştır. Esasen tebliğle hak düşürücü süre belirlenmesi mümkün değildir. Tebliğ'de satma hakkının kullanılacağı süre hak düşümü süresi olarak belirlenmesine rağmen, çıkarma hakkı kullanma süresi için herhangi bir niteleme yapılmaması da, hak düşümü nitelemesinin kavram bütünlüğü içinde yapılmadığını göstermektedir.

2004/25/EC sayılı Yönerge'nin 15.4 hükmünde, çıkarma hakkının kullanılması, teklifin kabule açık olduğu sürenin bitiminden itibaren üç aylık süreye bağlanmıştır. SPK düzenlemesinde de, AB Yönergesi'nin hükmüyle paralellik kurulduğu anlaşılmaktadır. Ancak Yönerge'de, çıkarma hakkı teklifle bağlantılı olarak düzenlendiğinden, bu bağlantının bir süre sınıрыyla kurulması anlamlıdır. Oysa Türk hukukunda çıkarma hakkının kullanılabilmesi için, hâkimiyete hangi yöntemle ulaşıldığı önem taşımamaktadır; ek pay alımı yoluyla süreyi tekrar işletmek mümkün olduğundan, SPK Tebliği'nde getirilen süre kısıtı önem taşımamaktadır.

#### 5. Bedelin Belirlenmesi

Çıkarma hakkı kullanılırken azınlık pay sahiplerinin payları karşılığında ödenecek bedel, SPKn 27.1 hükmünde, Kanun'un 24 üncü maddesine yapılan atıfla düzenlenmiştir. Ayrılma hakkının kullanılmasında bedeli düzenleyen SPKn 24 hükmünde, ayrılma hakkının kullanılmasına neden olan önemli nitelikte işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması, ayrılma hakkını kullanan pay sahibine ödenecek bedeli oluşturacaktır. Bu hesaplama yöntemi SPKn 27.1 hükmünde yapılan atıf nedeniyle çıkarma hakkının kullanılmasına uygulandığında, çıkarma hakkının kullanılacağı kamuya açıklanmasından önceki otuz günde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalamasının, azınlık ortaklarına bedel olarak ödenmesi gerekir.

Kanun'da belirlenen bu bedel hesaplama yöntemi, borsa ortaklıkları için geçerlidir. SPKn 27 hükmünde atıf yapılan SPKn 24.4 hükmünde, payları borsada işlem görmeyen anonim ortaklık payları için bedelin belirlenme esaslarının, SPKı tarafından düzenlenmesi öngörülmüştür.

Çıkarma hakkında uygulanacak bedel konusunda, payları borsada işlem gören anonim ortaklık payları bakımından Kanun'da belirleme yapıldığından, bu konuda SPKı'nun herhangi bir düzenleme yapma yetkisi yoktur. Ancak II-27.2 Tebliği'nin 5.6 hükmünde, satma hakkı kullanma sürecinin geçirilmesi, çıkarma hakkının kullanılmasının koşulu olarak düzenlenmiştir. Bu düzenlemenin bedel koşuluyla ilgisi, satma hakkı kullanım bedelinin, Tebliği'nin 6.3 hükmünde, çıkarma hakkı kullanım bedelinden farklı biçimde belirlenmesinden kaynaklanmaktadır. Hâkim ortak öncelikle satma hakkını kullanan pay sahiplerinin taleplerini karşılamak zorunda olduğuna göre, satma hakkı kullanım bedeli, çıkarma hakkı kullanım bedelinin bir parçası haline getirilmiştir.

Satma hakkı kullanım bedeli konusunda, SPKn 27.2 hükmünde, çıkarma hakkı kullanım bedeline benzer biçimde sınırlayıcı bir düzenlemeye yer verilmemiş; satma hakkı kullanım bedelinin adil bedel olması öngörülmüştür. Bu düzenlemeden hareketle satma hakkı kullanım bedelinin, çıkarma hakkı kullanım bedelinden farklı olması gerektiği sonucuna ulaşılamaz. Öncelikle çıkarma hakkı ve satma hakkı, aynı koşulların varlığı halinde, birisi hâkim ortağa, diğeri azınlık ortağına ait olan haklardır. İki hak arasındaki bütünlük, kullanılma zamanı ve bedel koşullarının aynı olmasını gerektirir. Hâkimiyet düzeyinin, azınlığı marjinal hale getirdiği koşullarda, hâkim ortağın azınlığı çıkarma ve azınlık ortağının da bu konuda ortak olarak kalmaya devam etmeyecek ayrılmasına hizmet eden çıkarma hakkı ve satma haklarının kullanılmasında bedelin aynı olması gerekir. Aynı koşullar altında, aynı ortaklık payları üzerinde yatırım kararı veren tarafların farklı bedel üzerinden pay satın almalarını veya satmalarını haklı kılan herhangi bir neden bulunmamaktadır.

Satma hakkı bedeli, Tebliği 6.3.a hükmünde, payları borsada işlem gören ortaklıkların payları için değerlendirme raporu, zorunlu çağrı fiyatı ya da borsa fiyatından en yüksek olan fiyat olarak belirlenmiştir. Tebliği 6.3.b hükmüne göre, payları borsada işlem görmeyen ortaklıkların payları için değerlendirme rapo-

ru ve zorunlu çağrı fiyatından en yüksek olan fiyat, satma hakkı bedelini oluşturacaktır.

Bedel tespit ölçütlerinden ilki olan değerlendirme raporu, Tebliği'nin 5.2 hükmü uyarınca ortaklık tarafından hazırlanacaktır. Ortaklık, ilk satma hakkı talebinin ulaşmasını izleyen bir ay içinde pay değerinin tespiti amacıyla bir değerlendirme raporu hazırlanacaktır. Bu raporun zamanlaması, yatırımcının korunması amacına aykırıdır. Zira satma hakkını kullanmak için ortaklığa başvuran ilk pay sahibi değerlendirme raporunun sonucunda ortaya çıkacak fiyattan yararlanamayacaktır. Hatta değerlendirme raporu hazırlanıp sonucu kamuya açıklanıncaya kadar satma hakkını kullanmak isteyen diğer pay sahipleri de raporun sonuçlarını değerlendiremeyecektir. Nitekim Tebliği'nin 7.3 hükmünde, rapor hazırlanmadan önce satma hakkını kullanmak üzere başvuran pay sahiplerinin, değerlendirme raporu dışında kalan ölçütlere göre belirlenecek fiyata göre satma haklarını kullanacakları öngörülmüştür.

Bu noktada SPKn 27.1 hükmünde, ayrılma hakkı bedeline atıfla belirlenen çıkarma hakkı bedelinin dürüst fiyat oluşturmadığını vurgulamak gerekir. SPKn 27.1 hükmünde çıkarma hakkının kullanılmasında esas alınan otuz günlük bir zaman dilimi içinde borsada oluşan fiyatın çıkarma hakkının kullanılmasında esas alınması, azınlık ortaklarının aleyhine sonuçlar doğurmaya elverişlidir. Hâkim ortağın, çıkarma hakkını göreceli olarak borsa endeksinin düşük olduğu dönemde kullanmayı hedeflemesi olasılığı yüksektir. Fiyat tespiti otuz günlük kısa bir zaman dilimi içinde oluşan fiyata dayandırıldığında, hâkim ortağın göreceli olarak fiyatların düşük olduğu dönemde çıkarma hakkını kullanması mümkün olacaktır. Çıkarma hakkının kullanılmasında için gerekli sürenin de her ek pay alınmasında tekrar işleyeceği gözönüne alındığında, en elverişli dönemi seçme hakkının hâkim ortağa ait olması sonucu doğacaktır. Ulaşılan bu sonuç, satma hakkının azınlık ortaklarını koruma amacına aykırıdır.

Olması gereken açısından bakıldığında, değerlendirme raporunun, hâkim ortak tarafından, genel kabul gören birden fazla esasa göre karşılaştırmalı olarak, bağımsız denetim kuruluşuna hazırlanması; maliyet hesabının, nesnel çıkarma hakkı fiyat göstergeleri gözetilerek yapılmasına fırsat verilmesi; borsa ortaklıklarında değerlendirme raporu sonucunun ve güncel durumu yansıtmaya elverişli borsa fiyat ortalamalarının birlikte değerlendirildiği bir bedel

tespit yönteminin düzenlenmesi gerekir. Hazırlanacak değerlendirme raporunda, ortaklığın öngörülebilir gelecekte ulaşabileceği değer de dikkate alınmalıdır. Zira çıkarılacak ortağın veya satma hakkını kullanacak olan ortağın, ortaklığın gelecekte ulaşacağı değerden yoksun bırakılmaması gerekir<sup>9</sup>.

Borsa ortaklıklarında çıkarma hakkının kullanılmasında uygulanacak bedelin “değer” odaklı olarak belirlenebilmesi için, çıkarma hakkının kullanılacağı tarih itibarıyla bir ortaklık değerlemesi ve belli bir zaman dilimi itibarıyla borsa fiyatının birlikte dikkate alınması gerekir<sup>10</sup>. Bedel tespitinde esas alınacak borsa fiyatının da gerçekçi bir zaman dilimi içinde belirlenmesi gerekir. Halka açık anonim ortaklıklarda kontrol değişikliği gerçekleştiği takdirde kontrolü ele geçiren ortağın, azınlık paylarına yapacağı zorunlu çağrıda teklif edilmesi gereken fiyat, II- 26.1 Tebliği'nin, 15.1 hükmünde, kontrolün ele geçirildiğinin kamuya açıklanmasından önceki altı aylık dönemde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması olarak belirlenmiş; bu fiyatın, kontrolü ele geçiren ortağın aynı dönemde ortaklık paylarına ödediği en yüksek fiyattan düşük olmaması öngörülmüştür. Zorunlu çağrıda öngörülen bu fiyat ölçüsünün esas alınması, zorunlu çağrı fiyatını adil fiyat olarak kabul eden AB Yönergesine de uygun bir tercih olacaktır. An-

cak II-27.2 Tebliği'nin 6.3.a Tebliği'nde borsa fiyatı ölçüsünün, hâkimiyet eşliğinin geçildiğinin veya ek pay alındığının kamuya açıklanmasından önceki altı ay, bir yıl ve beş yıl içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalamasına göre belirlenmesi hükme bağlanmıştır. Tebliğ hükmündeki “...ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması.” şeklindeki tekil ifade, üç farklı borsa fiyatı göstergesinin ortalamasının alınmasını gerekli kılar.

II-27.2 Tebliği'nde bedel tespitine ilişkin olarak öngörülen sistem, uyarlama yapılmasını gerektiren hallerde de sorun doğurmaya elverişlidir. Satma hakkının kullanılacağı üç aylık süre içinde ortaklığın sermaye artırması veya kâr dağıtım kararı alması halinde, bu işlemlerin fiyata etkisinin hesaplanarak satma hakkı ve çıkarma hakkı fiyatına yansıtılması gerekir. Bu etkinin, değerlendirme raporunda dikkate alınması, değerlendirme raporu hazırlandıktan sonra ortaya çıkmışsa ek bir değerlendirme raporuyla tespit edilmesi yoluna gidilebilir.

Satma hakkının ve buna bağlı olarak çıkarma hakkında bedelin tespitinde, ortaklık değerlemesi esas alındığı veya değerlendirme raporunda düşük bir fiyat önerilmesi nedeniyle diğer iki göstergeden birisi, hakkın kullanılmasına esas bedeli oluşturduğu takdirde, SPKn 27 hükmünde azınlık pay sahiplerine herhangi bir dava açma hakkı tanınmamıştır. TTK 191.1 hükmünde düzenlenen davayla aynı koşullarda açılacak bir dava hakkının kanun hükmüyle tanınması gerekir. Böylece çıkarma hakkının kullanılmasını etkilememekle beraber, bedelin tespitine yönelik bir dava ile azınlığın korunması mümkün olabilecektir.

Ortaklığın payları borsada işlem görmüyorsa, çıkarma hakkı, pay değerlendirme raporuna göre belirlenecektir. Değerleme raporunun hazırlanması için belirlenen sistemde, yukarıda değinildiği gibi gecikmeler ortaya çıkabilecektir. Ancak payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda, borsa fiyatı göstergesi kullanılamayacağından, özellikleri Tebliğ'de belirlenmiş bir zorunlu çağrı da gerçekleşmemişse, satma ve çıkarma haklarının kullanılabilmesi için değerlendirme raporunun hazırlanmasının beklenmesi zorunludur.

9 **Thompson**, Robert B., “ Squeeze-Out Mergers And The “New” Appraisal Remedy”, Wash.U.I.Q, v.62,1985, s.427; Delaware Yüksek Mahkemesinin verdiği **Weinberger – UOP, Inc** kararında, çıkarılan ortağa ödenecek tutarın tespitinde öngörülebilir nitelikteki gelecekte beklenen kazancın da dikkate alınmasının benimsendiği yönündeki değerlendirmeler için **Burgman**, Dierdre A./ **Cox**, Paul N., “Reappraising The Role Of The Shareholder In The Modern Public Corporation: Weinberger’s Procedural Approach To Fairness In Freezeouts”, Wisconsin L. R, 1984, s. 652.

10 Karşılaştırmalı hukuk açısından bakıldığında, Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu P. 327a hükmünde karşılığın nakit olarak belirlenmesi; P. 327b hükmünde, nakit bedelin, genel kurulda devir kararının alındığı tarih itibarıyla ortaklığın durumunu yansıtmayı; P. 327c hükmünde, nakit bedelin yeterliliğinin, hâkim ortağın başvurusu üzerine mahkemece atanacak uzman bağımsız denetçiler tarafından değerlendirilmesi; hâkim ortağın, tespit ettiği nakit bedelle ilgili açıklama yapması ve bedeli de içeren çıkarma hakkı kullanılmasına talebinin genel kurulda onaylanması öngörülmüştür. Fransa’da, çıkarma hakkında kullanılacak bedelin, ortaklığın varlıklarının değeri, ortaklığın geçmiş performansı ve geleceğe dönük öngörülere, pay değeri, iştiraklerin özellikleri ve değeri gibi farklı ölçütler kullanılarak hâkim ortak tarafından belirlenmesi, bedel belirleme yönteminin bağımsız uzman tarafından değerlendirilerek rapora bağlanması; kamu otoritesinin, bedel belirlenirken kullanılan ölçütlerin pay sahiplerinin menfaatine olduğunu teyit etmesi ve bütün halinde çıkarma hakkı kullanımının koşullarını onaylaması yöntemiyle belirlenmesi kabul edilmiştir. Hollanda’da ise çıkarma hakkı kullanılırken uygulanacak bedelin, ortaklığın finansal tabloları, uzman görüşü, borsa fiyatları gibi ölçütler dikkate alınarak mahkemece belirlenmesi öngörülmüştür. Fransa ve Hollanda uygulamaları için bk. **Van Der Elst/ Van Den Steen**, 426-429.



## 6. Ortaklıkta Sermaye Azaltılması ve Artırımı Yapılması

Hâkim ortağın, Tebliğ'in 5.6 hükmündeki koşullara uygun olarak ortaklığa başvurması halinde, çıkarma hakkına konu olan payın itfası amacıyla sermaye azaltılması ve eş anlı olarak sermaye artırımı kararı alınması gerekecektir. SPKn 27.1 hükmünde, çıkarma hakkına konu olan payların "iptal" edilmesi ve bunların yerine yeni pay çıkarılarak, çıkarma hakkını kullanan hâkim ortağa "satılması" öngörülmüştür. Sürecin işlemesine ilişkin ayrıntılar ise SPKr'nun II-27.2 Tebliği'nde düzenlenmiştir. Tebliğ'in 5.7 hükmünde tahsisli sermaye artırımının düzenlenmesi, artırılan sermayeye denk gelen bir sermaye azaltımı yapılmasını gerektirir. Azınlık ortaklarına payları karşılığında bedel ödenmesi, sermaye azaltılmasında azınlığa ait payların itfa edileceğini gösterir. Dolayısıyla sermaye piyasası mevzuatında tercih edilen kavramlara, anonim ortaklıklar hukuku bakımından farklı anlamlar yüklemek gerekir.

Bu belirlemeyi yaptıktan sonra SPKr tebliğinde çıkarma hakkı bağlamında öngörülen sermaye azaltılması ve artırılması sürecinin, TTK hükümleri açısından değerlendirilmesinde yarar vardır. SPKn'da kararları almaya yetkili organ konusunda özel bir düzenleme bulunmamasına ve TTK'ya göre sermaye azaltılması genel kurulun münhasır yetkisinde olmasına rağmen<sup>11</sup>, II-27.2 Tebliği'nin 5.7 hükmünde, payın itfasının yönetim kurulu kararıyla yapılması düzenlenmiştir. SPKn 27.4 hükmünde, Madde'nin uygulanmasına ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisi SPKr'na tanınmıştır. Ancak bu yetki, Madde'de çizilen çerçeve içinde kullanılabilir. SPKn'da, sermaye azaltılmasına yönetim kurulunca karar verilebilmesine olanak tanıyan bir hüküm bulunmadığından, Tebliğ hükmü, TTK'nun emredici hükmüne aykırılık oluşturmaktadır.

Öte yandan sermaye artırımı kararının yönetim kurulunda alınması konusunda, ortaklığın benimsediği sermaye sistemi bakımından herhangi bir ayırım yapılmamıştır. Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklarda, sermaye artırımı kararı yönetim kurulunda alınacaktır. Esas sermaye sistemindeki ortaklıklarda ise genel kurul kararıyla sermaye artırımı kararı alınmasının gerekmesine rağmen, Teb-

liğ hükmünde bu yönde bir ayırım yapılmamıştır. Ancak Tebliğ'in EK:1'inin sekizinci ve dokuzuncu bentlerinde esas sermaye sistemindeki ve kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklar bakımından yapılan ayırım, esas sermaye sistemindeki ortaklıklarda genel kurul kararıyla sermaye artırımı yapılacağına dikkate alındığı sonucuna ulaştırabilir. Esas sermaye sistemindeki ortaklıklarda, artırımı eş anlı sermaye azaltılması kararının da genel kurulda alınması gerekir.

II-27.2 Tebliği'nin 5.7 maddesinde, sermaye artırımının, tahsisli sermaye artırımı esaslarına göre sonuçlandırılacağı, ancak Toptan Satışlar Pazarı (TSP) düzenlemelerinde yer alan fiyat marjlarına ilişkin esasların uygulanmayacağı hükme bağlanmıştır. SPKr'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 13.1 hükmünde, halka açık ortaklıklarca gerçekleştirilecek *bedelli* sermaye artırımlarında halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek pay satışları, tahsisli veya nitelikli yatırımcıya satış şeklinde gerçekleştirilebilecektir. Aynı Maddenin dördüncü fıkrasında, payları borsada işlem gören ortaklıkların sermaye artırımı suretiyle halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecekleri pay satışının, borsanın ilgili pazarında ya da piyasasında gerçekleştirilmesi zorunlu kılınmıştır. Aynı maddenin beşinci fıkrasında da, halka arz edilmeksizin satışlarda satış fiyatının borsa düzenlemelerine göre belirlenmesi öngörülmüştür. Bu düzenlemeler bütünlük halinde değerlendirdiğinde, bedelli sermaye artırımında çıkarılan payların, halka arz edilmeksizin satışının borsada yapılması zorunluluğunun nedeni, satış fiyatının keyfi biçimde belirlenmesini önlemek ve borsa düzenlemelerindeki fiyat kurallarıyla bağlantısını kurmaktır.

Göreceli olarak daha esnek fiyat sınırlarının uygulandığı TSP'de<sup>12</sup>, tahsisli satışlarda esnek fiyat belirlemeleri yapılabilecek; ancak bu pazar için belirlenen sınırlar aşılamayacaktır. Bu sistemin temel amacı, sermaye artırımında çıkarılan payların, piyasa koşullarına uygun biçimde satışının yapılmasını

11 **Manavgat**, Çağlar, "Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu'ndaki Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Hükümlerin Değerlendirilmesi", BATİDER, C.XXIX, S.1, s.68.

12 TSP, BİST Pay Piyasasında oluşturulan bir pazardır. Bu pazarda işlem esasları, BİST'in 25.4.2013 tarihli yönetim kurulunda alınan kararla değişik İMKB'nin 7.12.2011 tarih ve 381 Sayılı Genelgesi'nde düzenlenmiştir. Genelge'nin I. maddesinde de açıklandığı gibi, TSP'nin amacı, önceden alıcıları belli olan ve olmayan belirli miktarın üzerindeki pay satış işlemlerinin gerçekleştirilmesini sağlamaktır. Bu amaca bağlı olarak, Genelge'de, TSP'de uygulanacak fiyat marjları, kamuyu aydınlatma, takas esasları düzenlenmiştir. TSP'deki fiyat marjları, Pay Piyasasında yapılan işlemlere göre çok daha geniş bir aralıkta düzenlenmiştir. Genelge'nin III.1.a hükmünde, sermaye artırımı yoluyla çıkarılacak payların, alıcılara tahsisli veya toplu olarak satışı, Borsa Başkanlığı'nın uygun görmesi halinde TSP'nde gerçekleştirilebilir.

sağlayarak, halka açık anonim ortaklığın malvarlığını korumaktır. Oysa çıkarma hakkı kullanıldığında, azınlık ortağına hâkim ortağın yatırdığı bedel ödenmediğinden, halka açık ortaklığın malvarlığının azaltılması gibi bir tehlike söz konusu değildir. Bu nedenle TSP'deki fiyat sınırlarının uygulanmayacağına ilişkin ayrıksı hüküm, işlemin TSP'de yapılması gibi bir izlenim uyandırmakla beraber, söz konusu ayrıksı hükmü, sadece II-27.2 Tebliği'nin 6 ncı maddesindeki fiyat düzenlemeleriyle çelişki yaratmamak için getirilmiş bir düzenleme olarak kabul etmek gerekir.

Ortaklığın tahsisli sermaye artırımında yayımlayacağı ihraç belgesinin SPK'ca onaylanmasını takiben, çıkarma hakkı kullanılırken ödenecek bedelin toplamını, hâkim ortak, ortaklık hesabına yatıracaktır. Tebliğ 5.8 hükmünde, sermaye artırımının, hâkim ortak tarafından yatırılan nakit kullanarak gerçekleştirileceği düzenlenmiştir. Ancak bu tutarın tümünün sermaye artırımında kullanılması söz konusu değildir. Zira çıkarma hakkına konu payların fiyatı, borsa fiyatına, değerlendirme raporuna veya zorunlu çağrı fiyatına göre belirlendiğinden bu fiyat, payın itibari değerinden farklı olacaktır. Bu nedenle, itfa edilen payların itibari değerine denk gelen nakit kullanılarak sermaye artırımı yapılması yeterlidir. Esasen hâkim ortağa tahsisli olarak çıkarılan bu paylar nedeniyle ödenecek Kurul ücretinin de, SPKn 130.3 hükmü uyarınca ihraç değeri üzerinden ödenmesi gerekir. Ancak Tebliğ 5.8 hükmünde, Kurul ücretinin, payların nominal değerinden aşağı olmamak kaydıyla, ortaklıktan çıkarma hakkı kullanım bedeli üzerinden hesaplanması öngörülmüştür. Kurul ücretini ödeme yükümlülüğü ihraççı ortaklığa ait olmasına rağmen, Tebliğ 5.8 hükmünde, Kurul ücretinin, hâkim ortak tarafından ödenmesi hükme bağlanmıştır. İşlemin maliyetinin azınlık ortaklarına yansıtılmaması bakımından, bu tercih yerindedir.

Sermaye artırımına ilişkin ana sözleşme değişikliğinin, Ticaret Siciline tescili ile azınlık payları sona erecek ve hâkim ortağa tahsisli olarak çıkarılan paylar doğacaktır. Kayıtlı sermaye sisteminde olmayan ortaklıklarda, genel kurul kararıyla alınacak sermaye azaltılması ve artırımına ilişkin ana sözleşme değişikliğinin tescili gerekecektir.

Eş zamanlı olarak ve aynı tutarda yapılan azaltma ve artırımda, çıkarılmış/esas sermaye değişmediği için ana sözleşmenin sermaye maddesinin değiştirilmesi, aleniyet bakımından önem taşımamaktadır. Ancak bu halde dahi sermaye azal-

tımı ve sonrasında artırımını göstermesi bakımından, SPK'nun VII-128.1 Tebliği'nin 19.5 hükmünde, ana sözleşme değişikliği yapılması gerekli görülmüştür.

Hâkim ortağın, çıkarma hakkı kullanılırken ödenecek tutarı, ortaklığın hesabına yatırmasını takiben, ortaklık tarafından Merkezi Kayıt Kuruluşu'na (MKK)'ya başvurularak, kaydı değişikliklerin yaptırılması sağlanır. Ortaklığın kendi edindiği paylar varsa, bunlar için de ortaklığa ödeme yapılmamalıdır. Zira çıkarma hakkı kullanıldıktan sonra ortaklık sermayesini temsil eden payların tamamı hâkim ortak grubuna ait olacağından, ortaklığa ait payların çıkarma hakkının kullanımı çerçevesinde satın alınması gereksizdir.

Henüz kaydileştirilmemiş veya hak sahibi bilinmeyen payların sahiplerine ödenmesi gereken tutarın, üç yıl süreyle Takasbank'da bloke edilmesi veya bu tutarın karşılığının banka teminat mektubu ile güvence altına alınması öngörülmüştür. Blokaj kaldırıldıktan sonra hak sahibi olduğunu kanıtlayarak başvuranlara, ortaklık tarafından ödeme yapılacaktır.

Halka açık olmayan ortaklıklarda, hisse senetlerinin teslim alınması ve azınlık pay sahiplerine ödeme yapılması işlemleri, yapılacak bir duyuruyu takiben ortaklık tarafından yürütülecektir. Ortaklık, herhangi bir süre kısıtı olmaksızın, başvuran azınlık pay sahiplerine tam ve nakden ödeme yaparak, hisse senetlerini teslim almakla yükümlüdür.

Çıkarma hakkının kullanılmasıyla ilgili olarak üzerinde durulması gereken bir konu, sürecin başlamasıyla tamamlanması arasında, çıkarma hakkının kullanılmasından vaz geçilmesidir. Hâkim ortağın, çıkarma hakkını kullanmak üzere ortaklığa başvurusundan, sermaye azaltılmasının ve artırımının tesciline kadar geçen dönemde çıkarma hakkını kullanmaktan vaz geçmesi söz konusu olabilir. Çıkarma hakkının kullanılması için ortaklığa başvurulması ve bu durumun kamuya açıklanmasıyla birlikte, bu bilgi yatırımcıların kararlarını etkileyecek; ihraç belgesinin SPK tarafından onaylanmasından sonra, borsadaki işlemlerin durdurulması gerekeceğinden, paylar paraya çevrilebilirlik özelliğini de yitirecektir. Dolayısıyla çıkarma hakkının kullanılacağına kamuya açıklanmasından, ana sözleşme değişikliğinin Ticaret Sicili'ne tesciline kadar geçecek dönemde çıkarma hakkının kullanılmasından vaz geçilmesi, azınlık pay sahiplerine veya çıkarma hakkının kullanılacağı bilgisiyle yatırım yapan yatırımcılara za-

rar verebilecektir. Çıkarma hakkının kullanılması yenilik doğurucu nitelikte olmadığından, ana sözleşme değişikliğinin tesciline kadar geçen dönemde, bu hakkını kullanılmasından vaz geçilebilir. Bu durumda, zarara uğrayan azınlık pay sahipleri ve yatırımcıların zararının, vaz geçen ortak tarafından tazmini gerekir. Ancak II-27.2 Tebliği'nde öngörülen sistemde satma hakkı, çıkarma hakkından önce kullanılacağından, zarara uğraması olası pay sahibi sayısı az olacaktır.

Öte yandan hâkimiyet eşiğinin geçilmesini veya ek pay alınmasını takiben doğacak satma hakkının, üç aylık süre içinde hâkimiyet eşiğinin altına inilmesi halinde dahi kullanılabilmesi II-27.2 Tebliği 5.1 hükmünde düzenlenmiştir.

## 7. Çıkarma Hakkının Kullanılmayacağı Haller

Çıkarma hakkı, ortaklığın halka açıklık statüsünün sona erdirilmesi bakımından en önemli araç olmakla beraber, II-27.2 Tebliği'nde iki durumda, çıkarma ve satma haklarının kullanılmayacağı düzenlenmiştir. İlk olarak Tebliğ 8 hükmü uyarınca, kendi istekleri dışında kamu kurum ve kuruluşlarına ait paylar için çıkarma hakkı uygulanamayacaktır. Yani pay sahibi kamu kuruluşunun, koşulları oluştuğunda isterse satma hakkını kullanabilmesine karşılık; çıkarma hakkı, bu pay sahipleri kabul ettiği takdirde kullanılabilir.

Bu hüküm yasa veya ana sözleşme uyarınca, kamu kuruluşları lehine altın pay yaratılmış ortaklıklar bakımından yerindedir. Aksi halde çıkarma hakkı kullanılarak, kamunun menfaatinin korunması için yaratılmış altın payın sona erdirilmesi tehlikesi doğabilirdi. Ancak kamunun menfaatinin korunması amacıyla yasa veya ana sözleşme hükmüyle oluşturulmuş pay sahipliği yapısı dışında, kamu kuruluşlarının sahip olduğu paylar için çıkarma hakkının kullanılmaması, halka açıklık statüsünün sona erdirilmesini büyük ölçüde güçleştireceğinden, hâkim ortağın ve ortaklığın aleyhine sonuçlar doğurabilir. Ayrıca yukarıda anılan istisnai durum haricinde kamu kurum ve kuruluşlarını, diğer yatırımcılardan daha fazla korumanın gereği yoktur. Çıkarma hakkı, hâkim ortak ve azınlık ortakları arasında menfaatler dengesini ifade ediyorsa, kamu kurum ve kuruluşlarını da, sistemin dışında bırakmamak gerekir.

Tebliğ 9 hükmünde düzenlenen, çıkarma ve satma hakkının kullanılmayacağı ikinci durum, ortaklık paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren iki yılın geçmemiş olmasıdır. Burada iki yıllık süre, arz ve talebin ve buna bağlı olarak sermaye dağılımının istikrar kazanması için gerekli görüldüğünden, ortaklığın halka açıklık statüsünden çıkmasına yol açacak sürecin işletilebilmesi ötelenmiştir. Gerçekten halka açılmayı izleyen dönemde, henüz arz ve talebin istikrar kazanamaması, dışsal etkenlerin satış yönünde bir baskı yaratması, borsa fiyatının düşmesine yol açabilir. Hâkim ortağın, bu dönemde destek alımları yapması, hâkimiyet oranının artmasına neden olabilir. Ancak geçici olması beklenen bu süreçte çıkarma ve satma hakkının kullanılması, somut olayın özelliklerine göre azınlık veya hâkim ortağın aleyhine sonuçlar doğurabilir. Bu nedenle, iki yıllık bir soğuma döneminin öngörülmesi, yerinde bir tercihtir.

## II. SATMA HAKKI

Satma hakkı, çıkarma hakkının doğduğu durumlarda, azınlık pay sahibinin payını satma yönünde yatırım kararı verebilmesine hizmet eder. Bu noktada satma hakkıyla zorunlu teklifte ortağın payını satması arasında benzerlik vardır<sup>13</sup>. Zorunlu teklifte, kontrol değişikliğini takiben yapılması gereken bir çağrıda, kontrol sahibi ortak dışındaki tüm ortakların payını satması mümkünken; satma hakkında, mevzuatta tanımlanmış koşullar oluştuğunda, sermayedeki pay sahipliği oranı, etkinliğini tamamen yitirecek ölçüde azalmış azınlığın, kendi talebiyle payını satması söz konusudur. Ancak her iki işlemde de, azınlığın dürüst koşullarla ortaklıktan ayrılma hakkı korunmaktadır. Nitekim satma hakkı, sürece ilişkin şekli farklılıklar dışında, ayrılma hakkıyla ortak özelliklere sahiptir<sup>14</sup>.

Çıkarma hakkının koşulları oluşsa bile, hâkim ortağın bu hakkını kullanması zorunlu değildir. Dolayısıyla ortaklık, oy haklarının büyük kısmı bir kişi veya gruba ait olarak ve halka açık statüde faaliyetlerine devam edebilir. Oysa azınlık ortağına, karar alma sürecinde hiç bir etkisinin olamayacağı bu ya-

13 **Burkart, Mike/ Panunzi, Fausto**, "Mandatory Bids, Squeeze-Out, Sell-Out and The Dynamics of The Tender Offer Process", ECGI Law Working Paper No: 10/2003, [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org), (Erişim Tarihi: 04.02.2015), s.20

14 Bu yöndeki değerlendirme için **Sönmez, Yusuf**, Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, İstanbul 2009, s. 50-51.

pıda ortak olarak kalmaya devam etmeme hakkının tanınması, bir başka deyişle ortağa yeni bir yatırım kararı alma olanağı verilmesi, yatırımcının korunması bakımından önem taşır.

Azınlık ortağına tanınan bu hak, üzerinde rehin, haciz veya intifa hakkı tesis edilmiş payın sahipleri tarafından da kullanılabilirdir. Rehin ve haciz tesis edilmiş payın, rehin hakkı sahibinin ve icra dairesinin onayıyla satma hakkı kapsamında satılması durumunda, rehin ve haciz, satış bedeli üzerinde devam edecektir. İntifa hakkı sahibi de malikin satış yetkisini kısıtlayamayacağı gibi devir işlemine katılması da gerekmez. Ancak intifa hakkı sahibi, aynı hakkını, payın yeni malikine karşı da ileri sürebilecektir<sup>15</sup>.

SPKn 27.2 hükmünde, çıkarma hakkının doğduğu durumlarda, azınlık pay sahibinin de satma hakkının doğacağı hükme bağlanmış ve düzenleme yapma konusunda SPK'na yetki verilmiştir. AB'nin 2004/25/EC sayılı Yönergesi'nin 16 ncı maddesinde de, satma hakkı, çıkarma hakkıyla bağlantılı olarak düzenlenmiştir. Satma hakkının kullanılma koşulları, fiyat gibi kuralları, çıkarma hakkına atıfla düzenlenmiştir.

Satma hakkının, kendine özgü koşulları yoktur; çıkarma hakkının doğmasına bağlıdır. Satın alma yükümlülüğü hâkim ortağa aittir. Satma hakkı kullanım süresi içinde hâkimiyet eşliğinin altına inilmesi, satma hakkının kullanılmasını etkilemez. II-27.2 Tebliği'nde, satma hakkının kullanılma sürecinin işletilmesi, çıkarma hakkı kullanılmasının koşulu haline getirilmiştir. Hâkimiyet eşliğine ulaşıldığının veya daha önceden eşik aşılmasına rağmen ek pay alındığının kamuya açıklanmasından itibaren üç ay içinde satma hakkının kullanılacağına ilişkin isteklerin ortaklığa bildirilmesi gerekmektedir. Satma hakkı, Tebliğ'in 6.3 hükmüne göre hesaplanacak, değerlendirme raporu, varsa geçmiş bir yıl içinde yapılan zorunlu pay alım teklifi fiyatı ve daha önce değinilen gösterge fiyatların ortalamasıyla bulunacak borsa fiyatından en yüksek olan bedel üzerinden kullanılacaktır. Ancak Tebliğ 5.2 hükmüne göre, değerlendirme raporu, satma hakkı kullanılmasına ilişkin ilk talep ortaklığa ulaştıktan sonra ortaklık tarafından hazırlanacağı için, değerlendirme raporu hazırlanıp sonuçları kamuya açıklanmadan önce satma hakkını kullanmak isteyenler, değerlendirme raporunda belirlemek fiyattan yararlanamayacaklardır.

Tebliğ 5.4 hükmü uyarınca, satma hakkı kullanılmasına ilişkin istekler ortaklık tarafından toplu olarak hâkim ortağa bildirilecek ve hâkim ortak da, isteklerin kendisine ulaşmasını izleyen üç iş günü içinde satma hakkına konu olan payların bedelini ortaklık hesabına yatıracaktır. Söz konusu bedel, ortaklık tarafından azınlık ortaklarına ödenecek ve pay devir işlemleri gerçekleştirilecektir. Borsada işlem gören payların satışında, paylar, MKK'da hâkim ortak hesabına aktarılacak; borsada işlem görmeyen payları temsil eden pay senetleri ise ortaklık tarafından teslim alınarak hâkim ortağa teslim edilecektir. Devir işlemlerini gerçekleştirme sorumluluğu ortaklığa aittir. Ortaklığa, payların devir sürecinde aracılık etmek görev ve sorumluluğu yüklenmiştir.

Satma hakkı kullanım bedeli konusunda hâkim ortakla, azınlık ortakları arasında uyumsuzluk çıktığı takdirde, satma hakkında talep edilen bedel kısmen veya tamamen ortaklık hesabına yatırılmamış olacağından, pay devirlerinin ortaklık tarafından gerçekleştirilmemesi gerekir. Bu durumda azınlık ortakları hâkim ortağa aynen ifa davası açabileceği gibi, hâkim ortak da, satma hakkı kullanım bedelinin tespitini mahkemeden isteyebilmelidir. Değerleme raporundaki fiyata itirazlar da bu bağlamda dava konusu yapılabilir. Satma hakkı kullanım bedeli belirleninceye kadar satma hakkı süreci tamamlanamayacağından, fiyattaki uyumsuzluk halinde, çıkarma hakkının kullanılması da gecikecektir.

Birden fazla kişinin birlikte hareket ederek hâkim olması durumunda, satma hakkının, tüm hâkim ortaklara yöneltilmesi ve bu ortaklar yükümlülüğünü yerine getirmese, adi ortaklık hükümlerine göre hepsine birlikte dava açılması gerekir. Azınlık pay sahibi, sadece kendisine bedel ödenmesini değil, payının satın alınmasını isteyeceği ve payın mülkiyeti hâkim ortağa geçeceği için, dava tüm hâkim ortak grubunu oluşturanlara birlikte açılmalıdır.

Satma hakkı, azınlık ortağına, paylarının bir kısmı için yatırım kararı alma yetkisini vermez. Tebliğ 5.5 hükmünde öngörüldüğü gibi, satma hakkı, aynı ortağa ait tüm paylar için kullanılmalıdır. Zira amaç, ortaklığın ulaştığı sermaye dağılımı yapısında azınlık ortağına ortaklıktan çıkma hakkını vermek olduğundan, aynı ortağa ait birden fazla pay için aynı yönde yatırım kararı verilmelidir. Azınlık ortakları arasında birlikte hareket edenler varsa, satma hakkı bakımından her biri bağımsız değerlendirilmelidir.

15 Kendigelen, s. 200.

**KAYNAKÇA**

**Burgman**, Dierdre A./ **Cox**, Paul N., “Reappraising The Role Of The Shareholder In The Modern Public Corporation: Weinberger’s Procedural Approach To Fairness In Freezeouts”, Wisconsin L. R., 1984, s. 593 - 665

**Burkart**, Mike/ **Panunzi**, Fausto, “Mandatory Bids, Squeeze-Out, Sell-Out and The Dynamics of The Tender Offer Process”, ECGI Law Working Paper No: 10/2003, [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org), (Erişim Tarihi: 04.02.2015)

**Karacan**, Ali İhsan, Ortaklıktan Çıkarma-Sermaye Piyasası Hukuku Açısından Bir İnceleme, İstanbul 2015

**Kendigelen**, Abuzer, Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı, İstanbul 1994

**Manavgat**, Çağlar, “Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu’ndaki Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Hükümlerin Değerlendirilmesi”, BA-TİDER, C.XXIX, S.1, s. 45-78.

**Pulaşlı**, Hasan, “Alman Hukukunda Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı”, Ünal Tekinalp’e Armağan, C.I, İstanbul 2003, s. 649-661.

Report of the High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework For Company Law in Brussels 2002, [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu)

**Sönmez**, Yusuf, Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, İstanbul 2009

**Thompson**, Robert B., “ Squeeze-Out Mergers And The “New” Appraisal Remedy”, Wash.U.L.Q, v.62,1985, s. 415 – 434.

**Van Der Elst**, Christoph/ **Van Den Steen**, Lientje, “Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights”, European Com.& Fin.L.R., v.4, 2009, s. 391-439.

