

HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA AYRILMA HAKKI

THE RIGHT OF WITHDRAWAL IN PUBLICLY HELD JOINT-STOCK COMPANIES

Aybike Karahan Gökdere, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi, Malatya, Türkiye

Özge Nur Çalık Sönmez, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi, Malatya, Türkiye

Sorumlu Yazar: Aybike Karahan, aybike.karahan@inonu.edu.tr

Atıf Bilgisi Karahan-Gökdere, A., & Çalık Sönmez, Ö. N. (2026). Halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkı. *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 17, 2, 747–777.

doi 10.21492/inuhfd.1978992

Gönderilme Tarihi: 29 Haziran 2026 / Kabul Tarihi: 16 Temmuz 2026 / Yayın Tarihi: Temmuz 23, 2026

Özet

Sermaye piyasası hukukunda ayrılma hakkı, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 24. maddesi ile pozitif hukukumuza kazandırılan; halka açık anonim ortaklıklarda, çoğunluk iradesiyle alınan yapısal ve önemli nitelikteki değişikliklere karşı azınlık pay sahiplerini korumayı amaçlayan bir mekanizmadır. Bu çalışma, ayrılma hakkının hukuki niteliğini, söz konusu hakkı doğuran işlemleri, hakkın kullanılmasına ilişkin maddi ve şekli şartları ve payların satım sürecini incelemektedir. Ayrılma hakkı; yenilik doğuran, malvarlıksal, pay sahipliğine bağlı bireysel ve vazgeçilmez bir hak olarak nitelendirilmektedir. Çalışmada, hakkın istisnai niteliğiyle uyumlu biçimde düzenlenen şartlar, özellikle uygulamada karşılaşılan muafiyet rejimleri ve bedel hesaplama yöntemleri ele alınmıştır. Ayrıca, adil bedel tespitinde yaşanan uyuşmazlıkların çözümünde mevcut hukuki boşluklara değinilmiş ve pay sahibinin korunması ile ortaklığın finansal istikrarı arasındaki denge sorgulanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Ayrılma Hakkı, Sermaye Piyasası Kanunu, Önemli Nitelikteki İşlemler, Halka Açık Anonim Ortaklık, Adil Bedel.

Abstract

In capital markets law, the right of withdrawal, introduced into our positive law by Article 24 of the Capital Markets Law No. 6362, is a mechanism aimed at protecting minority shareholders against structural and significant changes adopted by the majority will in publicly held joint-stock companies. This study examines the legal nature of the right of withdrawal, the transactions that trigger this right, the substantive and formal requirements for its exercise, and the process of selling shares. The right of withdrawal is characterized as a formative, proprietary, individual, and inalienable right tied to shareholding. The study addresses the requirements structured in harmony with the exceptional nature of the right, specifically focusing on exemption regimes and valuation methods encountered in practice. Furthermore, the legal lacunae regarding the resolution of disputes in determining the fair price are addressed, and the balance between shareholder protection and the company's financial stability is questioned.

Keywords: Right of Withdrawal, Capital Markets Law, Significant Transactions, Publicly Held Joint-Stock Company, Fair Price.

EXTENDED SUMMARY

The right of withdrawal (exit right) in Turkish capital markets law serves as a crucial protective mechanism for minority shareholders in publicly held joint-stock companies against fundamental structural changes approved by the majority. Codified in Article 24 of the Capital Markets Law (SerPK) No. 6362, this right allows dissenting shareholders to exit the company by selling their shares at a fair price when specific significant transactions occur.

The right of withdrawal is a formative right that unilaterally establishes a contractual relationship between the shareholder and the company. It is essentially a proprietary right linked to the status of a shareholder. The study argues that this right is inalienable, given the mandatory nature of the regulations and the core interest it protects. Consequently, provisions in the articles of association that attempt to restrict or eliminate this right are deemed void.

Significant transactions are defined under Article 23 of the SerPK and the Communiqué II-23.3, including mergers, divisions, changes in legal status, and the granting or modification of privileges. The Capital Markets Board (SPK) holds the authority to determine what constitutes a significant transaction, granting the system necessary flexibility despite some criticisms regarding legal certainty. The study categorizes transactions where the right of withdrawal does not arise, such as mandatory legal operations, transactions under public control, and restructuring within groups where control is maintained.

The exercise of the withdrawal right is subject to strict substantive and formal conditions. Substantively, the shareholder must hold shares at the time of the general assembly decision. Formally, the shareholder must participate in the general assembly and register a dissenting vote in the minutes. The law provides exceptions for cases where a shareholder is unfairly prevented from participating or when the call/agenda for the assembly is procedurally flawed, allowing the right to be exercised even without a dissenting vote recorded in the minutes.

The fair price is the cornerstone of the withdrawal process. For publicly traded shares, the price is determined based on the weighted average of market prices over specific periods (30 days for Yıldız Market, 6 months for others). For non-traded shares, the price is determined by licensed valuation reports, with supplementary reports required if the company value changes significantly before the general assembly. The study highlights a significant gap in the current legislation: the absence of a specialized judicial mechanism for shareholders to challenge the "fair price" determined by the company, a feature previously present in the draft law but subsequently removed.

The current regulatory framework regarding the right of withdrawal strikes a reasonable balance between protecting

minority shareholders and maintaining the company's financial stability. However, the study concludes that clarifying the boundaries of the Board's discretionary power in defining significant transactions and introducing a judicial review mechanism for the determination of the fair price would significantly enhance the effectiveness of this protective tool.

KISALTMALAR

AO : Anonim Ortaklık

BDDK : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

GSYO : Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı

GYO : Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

HAAO : Halka Açık Anonim Ortaklık

HAO : Halka Açık Ortaklık

KAP : Kamuyu Aydınlatma Platformu

MKK : Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.

Ayrılma Tebliği : Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği (II-23.3)

SerPK : 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu

TBK : 6098 Sayılı Türk Borçlar Kanunu

TMK : 4721 Sayılı Türk Medeni Kanunu

TTK : 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu

m. : Madde

s. : Sayfa

S. : Sayı

vd. : ve devamı

Y. : Yıl

E. : Esas

K. : Karar

C. : Cilt

Bkz. : Bakınız

E.T. : Erişim Tarihi

GİRİŞ

Halka açık anonim ortaklıklar (HAAO), 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nda (TTK) düzenlenen kapalı ortaklıklardan farklı olarak, fazla sayıda pay sahibinden oluşan, işlem hacmi ve sermayeleri büyük, payların el değiştirme oranları yüksek olan, birçok parametreye sahip bir ortaklık biçimidir. Kapalı tip anonim ortaklıklara nazaran halka açık anonim ortaklıklarda, hakim ortak ile borsada pay sahibi niteliği bulunan yatırımcılar arasında meydana gelen menfaat çatışması daha fazla önem taşımaktadır. Bu yönüyle TTK'daki ortaklıklardan ayrılan HAAO'lara, kapalı ortaklıklara uygulanmayan kanun ve tebliğ hükümleri ihdas edilmiştir. Bu ortaklıklarda birbirini tanımayan pay sahiplerinin temel amacı ve şirketin devamlılığını sağlayan esas nokta, pay sahiplerinin yatırımları karşılığında kar amacı gütmesidir. Buna karşılık, kimi zaman gerek pay sahipleri gerekse ortaklık yönünden ilişkinin devam ettirilmesi istenmeyebilir.

Ayrılma kavramı ortaklıklar hukukunda genel olarak pay sahibinin, fesih ya da infisah durumları haricinde, ortaklığın sona ermesine gerek kalmadan ortaklıktan çıkmasını ifade eder. Bu doğrultuda Kanun, hukuk sistemimizde çeşitli hükümlerle ayrılmaya imkan tanımıştır. Ayrılma akçesine ilişkin TTK m. 141, kollektif ortaklıklarda ortakların iflas, ölüm, haklı sebep ve diğer ortaklar tarafından çıkarılması hallerine ilişkin TTK m. 253, komandit ortaklıklarda ortakların ortaklıktan çıkmasına ya da çıkarılmasına ilişkin TTK m. 253'e atıf yapan TTK m. 323 ve limited ortaklıklarda ortağın ayrılma akçesi almak suretiyle ortaklıktan ayrılmasını düzenleyen TTK m. 641 hükümleri bu kapsamda sayılabilir.

Çalışmamızın konusunu oluşturan sermaye piyasası hukukunda ayrılma hakkı ise, Türk hukukunda ilk kez 30/12/2012 tarihinde yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun (SerPK) 24. maddesiyle pozitif düzenlemeye kavuşturulmuştur. Bu maddeye göre, SerPK m. 23 kapsamında önemli nitelikte işlem sayılan kararlara ilişkin genel kurul toplantısında, ilgili gündem maddesine olumsuz oy veren ve karşı oyunu tutanağa geçiren pay sahipleri ayrılma hakkından yararlanabilmektedir. Ayrıca, anılan maddede "pay sahibinin genel kurul toplantısına katılmasına haksız bir biçimde engel olunması, genel kurul toplantısına usulüne uygun davet yapılmaması veya gündemin usulüne uygun bir biçimde ilan edilmemesi hallerinde, genel kurul kararlarına muhalif kalma ve muhalefet şerhini tutanağa kaydettirme şartı aranmaksızın ayrılma hakkının tanınacağı" düzenlenmiştir. Bu hak sayesinde muhalif pay sahibi, söz konusu karardan kaynaklanacak risklere katlanmak yerine payını şirkete devrederek ortaklık ilişkisini sonlandırabilir.

Ayrılma hakkı kapsamında HAAO'nun kendi paylarını satın almak suretiyle iktisap etmesi hali, SerPK m. 24 hükmünde özel olarak düzenlenmiştir. Ortaklığın kendi paylarını edinmesi, ayrılma hakkı kapsamında satılan payların (diğer pay sahipleri ve yatırımcılara satılmaması durumunda) ortaklıkça satın almak zorunda olunmasından kaynaklanmaktadır. Bu durumda ortaklık kendi paylarını iktisap etmiş olmaktadır.

Ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin usul ve esasların detaylandırılması maksadıyla Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), 24/12/2013 tarihinde yürürlüğe giren II-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği'ni yayımlamıştır. Bununla birlikte, uygulamada ortaya çıkan yeni ihtiyaçlar sebebiyle bu düzenleme daha sonra revize edilmiş; 25/02/2020 tarihinde II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği (Ayrılma Tebliği) kabul edilerek yürürlüğe konmuştur. TTK'daki ayrılma kavramı ortakların ortaklıktan ayrılmasını düzenleyen bir çatı kavram olarak görülürken; sermaye piyasası hukukunda kavram teknik özellikler barındırmakta ve farklı yaklaşımları içermektedir.

I. SerPK m. 24 HÜKMÜ ÇERÇEVESİNDE AYRILMA HAKKI KAVRAMI VE ÖZELLİKLERİ

Ayrılma hakkı, pay sahiplerine SerPK m. 24 hükmü çerçevesinde bahşedilmiş bir haktır. Bahse konu hüküm çerçevesinde, önemli nitelikteki işlemin gerçekleştirilmesine ilişkin yapılan genel kurul toplantısına katılıp,

söz konusu gündem maddesine olumsuz oy kullanmak suretiyle muhalefetini toplantı tutanağına işleyen pay sahiplerine, paylarını adil bir bedel üzerinden ortaklığa satma hakkı şeklinde tanımlanmıştır¹. Önemli nitelikteki işleme ilişkin genel kurul kararı alındıktan sonra ayrılma hakkına ilişkin süreç başlamaktadır. Zira önemli nitelikteki işlemlere bağlı olarak şirket, ortak olunduğu esnadan farklı bir hale dönüşebilecektir². Ayrılma hakkı yenilik doğuran ve kişisel hak özelliğine de göz kırpmakla birlikte³, kural olarak malvarlıksal, kullanılmasıyla pay sahipliği ilişkisini sona erdiren bir haktır⁴.

Ayrılma hakkına ilişkin düzenlemeler, yalnız pay sahiplerinin menfaatini etkilemekle kalmayıp; ortaklığı, üçüncü kişilerin menfaatini ve gelecekteki yatırımcıları etkileyebilecek niteliktedir. Görünüş itibarıyla olumsuz oy veren azınlığı koruduğu izlenimi uyandırır dahi, sayıldığı üzere geniş bir kesimi ilgilendirmektedir⁵. Koruduğu menfaat, hakkın düzenleniş amacı ve menfaat dengesinin tanzimi bakımından etki ettiği kesim göz önüne alındığı takdirde, ayrılma hakkına dair öngörülen hükümlerin nispi değil; mutlak emredici nitelikte olduğu hususunda tereddüt etmemek gerekir⁶. O halde ayrılma hakkını kısmen yahut tamamen ortadan kaldıran veya sınırlandıran esas sözleşme hükümleri geçersiz olacaktır.

Ayrılma hakkı, pay sahipliği haklarının kullanılış biçimine ilişkin tasnif içerisinde bireysel haklar sınıfında yer almaktadır⁷. Bireysel haklar, sermayenin belli bir oranına sahip olma yahut belli bir pay sahibi sayısına ulaşma şartlarından bağımsız biçimde kullanılabilen haklardır⁸. Ayrılma hakkına dair ilgili mevzuatta beraberce hareket hususunda bir mecburiyet öngörülmediğinden, bahse konu hakkın diğer pay sahiplerinden bağımsız bir şekilde kullanılabilmesi, o hakkın münferiden kullanılabilmesini ve dolayısıyla pay sahibine tanınmış bireysel bir hak olduğunu gösterir⁹. Bir diğer deyişle bu hak, hakkın özüne uygun biçimde, tek bir pay sahibi tarafından, pay sahipliği oranına bakılmaksızın kullanılabilir. Zira, genel kurulda çoğunluğun kararıyla alınan önemli nitelikteki bir karara karşı ayrılma hakkının tek başına kullanabiliyor olması, bahse konu hakka işlevsellik kazandırmaktadır.

Ayrılma hakkı, bireysel hak niteliğinde ancak pay sahipliğine bağlı doğan, genel ve eşit bir haktır. Bir hakkın kullanılması, ortaklıkta paya sahip olmayı gerektiriyorsa, o hak pay sahipliğine bağlı bir haktır. Bu nedenle, önemli nitelikteki işleme ait karar alınan genel kurul toplantısında pay sahibi olmayan ve sonradan

1 MEMİŞ, Tekin/ TURAN, Gökçen: Sermaye Piyasası Hukuku, 7.Baskı, Ankara 2024, s. 148; ADIGÜZEL, Burak: Sermaye Piyasası Hukuku, 3.Baskı, Ankara 2019 (Anılış: Ayrılma Hakkı) ; SÖNMEZ, Ziyaeddin Yusuf: Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, İstanbul 2009, s. 8; ADIGÜZEL, Burak: "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı", Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 18(2), 2014, 1-51 , s. 4 (Anılış: Halka Açık Ortaklıklar); ÖZDOĞAN, Ayşegül: "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı", Sermaye Piyasası Kurulu, Cumhuriyetin 80.Yılına Armağan, Ankara 2004, s. 707.

2 SÖNMEZ, s. 23-24; ÖZDOĞAN, s. 707.

3 SEMERCİ VURALOĞLU, Tuğba: Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Ayrılma Hakkı, Yeditepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul 2018, s. 183. (Anılış: Ayrılma Hakkı)

4 ADIGÜZEL, Ayrılma Hakkı, s. 82; MEMİŞ, s. 148.

5 GÜÇLÜTÜRK, Osman Gazi: Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Ayrılma Hakkı, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2016, s. 34-35.

6 GÜRAN, Amine Nur: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkına Konu Payların Diğer Pay Sahipleri Veya Yatırımcılara Önerilmesi Ve Hukuki Sonuçları, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2023, s. 119; SEMERCİ VURALOĞLU, Ayrılma Hakkı, s. 184; SÖNMEZ, s. 136-137. Anonim şirketlere ilişkin tüm düzenlemelerin emredici nitelik arz ettiği görüşünün, ayrılma hakkına dair düzenlemelerin emredici niteliğini daha çok vurguladığı yönünde bkz. GÜÇLÜTÜRK, s. 34.

7 SÖNMEZ, s. 76; ADIGÜZEL, Halka Açık Ortaklıklar, s. 6.

8 BEKTAŞ, İbrahim: "Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı Ve Pay Alım Teklifi Zorunluluğu", Banka Ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı, 749-828, s. 761; ÖZDOĞAN, s. 16.

9 Pay sahibinin; genel kurula katılma, konuşma yapma, oy kullanma, genel kurul kararlarının iptali ve sorumluluk davası açma hakları gibi haklar da bireysel haklardır. POROY, Reha/TEKİNALP, Ünal/ÇAMOĞLU, Ersin: Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 11.Baskı, İstanbul 2009, s. 452; ADIGÜZEL, Ayrılma Hakkı, s. 82.

ortaklığa dahil olan ortağın ayrılma hakkı bulunmamaktadır¹⁰. Öte yandan, ayrılma hakkının doğması, genel kurula katılıp olumsuz oy kullanmaya bağlandığından¹¹, hakkın bu yönü ile de pay sahipliğine bağlı bir hak olduğu anlaşılmaktadır¹².

Ayrılma hakkı, pay sahipliğine bağlı bir hak olması nedeniyle aynı durumdaki herkesin sahip olabileceği bir haktır. Bu yönüyle geneldir ve eşit işlem ilkesinin gündeme gelmesini sağlar¹³. TTK m.357’de pay sahipleri bakımından eşit işlem ilkesine yer verilmiş; SerPK m.17/1’de ise yetkilerin şirketler arasında haksız rekabete yol açmayacak ve benzer koşullara sahip şirketlere aynı kuralların uygulanmasını sağlayacak biçimde kullanılması öngörülmüştür. Her iki düzenleme de, aynı hukuki ve fiili durumda bulunan kişilerin veya şirketlerin farklı muameleye tabi tutulmaması gerektiği anlayışına dayanmaktadır. Zira eşit işlem ilkesi gereğince her pay sahibi eşit işleme tabi tutulmaktadır. Diğer yandan, farklı koşulların gerçekleşmesi halinde tanınan nispi eşitlik gereğince farklı işlemlere tabi tutulma söz konusu olmaktadır¹⁴. Ayrılma hakkı bakımından eşit işlem ilkesinin anlamı, bir grup payın lehine imtiyaz tanınmasının mümkün olmayacağıdır¹⁵. Her bir pay sahibinin koşulları gerçekleştiğinde bu hakkı kullanması mümkün olduğundan, pay sahipleri eşit şartlar altında makul bir bedelle payını devretme olanağına sahip olacaktır¹⁶.

Ayrılma hakkı, kural olarak malvarlıksal bir haktır¹⁷. Pay sahibi olunmasından kaynaklanan haklar malvarlığı hakları ve katılma hakları olarak ikiye ayrılmaktadır¹⁸. Malvarlığı hakları, pay sahiplerinin hukuki olarak para ile ölçülebilen hak ve borçlarının tamamını ifade eder. Malvarlığına yönelik haklarda oransallık ilkesi geçerlidir. Ayrılma hakkının kullanılması ile birlikte, pay sahibinin payları ortaklığa intikal edecek olup, pay sahibinin, ortaklıktan para olarak bir bedel talep etmesi gündeme gelecektir. Ayrılma hakkının kullanılmasıyla bu hak nakde dönüşür¹⁹.

Ayrılma hakkı vazgeçilmez haklardandır²⁰. Pay sahibine tanınan hakkın kısıtlanması, sınırlandırılması ve kaldırılması açısından ne kadar korunduğuna göre yapılan sınıflandırma kapsamında pay sahipliği hakları, “çoğunluğun kararına tabi haklar, sınırlandırılması pay sahibinin rızasına bağlı haklar ve hak sahibinin rızası ile dahi sınırlandırılmayan ve kaldırılamayan vazgeçilmez haklar” şeklinde ayrıma tabi tutulur²¹.

Vazgeçilmez haklar, kanun tarafından pay sahibine tanınmış olup, içeriği ve varlığı tamamen kanuni düzenlemeye bağlı bulunan, pay sahibinin tek taraflı iradesiyle kaldırılamayan veya sınırlandırılmayan, esas

10 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, Dilay: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler Ve Ayrılma Hakkı Eskişehir Osman-gazi Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Bilimleri Enstitüsü, Doktora Tezi, Eskişehir 2024, s. 222.

11 Mevzuatta ayrılma hakkının kullanılması için pay sahiplerinin genel kurulda olumsuz oy kullanması bir şart olarak arandığından, oy hakkı bulunmayan pay sahibinin, ayrılma hakkına sahip olmadığı anlaşılmaktadır.

12 SÖNMEZ, s. 65.

13 SÖNMEZ, s. 76; ADIGÜZEL, Halka Açık Ortaklıklar, s. 6.

14 TEKİNALP, Ünal/ ÇAMOĞLU, Ersin/ POROY, Reha: Ortaklıklar Hukuku, c.I, 15.Baskı, İstanbul 2021, s. 691.

15 ÖZDOĞAN, s. 17; ADIGÜZEL, Halka Açık Ortaklıklar, s. 6.

16 KARABABA, Serdar: Mukayeseli Hukuk Ve Türk Hukuku’nda Anonim Ortaklıkta Azınlığın Çıkarılması Ve Satın Alma Hakkı, 2.Baskı, Ankara 2021, s. 41.

17 Bununla birlikte, pay sahiplerinin ayrılma hakkının kullanılması ile, halka açık ortaklık yönetim kurulunca alınan yönetim kurulu kararında öngörülen, belirlenen orandan fazla paya sahip veya belirlenen nitelikteki ortakların olumsuz oy kullanması durumunda genel kurul kararının varlığına rağmen, bahse konu işlemde vazgeçilmesi hususunun söz konusu olması durumunda, kişisel hak niteliğine de göz kırılmaktadır. Bkz. SEMERCİ VURALOĞLU, Ayrılma Hakkı, s. 183.

18 ADIGÜZEL, Halka Açık Ortaklıklar, s. 6; SÖNMEZ, s. 76; (TEKİNALP) POROY/ÇAMOĞLU, c.I, s. 686.

19 BEKTAŞ, s. 761.

20 Aynı yönde, SÖNMEZ, s. 75. Vazgeçilmez hakların feragat edilmez, aynı zamanda pay sahibinden alınamaz bir hak olduğu, pay sahiplerinin bu hak üzerinde tasarruf da edemeyeceği kabul edilmektedir. PULAŞLI, Hasan: Şirketler Hukuku Şerhi, c.II, Ankara 2011, s. 1416.

21 KIRCA (ŞEHİRALİ ÇELİK/ MANAVGAT), s.69 vd.

sözleşme ya da genel kurul kararıyla da ortadan kaldırılması mümkün olmayan haklardır²². Bu haklar, pay sahipliği statüsünün çekirdeğini oluştururlar. Henüz somut bir kullanım aşamasına gelmemiş olsalar dahi, pay sahibinin geleceğe dönük feragati veya bunları sınırlayan her türlü düzenleme kesin hükümsüzdür²³. Oy hakkının özüne dokunan düzenlemeler, genel kurula katılma ve bilgi alma-inceleme haklarının kaldırılması vazgeçilmez haklara ilişkin en tipik örneklerdir²⁴. Bu hakları kaldıran veya sınırlandıran her genel kurul kararı, sakatlığın ağırlığı sebebiyle butlan yaptırımına tabidir. Örneğin, genel kurulda alınan kararlar pay sahiplerinin iradelerinin kolektif biçimde yansımaları olup, her pay sahibinin genel kurulda iradesinin tecessümü, genel kurula vasfını kazandıran esas noktadır. Asgari oy hakkı kuralı da aynı menfaatlerle bağlantılı olarak kabul edilmiş olup, TTK uyarınca her pay sahibinin kendisini temsilen genel kurulda en az bir oya sahip olması gerekmektedir. Bu kapsamda sayılabilecek bir başka hak olarak, kanunda pay sahibini yetkili kılan başlıca dava hakları vazgeçilmez haklar kategorisindedir²⁵.

Müktesep haklar, kanundan doğmakla birlikte, çoğunlukla esas sözleşme hükümleri, pay sahibine tanınmış özel konumlar veya belirli pay gruplarına verilen imtiyazlar aracılığıyla ortaya çıkan ve pay sahibine şirket içinde belirli bir statü sağlayan haklar olarak tanımlanabilir.²⁶ Müktesep hakların en ayırt edici özelliği, pay sahibinin bu haklar üzerinde tasarrufta bulunabilmesi; bir başka deyişle rızasıyla bunlardan vazgeçebilmesi veya değişikliğe onay sunabilmesidir. Bu nedenle müktesep haklar, vazgeçilmez hakların aksine pay sahibinin iradesine tamamen kapalı değildir. Bununla birlikte müktesep bir hakkın ilgili pay sahiplerinin rızası olmaksızın esas sözleşme değişikliğiyle daraltılması kural olarak olanaksızdır²⁷. İmtiyazlı paylara tanınan oy, kar payı veya yönetimde temsil ayrıcalıkları veya esas sözleşmeyle güvence altına alınmış temettü oranları, müktesep hakların tipik örnekleridir. Müktesep haklara ilişkin bir ihlal, çoğu durumda iptal edilebilirlik yaptırımına konu olur²⁸.

Her iki hak kategorisi de, özünde pay sahipliğine sağlanan birtakım hakları korumaya hizmet etmekteyse de, kanaatimizce vazgeçilmez haklar anonim ortaklığın kanunda düzenlenen hukuki mahiyetini güçlendirir özelliklere sahipken; müktesep haklar ise, pay sahiplerine birtakım gerekçelerle tanınan hakların onların aleyhine değiştirilememesine hizmet etmektedir. Ayrılma hakkı bakımından mesele ele alındığında, doktrinde farklı görüşlere rastlanmaktadır. Ayrılma hakkını vazgeçilmez nitelikte kabul eden görüş uyarınca, ayrılma hakkına ilişkin hükümler emredici niteliktedir ve aksi kararlaştırılamamaktadır. Kanunla tanınan bu hakkın esas sözleşmeyle sınırlandırılması ve pay sahibinin hak üzerinde tasarruf etmesi mümkün değildir²⁹. Söz konusu hakkı müktesep hak olarak nitelendiren görüşe göre, bahse konu hak malvarlıksal bir nitelik taşıdığı için pay sahibi tarafından feragat edilebilir nitelikte olup, bu durum anonim şirketin temel yapısına

22 BAHTİYAR, Mehmet: Ortaklıklar Hukuku, 15. Baskı, İstanbul 2021, s. 192; MOROĞLU, Erdoğan: Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, İstanbul 2014, s. 72: Bu hakların bir defalığına mahsus ihlal edilmesinin butlan sonucu doğurmayacağını belirtmektedir. Karşı yönde KIRCA, İsmail/ MANAVGAT, Çağlar/ ŞEHİRALİ ÇELİK, Feyzan Hayal: Anonim Şirketler Hukuku, Cilt II/II, 2. Baskı, Ankara 2017, s. 74: İster bir seferlik ister süreklilik arz edecek şekilde olsun, "sınırlandırma" ifadesinden böyle bir anlam çıkarılmaması gerektiği ve her halde butlanla malül olacağının altını çizmektedir.

23 ERDEM, Nuri: "6102 Sayılı 'Yeni' TTK'ya Göre Anonim Ortaklık Pay Sahiplerinin 'Müktesep' (Kazanılmış) Hakları", REGESTA, 2(1), 2012, s. 34-35.

24 TEKİNALP, Sermaye Ortaklıkları, s. 404; KIRCA (ŞEHİRALİ ÇELİK/ MANAVGAT), s. 23 vd.

25 TEKİNALP, Sermaye Ortaklıkları, s. 404.

26 TEKİNALP (POROY/ ÇAMOĞLU), c. I, s. 682.

27 KIRCA (ŞEHİRALİ ÇELİK/ MANAVGAT), s. 30; TEKİNALP, Sermaye Ortaklıkları, s. 405.

28 KIRCA (ŞEHİRALİ ÇELİK/ MANAVGAT), s. 30 vd.; TEKİNALP, Sermaye Ortaklıkları, s. 406-407.

29 ADIGÜZEL, Halka Açık Ortaklıklar, s. 6; Aynı yönde, SÖNMEZ, s.75. Vazgeçilmez hakların feragat edilmez, aynı zamanda pay sahibinden alınamaz bir hak olduğu, pay sahiplerinin bu hak üzerinde tasarruf da edemeyeceği kabul edilmektedir. PULAŞLI Hasan; Şirketler Hukuku Şerhi, c.II, Ankara 2011, s.1416.

aykırılık teşkil etmez³⁰. Kanaatimizce de, SerPK m. 24 hükmü çerçevesinde mutlak emredici nitelik arz ederek tanzim edilen ayrılma hakkı vazgeçilmez bir haktır. Bir hakkın vazgeçilmez niteliği haiz olup olmadığı, üç test yoluyla anlaşılabilir: (1) teste tabii tutulan hak, AO'nun temel nitelikleriyle sıkı sıkıya bağlantılı mıdır? (2) Pay sahibinin ortaklıktan doğan menfaatleriyle ilgili midir? (3) pay sahibinin kendisini, çoğunluğun menfaatine karşı savunabilmesi bakımından vazgeçilmez nitelikte midir?:³¹ Bu sorulardan en az birinin cevabı olumlu yanıtlanabildiği takdirde, hakkın vazgeçilmez nitelikte olduğu kabul edilebilir.

Ayrılma hakkı, pay sahibinin tek taraflı irade beyanıyla karşı tarafın iradesinden bağımsız olarak bir hukuki ilişki (alım satım sözleşmesi) kurma özelliği göstermesi nedeniyle bir yenilik doğuran hak niteliğindedir³². SerPK m. 24/3 ve Ayrılma Tebliği m. 9/4 hükümleri dahilinde, ortaklığın genel kurul gündeminde pay sahiplerine paylarını satın alacağına dair teklifi mecburi kılınmıştır. Bu hususa ilişkin olarak borçlar hukuku anlamında olmasa dahi, sözleşme kurma zorunluluğunun varlığından bahsetmemiz mümkündür. Kanundan doğan sözleşme kurma zorunluluğunun varlığını kabul etmemiz halinde, şirketin sözleşme yapıp yapmamak konusunda serbest olmadığına altını çizmek gerekmektedir. Bu nitelik, ayrılma hakkının yenilik doğurucu yönünü desteklemektedir³³.

Genel kurul gündeminde yer verilmek suretiyle payların ortaklık tarafından satın alınacağı ve payların bedellerine ilişkin detaylar icap; pay sahibinin ayrılma hakkını kullandığını ortaklığa bildirmesi kabul şeklinde değerlendirilmektedir. Ayrılma hakkının kullanımının temel mahiyeti itibarıyla bir alım satım sözleşmesi ortaya çıkardığı görüşü ise doktrinde baskın biçimde ileri sürülmektedir³⁴.

Ayrılma hakkının temel amacı, halka açık bir ortaklıkta yapısal mahiyet ve önem arz eden köklü değişikliklerin azınlıkta olan pay sahibi üzerindeki olumsuz etkilerini ortadan kaldırmak ve yatırımcıya çıkış imkanını makul bir zeminde sağlamaktır³⁵. Ayrılma hakkı sayesinde yatırımcı, ortaklığın faaliyet alanında, malvarlıksal değerlerinde yahut yönetim hakimiyetinde gerçekleşmek üzere olan esaslı değişikliklere, olumsuz oy vermesine rağmen katlanmak zorunda bırakılmamaktadır. Diğer yandan şirketin geleceğine ilişkin doğması muhtemel zararlı sonuçlardan bu yolla kaçınılmaktadır. Dolayısıyla ayrılma hakkı, sermaye piyasasında yatırımcı korunmasının en önemli araçlarından biri olup, azınlığın çoğunluğun iradesine karşı korunmasını sağlayan bir mekanizma niteliği taşır.

II. AYRILMA HAKKINI DOĞURAN ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMLER

A. KANUNDA ve TEBLİĞDE SAYILAN ÖNEMLİ NİTELİKTEKİ İŞLEMLER

SerPK m. 24/1 ve Ayrılma Tebliği m. 9/1'e göre ayrılma hakkı, "önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantılarına kural olarak katılan ve olumsuz oy kullanarak muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleten pay sahiplerine" tanındığına göre, önemli nitelikteki işlemlerin tespiti lazımdır³⁶. Ayrılma hakkının doğumu, önemli nitelikteki işleme ilişkin karar alınmasıyla başlar.

30 MANAVGAT, Çağlar: Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara 2016, s.27.

31 TEKİNALP, Ünal: Sermaye Ortaklıkları Yeni Hukuku, 5. Baskı, İstanbul 2020, s. 405.

32 KARABABA, s. 139; (ÇAMOĞLU) POROY/ TEKİNALP, 2021, s. 489; ÇAMOĞLU, Ersin/ POROY, Reha/ TEKİNALP Ünal: Ortaklıklar Hukuku, cilt II, s. 446; ÖLEKLİ, Neşe: "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkı", İstanbul Hukuk Mecmuası, 76(1), 2018, 219-254; PASLI, Ali/ AKAY, Hasan Onur: "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkını Kullanan Pay Sahibinin, Şirketler Topluluğu Düzenlemelerinden Yararlanma Olanağı", İstanbul Hukuk Mecmuası, 77(1), 2019, 49-70, s.55.

33 SÖNMEZ, s.141; SEMERCİ VURALOĞLU, Ayrılma Hakkı, s. 218

34 BEKTAŞ, s. 762; SÖNMEZ, s. 141.

35 PASLI/ AKAY, s. 52.

36 Türk hukukunda önemli işlemler kavramı ilk kez 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu döneminde de Seri: IV No: 56 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ'in 1.3.10 maddesinde düzenlenmiştir. Bahse konu düzenleme çerçevesinde önemli nitelikteki işlemler sayılmış; bahse konu işlemlere ilişkin alınan genel kurul kararlarına karşı muhalefet eden pay sahipleri bakımından ayrılma hakkı öngörülmemiştir.

SerPK m.23 uyarınca, “Halka açık ortaklıkların birleşme, bölünme işlemlerine taraf olması, tür değiştirmesi, imtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi gibi yatırımcıların yatırım kararlarının değişmesine³⁷ yol açacak ortaklığın yapısına ilişkin temel işlemler bu Kanunun uygulanmasında önemli nitelikte işlem sayılır. Kurul, önemli nitelikteki işlemleri, önemlilik ölçüsü de dahil olmak üzere bu nitelikteki işlemlerde bulunulabilmesi veya kararların alınabilmesi için uyulması zorunlu usul ve esasları, halka açık ortaklıkların niteliğine göre belirlemeye yetkilidir.” Gördüldüğü üzere “...gibi işlemler” denilmek suretiyle, bu sayımın sınırlandırıcı olmadığı, tadadi olduğu anlaşılmaktadır.

1. Birleşme (SerPK m. 23/1 ve Ayrılma Tebliği m. 4/1-a, m. 5/1)

Birleşme işleminin önemli nitelikteki işlem şeklinde kabulü neticesinde işleme taraf halka açık ortaklık pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınması, Ayrılma Tebliği m. 5/1 hükmü çerçevesinde, halka açık ortaklıkların, yeni kuruluş şeklinde birleşme işlemlerine taraf teşkil etmesi, devralma şeklinde birleşme işlemlerinde devrolunan tarafı oluşturması ya da devralan taraf olması ve birleşme neticesinde %50 veya daha fazla sermaye artırımını yapacak olması önemli nitelikteki işlem kabul edilecektir.

Birleşme hususunda vurgulanması gereken ilk husus olarak Ayrılma Tebliği m. 15/1/ç hükmü kapsamında ayrılma hakkının doğmadığı haller düzenlenirken kolaylaştırılmış birleşme işlemleri açıkça sayılmıştır. Bir diğer deyişle, kolaylaştırılmış birleşme işlemleri bakımından ayrılma hakkı tanınmamıştır. Şu halde birleşme işleminde devrolunan şirket olan halka açık anonim ortaklık bakımından TTK m. 141/1 hükmü gereğince ayrılma akçesi seçeneğinin yanı sıra SerPK m. 24 hükmü çerçevesinde öngörülen bedeli alma seçeneği de bulunmaktadır³⁸. TTK m. 141 hükmü kapsamında ayrılma akçesi hesaplanırken gerçek değer esasından hareket edilmekte; SerPK m. 24 hükmünde ise adil bedel esas alınmaktadır³⁹.

2. Bölünme (SerPK m. 23 ve Ayrılma Tebliği m. 4/1-a, m. 5/2)

Ayrılma Tebliği m. 5/2 hükmü uyarınca, halka açık ortaklıkların, tam bölünme halinde bölünen taraf olması yahut devralan taraf olması ve devralınan malvarlığı karşılığında %50 veya daha fazla sermaye artırımını yapacak olması halinde önemli nitelikte işlem söz konusu olmaktadır. Kısmi bölünmelerde ise halka açık ortaklıkların bölünen taraf olması ve devredilen malvarlığının Ayrılma Tebliği m. 6 kapsamında tayin edilen önemlilik ölçütlerini aşması yahut devralan taraf olması ve devralınan malvarlığı karşılığında %50 veya daha fazla sermaye artırımını yapacak olması önemli nitelikte işlem kabul edilmektedir.

3. Tür Değiştirme (SerPK m. 23/1 ve Ayrılma Tebliği m. 4/1-b)

4. İmtiyaz Öngörülmesi veya Mevcut İmtiyazların Kapsamının Ya Da Konusunun Değiştirilmesi (SerPK m. 23/1 ve Ayrılma Tebliği m. 4/1-ç)

SerPK m. 23/1 ve Ayrılma Tebliği m. 4/1-ç hükümleri uyarınca halka açık ortaklıklarda ayrılma hakkını

³⁷ Mevcut kanuna “...Yatırımcıların yatırım kararlarının değişmesine yol açacak ortaklığın yapısına ilişkin temel işlemler...” şeklinde bir ibare eklenmek suretiyle, önemli nitelikteki işlemlerin tespitinde esas alınacak genel bir ölçüt konularak Kanun seviyesinde bir tespate gidilmiştir. Kurul, önemli nitelikteki işlemleri tespit etme ve uygulanacak usul ve esaslar hususunda yetkiye sahip kılınmıştır. SPK’ya tanınan bahse konu yetki, hukuki güvenliği zedelediği düşüncesiyle doktrinde eleştirilmektedir. Bkz. ÖLEKLİ, s. 233; SEMERCİ VURALOĞLU, Tuba: “Halka Açık Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri ve Ayrılma Hakkına İlişkin Yeni Düzenlemelerin Değerlendirilmesi”, Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 16(197), 2021, 281-318 (Anılış: Halka Açık Ortaklıklar), s. 284; ADIGÜZEL, Halka Açık Ortaklıklar, s. 20.

³⁸ BEKTAŞ, s. 776; VURALOĞLU, Ayrılma Hakkı, s. 262; ADIGÜZEL, Halka Açık Ortaklıklar, s. 11.

³⁹ Gerek TTK m. 141, gerekse SerPK m. 24 hükmünde hedeflenen, ayrılan ortağa payının ekonomik değeri düzeyinde karşılık sağlamak olsa dahi, TTK m. 141 hükmü gerçek değer esasından hareket etmekte; SerPK m. 24 hükmü ise SPK düzenlemeleri uyarınca çerçevesi daha net çizilmiş ve hesaplama bakımından daha teknik nitelik arz eden bir yöntem tercih etmektedir. Bkz. PARLAK, Furkan: Sermaye Piyasası Kanunu’na Göre Pay Sahiplerinin Ayrılma Hakkı, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2026, s. 48-49.

doğuran hallerden bir diğeri ise, anonim ortaklığın imtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değıştirmesidir. Bu işlemlerin önemli nitelikte olduğunun kabulü ile ayrılma hakkının tanındığı haller kapsamında alınması ile, imtiyazların artırılması suretiyle ortaklık içerisindeki mevcut dengenin birtakım paysahipleri aleyhine bozulması halinde ortaklık ile ilişkilerini kesebilmelerine imkan tanınmıştır⁴⁰.

5. Kurul Tarafından Belirlenen Önemli Nitelikteki İşlemler

SerPK m.23/1’de sayılmamakla birlikte, önemlilik ölçüsü de dahil olmak üzere önemli nitelikteki işlemlerde kararların alınabilmesi için uyulması zorunlu usul ve esasları, HAAO’ların niteliğine göre belirleme yetkisi SPK’ya verilmiştir. Verilen bu yetki kapsamında SPK tarafından Ayrılma Tebliği’nde yayımlanmıştır. Görüldüğü üzere SerPK’da sayılanlar dışında, önemli nitelikteki işlemleri belirleme yetkisi Kanun tarafından 23. maddede SPK’ya bırakılmıştır⁴¹.

SPK tarafından belirlenen önemli nitelikteki işlemlerin ağırlıklı kısmı Ayrılma Tebliği’nde olmasına karşın; bu işlemler Tebliğ kapsamında sayılanlarla sınırlı değildir. Tebliğ dahilinde doğrudan sayılan önemli nitelikteki işlemlerin dışında da SPK’nın diğer düzenlemelerinde belirlenen önemli nitelikteki işlemler (Tebliğ m.4/2) ile temel kriter (temel işlem) ölçütünde önemli nitelikte işlem (Tebliğ m.4/3) olarak değerlendirilebilecek işlemler bulunmaktadır⁴².

Önemli nitelikteki işlemler, Tebliğ’in 4. maddesinde yer alan düzenlemeye göre, birleşme, bölünme veya tür değıştirme süreçlerine taraf olunması, belirli önemlilik ölçütlerini karşılayan mal varlığı devirleri ile bu devri doğuran işlemlerin gerçekleştirilmesi, Kurumsal Yönetim Tebliği’nin 12. maddesine aykırı olmamak kaydıyla şirket varlıkları üzerinde üçüncü kişiler lehine sınırlı ayni hak tesis edilmesi ve şirket imtiyazlarının kapsamının değıştirilmesi veya yeni imtiyazların tanımlanması “önemli nitelikteki işlem” olarak kabul edilmekte olup, bahse konu işlemler kanunda sayılan unsurlarla da tam bir uyum arz etmektedir. 1/C bendine gelindiğinde, bu işlem çeşitlerinin Kanun’da düzenlenmediğini, sadece Ayrılma Tebliği’nde sayıldığını görmekteyiz. “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 Resmi Gazete’de yayımlanan Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1)’nin 12 nci maddesine aykırı olmamak kaydıyla üçüncü kişiler lehine sınırlı ayni hak tesis edilmesi” işlemleri bakımından Kurul, önemlilik ölçütlerinin sağlanmasını aramaktadır.

Ayrılma Tebliği m.4/1’in (c) bendi kapsamında sayılan mal varlığının devri, mal varlığı devri sonucunu doğuran işlemler ile mal varlığı üzerinde sınırlı ayni hak tesis edilmesi işlemlerinin önemli nitelikte işlem sayılabilmesi, önemlilik ölçütünün sağlanmasına bağlıdır. Bu ölçüt, Tebliğ m.6 çerçevesinde düzenlenmiş olup, “yönetim kurulu karar tarihi itibarıyla işlemin; işlem tutarının, işleme konu mal varlığının kayıtlı değerinin veya bu mal varlığından elde edilen gelirin, ortaklığın kamuya açıklanmış son finansal tablolarındaki ilgili büyüklüklerin en az %75’ine ulaşması halinde” işlemin önemli nitelikte olduğu kabul edilmektedir. Bu oranların sağlanmaması durumunda, söz konusu işlemler önemli nitelikte işlem sayılmamakta ve ayrılma hakkı doğmamaktadır.

Tebliğ’in 4. maddesinin 2.fıkrasında öngörülen düzenleme ile özellikle, farklı tebliğlerde yer alan önemli nitelikteki işlem tespitlerinin geçerliliğinin korunması amaçlanmıştır. Bu kapsamda, örneğin VII-128.1 sayılı Pay Tebliği m. 12/6 uyarınca halka açık ortaklıklar tarafından gerçekleştirilecek bedelli sermaye artırımlarında, artırımdan elde edilecek fonun, ortaklığın mevcut sermayesini aşması ve bu fonun, ilişkili taraflara olan ve ortaklığa nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan borçların kısmen veya tamamen ödenmesinde

40 MANAVGAT, s. 304.

41 BEKTAŞ, s. 770.

42 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 122.

kullanılması halinde, söz konusu sermaye artırımının SerPK m.23 anlamında önemli nitelikteki işlem teşkil edeceği hüküm altına alınmıştır. Kanaatimizce bu gibi düzenlemelerde önemlilik ölçütüne bakılmaması isabetli olmaktadır.

Tebliğ'in 4. maddesinin 3.fıkrasında öngörülen düzenlemeye göre 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 ortaklık yapısına ilişkin temel işlemler, Kurul tarafından önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilebilir. Bu kapsamda, anılan temel ölçütü karşılayan işlemler somut olayın özelliklerine göre önemli nitelikteki işlem olarak kabul edilebilecektir. Buna göre, Tebliğ'de veya SPK'nın sair düzenlemelerinde açıkça sayılmamış olsa dahi; ortaklığın temel faaliyetlerinde veya olağan ticari hayatında esaslı değişiklik meydana getiren, yatırımcıların yatırım kararlarını değiştirebilecek nitelikte olan ve ortaklığın yapısına ilişkin temel işlemler SPK tarafından önemli nitelikte işlem olarak değerlendirilebilir.

Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alma süreci, ortaklığın en üst karar organı olan genel kurulun onayına tabidir. TTK m. 408/2 uyarınca genel kurulun münhasır karar alanında bulunan konularda yetki devri mümkün değildir. Bu nedenle, önemli nitelikteki işlemlerin bir kısmı, niteliği gereği yalnızca genel kurul tarafından karara bağlanabilir. Ayrıca bu işlemler, ortaklığın yapısında meydana getirdikleri köklü değişiklik sebebiyle çoğu durumda ağırlaştırılmış toplantı ve karar nisaplarına tabi tutulmaktadır⁴³.

III. AYRILMA HAKKININ KULLANIMINA İLİŞKİN ŞARTLAR

Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul kararı bağlamında ayrılma hakkının kullanılması, mevzuatta öngörülen şartların gerçekleşmesine bağlanmıştır.

SerPK'nın 24. maddesi ile II-23.3 sayılı Tebliğ'in 11. ve devamı maddeleri, ayrılma hakkının kullanımını maddi ve şekli şartlara bağlamıştır. Buna göre ayrılma hakkının kullanılabilmesi için, pay sahibinin ilgili önemli nitelikteki işlemin oylandığı genel kurul toplantısı tarihi itibarıyla ortaklıkta pay sahibi olması, genel kurul toplantısına bizzat veya temsilcisi aracılığıyla katılması, gündem maddesine ilişkin oylamada olumsuz oy kullanması ve bu muhalefetini toplantı tutanağına geçirtmesi şarttır. Dolayısıyla ayrılma hakkı, bu şartların kümülatif olarak gerçekleşmesi durumunda doğmaktadır. Genel kurula katılmayan veya katılmasına rağmen olumlu ya da çekimser oy kullanan pay sahipleri bu haktan yararlanamamaktadır.

Ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin maddi şartlar, pay sahibi olunması ve önemli nitelikteki işleme genel kurulun onay kararı vermesi olmak üzere iki olumlu⁴⁴; yönetim kurulunun varsa önemli nitelikteki işlemde vazgeçme yetkisini kullanmaması, ayrılma hakkının doğmadığı hallerden olmamak, ayrılma hakkının kullandırılması yükümlülüğünden muaf olmamak olmak üzere üç olumsuz şarttan ibarettir. Şekli şartlar ise, genel kurul toplantısına katılmış olmak, olumsuz oy kullanmak ve bu muhalefetin toplantı tutanağına işletmek veya bu iki şartın yerine genel kurul kararına muhalif kalmış veya muhalefet şerhini toplantı tutanağına işletmiş olmak şeklinde sıralanabilir.

43 Genel kurul toplantısında önemli nitelikteki işlemlere ilişkin kararların alınabilmesi için özel nisaplar öngörülmüştür (SerPK m.29/6, Ayrılma Tebliği m.10). Bu düzenlemede toplantı nisabı aranmamış; karar nisabı ise genel kurul toplantısına katılan oy hakkını haiz payların 2/3'ünün kabul oyu olarak belirlenmiştir. Toplantı nisabı öngörülmediğinden, ne kadar pay sahibi katılmış olursa olsun kararın verilmesi sadece toplantıya katılan payların oy oranıyla ilişkilendirilmiştir.

44 ADIGÜZEL, Halka Açık Ortaklıklar, s. 32; KAYA, Barış: Halka Açık Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul 2017, s. 245; BEKTAŞ, s. 801-802; TARHAN, Damla Gül: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler Ve Sonuçları, İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Ankara 2017, s. 306; PASLI/ AKAY, s.57.

A. MADDİ ŞARTLAR

1. Pay Sahibi Olunması

HAAO'da pay sahibi, tek bir paya sahip olsa dahi ayrılma hakkını kullanabilmektedir. Zira ayrılma hakkının kullanımı, belli bir oranda paya sahip olmaya bağlanmamıştır. Kanun, belirli bir pay oranı şartı öngörmemiştir. Bir diğer deyişle, tek bir paya sahip olan pay sahibi dahi bu haktan yararlanabilir⁴⁵. Ayrılma hakkı, pay sahibinin şirketteki ortaklık bağını sona erdiren bir mekanizmadır. Bu sebeple evveleminde pay sahipliği sıfatı mevcut olmalıdır⁴⁶. Bununla birlikte pay sahibi, ayrılma hakkını yalnızca genel kurula katıldığı anda sahip olduğu paylar için kullanabilir. Genel kurul tarihinden sonra satın alınan paylar bu hakka dahil edilmez⁴⁷. Bu nedenle pay sahipliğinin hangi tarihte sabitlendiği, şirketin paylarının borsada işlem görüp görmediğine göre değişmektedir⁴⁸.

Payları borsada işlem gören ortaklıklarda, ayrılma hakkına sahip pay sahipleri, önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararının Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) açıklandığı tarih esas alınarak belirlenir. Eğer bu karardan önce işlemle ilgili bir kamu açıklaması yapılmışsa esas alınacak tarih o ilk açıklamadır. Ayrıca bu tür ortaklıklarda ayrılma hakkına konu edilebilecek pay miktarının tespitinde "son giren ilk çıkar" yöntemi uygulanır. Bir başka deyişle, KAP açıklamasından genel kurula kadar yapılan alım-satımlar incelenirken, en son alınan paylar önce satılmış kabul edilir. Bu teknikte pay sahiplerinin spekülative alım-satımlarla ayrılma hakkını genişletmeleri engellenir. Örneğin, pay sahibi KAP açıklamasından sonra satış yapmışsa, daha sonra bu payları geri almış olsa bile satılan kısım artık ayrılma hakkına dahil edilmez. Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK)⁴⁹, bu tarih itibarıyla sahipliği dikkate alarak ayrılma hakkına konu edilecek pay listesini oluşturur ve liste genel kuruldan bir önceki iş günü şirkete iletilir.⁵⁰

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda ise pay sahipliği, genel kurul toplantı tarihi esas alınarak belirlenir. Şirket kaydi sistem içinde değilse, tespit doğrudan TTK hükümleri uyarınca yönetim kurulu tarafından yapılır. Böylece ayrılma hakkının temel unsuru olan pay sahipliği sıfatı, şirketin türüne göre farklı kayıt sistemleri üzerinden belirlenmiş olmaktadır⁵¹.

2. Önemli Nitelikteki İşlemlere Genel Kurulun Onay Vermesi ve Genel Kurulun Vazgeçme Yetkisinin Kullanılmamış Olması

Ayrılma hakkının doğması için gerekli olan şartlardan biri, önemli nitelikteki işleme ilişkin yönetim kurulu kararının genel kurul tarafından onaylanmış olmasıdır. Ayrılma Tebliği m. 10/1 uyarınca, halka açık ortaklıkların önemli nitelikteki işlemlerinin, ilgili Tebliğ m. 8/1 çerçevesinde alınan yönetim kurulu karar

45 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 218.

46 Ayrılma Tebliği m. 9/3'e göre pay üzerindeki intifa hakkı sahipleri ayrılma hakkını kullanamazlar. İntifa hakkı kural olarak TTK md. 432/2 gereğince, sahibine oy kullanma hakkı vermektedir. Ancak, TMK m. 794'e göre intifa hakkı, sahibine hakkın konusu olan mal üzerinde kullanma ve yararlanma hakkı vermekte malı tüketme hakkı vermemektedir.

47 ÖLEKLİ, s. 239.

48 7222 sayılı Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun (RG. T. 20.02.2020, S. 31050) ile yapılan değişiklikten önceki düzenlemelerde, pay sahipliği sıfatının hangi an itibarıyla tespit edileceğine ilişkin açık bir düzenlemeye bulunmaktaydı.

49 MKK, SPK tarafından kaydedilmesine karar verilmiş sermaye piyasası araçları için saklama işlemlerini gerçekleştirir. Saklama fonksiyonunda en temel öge, menkul kıymetlerin ihraç edildiği, üye veya hak sahibi bazında hesaplarda tutulduğu, el değiştirdiği, bunlara ilişkin hakların tesis edildiği merkezi bir sistemin işletilmesidir. SerPK m. 13 hükmünde kaydi sermaye piyasası araçlarına ilişkin hakların, MKK tarafından izleneceği, kayıtların MKK tarafından oluşturulan elektronik ortamda bu kuruluşun üyelerince tutulacağı, kaydedilmesine karar verilen sermaye piyasası araçlarının SPK tarafından belirlenen esaslar çerçevesinde tesliminin zorunlu olduğu, kayden izlenen sermaye piyasası araçlarına ilişkin tedbir, haciz ve benzeri her türlü idari ve adli taleplerin münhasıran MKK üyeleri tarafından yerine getirileceği belirtilmiştir.

50 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 219; TARHAN, s. 318.

51 TARHAN, s. 320.

tarihi ile şayet mevcutsa işleme ilişkin SPK'yı da kapsar bicinde ilgili kurum ve kuruluşların izin yahut onay tarihinden sonraki tarihli olandan itibaren en geç üç aylık⁵² bir müddet dahilinde toplanacak genel kurulun onayına sunulması gerekmektedir.

Genel kurul kararları olumlu veya olumsuz mahiyette olabilir. Bununla birlikte ayrılma hakkı yalnızca olumlu kararın, bir başka deyişle işlemin kabulünün ardından doğar⁵³. Genel kurul işlemi reddettiği takdirde, ortada uygulanacak bir işlem kalmayacağından ayrılma hakkından söz edilemeyecektir. Ayrılma hakkı, sadece bu karara olumsuz oy veren ve muhalefetini tutanağa geçiren pay sahipleri için söz konusu olmaktadır. Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için kararın haklı bir sebebe dayanması, pay sahibinin ayrıca dürüstlük kuralına uygun davranması gibi ek koşullar aranmamaktadır⁵⁴.

Genel kurul bazı durumlarda yönetim kuruluna işlemden vazgeçme yetkisi verebilir⁵⁵. Ayrılma Tebliği m. 8/3 hükmünde isabetli şekilde düzenlendiği üzere, “Ortaklık yönetim kurulu, önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kurul toplantısına ilişkin gündemin ilanından 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 genel kurul kararı alınmış olmasına rağmen söz konusu işlemten vazgeçilmesi hususunun genel kurul onayına sunulmasını kararlaştırabilir. Bu durumda, önemli nitelikteki işlemin onayına ilişkin gündem maddesi ile birlikte bu işlemten vazgeçilmesine ilişkin şartların genel kurul gündeminde açıklanmış olması ve işlemin onayına ilişkin gündem maddesinden sonra ayrı bir gündem maddesi ile işlemten vazgeçilebileceğinin belirtilmesi zorunludur.” Bu yetkinin doğabilmesi, genel kurulda ayrı bir gündem maddesiyle açıkça oylanıp kabul edilirse mümkündür. Bir diğer deyişle, genel kurul tarafından bu gündem maddesinin de kabulü gereklidir. Yönetim kurulu bu yetkiyi kullanarak önemli nitelikteki işlemi terk ederse ayrılma hakkını doğuran olgu bu şekilde ortadan kalkar. Dolayısıyla ayrılma hakkının doğması için yönetim kurulunun bu yetkiyi kullanmamış olması şarttır. Ayrılma Tebliği m. 8/3'te isabetli şekilde, “vazgeçmeye ilişkin gündem maddesi oylanırken, bu Tebliğin 10 uncu maddesinin üçüncü fıkrasında belirtilen esaslara uyulmaksızın toplantıya katılan tüm ortaklar ve vekiller oy kullanabileceği” düzenlenmek suretiyle, vazgeçmenin ortaklık menfaati ile ilişkili olduğu göz önünde bulundurularak, oydan yoksunluk tatbik edilmemiştir⁵⁶.

3. Ayrılma Hakkının Doğmadığı Hallerden Olmama

Ayrılma hakkının doğabilmesi, ayrıca işlemin Tebliğ'de sınırlı olarak belirtilen “ayrılma hakkının doğmadığı haller” kapsamında olmamasına bağlıdır⁵⁷. Tebliğ, ayrılma hakkının doğmadığı hallerde, hem karar alma organı hem de kamunun bilgilendirilmesi bakımından, ayrılma hakkının tanındığı işlemlerden ayrılan bazı usuli farklılıklar öngörmüştür (Ayrılma Tebliği m.15/2, 3, 4). Bu farklılıklar, genel kurul kararına gerek olmaması ve yönetim kurulu kararının kamuya açıklanması zorunluluğu şeklinde iki ayrı eksenle ifade edilebilir⁵⁸.

52 Üç aylık süreye uyulmaması halinde açık bir yaptırım öngörülmemiş olmakla birlikte, aykırılık halinde SerPK m. 103 hükmü kapsamında idari para cezası gündeme gelebileceği gibi, Ayrılma Tebliği'ne aykırılık dolayısıyla TTK m. 445 hükmü dahilinde iptal davasının konusunu oluşturabileceği de belirtilmektedir. Detaylı bilgi için bkz. PARLAK, s. 100.

53 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 222.

54 BEKTAŞ, s. 802.

55 BEKTAŞ, s. 811. Önemli nitelikteki işlemlerden vazgeçilmesine dair ilk düzenleme olmakla birlikte Ayrılma Tebliği'nde bahse konu kuruma yer verilmesi suretiyle yürürlükten kaldırılan SPK'nın 24.05.2013 tarih ve 2013/17 no'lu bülteninde yayımlanan 24.05.2013 tarih ve 18/602 sayılı ilke kararı için bkz. <https://spk.gov.tr/spk-bultenleri> E. T. 03.05.2026.

56 MANAVGAT, s. 339.

57 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 223.

58 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 259.

a. Ayrılma Hakkının Doğmadığı Hallere Özgü Usul Hükümleri

Öncelikle, ayrılma hakkı doğurmayan önemli nitelikteki işlemlerde, sair düzenlemeler uyarınca açık bir genel kurul zorunluluğu bulunmadığı sürece, işlemin yalnızca yönetim kurulu kararı ile karara bağlanması yeterli sayılmış ve ayrıca genel kurul toplantısı yapılması aranmamıştır.⁵⁹ (Ayrılma Tebliği m.15/2). Bu hususa dair yönetim kurulu kararının içerik bakımından taşıdığı önem özellikle vurgulanmaktadır. Karar kapsamında hem işlemin ayrılma hakkı doğurmayan niteliğine, hem de hukuki ve ekonomik gerekçesine ayrıntılı şekilde yer verilmesi gerekir. Buna karşılık, sayılan önemli nitelikteki işlemler ayrılma hakkı doğurmasa dahi TTK uyarınca genel kurul onayına tabidir. Tam bölünme (TTK m.173), esas sözleşme değişikliği gerektiren işlemler (TTK m.408) ve birleşme (TTK m.151) bu hususa örnek teşkil etmektedir.

Usul rejiminin ikinci kısmını, yönetim kurulu kararının kamuya açıklanması zorunluluğu oluşturmaktadır (Ayrılma Tebliği m.15/3). Ayrılma hakkı doğurmayan önemli nitelikteki işlemler ile bu işlemlerin neden bu kapsama girdiğini açıklayan yönetim kurulu kararı, hukuki gerekçeleriyle birlikte kamuya açıklanmalıdır. Burada kamuya açıklanması gereken esasen, “ayrılma hakkının neden doğmadığını” ortaya koyan gerekçeli yönetim kurulu kararıdır.⁶⁰

b. Ayrılma Hakkının Doğmadığı Önemli Nitelikteki İşlem Çeşitleri

Ayrılma hakkının doğmadığı önemli nitelikteki işlem türleri, SPK’nın yetkisi dahilinde olan işlemler olup, Ayrılma Tebliği m.15/1’deki sıraya uygun biçimde ele alınmaktadır. Her bir işlemin bu kapsama girip girmediği hususu, somut olayın özellikleri dikkate alınmak suretiyle, hem HAAO yönetim kurulu hem de SPK tarafından tayin edilmektedir⁶¹.

İlk olarak, mevzuat uyarınca yapılması zorunlu işlemler ayrılma hakkı doğurmamaktadır (Ayrılma Tebliği m.15/1-a)⁶². HAAO’nun bir işlemi Rekabet Kurumu, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), SPK veya başka bir idari otoritenin kararı nedeniyle gerçekleştirmek zorunda kalması halinde, bu işlem iradi bir işlem olmayıp zorunlu olduğu için ayrılma hakkı tanınmamaktadır. Zira böyle bir durumda çoğunluk-azınlık çatışmasından söz edilememekte ve ayrılma hakkı maliyetinin ortaklığa yüklenmesi menfaat dengesine uygun düşmemektedir⁶³.

İkinci husus, yönetim kontrolünün⁶⁴ bir kamu kuruluşunda bulunduğu ortaklıkça yapılan işlemler de ayrılma hakkı doğurmamaktadır (SerPK m.15/1-b). Doktrinde bahse konu düzenleme, kamu kurumlarına ikincil düzenlemeyle istisna tanınması nedeniyle eleştirilse de⁶⁵, altında yatan temel gerekçe ayrılma hakkı maliyetinin kamuya yansıtılacak oluşudur. Bu yüzden kamu kontrolündeki ortaklıklar bakımından ayrılma hakkı öngörülmemiştir.

Bir diğer husus, yatırım ortaklıklarının⁶⁶ niteliklerinin değiştirilmesi veya yitirilmesi ile bu kapsamda

59 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 260.

60 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 160.

61 Ayrılma Tebliği’nde, mülga Ayrılma Tebliği’ndeki ayrılma hakkının doğmadığı hallere ilişkin ilaveler yapılmış ve bazılarının içeriğinde değişikliğe gidilmiştir.

62 MANAGVAT, Çağlar: Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar Ve Halka Arz, Ankara, 2016, s. 329; SEMERCİ VURALOĞLU, s. 306.

63 SEMERCİ VURALOĞLU, Ayrılma Hakkı, s. 306.

64 Yönetim kontrolü: Ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunmasını, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunmasını ifade etmektedir (Ayrılma Tebliği m.3/1-n).

65 MANAGVAT, s. 330.

66 SerPK m. 48/1 uyarınca yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, girişim sermayesi yatırımları ile SPK tarafından belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla, paylarını ihraç etmek üzere kurulan sabit veya

yapılan imtiyaz değişiklikleri de ayrılma hakkı dışındadır (SerPK m.15/1-c). Bu işlemler SPK'nın iznine bağlıdır. Kurul dilerse pay alım teklifi zorunluluğu getirebilir. Dolayısıyla koruma başka araçlarla sağlandığından ayrıca ayrılma hakkı tanınmasına gerek görülmemiştir.

Bir başka hal, kolaylaştırılmış birleşme ve bölünme ile oranların korunduğu tam bölünmede ayrılma hakkı doğmamasıdır (SerPK m.15/1-ç). Bu işlemlerde oy oranları korunmakta veya zaten %95'in üzerinde hakimiyet bulunduğu azınlık aleyhine menfaat dengesinin bozulması durumu ortaya çıkmamaktadır.⁶⁷

Cebri icra veya kamu alacağı tahsiline yönelik işlemler de ayrılma hakkı doğurmamaktadır (SerPK m.15/1-d). Bu işlemler ortaklığın iradesine değil; zorunlu takip mekanizmasına dayanmaktadır. Bu nedenle ayrılma hakkı kavramı ile bağdaşmamaktadır⁶⁸.

Bir diğer husus, tasfiye kapsamında yapılan işlemlerdir. Bahse konu işlemler de ayrılma hakkı dışında tutulmuştur (SerPK m.15/1-e). Tasfiye süreci pay sahipleri arasında farklılaştırıcı değil; malvarlığının paraya çevrilmesi ve borçların ödenmesine yönelik objektif bir süreçtir⁶⁹.

Belirli satış, devir ve aynı hak tesisi işlemleri ayrılma hakkı doğurmamaktadır (SerPK m.15/1-f). Sat-kirala-geri al işlemleri, finansal kuruluşlara geri alım hakkıyla satışlar, varlığa/ipoteğe/projeyle dayalı menkul kıymet ihraçları ve teminat yönetim sözleşmeleri çerçevesindeki devirler, esasen finansman sağlama niteliğinde olup, ortaklığın malvarlığında yapısal bir kayba yol açmaz⁷⁰.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) ve Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları'nın (GSYO) portföylerinde belirli amaçlarla aynı hak tesis edilmesi de ayrılma hakkı dışında bırakılmıştır (SerPK m.15/1-g, ğ). Zira bu ortaklıklar portföy işletmeciliği mantığıyla faaliyet gösterir ve belirli teminat işlemleri iş modelinin doğal bir parçasıdır⁷¹.

Finansal zorluk içindeki ortaklıkların TTK m.139 kapsamında daha güçlü bir ortaklıkla birleşmesi de ayrılma hakkı doğurmayan haller arasındadır (SerPK m.15/1-h). Zor durumdaki şirketin kurtarılması amacıyla yapılan bu birleşmede ayrılma hakkının tanınması, hem kurtarma amacını boşa çıkarır hem de ek likidite yükü yaratır⁷².

Ortaklığın mali yapısını güçlendirmek amacıyla, ilişkili olmayan kişilere yapılan malvarlığı devirlerinde ayrılma hakkı doğmamaktadır (SerPK m.15/1-i). Bahse konu halde, devirden elde edilen fonun en az %90'ının otuz gün içinde nakdi banka kredileri ve borçlanma araçlarından doğan muaccel borçların ödenmesinde kullanılması gerekmektedir. Böylece hem likidite korunmakta, hem de işlemin ilişkili taraflar üzerinden kötüye kullanılmasının önüne geçilmektedir⁷³.

Ortaklığın sermayesinin en az %90'ına sahip olduğu bağlı ortaklıklarla yaptığı bazı işlemler ve bağlı ortaklık paylarının halka arz yoluyla satılması da ayrılma hakkı kapsamında değildir (m.15/1-i, j). Bu işlemler konsolide yapıda esaslı bir değişiklik yaratmadığı için malvarlığında gerçek bir azalma sayılmayacaktır. Bununla birlikte halka arz dışı satışlarda ve önemlilik ölçütü karşılanıyorsa ayrılma hakkı gündeme gelebilir. İşlemlerin parçalara bölünerek yapılması halinde ise Ayrılma Tebliği m. 6/7 uyarınca bunlar tek işlem kabul

değişken sermayeli anonim ortaklıklar olarak tanımlanmıştır. Bkz. ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 264.

67 SEMERCİ VURALOĞLU, Ayrılma Hakkı, s. 308.

68 SEMERCİ VURALOĞLU, Ayrılma Hakkı, s. 309; ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 265.

69 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 265- 266.

70 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 277; SEMERCİ VURALOĞLU, s.310.

71 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 268; SEMERCİ VURALOĞLU, s.310.

72 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 269-270.

73 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 273.

edilir⁷⁴.

Görülmektedir ki; ayrılma hakkının doğmadığı hallerle ilişkin düzenlemeler; hukuken zorunlu işlemleri, finansal istikrarı sağlamaya yönelik adımları ve grup içi yapısal düzenlemeleri kapsamamaktadır. Böylelikle, hem ayrılma hakkının olağanüstü niteliği korunmakta hem de bu hakkın şirketin faaliyetlerini ve mali dengesini zedeleyecek biçimde genişlemesi önlenmektedir⁷⁵.

4. Ayrılma Hakkı Kullandırma Yükümlülüğünden Muaf Olmama

Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için, öncelikle şirketin ayrılma hakkı kullandırma yükümlülüğünden muaf olmaması gerekir⁷⁶. Zira SPK, belirli şartların varlığı halinde ortaklığa bu yükümlülüğünden muafiyet tanıyabilir. Bu şekilde bir karar verildiğinde şirketin ayrılma hakkını kullandırma zorunluluğu ortadan kalkar. Dolayısıyla muafiyet tanınan bir durumda teknik anlamda ayrılma hakkının mevcudiyetinden söz edilemez. Bu nedenle, ortaklığın muafiyet talebi varsa, yönetim kurulunun önemli nitelikteki işleme ilişkin kararında bu talebin dayanağını ve gerekçesini açıkça göstermesi zorunludur.

SerPK m. 24/3 hükmü uyarınca, “Ayrılma hakkının doğmadığı haller 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.” Bahse konu hüküm çerçevesinde SPK’ya verilen yetki, ayrılma hakkının doğduğu hallerde dahi, somut olayın koşullarına göre ortaklığın bu hakkı kullandırma yükümlülüğünden muaf tutulabilmesini mümkün kılar. Bu yaklaşım, ayrılma hakkının koruma işlevini zayıflatmadan, şirketin faaliyetlerini ve finansal dengesini gereksiz maliyet baskısından uzak tutmayı amaçlamaktadır⁷⁷. Mevzuat sistemi de bu doğrultuda genişletilmiş; mülga Ayrılma Tebliği döneminde yalnızca ayrılma hakkının doğmadığı haller düzenlenmişken, Tebliğde ayrıca “muafiyet tanınabilecek haller” (m.16) ayrı bir kurum olarak ele alınmıştır. Böylece bazı işlem türleri, artık doğrudan istisna sayılmamakta; SPK’nın değerlendirmesine bırakılarak esnek bir koruma mekanizması oluşturulmaktadır.

B. ŞEKLİ ŞARTLAR

1. Genel Kurul Toplantısına Katılmış Olmak

Pay sahibinin ayrılma hakkının kullanabilmesi için genel kurula bizzat veya temsilcisi vasıtasıyla katılmış olması açık bir şarttır. SerPK m. 24 hükmü uyarınca, önemli nitelikteki bir işleme ilişkin genel kurul toplantısına katılan, bu işleme olumsuz oy kullanarak muhalefeti tutanağa geçiren ve ilgili maddede belirtilen tarihler itibarıyla ortaklıkta pay sahibi olan ortaklar, paylarını ortaklığa satarak ayrılma hakkını kullanabilirler.

2. Olumsuz Oy Kullanılması ve Muhalefetin Toplantı Tutanağına İşlenmesi

SerPK m. 24 hükmünde “...işleme ilişkin gündem maddesine olumsuz oy veren ve bu muhalefeti tutanağa geçiren pay sahipleri...” ifadesine yer verilmek suretiyle, olumsuz oy vermek ve bu olumsuz oyu tutanağa

74 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s.276; PARLAK, s.93; SEMERCİ VURALOĞLU, s.318.

75 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s.275-278.

76 Mülga Ayrılma Tebliği’nde sadece “ayrılma hakkının doğmadığı haller” yer verilmiştir (Mülga Ayrılma Tebliği m.12). Ayrılma Tebliği’nde ise, “ayrılma hakkının doğmadığı haller” (m.15) ilaveten bir de “ayrılma hakkının kullandırılmasına yükümlülüğünden muafiyet halleri” (m.16) de öngörülmüştür. Mülga Ayrılma Tebliği’nde ayrılma hakkının doğmadığı hal olarak kabul edilen durumlardan (m.12) bazıları (imtiyazların kaldırılması/değiştirilmesi, gönüllü pay alım teklifinde bulunulması, birleşme amaçlı ortaklığın taraf olduğu birleşme işlemleri gibi); Ayrılma Tebliği’nde muafiyet tanınabilecek haller arasına alınmıştır. Yapılan bu değişikliğin sebebi, Mülga Ayrılma Tebliği’nde ayrılma hakkının kullandırılmasından muafiyete ilişkin hiçbir düzenleme yapılmamasına karşın; Ayrılma Tebliği’nde muafiyet hallerine ayrıca (m.16) yer verilmesidir.

77 İlgi Tebliğ’in 16. maddesinin birinci fıkrasının (c) bendindeki düzenleme, “Ortaklığın muaccel borçlarını ödeyememesi, nakit ve benzerleri ile alacaklarının borçlarını karşılayamaması veya faaliyetini geçici durdurması durumları da dahil olmak üzere finansal güçlükten kurtulmak amacıyla gerçekleştirdiği önemli nitelikteki işlemler” şeklindedir.

geçirtmek ifadelerinin birbirine sıkı şekilde bağlandığı görülmektedir. Ayrılma hakkının kullanılabilmesi için her ikisinin beraber gerçekleşmesi gerekmektedir. Olumsuz oy yerine çekimser oy kullanılırsa, ayrılma hakkı doğmayacaktır. Olumsuz oy verip bu muhalefet -zorlayıcı ve elde olmayan sebepler hariç- tutanağa geçirilmemişse, ayrılma hakkı yine söz konusu olmayacaktır⁷⁸ Olumsuz oy kullandıktan sonra bu hususun tutanağa işletilmesi, ayrılma hakkının kullanımı hususunda yeterli olup, niçin olumsuz oy kullanıldığına dair bir gerekçe gösterilmesine ihtiyaç yoktur⁷⁹.

Olumsuz oy kullanıldıktan sonra muhalefet geçme zorunluluğu doktrinde eleştirilmektedir. Doktrinde olumsuz oy kullanan pay sahibinin ayrıca muhalefet şerhi vermesi gerektiği yönündeki düzenleme eleştirilmekteyse de⁸⁰, bu eleştiriler kanaatimizce isabetli değildir. Ayrılma hakkı, şirket açısından kritik mali sonuçlar doğuran istisnai bir kurumdur. Bu nedenle hakkın kullanımı açık, kesin ve kayıt altına alınmış bir irade beyanına dayanmalıdır. Olumsuz oy tek başına yeterli açıklığı sağlamazken, muhalefet şerhi pay sahibinin işlemle bağdaşmayan iradesini tereddütsüz biçimde ortaya koymakta ve uyuşmazlıkları önlemekte olup, şerhin işlem güvenliği bakımından gerekli olduğu görüşüne katılmaktayız⁸¹.

Olumsuz oy ve çekimser oyların birlikte ayrılma hakkına vücut verdiği hususunda görüşler de yabancı literatürde mevcuttur⁸². Yabancı literatürdeki olumsuz oy ile çekimser oyun birlikte ayrılma hakkı doğuracağı yönündeki görüşün⁸³ de Türk hukuku açısından kabulü mümkün görünmemektedir. Zira çekimserlik açık bir muhalefet değil, irade açıklamama halidir. Bu yaklaşım hakkın sınırlarını aşırı genişleterek şirketin mali istikrarını tehlikeye atabilir. Dolayısıyla kanunun benimsediği sistem, şirket menfaatinin korunması bakımından yerindedir.

Bir diğer husus, HAAO'daki oydan yoksunluk durumunun ayrılma hakkı karşısındaki durumunun tespiti. Öncelikle, SerPK m. 29/6 hükmü uyarınca, önemli nitelikteki işlemlere TTK m. 436/1 hükmü dahilinde taraf olan pay sahiplerinin, bahse konu işlemlerin onaylanacağı genel kurul toplantılarında oy kullanamayacakları hükme bağlanmıştır. Oydan yoksunluğa ilişkin istisnalar, Ayrılma Tebliği m. 10/3 ve m. 10/4 kapsamında düzenlenmiştir. Ayrılma Tebliği m. 10/3 çerçevesinde, “önemli nitelikteki işleme TTK’nın 436 ncı maddesinin birinci fıkrasına göre taraf olan nihai kontrol eden pay sahibi statüsündeki gerçek kişiler veya bunların yönetim kontrolüne sahip olduğu şirketler, bu işlemin gerçek kişilerin kendileri için doğrudan kişisel nitelikte sonuç doğurması halinde, söz konusu önemli nitelikteki işlemin onaylanacağı genel kurul toplantılarında oy kullanamayacakları” düzenlenmiştir. Bir başka deyişle, Ayrılma Tebliği m. 4/1-a ve b bentleri kapsamında yer alan önemli işlemlerin kişisel nitelik barındırmayacağının kabulü ile bu işlemlerin onaylanacağı genel kurul toplantıları bakımından pay sahiplerinin oydan yoksun olmayacağı; bahse konu bentlerin kapsamı haricinde kalan önemli nitelikte işlemler bakımından Ayrılma Tebliği m. 10/3 hükmünün uygulama alanı bulacağı düzenlenmiştir. Bir diğer istisna ise, Ayrılma Tebliği m. 10/4 hükmünde önemli nitelikteki işlemde vazgeçmeye ilişkin gündem maddesi oylanırken, ilgili Tebliğ m. 10/3’te belirtilen esaslara uyulmaksızın toplantıya katılan tüm pay sahiplerinin oy kullanabilmesidir.

Sermaye piyasası mevzuatında Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği (III- 35/A.1) m.16’da “sermaye artırımını suretiyle çıkarılacak paylar oydan yoksun olabileceği” öngörülmüştür. Bir görüş⁸⁴, oydan yoksun pay

78 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s.225, dn. 881; SEMERCİ VURALOĞLU, s.105.

79 BEKTAŞ, s. 803.

80 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, dn. 885; ÖZDOĞAN, s. 24.

81 BEKTAŞ, s.883; SÖNMEZ, s.117.

82 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s.266, dn.885.

83 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s.266.

84 ADIGÜZEL, Ayrılma Hakkı, s. 34.

sahiplerinin de genel kurulda kararına karşı muhalefet şerhlerini tutanağa işletebileceklerini ve bu sebeple ayrılma hakkına sahip olabileceklerini ileri sürmektedir. Zira oydan yoksun pay sahibi olmak, genel kurula katılmamak, muhalefet etmemek ve bahse konu muhalefeti tutanağa işletmemek anlamına gelmemektedir. Diğer bir görüşe göre ise⁸⁵, bunun ortaklığa yaratacağı maliyet göz önüne alındığında, ayrılma hakkının yalnızca oy hakkına sahip olan paylarla sınırlı olması gerektiği yönündedir.⁸⁶ Kanaatimizce, önemli nitelikteki işlemlerin, oydan yoksun payları da etkilediği aşikardır⁸⁷. Bununla birlikte birinci görüşe katılmak, kanunun açık lafzı karşısında mümkün görünmemektedir. Genel kurulda olumsuz oy kullanmak ve bu muhalefeti şerh düşmek kümülatif ele alınan şartlardır. Bu nedenle oydan yoksun pay sahipleri işlemin sonuçlarından etkileniyor olsa dahi, ayrılma hakkının kullanılabilmesi için karar alma sürecine fiilen katılabilme ve iradesini açıkça ortaya koyabilme şart olduğundan, ayrılma hakkının bu paylara teşmil edilmesi kurumun yapısıyla bağdaşmamaktadır⁸⁸.

Külli halefiyet halinde ayrılma hakkı doğurmuş payları iktisap eden kişinin ayrılma hakkını kullanmasında sorun bulunmamakla birlikte; ayrılma hakkının doğması ile bu hakkın kullanılması arasındaki zaman zarfında yeni pay iktisap edilmesi durumunda, ayrılma hakkının yeni payları da kapsayıp kapsamayacağı ile ayrılma hakkı doğuran payların üçüncü bir kişiye devri halinde, bahse konu payları iktisap eden kişinin ayrılma hakkını kullanıp kullanamayacağı da değinilmesi gereken sorunlardır⁸⁹. Bu soruna yönelik görüş ve çözümler, ayrılma hakkının sadece bahse konu hakkın doğumuna sebebiyet veren genel kurul toplantısı tarihindeki paylar ile sınırlı biçimde kullanılabilmesi⁹⁰; hem genel kurul toplantısı sırasında var olan hem de toplantı ile ayrılma bildiriminin şirkete ulaştığı zamana değin iktisap edilen paylar açısından ayrılma hakkının kullanılabilmesi⁹¹; ayrılma hakkının şirkete karşı alacak hakkına dönüşmesi sonrasında pay sahibinin hakkını ileri sürebileceği⁹² şeklinde üç temel başlıkta toplanmaktadır⁹³. SerPK m. 24 hükmü kapsamında öngörülen değişiklik⁹⁴ ile hükmün birinci fıkrasında, Kurul'un, halka açık ortaklığın niteliğine göre, ayrılma hakkını, ayrılma hakkına konu önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihte sahip olunan paylar için kullanılabilmesine ilişkin esasları belirlemeye yetkili olduğu düzenlenmiştir. Bahsi geçen düzenleme çerçevesinde Kurul, ayrılma hakkının hangi tarihler itibarıyla iktisap edilen payları kapsadığı hususunu isabetli biçimde payların borsada işlem görüp görmemesine göre tasnif ederek Ayrılma Tebliği m. 11/2 ve m. 11/3 hükümlerinde düzenlemiştir. Tebliğ m. 11/2 uyarınca, önemli nitelikteki işlemin kamu ile paylaşılmasından sonra payı iktisap eden kişilerin

85 ÖZDOĞAN, s. 43; aynı yönde BEKTAŞ, s. 807.

86 KAYA, s. 230-231.

87 Amerikan hukukunda ayrılma hakkının kullandırılmasını yalnızca oy hakkı olan pay sahiplerine özgüleyen ve tüm pay sahiplerinin kullanmasına imkan tanıyan iki farklı görüş mevcuttur. Alman Hukukunda ise bizim mevzuatımızdan farklı olarak oydan yoksun imtiyazlı pay kavramı hüküm altına alınmış ve bunların oy hakkı hariç tüm pay sahipliği haklarına sahip olduğu düzenlenmiştir, bkz. SEMERCİ VURALOĞLU, s. 159-160.

88 Doktrinde tüm pay sahiplerinin ayrılma hakkını kullanabilmesi yönündeki görüş için bkz. SÖNMEZ, s.68; karşı yönde görüşler için bkz. BEKTAŞ, s.807.

89 ÇİZEL, Begüm: "Ayrılma Hakkının Kullanılabileceği Payların Belirlenmesi", Terazi Hukuk Dergisi, 18(203), 53-60, Temmuz 2023, s. 54.

90 Karacan'a göre, genel kurul toplantısı sonrasında yeni pay iktisap edilmesi durumunda, bahse konu paylar bakımında ayrılma hakkı doğmayacağı gibi, bu payların devri halinde devralan kişinin de ayrılma hakkını kullanılamayacaktır. Bkz. KARACAN, Ali İhsan: Sermaye Piyasası Hukuku Yazılar, C. I, İstanbul 2017, s. 296-297.

91 Akın'a göre, ayrılma hakkı paya bağlı bir hak olup, pay sahibi bahse konu hakkını kullanıncaya değin iktisap edeceği yeni paylar bakımından bu hakkın kullanılması ancak gerekli şartlar yerine getirildiği takdirde mümkündür. Bir diğer deyişle, genel kurulda olumsuz oy kullanmamış olan pay sahibi, şayet üzerinde ayrılma hakkı doğmuş olan payları devralır ise, bu paylar için ayrılma hakkını ileri sürebilmekteyken; ayrılma hakkı için öngörülen şartları sağlamış bir pay sahibi, yeni iktisap edeceği paylara ilişkin olarak, bu paylar üzerinde ayrılma hakkı doğduğu halde hakkı kullanabilecektir. Bkz. AKIN, İrfan: Şirketler Topluluğu Hukuku, Ankara 2014, s. 297.

92 Bu görüşe göre, ayrılmaya dair bildirimin ortaklığa ulaşmasını takiben, ayrılma hakkı alacak hakkına dönüşmekte ve bu suretle gerekli şartların yerine getirilmesinden bağımsız biçimde payları devralan kişiler ayrılma bedelini talep etme imkanına sahip olmaktadır. Bkz. SÖNMEZ, s. 209.

93 ÇİZEL, s. 55.

94 7222 sayılı Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun m. 26 ile SerPK m. 24 hükmünde değişiklik yapılmıştır.

bu hakkı kullanamayacağı öngörülmüştür. Bahse konu tebliğ hükmü ile şayet kamuya açıklanma tarihinden evvel bir şirket yetkilisi herhangi bir şekilde önemli nitelikteki işlemi kamuya açıklamış olması halinde fiili açıklama tarihi olarak bu tarih esas alınmaktadır⁹⁵ Tebliğ m. 11/3 hükmünde ise, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için ayrılma hakkına sahip olan pay sahiplerinin tespitinde önemli nitelikteki işlemin görüldüğü genel kurul toplantı tarihi esas alınacağı düzenlenmiştir. Mevzuat ve görüşler bu şekilde olmakla birlikte, bizim de katıldığımız ikinci görüş uyarınca, genel kurul toplantısı sırasında pay sahibi olan, genel kurula katılmak suretiyle önemli nitelikte işlemin gerçekleşmesine dair karara muhalif kalan, bahse konu karar alındığı takdirde ayrılma iradesini halihazırda sahip olduğu payları çerçevesinde ileri süren bir pay sahibinin, genel kurul tarihinden sonra yeni pay iktisap etmesi durumunda, bu paylar açısından da ayrılma hakkının kullanımı mümkün kabul edilmeli ve bu husus bir düzenleme çerçevesinde öngörülmelidir⁹⁶.

3. Genel Kurul Kararına Muhalif Kalmış ve Bu Muhalefeti Tutanağa İşletmiş Sayılma

Pay sahibi fiilen genel kurula katılmamak veya oy kullanmamakla birlikte belirli durumların varlığında genel kurula katılmış ve olumsuz oy kullanmış gibi ayrılma hakkından yararlanabilmektedir (SerPK m.24/2, Ayrılma Tebliği m.11/5).

SerPK m. 24/2 uyarınca, pay sahibinin m. 23 hükmünde belirtilen 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 hallerinde, genel kurul kararlarına muhalif kalma ve muhalefet şerhini tutanağa kaydettirme şartı aranmamaktadır. SerPK m. 24/5 hükmü gereğince ise, “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 hallerinde, genel kurul kararlarına muhalif kalma ve muhalefet şerhini tutanağa kaydettirme şartı aranmaksızın bu maddede belirtilen esaslar çerçevesinde ayrılma hakkı kullandırılır.”

Genel kurula katılmaksızın ayrılma hakkının kullanılabilmesine hâlel getirmeyecek üç istisnai halden biri varsa pay sahibinin ayrılma hakkının kullanımına ilişkin beyanını ortaklığa bildirmesi gerekmektedir⁹⁷. Kanunda sayılan hallerden en az birinin gerçekleşmesi yeterlidir. Anılan durumlardan birinin var olduğuna ilişkin iddianın ispatı, TMK m. 6 gereğince ayrılma hakkını kullanacak olan pay sahibine aittir⁹⁸. Bahse konu üç halden herhangi birinin varlığını ispatlayan kişi, genel kurul toplantısına katılmasa veya olumsuz oy kullanıp, muhalefeti tutanağa geçirtmese bile ayrılma hakkını kullanabilecektir⁹⁹. Bununla birlikte bahse konu hallerden çağrının usulüne göre yapılmaması veya gündemin gereği gibi ilan edilmemesi durumunda, pay sahibi yine de genel kurula katılabilmiş ve olumlu oy kullanmışsa ayrılma hakkını bu sebeplere dayanarak kullanması mümkün değildir¹⁰⁰.

Pay sahibinin, belirli şartlarda rızası dışında; “haksız bir biçimde” toplantıya katılması veya oy kullanması

95 ÇİZEL, s. 59.

96 ÇİZEL, s. 60.

97 BEKTAŞ, s. 813.

98 ADIGÜZEL, Ayrılma Hakkı, s. 34; KAYA, s. 255; BEKTAŞ, s. 807.

99 TTK m. 446/1 “Toplantıda hazır bulunsun veya bulunmasın, olumsuz oy kullanmış olsun ya da olmasın; çağrının usulüne göre yapılmadığını, gündemin gereği gibi ilan edilmediğini, genel kurula katılma yetkisi bulunmayan kişilerin veya temsilcilerinin toplantıya katılıp oy kullandıklarını, genel kurula katılmasına ve oy kullanmasına haksız olarak izin verilmediğini ve yukarıda sayılan aykırılıkların genel kurul kararının alınmasında etkili olduğunu ileri süren pay sahipleri... iptal davası açabilir”. SerPK’da sayılan sebepler, TTK’deki iptal sebepleriyle büyük ölçüde örtüşmektedir.

100 BEKTAŞ, s. 808’de, belirtilen şartlarda dahi pay sahibinin TTK m.446’nın lafzından iptal davası açabileceğini belirtmiştir; ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 232.

engellenirse, bu hal ayrılma hakkının kullanımına engel teşkil etmemektedir. Bu şart bakımından aranan husus, pay sahibinin ayrılma iradesinin haksız şekilde engellenmesidir. Haksız hareket pay sahibinin genel kurula katılmasını yahut oy kullanmasını önlemeyecek mahiyette olmalıdır¹⁰¹.

Çağrı usulündeki ağır hukuka aykırılıklar, pay sahibinin ayrılma hakkını kullanmasını engellemeyecektir. SerPK m. 29 hükmünde, genel kurul toplantısı çağrı usulü detaylı bir biçimde düzenlenmiştir. Çağrıda bulunması gereken içeriğe yer verilmesi ile öngörülen şekil ve sürelerle uyulması şarttır.

Genel kurula çağrının usule uygun yapılması yanında, toplantı gündemi de gereği gibi ilan edilmelidir. Önemli nitelikteki işlemin görüşüleceği genel kurul gündeminin ilanında, asgari nelere yer verileceği Ayrılma Tebliği m. 9'da belirtilmiştir. Gündem gereği gibi ilan edilmediği takdirde, pay sahiplerinin hangi hususa istinaden ayrılma hakkını kullanacakları bilgisine erişme imkanları bulunmamaktadır. Ayrılma Tebliği m. 11/5 hükmü gereğince, şayet gündem gereği gibi ilan edilmez ise pay sahibinin ilgili Tebliğ m. 11/1 uyarınca genel kurul kararına muhalif kalma ve muhalefet şerhini tutanağa işletme şartları yerine getirilmese dahi ayrılma hakkının olduğu kabul edilecektir.

Sonuç olarak, kanunda sayılan üç istisnai halden birinin varlığı ispatlandığında, pay sahibinin genel kurula katılmamış veya olumsuz oy kullanıp muhalefeti tutanağa geçirmemiş olması ayrılma hakkını kullanmasına engel teşkil etmemektedir. Bahse konu düzenleme, pay sahibinin ayrılma iradesinin haksız biçimde engellenmesini önlemektedir. Bununla birlikte, genel kurula katılıp olumlu oy veren pay sahibi, çağrı veya gündem eksikliklerine dayanmak suretiyle ayrılma hakkından yararlanamaz. Bu çerçevede sistem hem pay sahibinin bilgi ve katılım haklarını korumakta; hem de ayrılma hakkının kötüye kullanılmasını engellemektedir¹⁰².

IV. PAYLARIN SATIMI SÜRECİ

II-23.3 sayılı Ayrılma Tebliği m. 7 uyarınca, ayrılma hakkının doğumuna sebep olacak önemli nitelikteki işleme ilişkin olarak halka açık anonim ortaklığın yönetim kurulunca bir karar alınması ve bu kararda işleme ilgili ayrıntılı açıklamalara yer verilmesi zorunludur. Bahse konu düzenleme uyarınca; “Önemli nitelikteki işlemin gerçekleştirilebilmesi için işlemin esaslarının belirlendiği bir yönetim kurulu kararı alınması ve bu işlemin genel kurulca onaylanması zorunludur. Önemli nitelikteki işlemin gerçekleştirilebilmesi için yönetim kuruluna ön izin mahiyetinde genel yetki veren bir genel kurul kararı alınması, birinci fıkrada belirtilen genel kurul onayı zorunluluğunu ortadan kaldırmaz.”

Yönetim kurulu kararı, ayrılma hakkının doğumu bakımından kurucu nitelikte olmamakla birlikte, pay sahiplerinin işlem hakkında yeterli ve zamanında bilgilendirilmesini sağlayan bir hazırlık aşamasıdır¹⁰³. Bu çerçevede kararda, ayrılma hakkının kullanım fiyatının hangi esaslara göre belirlendiği, bu fiyatın dayanağını oluşturan değerlendirme raporlarının özeti veya sonuçları, ayrılma hakkının hangi genel kurul kararının onaylanmasıyla doğacağı ve hakkın kullanılmasına ilişkin usule dair açıklamalar ayrıntılı şekilde gösterilir. Nitekim Ayrılma Tebliği m. 8 uyarınca, “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 değerlendirme veya benzeri raporların özeti veya sonucuna, f) Ayrılma hakkının kullandırılması yükümlülüğünden Kurula muafiyet başvurusunda bulunulacaksa bu başvurunun dayandığı hükme ilişkin bilgiye yer verilir.”

101 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 233.

102 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s.231-232; PASLI/ AKAY, s.66-67.

103 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 234.

Genel kurul tarafından önemli nitelikteki işleme onay verilmesinin ardından, ayrılma hakkının kullanılması ve payların satım sürecine ilişkin birbirini takip eden bir dizi işlem devreye girmektedir. Ayrılma hakkını kullanan pay sahibi, sahip olduğu payları ortaklığa devretmekle yükümlüyken; payları devralacak diğer yatırımcılar da adil bedeli ödeme borcu altına girer¹⁰⁴. Bu bağlamda ayrılma hakkının kullanılması, pay sahibinin tek taraflı irade beyanıyla ortaklıktan çıkma yönünde yenilik doğuran bir hakka dayanır. Bahse konu beyanın ortaklığa ulaşmasıyla birlikte satım süreci kendiliğinden işlemeye başlar. Ortaya çıkan hukuki ilişki, pay sahibinin payı devretme, ortaklığın ise bedeli ödeme borcu şeklinde iki yönlü bir ifa yükümlülüğü doğurur¹⁰⁵.

Ayrılma hakkının nihai ve en belirleyici aşaması, payların ortaklık tarafından adil bedel üzerinden satın alınmasıdır. Bu aşama, hem pay sahibinin yatırım kararından doğan menfaatlerini koruyan hem de ortaklığın işlem kabiliyeti, finansal sürdürülebilirliği ve piyasa güvenilirliği bakımından kritik bir işlev gören bir hukuki süreçtir¹⁰⁶.

A. SATIMIN ARACI KURUM ÜZERİNDEN YAPILMASI

Kural olarak ayrılma hakkı, aracı kurum vasıtasıyla kullanılır¹⁰⁷. Ayrılma hakkının kullanım usulünü düzenleyen Ayrılma Tebliği m. 12 hükmü, ayrılma hakkının isabetli biçimde aracı kurum vasıtası ile kullanılabileceğini düzenlemiştir. İlgili Tebliğ hükmü uyarınca, “Ayrılma hakkının aracı kurum vasıtasıyla kullanılması zorunludur. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıkların aracı kurum kullanma zorunluluğuna talep üzerine Kurulca muafiyet verilebilir.”¹⁰⁸

Payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklarda, hak sahipleri paylarını doğrudan alıcıya değil, HAAO’nun belirlediği yatırım kuruluşu aracılığıyla satar¹⁰⁹. Aracı kurum, hem teknik altyapısı hem de sermaye piyasası otoritesi nezdindeki yetkilendirilmiş statüsü sayesinde işlemlerin güvenli ve hızlı şekilde yürütülmesini sağlayarak, HAAO’nun yükünün azaltılması ve pay sahiplerinin korunmasına hizmet eder¹¹⁰.

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklarda da kural olarak aracı kurum kullanılması öngörülmüştür. Bununla birlikte Tebliğ dahilinde bu ortaklıklar bakımından SPK’ya muafiyet tanıma yetkisi verilerek esneklik sağlamıştır. Kurulun muafiyet verdiği hallerde, hak sahipleri ayrılma hakkını doğrudan ortaklığa karşı kullanabilirler.

Önemli nitelikteki işleme ilişkin genel kurulda olumsuz oyun bulunmaması ve toplantıya katılan tüm pay sahiplerinin oy birliğiyle karar alması halinde, ayrılma hakkının istisnai olarak gündeme geldiği genel kurula katılamayan ve Tebliğ’de sayılan özel durumlar dışlandığında, satım prosedürünün işletilmesine gerek bulunmadığı kabul edilmektedir¹¹¹. Zira böyle bir tabloda hem fiilen ayrılmak isteyen bir pay sahibi bulunmamakta, hem de sürece devam etmek ortaklık bakımından gereksiz maliyet ve iş yükü yaratmaktadır.

Ayrılma Tebliği 12/4 uyarınca, “Ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahipleri, bu hakka sahip olan

104 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 234.

105 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s.233-234.

106 SEMERCİ VURALOĞLU, s.330-331; TARHAN, s.316.

107 ADIGÜZEL, Ayrılma Hakkı, s. 38.

108 Aracı kurumun tayini halka açık ortaklık tarafından gerçekleştirilmektedir. Aracı kurum seçilmemesi ihtimalinde, bu durumun ayrılma hakkının kullanımına dair bir engel oluşturmadığı; bu halde ortaklığın muhatap kabul edilmesi gerektiğine dair bkz. MANAVGAT, s. 341.

109 Aracı kurum: SerPK m.37/1’deki yatırım hizmet ve faaliyetlerinden (a), (b), (c), (e) ve (f) bentlerinde yer alanları münhasıran olmak üzere SPK tarafından yetkilendirilen yatırım kuruluşunu ifade eder (SerPK m.3/1-a).; ADIGÜZEL, Halka Açık Ortaklıklar, s. 283.

110 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 235.

111 SEMERCİ VURALOĞLU, Ayrılma Hakkı, s. 359.

ve borsada işlem sırası bulunan paylarının tamamı için bu hakkı kullanmak zorundadır.” Tebliğ, ayrılma hakkının kısmi kullanımı imkanını açıkça dışlayarak, hakka sahip olan ve borsada işlem sırası bulunan payların tamamı için hakkın kullanılması zorunluluğunu düzenlemiştir. Bu yaklaşımın dayanağı, ayrılma hakkının pay sahibi ile ortaklık arasındaki ilişkinin tamamen sona ermesini hedeflemesidir. Pay sahibinin paylarının bir kısmı için ayrılma hakkını kullanıp diğer kısmı için ortaklıkta kalmaya devam etmesi, hakka yüklenen “exit” işleviyle bağdaşmamaktadır. Öğretide bu zorunlu “tam kullanım” kuralı eleştirilmiş; yatırımcı lehine daha esnek, kısmi çıkışa izin veren bir modelin hem pay sahibinin ihtiyaçlarına hem de ortaklığın maliyetine daha uygun olacağı savunulmuştur¹¹². Kanaatimizce tebliğ hükmü yerindedir. Zira pay sahibinin ayrılma hakkını kullanım yönünde kararsızlık yaşaması şirket iç işleyişi bakımından doğru görünmemektedir.

B. SATIM SÖZLEŞMESİNDE TARAFLAR VE PAYLARIN KİMİN TARAFINDAN SATIN ALINACAĞI MESELESİ

Satım sözleşmesinde satıcı taraf, ayrılma hakkının kullanım şartlarını yerine getiren pay sahibidir. Ayrılma hakkını kullanan pay sahibi, esasen portföyündeki payı nakde dönüştürmektedir. Malvarlığında miktar olarak bir azalma değil; nitelik değişimi ortaya çıkmaktadır. Alıcı taraf ise kural olarak HAAO’dur¹¹³. Bununla birlikte Tebliğ, payları borsada işlem gören ortaklıklarda, ayrılma hakkına konu payların önce diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilebilmesine imkan tanımıştır. Ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesi ve işleyiş süreci m. 13 hükmü kapsamında “Payları borsada işlem gören ortaklıklarda ayrılma hakkına konu payların ortaklık tarafından satın alınmasından önce ayrılma hakkı kullanım fiyatı üzerinden diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesine ilişkin yönetim kurulu kararı alınabilir” şeklinde düzenlenmiştir.

Tebliğ m. 11/7 uyarınca, “kar payı imtiyazı yaratılması gibi önemli nitelikteki işlemde belirli kişi veya kişilerin doğrudan yarar sağlaması halinde ise, ayrılma hakkı bedelinin ortaklık yerine bu kişiler tarafından ödenebileceği” düzenlenmiştir. Önemli nitelikteki işlemde doğrudan yarar sağlayan kişilerin ayrılma hakkı bedelini ödeme yükümlülüğü getiren hüküm, teorik olarak “menfaat ile maliyetin örtüştürülmesi” amacına hizmet etmektedir. Buna göre örneğin belirli paylara kar payı veya oy hakkı imtiyazı tanınması suretiyle doğrudan menfaat elde edecek kişiler, ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerine ödenecek bedeli üstlenerek işlemde kaynaklanan mali yükü paylaşacaklardır. Bununla birlikte söz konusu hükmün uygulamada ciddi belirsizlikler içerdiği görülmektedir: Doğrudan yarar sağlayanların kim tarafından, hangi kriterlerle ve hangi aşamada tespit edileceği; pay alım sürecinin hangi usule tabi olacağı; ayrılma hakkı bedelini ödememeleri halinde hangi yaptırımla karşılaşacakları Tebliğ’de açık değildir. Doktrinde bu sebeple, m.11/7 hükmüne ilişkin ikincil düzenlemelerin bir an önce netleştirilmesi gerektiği, aksi halde hükmün teorik olarak mevcut olmakla birlikte fiilen atıl kalacağı ifade edilmektedir¹¹⁴.

HAAO’nun ayrılma hakkı kapsamında kendi paylarını satın alması, teknik olarak ortaklığın kendi payını iktisabı anlamına gelmektedir. TTK m. 379 vd. hükümleri, ortaklığın kendi paylarını ivazlı iktisabına

112 Ayrılma hakkının sahip olunan payların tamamı için kullanılması zorunluluğu konusunda eleştiri için bkz. KAYA “...Her ne kadar SPKn m. 24/4 hükmü uyarınca hakkın kullanımına ilişkin düzenleme yapma yetkisi Kurul’un inisiyatifine bırakılmış ve bu yetkiye dayanarak Kurul halihazırda böyle bir düzenleme yapmış ise de, kanaatimizce Kurul’un belirleyici olup her zaman değiştirebileceği nitelikteki böyle bir ikincil mevzuat düzenlemesi mutlak emredici hüküm olarak değerlendirilmemelidir. Nitekim söz konusu düzenlemenin ne kadar isabetli olduğu tartışılabilir. Zira ayrılma hakkı ile en başta gözetilen yatırımcı konumundaki pay sahibinin çıkarlarının korunması olduğundan Anonim Ortaklıklar hukukuna egemen olan pay sahibinin payı üzerinde serbestçe tasarruf edebilmesi ilkesi de değerlendirildiğinde, pay sahibini hakkı kullanmayı tercih ettiği takdirde tümüyle ortaklıktan çıkmaya zorlamak adil bir düzenleme olmaz”; SÖNMEZ, 163.

113 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 237.

114 SEMERCİ VURALOĞLU, Halka Açık Ortaklıklar, s. 303.

sıkı sınırlamalar getirmekte; bunun gerekçesini sermayenin korunması ilkesi ve alacaklıların güvencesinin zayıflamaması olarak açıklamaktadır. Ayrılma hakkı bakımından ise, ortaklığın payları belirli oran sınırlarına tabi olmaksızın geri alması, ancak bu payların belirli süre içinde elden çıkarılması veya sermaye azaltımı yoluyla tasfiyesi gerektiği kabul edilmektedir. Doktrinde, ayrılma hakkı kapsamında zorunlu pay geri alımının, esas itibarıyla sermayenin iadesi niteliği taşıdığı ve bu nedenle hem pay sahipleri hem de alacaklılar bakımından dikkatli yönetilmesi gerektiği vurgulanmaktadır¹¹⁵.

Ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılar tarafından satın alınabilmesi, özellikle orta ve büyük ölçekli işlemlerde ortaklığın likiditesini koruyan tamamlayıcı bir mekanizmadır. Payların ortaklık yerine üçüncü kişilerce satın alınması halinde, sermaye yapısı zayıflamadan azınlık pay sahiplerinin ortaklıktan çıkışı sağlanır. Bu imkan sadece payları borsada işlem gören ortaklıklar için öngörülmüş; payları borsada işlem görmeyenlerde ayrılma hakkına konu payların tek alıcısı ortaklığın kendisi olmuştur¹¹⁶.

Yönetim kurulu, ayrılma hakkına konu payları diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerip önermeme konusunda takdir yetkisine sahiptir. Bu yetki kullanılırken ortaklığın finansal kapasitesi, krediye erişim imkanları ve hedeflenen pay sahipliği yapısı dikkate alınmalıdır¹¹⁷.

C. AYRILMA HAKKININ KULLANDIRILMASINDA SÜRELER VE ÖDEME

Ayrılma Tebliği, ayrılma hakkının kullandırılmasına ilişkin süreleri hem pay sahiplerinin karar verebilmesi hem de ortaklığın işleminden doğabilecek mali etkileri öngörebilmesi amacıyla sıkı bir takvime bağlamıştır. Tebliğ m. 12 uyarınca, “ayrılma hakkının kullandırılmasına, genel kurul tarihinden itibaren en geç altıncı iş günü içinde başlanmalı ve hak kullanım süresi başlangıç tarihinden itibaren on iş günü içinde tamamlanmalıdır.” Bu süreler içinde paylarını satmak istemeyen pay sahiplerinin ayrılma hakkı sona erer. Öğretide, altı iş günlük azami başlangıç süresinin ve on iş günlük kullanım süresinin, özellikle karmaşık işlemlerde pay sahipleri açısından kısa olabileceği, yatırım kararının değerlendirilmesi için daha uzun bir süre öngörülmesinin azınlık lehine olacağı savunulmaktadır¹¹⁸.

Ödeme bakımından, payları doğrudan HAAO tarafından satın alınan durumlarda ayrılma hakkı bedelinin, satışı takip eden iş gününde tam ve nakden ödenmesi zorunludur. Tebliğ m. 12/3 uyarınca, ayrılma hakkına konu payların satışı, ortaklık tarafından ayrılma hakkının kullanım sürecine ilişkin genel kurul bilgilendirme dokümanında ilan edilen esaslar çerçevesinde gerçekleştirilmektedir.

Ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahipleri veya yatırımcılara önerilmesi durumunda, Tebliğ m. 13/4 gereğince, satım taleplerinin hakkın kullandırılmaya başladığı tarihten on iş günü içinde aracı kuruma iletilmesi gerekmektedir. Gelen satım taleplerinin, alım talebinde bulunanlara oransal olarak veya kendi aralarındaki anlaşmaya göre dağıtılması, alım talebinde bulunulmayan diğer payların, HAAO tarafından satın alınması ve ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerine gerekli ödemelerin yapılması süreçleri ise onuncu iş gününü takip eden günde tamamlanır.

D. AYRILMA HAKKININ KULLANIM FİYATI

Ayrılma hakkının kullanım fiyatı, pay sahibinin hakkı kullanıp kullanmama yönündeki kararını belirleyen en temel unsurdur. Bu nedenle mevzuat, fiyatın adil bedeli yansıtmamasını amaçlar. Adil bedel, payın değerini sadece mevcut borsa fiyatına indirgemeyen, şirketin mali yapısı, karlılık durumu, büyüme potansiyeli ve genel piyasa koşulları gibi unsurları da dikkate alan bir ekonomik değerdir. Ancak Türk hukukundaki düzenleme,

115 SEMERCİ VURALOĞLU, Ayrılma Hakkı, s. 239.

116 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s.245; PULAŞLI, s.1860.

117 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s.244- s.245; SEMERCİ VURALOĞLU, Halka Açık Ortaklıklar, s. 302 vd.

118 KAYA, s. 249; BEKTAŞ, s. 813.

özellikle borsada işlem gören paylar bakımından, teknik anlamda “adil değer” hesaplamasından ziyade, manipülatif etkilerden arındırılmış ortalama borsa fiyatını esas alan pratik bir yöntem benimsemiştir¹¹⁹. Adil bedel belirlenirken salt pay sahiplerinin menfaatleri üzerinden hareket edilmeyip, halka açık anonim ortaklığın menfaatleri ile pay sahibinin menfaati birlikte değerlendirmeye tabii tutularak, 3.kişiler de dahil olmak üzere pay sahibi ve anonim ortaklık açısından adil olacak bedel gözetilmelidir¹²⁰.

Payların gerçek değerinin tespiti, çok sayıda değişkenin dikkate alındığı karmaşık değerlendirme teknikleri gerektirir¹²¹. Birleşme, bölünme veya zorunlu pay alım tekliflerinde kullanılan net aktif değer, indirgenmiş nakit akımları veya çarpan analizleri gibi yöntemler, tecrübe ve uzmanlık gerektirdiğinden, ayrılma hakkı bakımından her olayda bu yöntemlere başvurulması maliyetli ve pratik olmaktan uzak olmaktadır. Bu nedenle SPK, borsada işlem gören paylar için belirli dönemlerin düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatlarını esas alan, borsada işlem görmeyen paylar için ise lisanslı değerlendirme kuruluşları tarafından hazırlanacak raporlara dayanan ikili bir sistem kurmuştur¹²².

SerPK m. 24, hakkın kullanılması kapsamında adil bedelin hesaplanmasına ilişkin esasları belirleme yetkisini; HAAO’nun niteliğine göre, SPK’ya verilmiştir. SerPK m. 24/1 hükmü uyarınca, “Halka açık ortaklık bu payları pay sahibinin talebi üzerine, Kurulca belirlenecek esaslara göre adil bir bedel üzerinden satın almakla yükümlüdür.” SPK’ya verilen bu yetki, ayrılma hakkının kullanım fiyatının hesaplanmasında, adil bir bedele ulaşmaya imkan verecek biçim ve yöntemlerin belirlenmesi sorumluluğunu da doğurmuştur. SPK tarafından Ayrılma Tebliği m. 11 ve 14’de pay tutarlarının hesabında dikkate alınacak tarih ve payların hesaplama tekniği ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

Ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerine halka açık anonim ortaklık tarafından ödenecek satın alım bedelinin hukuki niteliğinin incelenmesi gerekmektedir. Ayrılma kavramı başlığı altında incelenen hususlardan TTK m. 141 birleşme sözleşmesinde ortaklara ödenen bedel kanun lafzında “ayrılma akçesi” olarak düzenlenmiştir. TTK m. 531 hükmünde düzenlenen fesih davasında ise, mahkeme anonim ortaklığın feshi yerine fesih isteyen ortağın ortaklıktan ayrılmasına karar vermesi halinde karar tarihine en yakın “payın gerçek değeri” kavramı esas alınır. Ele alınan her iki düzenlemede de kanun koyucunun kasıtlı olarak tazminat terminolojisine yer vermediği görülmektedir¹²³. Nitekim, tazminat terminolojisi tercih edilseydi dahi bunun teknik anlamda tazminat olup olmayacağı hususu doktrinde tartışmalı olup, SerPK’da düzenlenen ayrılma hakkının kullanım bedelinin de tazminat niteliğinde olmayacağı savunulmaktadır¹²⁴.

TTK m.141’de yer alan “ayrılma akçesi”, TTK m.531’de düzenlenen “payın gerçek değeri” ile SerPK m.24 ve Ayrılma Tebliği’nde kullanılan “adil bedel” ve “ayrılma hakkı kullanım fiyatı” kavramlarının hukuki nitelik bakımından birbirinden farklı olup olmadığı sorusu gündeme gelmektedir. Kanaatimizce, bu kavramlar arasında terminolojik ve hesaplama yöntemine ilişkin birtakım farklılıklar bulunmakla birlikte, hukuki mahiyet bakımından esaslı bir ayırmadan söz etmek mümkün değildir. Zira bu kavramların tamamı, pay sahipliği ilişkisinin kanundan veya yapısal bir işlemten kaynaklanan sona ermesi karşılığında, ayrılan pay

119 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 252- 253.

120 SÖNMEZ, s.123; SEMERCİ VURALOĞLU, s. 339-340.

121 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 252.

122 Değerlemede kullanılan bazı yöntemler şunlardır: öz kaynak (net aktif değer) yöntemi, borsa değeri yöntemi, piyasa değeri (rayiç değer) yöntemi, yeniden kurma yöntemi, pay senedinin fiyat/kazanç oranı yöntemi, defter değeri yöntemi, indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve indirgenmiş kar payı yöntemi olarak sayılmıştır.

123 PARLAK, s.119; Mehaz İsviçre hukukundaki yaklaşımın aksine Türk kanun koyucusunun bu terimleri bilinçli olarak tercih etmediği yönünde bkz. SEMERCİ VURALOĞLU, s. 336.

124 SEMERCİ VURALOĞLU, s. 399; karşı. TTK m. 141 anlamında ayrılma akçesinin ortaklık paylarının gerçek değerine denk gelen bir tazminat olduğu yönünde PULAŞLI, s. 77.

sahibine payının ekonomik değerini yansıtan bir karşı edim ödenmesini ifade etmektedir¹²⁵. Nitekim TTK m.141'deki ayrılma akçesi birleşme sözleşmesinden kaynaklanan çıkışın karşılığını; TTK m.531'deki payın gerçek değeri mahkeme tarafından belirlenecek objektif pay değerini; SerPK m.24'teki adil bedel ile Ayrılma Tebliği'nde kullanılan ayrılma hakkı kullanım fiyatı ise sermaye piyasasına özgü olarak borsa fiyatları veya değerlendirme raporları esas alınarak belirlenen pay değerini ifade etmektedir. Bu farklılıklar yalnızca bedelin belirlenme yöntemine ilişkindir; ödenecek tutarın hukuki niteliğini değiştirmemektedir.

Kanaatimizce, SerPK m. 24 kapsamında ödenen tutarın hukuki niteliği itibarıyla bir tazminat olmayıp, pay sahibinin ayrılma hakkını kullanmasının akabinde ortaklığın kanundan doğan satın alma borcunun karşılığını oluşturan pay devrinin bedeli niteliğinde olduğunu savunmak isabetli olacaktır. Zira, ayrılma hakkının kullanılabilmesi için herhangi bir hukuka aykırılığın veya zararın varlığı aranmadığı gibi zarara uğranıldığının ispat edilmesi de gerekmez.

Muhtelif TTK düzenlemeleri kapsamında ayrılma bedelinin adil biçimde tayini hükme bağlanmıştır. SerPK bakımından ise, HAO ile pay sahibi arasında doğması muhtemel uyuşmazlıklar hakkında takip edilecek hukuki mekanizmaya dair bir düzenlemeye yer verilmemiştir. Oysa ki, 09.03.2012 tarihinde SPK'nın internet sitesinde yer verilerek görüşlere açılan Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağı m. 24/5 hükmünde "Ayrılma hakkını talep eden pay sahibi, ortaklık tarafından belirlenen alım bedelinin düşük olduğunu ileri sürerek, ilgili genel kurul kararının tescil edildiği tarihten itibaren altmış gün içinde mahkemeden adil bedelin tespitini isteyebilir ve mahkeme bu isteği acele işlerden sayar" düzenlemesine yer verilmişti. Bir başka deyişle, mahkemeden adil bedelin tespitinin istenebilmesi hususi düzenlenmiş ve bahse konu hususun acele işlerden sayılacağı kabul edilmişti¹²⁶.

Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağı m. 24/6 hükmünde ise isabetli biçimde, "Mahkeme daha yüksek bir bedel tespit etmesi halinde, pay sahibine ödenen bedel ile tespit ettiği bu bedel arasındaki farkın pay sahibine ödenmesine karar verir. Mahkeme kararı, kesinleştiği andan itibaren, ayrılma hakkını talep etmiş olan bütün pay sahiplerine uygulanır" şeklinde düzenleme öngörülmüştü. Bununla birlikte bahse konu düzenlemeler taslak metinden çıkarılmıştır. Doktrinde de dile getirildiği gibi kanaatimizce de bu hususa dair özel mahiyetteki bahse konu düzenlemelerin muhafaza edilmesi gerekirdi.

Adli bedelin yargısal denetimine ilişkin özel bir mekanizmanın ihdas edilmesi durumunda, uyuşmazlığın sermaye piyasası ve anonim şirketler hukukunun teknik doğası göz önünde bulundurularak, ihtisaslaşmanın sağlanması adına Asliye Ticaret Mahkemelerinin görevli mahkeme olarak belirlenmesi isabetli olacaktır. SerPK m.24 ekseninde şekillenen pay sahibi ile halka açık anonim ortaklık arasındaki ilişkideki ticari niteliğinin varlığı tartışmasızdır. Bu halde kanunda açıkça görevli mahkemenin belirlenmesinin uygulamadaki belirsizlikleri ortadan kaldıracığı öngörülebilir. Bunun yanında, mahkemeye yapılacak başvurunun hukuki niteliği hususunda, öğretide farklı görüşler ileri sürülmektedir. Bir görüşe göre, davacı tarafından nihai olarak belirlenen bedelin adil olmadığının tespiti ve mahkemece belirlenecek bedelin davacıya ödenmesi şeklinde hüküm kurulacağı ve bu sebeple söz konusu davanın eda davası niteliği taşıdığı savunulmaktadır¹²⁷. Buna karşılık diğer bir görüşe göre ise, ayrılma bedelinin tespiti isteminin esas itibarıyla mevcut hukuki ilişkinin veya hakkın varlığının belirlenmesine yönelik olmadığı; ortaklık tarafından belirlenen bedelin yerine geçecek yeni bir bedelin belirlenmesini amaçladığı, bu nedenle davanın teknik anlamda eda davası olarak

125 PARLAK, s. 120.

126 SEMERCİ VURALOĞLU, Ayrılma Hakkı, s. 361-362; BEKTAŞ, s. 818; TARHAN, s. 286.

127 KAYA, s. 282.

nitelendirilemeyeceği savunulmaktadır¹²⁸. Bizim de katıldığımız görüşe göre, ayrılma bedelinin tespitine ilişkin dava yenilik doğuran (inşai) dava niteliğindedir. Zira inşai davalar, mevcut bir hukuki durumun mahkeme kararıyla kurulması, değiştirilmesi veya ortadan kaldırılmasını sağlayan davalar olup, mahkeme hükmüyle birlikte yeni bir hukuki sonuç meydana getirmektedir¹²⁹. Ayrılma bedelinin tespitine ilişkin davada da mahkeme, ortaklık tarafından belirlenen ayrılma hakkı kullanım fiyatının hukuka uygunluğunu yalnızca denetlemekle yetinmeyip; bunun yerine geçecek bağlayıcı bir bedel belirleyerek taraflar arasındaki hukuki durumu değiştirmektedir ve bu hukuki durumun gecikmeksizin belirlenmesi tarafların menfaatinedir¹³⁰. Bunun yanında yabancı doktrinde, bedel tespiti kararının tüm pay sahiplerince geçerli olacağı çoğunlukla kabul edilmektedir¹³¹. Bu hususlar birlikte değerlendirildiğinde, söz konusu başvurunun eda veya tespit davası olarak değil; yenilik doğuran dava olarak nitelendirilmesi daha isabetli görünmektedir.

Yukarıda anıldığı üzere karşılaştırmalı hukukta mahkemece verilecek olan kararın tüm pay sahipleri için geçerli olduğuna ilişkin yaygın biçimde düzenlemeler mevcuttur. Mahkemece belirlenecek adil bedelin diğer pay sahipleri bakımından hüküm ve sonuç doğurup doğurmayacağı da düzenlenmeye muhtaçtır. Mevcut hukuk bakımından, mahkeme kararlarının maddi anlamda kesin hüküm etkisi kural olarak yalnızca davanın tarafları arasında sonuç doğurduğundan, ayrılma bedelinin tespitine ilişkin bir kararın kendiliğinden diğer pay sahiplerine teşmil edilmesi mümkün değildir¹³². Bu nedenle, ortaklık tarafından belirlenen bedelden daha yüksek bir bedele hükmedilmiş olsa dahi, aynı durumda bulunan diğer pay sahiplerinin bu farktan yararlanabilmeleri ancak ayrı bir başvuru veya dava yoluna gitmeleriyle mümkün olacaktır¹³³. Kanaatimizce olması gereken hukuk bakımından aynı önemli nitelikteki işlem için ayrılma hakkını kullanan pay sahipleri yönünden bunların tamamı için mahkemece belirlenen bedelin uygulanması daha isabetli olacaktır. Bu doğrultuda, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nın 24/6. maddesinde öngörüldüğü üzere, mahkemece belirlenen bedelin ayrılma hakkını kullanan bütün pay sahipleri bakımından uygulanacağına ilişkin açık bir kanuni düzenlemeye yer verilmesi daha isabetli olacaktır.

E. PAYLARI BORSADA İŞLEM GÖREN ORTAKLIKLARDA AYRILMA HAKKININ KULLANIM FİYATI

Borsada işlem gören paylar bakımından ayrılma hakkı bedeli, borsanın derinliği ve likiditesi dikkate alınarak pazarlara göre farklılaştırılmıştır¹³⁴. Ayrılma Tebliği m. 14/1 ve II-27.3 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği¹³⁵ m.6/2 gereğince, "Payları borsada işlem gören ortaklıklarda ayrılma hakkı kullanım fiyatı, 11 inci maddenin ikinci fıkrası uyarınca belirlenen tarih itibarıyla payları Yıldız Pazar'da işlem gören ortaklıklar için bu tarihten önceki son bir aylık, diğer ortaklıklar için ise bu tarihten önceki son altı aylık dönem içinde borsada oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalamasıdır. Bu fıkranın uygulanmasında bir ay otuz gün olarak dikkate alınır." Bu pazarda yüksek işlem hacmi ve derinlik nedeniyle daha kısa bir süre içinde güvenilir bir ortalama fiyata ulaşılabileceği kabul edilmektedir¹³⁶. Ana Pazar ve Alt Pazar'da işlem gören ortaklıklar bakımından ise, fiyat dalgalanmaları daha keskin olduğundan, ayrılma

128 SÖNMEZ, s. 155, SEMERCİ VURALOĞLU, s. 363 vd; Bazı davalar tespit davası gibi görülüp o şekilde adlandırılırsalar dahi bu davaların tespit davası olmadığı yönünde görüşleri için bkz. PEKCANİTEZ, Hakan: Medeni Usul Hukuku, 15.Baskı, İstanbul 2017, s. 973.

129 PEKCANİTEZ, s. 986-987.

130 PARLAK, s. 136.

131 SEMERCİ VURALOĞLU, s. 350 vd.

132 SEMERCİ VURALOĞLU, s. 365; KAYA, s.289.

133 SEMERCİ VURALOĞLU, s. 365.

134 BEKTAŞ, s.816.

135 RG. T. 27.06.2020, S. 31168.

136 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 257.

hakkı bedeli işlemin kamuya açıklanmasından önceki son altı aylık dönemde oluşan fiyatların ortalamasına bağlanmıştır. Altı aylık geniş dönem, kısa süreli spekülasyon hareketlerin etkisini azaltmayı ve payların daha istikrarlı, manipülasyondan arınmış bir ortalama değer üzerinden geri alınmasını amaçlamaktadır¹³⁷.

Ayrılma Tebliği ayrıca, piyasa dolandırıcılığına ilişkin soruşturma veya ekonomiyi etkileyen olağanüstü gelişmeler gibi “olağan sayılamayacak” hallerin varlığı halinde, hesaplama döneminin SPK kararıyla uzatılmasına veya ilgili günlerin hesaplama dışı bırakılmasına imkan tanımaktadır.

F. PAYLARI BORSADA İŞLEM GÖRMİYEN ORTAKLIKLARDA AYRILMA HAKKININ KULLANIM FİYATI

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar bakımından Ayrılma Tebliği m. 14/2 hükmü, piyasa fiyatı referans alınamayacağı için doğrudan değerlendirme yöntemine başvurulmasını öngörmektedir. Bu kapsamda, yönetim kurulu kararının kamuya açıklanması aşamasında, SPK tarafından yetkilendirilmiş bir kuruluş tarafından şirketin değerini ve pay başına değeri gösteren bir raporun hazırlanması zorunludur. Söz konusu rapor; kullanılan değerlendirme yöntemini (indirgenmiş nakit akımları, net aktif değer vb.) ve dayandığı varsayımları ayrıntılı biçimde içermeli, pay sahibinin karar alma sürecini etkileyebilecek tüm verileri kapsamalıdır.

Bedelin güncelliğini ve adilliklerini güvence altına almak adına Tebliğ, değerlendirme raporu ile genel kurul tarihi arasında geçen süreyi de dikkate alarak bir koruma kalkını öngörmüştür. Bu doğrultuda, değerlendirme raporunun düzenlendiği tarih ile önemli nitelikteki işlemin genel kurulda görüşüleceği tarih arasında, ortaklığın değerini etkileyecek önemli bir gelişme meydana gelmesi durumunda, değerlendirme kuruluşu tarafından değişikliğin ayrılma hakkı kullanım fiyatına etkisini gösteren bir ek rapor hazırlanması şart koşulmuştur.

Ek raporda, fiyatın etkilendiği sonucuna varılması halinde ise ayrılma hakkı, yeni belirlenen bu güncel fiyat üzerinden kullanılır. Borsada işlem görmeyen payların ikincil piyasa likiditesinin sınırlı olduğu göz önünde bulundurulduğunda, bu tür bir değerlendirme disiplininin işletilmesi, azınlık pay sahibinin korunması açısından önem taşımaktadır.

SONUÇ

Sermaye piyasası hukukunda ayrılma hakkı, halka açık anonim ortaklıklarda çoğunluk iradesiyle alınan ve ortaklığın yapısında esaslı değişiklikler doğuran kararlar karşısında, azınlık pay sahiplerine tanınmış koruma mekanizmalarından biridir. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 24. maddesiyle pozitif hukukumuza kazandırılan bu hak, klasik anonim ortaklık hukukunda hakim olan çoğunluk ilkesini sınırlayıcı bir işlev üstlenmektedir.

Çalışmada vurgulandığı üzere doktrinde dile getirildiği şekli ile, ayrılma hakkının en belirgin özelliklerinden birisi tüm pay sahiplerine tanınan genel bir hak olma özelliğidir. Bu hakkın ortaya çıktığı vakitten bu yana, ortaklık kararlarını değiştirme gücü bulunmayan azınlık pay sahiplerini koruma fonksiyonu taşıması sebebiyle, belirli bir grup paya imtiyaz olarak tanınması hakkın özüne aykırı nitelik arz etmektedir.

Çalışma boyunca ortaya konulduğu üzere, ayrılma hakkı hukuki niteliği itibarıyla yenilik doğuran, kural olarak malvarlıksal ve pay sahipliğine bağlı bireysel bir haktır. Hakkın kullanılmasıyla pay sahipliği ilişkisi kesin olarak sona ermekte; pay sahibinin ortaklıkla olan hukuki ve ekonomik bağı, adil bedel üzerinden payların devri suretiyle tasfiye edilmektedir. Bu sonuç, ayrılma hakkını sıradan bir tazminat veya talep hakkından ayırmakta; onu pay sahibine tanınmış bir “çıkış” mekanizması haline getirmektedir.

137 ŞENYÜZ KUŞOĞLU, s. 258; çeşitli faktörlerin etkisine ilişkin BEKTAŞ, s. 816; PASLI/ AKAY, s.65-66.

Hem normatif düzenlemelerin emredici karakteri hem de hakkın koruduğu menfaatin niteliği dikkate alındığında hakkın vazgeçilmez olduğunun kabulü gerekmektedir. Böylelikle bahse konu hak, eşit işlem ilkesiyle birlikte değerlendirilecek ve belirli pay grupları lehine imtiyaz konusu yapılmayacaktır.

Ayrılma hakkının doğumunu önemli nitelikteki işlemlere bağlayan sistem, yatırımcıyı her türlü yönetim kararı karşısında değil; yalnızca ortaklığın yapısal ve ekonomik karakterini esaslı biçimde değiştiren işlemler karşısında koruma altına almaktadır. Bu çerçevede Kanun'da yapılan sayımın tahdidi olmaması ve Kurul'a belirleme yetkisi tanınması, düzenlemeye esneklik kazandırmakta, ancak hukuki güvenliği zedeleyici yönü olması karşısında doktrinde eleştirilmektedir. Buna karşılık, sermaye piyasasının dinamik yapısı dikkate alındığında, Kurul'a belirli bir takdir alanı tanınmasının tamamen kaçınılmaz olduğu da kabul edilmelidir.

Ayrılma hakkının kullanımına ilişkin maddi ve şekli şartlar, hakkın istisnai niteliğiyle uyumlu biçimde sıkı kurallara bağlanmıştır. Genel kurula katılım ile olumsuz oy ve muhalefet şerhi şartı, hakkın açık ve ayırt edilebilir bir irade beyanına dayanmasını sağlamaktadır. Kural olarak bu şartların aranmasının isabetli olduğu söylenebilir. Kanun koyucunun, haksız engelleme ve usulsüz çağrı gibi durumlarda bu şartları aramaması ise pay sahibinin korunması ile hakkın kötüye kullanılmasının önlenmesi arasında kurulan hassas dengenin bir yansımasıdır.

Payların satım süreci, aracı kurum zorunluluğu, süreler ve ödeme rejimiyle birlikte değerlendirildiğinde, ayrılma hakkının yalnızca teorik bir hak olmaktan çıkarılıp fiilen kullanılabilir hale getirildiği görülmektedir. Özellikle bedelin kısa sürede ve nakden ödenmesi zorunluluğu, pay sahibinin ekonomik güvenliğini teminat altına almaktadır. Buna karşılık, ayrılma hakkının kısmi kullanımına izin verilmemesi ve kullanım sürelerinin görece kısa tutulması, yatırımcı lehine esnetilebilecek alanlar olarak doktrinde halen tartışılmaktadır.

Adil bedel tespitiye yönelik yargısal bir başvuru mekanizmasının eksikliği ise önemli bir hukuki boşluktur. Bu nedenle, SerPK'da pay sahiplerine mahkemeden adil bedelin tespitini isteme hakkı tanıyan ve belirlenen bedelin tüm pay sahiplerine teşmilini öngören özel bir düzenlemenin yeniden ihdas edilmesi isabetli bir tercih olacaktır.

Netice itibarıyla ayrılma hakkına ilişkin mevcut düzenleme, genel hatlarıyla pay sahibi ile ortaklık menfaatleri arasında makul bir denge kurmaktadır. Bununla birlikte, bilhassa önemli nitelikteki işlemlerin belirlenmesi ve muafiyet rejiminin uygulanması bakımından Kurul'un takdir sınırlarının daha öngörülebilir hale getirilmesi etkinliğinin artması bakımından etkili olacaktır.

Yazar Beyanı | Author's Declaration

Mali Destek | Financial Support: Aybike Karahan Gökdere ve Özge Nur Çalık Sönmez, bu çalışmanın araştırılması, yazarlığı veya yayınlanması için herhangi bir finansal destek almamıştır. | Aybike Karahan Gökdere and Özge Nur Çalık Sönmez, who are the authors has not received any financial support for the research, authorship, or publication of this study.

Çıkar Çatışması/Ortak Çıkar Beyanı | The Declaration of Conflict of Interest/Common Interest: Yazarlar tarafından herhangi bir çıkar çatışması veya ortak çıkar beyan edilmemiştir. | No conflict of interest or common interest has been declared by the authors.

Etik Kurul Onayı Beyanı | The Declaration of Ethics Committee Approval: Çalışmanın herhangi bir etik kurul onayı veya özel bir izne ihtiyacı yoktur. | The study doesn't need any ethics committee approval or any special permission.

Araştırma ve Yayın Etiği Bildirgesi | The Declaration of Research and Publication Ethics: Yazarlar, makalenin tüm süreçlerinde İnÜHFD'nin bilimsel, etik ve alıntı kurallarına uyduğunu ve verilerde herhangi bir tahrifat yapmadığını, karşılaşılabilecek tüm etik ihlallerde İnÜHFD'nin ve editör kurulunun hiçbir sorumluluğunun olmadığını ve bu çalışmanın İnÜHFD'den başka hiçbir akademik yayın ortamında değerlendirilmediğini beyan etmektedir. | The authors declares that he complies with the scientific, ethical, and quotation rules of InULR in all processes of the paper and that he does not make any falsification of the data collected. In addition, he declares that Inonu University Law Review and its editorial board have no responsibility for any ethical violations that may be encountered, and that this study has not been evaluated or published in any academic publication environment other than Inonu University Law Review.

Kaynakça

- ADIGÜZEL, Burak: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 18(2), 2014, 1-51. (Anılış: Halka Açık Ortaklıklar).
- ADIGÜZEL, Burak: Sermaye Piyasası Hukuku, 3.Baskı, Ankara 2019 (Anılış: Ayrılma Hakkı).
- AKIN, İrfan: Şirketler Topluluğu Hukuku, Ankara 2014, s. 297.
- BAHTİYAR, Mehmet: Ortaklıklar Hukuku, 15. Baskı, İstanbul 2021.
- BEKTAŞ, İbrahim: “Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı Ve Pay Alım Teklifi Zorunluluğu”, Banka Ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı, Ankara 2015, 749-828.
- ÇAMOĞLU, Ersin/ POROY, Reha/ TEKİNALP Ünal: Ortaklıklar Hukuku, Cilt II, İstanbul 2023.
- ÇİZEL, Begüm: “Ayrılma Hakkının Kullanılabileceği Payların Belirlenmesi”, Terazi Hukuk Dergisi, 18(203), 53-60, Temmuz 2023.
- ERDEM, Nuri: “6102 Sayılı ‘Yeni’ TTK’ya Göre Anonim Ortaklık Pay Sahiplerinin ‘Müktesep’ (Kazanılmış) Hakları”, REGESTA, 2(1), 2012, 29-45.
- GÜÇLÜTÜRK, Osman Gazi: Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Ayrılma Hakkı, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2016.
- GÜRAN, Amine Nur: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkına Konu Payların Diğer Pay Sahipleri veya Yatırımcılara Önerilmesi Ve Hukuki Sonuçları, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2023.
- KARABABA, Serdar: Mukayeseli Hukuk ve Türk Hukuku’nda Anonim Ortaklıkta Azınlığın Çıkarılması Ve Satın Alma Hakkı, 2. Baskı, Ankara 2021.
- KARACAN, Ali İhsan: Sermaye Piyasası Hukuku Yazılar, Cilt I, İstanbul 2017.
- KAYA, Barış: Halka Açık Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul 2017.
- KIRCA, İsmail/ MANAVGAT, Çağlar/ ŞEHİRALİ ÇELİK, Feyzan Hayal: Anonim Şirketler Hukuku, C. II/II, 2. Baskı, Ankara 2017.
- MANAGVAT, Çağlar: Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar Ve Halka Arz, Ankara 2016.
- MEMİŞ, Tekin/ TURAN, Gökçen: Sermaye Piyasası Hukuku, 7. Baskı, Ankara 2024.
- ÖLEKLİ, Neşe: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkı”, İstanbul Hukuk Mecmuası, 76(1), 2018, 219-254.
- ÖZDOĞAN, Ayşegül: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı”, Sermaye Piyasası Kurulu, Cumhuriyetin 80. Yılına Armağan, Ankara 2004.
- PARLAK, Furkan: Sermaye Piyasası Kanunu’na Göre Pay Sahiplerinin Ayrılma Hakkı, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2026.
- PASLI, Ali/ AKAY, Hasan Onur: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkını Kullanan Pay Sahibinin, Şirketler Topluluğu Düzenlemelerinden Yararlanma Olanakları”, İstanbul Hukuk Mecmuası, 77(1), 2019, 49-70.
- PEKCANİTEZ, Hakan: Medeni Usul Hukuku, 15.Baskı, İstanbul 2017.
- POROY, Reha/TEKİNALP, Ünal/ÇAMOĞLU, Ersin: Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 11. Baskı, İstanbul 2009.
- PULAŞLI, Hasan: Şirketler Hukuku Şerhi, Cilt II, Ankara 2011.
- SEMERÇİ VURALOĞLU, Tuğba: Sermaye Piyasası Kanunu’na Göre Anonim Ortaklıkta Ayrılma Hakkı, Yeditepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, İstanbul 2018. (Anılış: Ayrılma Hakkı).
- SEMERÇİ VURALOĞLU, Tuba: “Halka Açık Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri ve Ayrılma Hakkına İlişkin Yeni Düzenlemelerin Değerlendirilmesi”, Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 16(197), 2021, 281-318. (Anılış: Halka Açık Ortaklıklar).

SÖNMEZ, Ziyaeddin Yusuf: Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, İstanbul 2009.

ŞENYÜZ KUŞOĞLU, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler Ve Ayrılma Hakkı Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Bilimleri Enstitüsü, Doktora Tezi, Eskişehir 2024.

TARHAN, Damla Gül: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler Ve Sonuçları, İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara 2017.

TEKİNALP, Ünal: Sermaye Ortaklıkları Yeni Hukuku, 5. Baskı, İstanbul 2020.

TEKİNALP, Ünal/ ÇAMOĞLU, Ersin/ POROY, Reha: Ortaklıklar Hukuku, Cilt I, 15. Baskı, İstanbul 2021.