

BÜYÜK PAY SAHİPLERİNİN AZINLIĞI ORTAKLIKTAN ÇIKARMA HAKKI (SQUEEZE-OUT RIGHT)

*Yrd. Doç. Dr. Mustafa İsmail KAYA**

I. GİRİŞ

Bazı yabancı hukuk sistemlerinde, özellikle Avrupa Birliğine üye ülkelerin çoğunda, son yıllarda yapılan değişikliklerle anonim şirketlerdeki büyük pay sahiplerine azınlığı ortaklıktan çıkarma hakkının tanınması, anonim ortaklıklar hukuku dogmatikinde önemli bir değişimin sembolü olarak kabul edilebilir¹. Anonim şirketlere hakim olan ilkelerin başında gelen çoğunluk ilkesine göre, sermaye ve pay çoğunluğunu elinde bulunduran pay sahipleri, şirketin yönetilmesinde söz sahibi olmaktadır. Bundan dolayı sermaye ve oy çoğunluğunu elinde bulunduran ortaklarla azınlık pay sahipleri arasında doğabilecek çıkar çatışmalarına uzlaştırıcı bir yol bulunmaya çalışılmaktadır. Yabancı hukuk sistemlerinde olduğu gibi, Türk hukukunda da azınlığın çoğunluğa karşı korunması için önlemler alınmıştır. Buna karşılık azınlık pay sahiplerinin de sahip oldukları hakları kötüye kullanabilecekleri veya azınlığın şirketteki varlığının, özellikle şirketlerin yeniden yapılandırılması gibi önemli kararların alınması ve uygulanması aşamasında, hakim ortak için önemli sorunlara yol açabileceği gerçeği uzun yıllar göz ardı edilmiştir. Bu durumun fark edilmesi ve özellikle son yıllarda bilim çevrelerinde yürütülen tartışmaların sonucunda bazı ülkeler yasal düzenleme yaparak soruna çözüm bulma yoluna gittiler.

Hakim ortağın azınlık paylarını satın alarak azınlığı şirketten ihraç etmesini düzenleyen kurallar, Amerika ve diğer bazı Avrupa ülkelerinde nispeten daha eski bir geçmişe sahip olmasına karşılık, Alman Hukuku'na 2002 yılında yürürlüğe giren "Aleni Teklifte İşletmenin Devralınması ve Kıymetli Evrak İktisabının Düzenlenmesine İlişkin Kanun"² (Gesetz zur Regelung

* Niğde Üniversitesi İ.İ.B.F İşletme Bölümü Öğretim Üyesi.

1 Bkz.Hanau, NZG 2002, s. 1040-1041; Pulaşlı, Alman Hukukunda Büyük Pay Sahibinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı, Ünal Tekinalp'e Armağan, Cilt I, s. 649.

2 Bkz. BGBI tarih 2001, s. 3822 vd.

von Öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und Unternehmensübernahmen) ile girmiş oldu³.

Azınlığın hakim ortak tarafından şirketten ihraç edilmesi, yürürlükte bulunan Ticaret Kanunu'na göre mümkün olmamasına karşın, TBMM'de yasa-
laşmayı bekleyen Türk Ticaret Kanunu Tasarısı azınlığın iradesine bakmak-
sızın, onlara ait payların satın alınarak ortaklıktan çıkarılmalarını düzenle-
mektedir.

Büyük pay sahiplerinin azınlığı ortaklıktan çıkarması ile anlatılmak iste-
nen; şirkette belli bir çoğunluğu elinde bulunduran ortağın, yasaların kendi-
sine verdiği haktan yararlanarak azınlığı şirketin dışına itmesi, yani onun
ortak olma statüsünü elinden almasıdır. Böylece, önceden sadece büyük
paysahibi olan ortak, şirketteki bütün payları kendinde toplayarak, şirketi tek
başına kontrol eden ortak konumuna gelmektedir⁴.

Şahıs şirketlerinde geçerli olan; bir ortağın, şirketin devamını olanaksız
kıldığı, çekilmez derecede güçleştiren davranışlarda bulunduğu, iflas ettiği
için veya haklı sebeplerin varlığı halinde şirketten çıkarılması gibi düzenle-
meler⁵ ile incelenmekte olan büyük paysahibinin azınlığı şirketten çıkarma
hakkı arasındaki en temel fark, şahıs şirketlerinde şirketten çıkarılan ortağın
buna genellikle kusurlu davranışıyla⁶ sebep olmasına karşın, hakim ortağın
azınlığı şirketten ihraç etmesi durumunda, azınlıktaki pay sahibine yüklene-
bilecek bir kusurun bulunmamasıdır.

Büyük paysahibi mümkün olduğu kadar düşük bir tazminat karşılığı
azınlığı şirketten çıkarıp bütün payların sahibi olma amacını taşıırken, azın-
lıktaki pay sahibi öncelikle kendi rızası hilafına şirketten ihraç edilmemek,
bunun gerçekleşmesine engel olamaması halinde ise, mümkün olduğu kadar

³ Bu konuda bkz. Krause, NJW 2002, s. 705 vd.; Krieger, BB 2002, s. 53 vd.; Vetter, AG 2002, s. 176 vd.; Hanau, NZG 2002, s. 1040 vd.; Helmis, ZBB 2003, s. 161vd.;Grunewald, ZIP 2002, s. 18 vd.; Maslo, NZG 2004, s. 163 vd.; Wirth/ Arnold AG 2002, s. 503 vd.; Ott, DB 2003, s. 1615 vd.; Rieger, DB 2003, s. 541 vd.; Wolf, ZIP 2002, s. 153 vd.; Sieger/Hasselbach, NZG 2001, s. 926 vd.; Schnurbein, AG 2005, s. 725 vd.

⁴ Clark, Corporate Law, s. 500; Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, s. 578; Maslo, NZG 2004, s. 163 vd.; Vetter, AG 2002, s. 176 vd.

⁵ Haklı sebeplerle ortağı şirketten çıkarma dışındaki hallerde, ortağın kusurlu davranışının onun ihracına yol açtığı söylenebilir. Bkz. Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, N 304 vd.

⁶ Haklı sebeplerin varlığı halinde ortağın şirketten çıkarılabilmesi için, haklı sebebin orta-
ya çıkmasında ortağın herhangi bir kusurunun bulunması zorunlu olmamakla beraber,
sebebin ortağın kişiliğine ilişkin olması ve kişilik alanında doğması gerekir. Bkz.
Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, N 308.

yüksek ve payının gerçek değerine uygun bir tazminat almak isteyecektir⁷. Büyük pay sahibinin azınlığı şirketten ihraç etmesine olanak sağlayan ülkelerdeki kanun koyucular, iki tarafın da amaçlarına ulaşmasını sağlayacak kurallar koyarken, menfaatler arasındaki çelişkiyi iyi dengelemek ve özellikle büyük pay sahibinin bu hakkını kötüye kullanmasına engel olmak için önlemler almaya çalıştıkları görülmektedir.

Alman Hukuku'nda azınlığı şirketten çıkarmak için yaygın olarak kullanılan "squeeze out⁸ (herausquetschen-herausdraengen)⁹" deyimini doktrinde bazı yazarlar tarafından, kurumu tam olarak açıklamaktan uzak olduğu gerekçesiyle eleştirilmekte ve bu deyim yerine Amerikan Hukuku'nda sıkça kullanılan "freeze out (herausfrieren)¹⁰" teriminin kullanılması gerektiği görüşü ileri sürülmektedir¹¹.

II. AZINLIĞI ŞİRKETTEN ÇIKARMA HAKKININ YASAL OLARAK KABUL EDİLMESİNİN NEDENLERİ

Büyük pay sahiplerine azınlığı şirketten çıkarma hakkının tanınmasının çok değişik nedenleri bulunmakla birlikte, esas sebebin, büyük pay sahibine bu yolla şirket üzerindeki kontrolü sağlaması ve böylece işletmesinin geleceği ile ilgili kararları tek başına almasını kolaylaştırmak olduğu söylenebilir¹². Böylece azınlığın şirketin yeniden yapılandırılmasını öngören genel kurul kararlarına karşı iptal davası açarak şirketin gelişimine engel olmasının önüne geçilmiş olur¹³.

7 Son yıllarda Alman mahkemelerinde azınlık tarafından menfaatlerinin ihraç kararıyla ihlal edildiği ve dolayısıyla bu kararların iptali istemiyle çok sayıda dava açılmıştır. Bkz. BGH Beschl. v. 17.7.2006-II ZR 163/03 in AG 2006, s. 666 vd.; BGH-Urteil vom 25.11.2002-II ZR 133/01 in DB 2003, s. 544 vd.; OLG Duesseldorf, Beschl. von 16.01.2004-I-16 W 63/03 in NZG 2004, s. 328 vd.; OLG Karlsruhe, Urt. V. 11.12.2003-12 W 11/02 in NZG 2004, s. 334 vd.

8 Bkz. BT-Dr. 14/7034, s. 31-9.

9 Almanca bu kelime azınlıktaki pay sahibinin sıkıştırılarak şirketten atılması şeklinde tercüme edilebilir.

10 Bir ortağın ortaklığının donması anlamına gelir.

11 Bkz. Hanau, NZG 2002, s. 1040-1041; Baums, Ausschluss von Minderheitsaktionären, s.12 vd. Baums, WM 2001, s. 1843; krş. Helms, ZBB 2003, s. 161; Hamann, Minderheitenschutz beim Squeeze-out-Beschluss, s. 10 vd.

12 Bkz. Hüffer, § 327 a, Rd. 1; Semler/Volhard, § 38 Rd. 1; Helms, ZBB 2003, s. 161.

13 Bkz. Helms, ZBB 2003, s. 161-162.

Büyük pay sahiplerine azınlığı şirketten ihraç etme olanağı tanıyan yabancı hukuk sistemlerindeki düzenlemelere bakıldığında, bu kurumun özellikle şu durumlarda uygulama alanı bulduğu görülmektedir:

1. Şirket Birleşmeleri

Hukuki anlamda birleşme, iki veya daha çok ticaret ortaklığının birleşerek tek bir ortaklık haline gelmesidir. Birleşen şirketlerin malvarlıkları tasfiye olunmaksızın, içlerinden birine veya yeni kurulan bir şirkete geçer. Bu şekilde malvarlıklarının birleşmesi ve devrolunan malvarlığının karşılığında, infisah eden şirketin ortakları, bünyesinde birleşilen veya devralan şirkette kendiliğinden hisse sahibi olurlar¹⁴.

Şirket birleşmelerinde veya bir şirketin diğer bir şirketi devralmasındaki temel amaçlardan biri, birleşilen veya devralınan şirketlerin çoğunluk hisselere sahip olarak yönetim yetkisinin tek elde toplanmasını sağlamaktır. Yönetim yetkisini elinde bulunduran ve şirketin geleceği ile ilgili önemli kararları alma durumunda olan kişi, payların çoğunluğunu elinde bulunduran büyük pay sahibidir¹⁵. Yönetim yetkisini ele geçirebilmek için, birleşmeye katılan şirketlerin yeter sayıdaki ortaklarının, sahip oldukları hisseleri birleşilen şirketteki hisselerle değiştirmeyi kabul etmeleri gerekir. Devralınacak şirkette paylarını satmak isteyen büyük pay sahiplerinin bulunmaması halinde, payların bir bütün halinde devralınması mümkün olamamaktadır. Bu durumda şirketteki küçük pay sahiplerinin paylarını devralabilmek için bir aleni hisse senedi devri teklifi veya paylarını devralan şirketteki paylarla değiştirilmesi teklifi yapılır¹⁶. Şirket birleşmeleri sonunda yapılan pay alım tekliflerinin çoğunda temel amaç, teklif sahibinin hedef şirketi tamamen kontrol altına alması olmasına karşılık, devralınmak istenen şirketteki tüm ortakların paylarını devretmeyi veya yeni paylarla değiştirmeyi kabul etmeleri halinde, teklif sahibinin, payların tamamını ele geçirerek, şirket üzerinde tam bir hakimiyet sağlaması mümkün olamamaktadır. Böyle durumlarda, işletmeyi ilgilendiren çok önemli stratejik kararların paylarını devretmeyen azınlık tarafından engellenmeye çalışılması riski bulunmaktadır¹⁷.

Esasında bir şirketin ortaklarının farklı beklentilerinin olması doğaldır. Özellikle şirket birleşmelerinde, birleşme işlemi gerçekleştikten sonra da şirketteki varlığını koruyan azınlık pay sahiplerinin önceliği genellikle

¹⁴ Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu, N 141.

¹⁵ Watter, Unternehmensübernahmen, s. 285 vd.; Weiss, Der Ausschluss von Minderheitsaktonaere, s. 5.

¹⁶ Weiss, s. 5.

¹⁷ Weiss, s. 6.

mümkün olduğu kadar yüksek kâr payı elde etmek iken, şirketteki hakim ortağın temel hedefi, şirketin istikrarlı ve sağlıklı bir şekilde büyümesini sağlamaktır. Büyük pay sahibinin bu amaçla uygulamaya koymayı düşündüğü uzun vadeli işletme politikaları, kısa vadede kar payını olumsuz etkileme ihtimali var ise, paylarını devretmemiş bulunan ortaklar tarafından onaylanmayabilir. Bundan dolayı da, işletmenin geleceğini değil, sadece kendi kar paylarını düşünen bu kişilerin şirketten çıkarılması bazı şartlar altında kabul edilmiştir.

2. Halka Açık Anonim Şirketlerin Halka Kapalı Hale Dönüşmesi (Going Private)¹⁸

Going Private, halka açık bir şirketin, hisseleri borsada işlem görmeyen halka kapalı bir şirkete dönüşerek halka açılmadan önceki statüsüne geri dönmesi şeklinde tarif edilebilir. Bu, genellikle halka açık olan şirketin hisse senetlerinin, bizzat ortaklık tarafından veya şirket dışındaki bir yatırımcı tarafından satın alınarak, küçük pay sahiplerinin şirketteki ortaklık sıfatının sona erdirilmesi ve tüm hisselerin belli kişi ya da kişilerde toplanması şeklinde olur. Going Private işleminin tamamlanmasıyla, önceden halka açık olan ve hisse senetleri borsada işlem gören bu şirketin hisseleri artık açık piyasa işlemleri ile alınıp satılamaz.

Halka açık bir şirketin halka kapalı hale dönüşmesinin çok çeşitli nedenleri olabilir. Hisse senetlerinin fiyatı, nominal değerinin çok altına düştüğünde, şirketin hisselerinin bu kötü piyasa koşullarında ucuza ele geçirilmemesi için halka kapanma yoluna gidilebilir. Özellikle halka açık bir şirket olarak kalmanın maliyeti ve yönetim riskleri, bundan sağlanan menfaatleri aşıyorsa, şirketin halka kapanması tercih edilmektedir¹⁹. Halka açık şirketlerin tabi olduğu yasal yükümlülüklerden kaynaklanan masrafları ortadan kaldırmak²⁰; periyodik raporlama ve kamuyu aydınlatma zorunlulukları ile ilgili maliyetleri azaltmak için going private işlemi yapılabilir²¹. Dolayısıyla halka

¹⁸ Geniş açıklama için bkz. Hamann, s. 52 vd.: Tunçay, Halka Açık Anonim Şirketlerin Halka Kapalı Hale Dönüşmesi (Going Private), 2003, SPK Yeterlilik Etüdü.

¹⁹ Sermaye temini, şirketin değerlendirilmesi ve kontrol mekanizmalarının iyi işlemesi açısından borsaya kayıtlı olmasının avantajlarının, sermayenin başka yollarla temin edilmesi veya şirketin borsa değerinin süreklilik arz edecek şekilde gerçek değerinin altında kalması gibi nedenlerle yitirilmesi halinde şirket borsadan çıkmayı düşünebilir. Bkz. Weiss, s. 27; Richard/Weinheimer, BB 1999, s. 1613 vd.

²⁰ Borsaya kayıtlı şirketlerin, genel kurul yapmak veya yayınlamak zorunda oldukları raporlar için ödedikleri paralar buna örnek gösterilebilir.

²¹ İhraççılara ve halka açık anonim ortaklıklara ilişkin hükümler başlığını taşıyan Sermaye Piyasası Kanunu'nun üçüncü bölümünde yer alan 16 ve 16A maddeleri, halka açık şir-

kapanmanın temel nedenlerinden biri de; sektörde faaliyet gösteren halka kapalı rakip şirketlerin, kamuyu aydınlatma ve özel durumları bildirme yükümlülükleri bulunmamasına karşılık, halka açık şirketlerin kendileri ile ilgili çok önemli bilgileri piyasayla paylaşmak zorunluluğundan kurtulmak istemeleridir²².

Halka açık bir şirketin, halka kapanması işlemi, şirketin aynı zamanda köklü bir değişim ve yeniden yapılanma sürecine girmesi anlamına da gelmektedir. Bu süreci mümkün olduğu kadar kamunun dikkatini fazla çekmeden tamamlamak isteyen şirket yöneticileri ve şirketteki büyük pay sahipleri, azınlık pay sahiplerinin elinde bulunan hisse senetlerini satın alarak, ortaklığın bütün organları üzerinde tam bir kontrol sağlamayı ve azınlığı şirketten uzaklaştırmayı tercih edebilirler²³.

3. Aleni Pay Alım Teklifleri

Büyük pay sahibinin azınlığı şirketten çıkarma hakkının değişik hukuk sistemlerinde tanınmasının bir diğer nedeni, aleni pay alım tekliflerine ortaklardan bazılarının ilgisiz kalması ve hisselerini satmamasından dolayı, teklif sahibinin şirket üzerinde kontrol sağlamasının güçleşmesidir. Böyle bir durumda teklif sahibine, söz konusu şirkette belli oranda²⁴ oy ve/veya sermaye payına ulaşması halinde paylarını kendi rızalarıyla satmaya yanaşmayan azınlığın hisselerini satın alarak, onları şirketten ihraç etme olanağı verilmiştir. Azınlık ortakların paylarının satın alınması, pay alım teklifinin bir uzantısı olarak kabul edildiğinden, azınlığın payları için ödenecek tutar genellikle aleni pay devri teklifi esnasında paylara ödenen fiyattan daha az olamaz²⁵.

4. Diğer Sebepler

Azınlığı şirketten çıkarmanın değişik ülkelerin hukuk sistemlerinde kabul edilmesine yol açan nedenlerden biri de, bu ortakların şirketin büyümesi için sürekli çalışan ve arayışlarda bulunan büyük pay sahipleri açısından bir

ketlerin kamuyu aydınlatırken dikkat etmeleri gereken hususları düzenlemektedir. Buna göre; halka açık anonim şirketler, belli dönemler itibarıyla mali bilgilerini ve bağımsız dış denetim şirketleri tarafından denetlenmiş raporları ilgili düzenleyici Kuruma ve borsaya iletmeleri gerekir.

²² Weiss, s. 10.

²³ Land/Hasselbach, DB 2000, s. 557; Weiss, s. 27 vd.

²⁴ Teklif sahibinin hangi oranda oy ve/veya sermaye payına ulaşması halinde, paylarını kendi rızalarıyla devretmeyen azınlığa ait payları satın alarak onları şirketten ihraç edebilme olanağına sahip olacağı her ülkenin kendi yasasında belirlenmiştir. Ayrıntı için bkz. aşağıda s. 7 vd.

²⁵ Hamann, s. 46.

yük olarak kabul edilmeleridir. Şirketteki ortaklıklarını bir yatırım aracı olarak görmekte olan azınlık pay sahiplerinin genelde tek amacı kâr payı almak olduğundan, şirketin geleceği ile ilgili önemli kararlara karşı ilgisiz kalmakta veya engel olmak istemektedirler²⁶.

Ayrıca şirketin ekonomik durumu iyi olmasına karşın ülkenin içinde bulunduğu ortamdan veya diğer dış etkenlerden dolayı şirket hisselerinin borsada sürekli değer kaybetmesi halinde, şirket hisselerinin gelecekte değerleneceğini düşünen büyük pay sahibi, bu durumdan yararlanarak azınlığın paylarını devralmak ve onu şirketten ihraç etmek isteyebilir²⁷.

III. YABANCI HUKUK SİSTEMLERİNDE BÜYÜK PAYSAHİPLERİNİN AZINLIĞI ŞİRKETTEN ÇIKARMA HAKKI

1. Alman Hukuku

a) Genel Olarak

20.12.2001 tarihinde kabul edilerek 01.01.2002 tarihinde yürürlüğe giren “Aleni Teklifile İşletmenin Devralınması ve Kıymetli Evrak İktisabının Düzenlenmesine İlişkin Kanun” (Gesetz zur Regelung von Öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und Unternehmensübernahmen - WpÜG)²⁸ ile, azınlık pay sahiplerinin anonim veya paylı komandit şirketten ihraç edilmesi Alman Hukuk sistemine girmiştir. Bu yeni hukuki müessese, Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu’nun bağlı işletmeleri düzenleyen üçüncü kitabına eklenen dördüncü bölümünde “azınlığın şirketten çıkarılması” başlığı altında oluşturulan yeni bir bölümde ayrıntılı bir şekilde düzenlenmiştir²⁹.

Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu’nun 327a – 327f maddeleri ile getirilen bu düzenlemeye göre, bir anonim ortaklığın genel kurulu, büyük pay sahibinin talebi üzerine azınlığa ait payların büyük pay sahibine geçirilmesine karar verebilir. Bu Kanun’un 327a maddesinin 1. fıkrasına göre; büyük pay sahibi, şirkette payların en azından %95’ini elinde bulunduran kişidir. Bu kişi, azınlığın şirketteki paylarını kendisine devretmesi karşılı-

²⁶ Kühn, BB 1992, s. 291; Kossmann, NZG 1999, s. 1200.

²⁷ Peltzer, DB 1987, s. 973; Lerbinger, Die Bank 1986, s. 139; Weiss, s. 30.

²⁸ Yasalaşma faaliyeti öncesinde oluşturulan tartışma komisyonlarının raporları için bkz. Pöttsch/Möller, WM 2000, özel sayı 2/2000; Pöttsch/Möller, ZIP 2001, s. 1256.

²⁹ Bu yeni düzenlemenin Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu’nun bu bölümüne alınması eleştirilmiştir, bkz. Vetter, AG 2002, s. 186.

ğında bizzat kendisi tarafından tespit edilmiş uygun bir tazminatı nakit olarak ödemesi gerekir. Azınlık paylarının büyük paysahibine uygun bir nakdi tazminat karşılığında devredilmesi konusundaki genel kurul kararının ticaret siciline kaydedilmesi ile birlikte bu payların devri tamamlanmış olur. Dolayısıyla azınlığın şirketten ihraç edilebilmesi için aşağıdaki şartların bulunması gerekir:

— Büyük paysahibinin esas sermayenin en az %95'ini elinde bulundurması (§ 327 a/1 AktG).

— Büyük paysahibinin genel kuruldan bu yönde bir talepte bulunması.

— Uygun bir nakdi tazminatın azınlığın payları için ödenmesi (§§ 327 a/1, 327 b AktG).

— Genel kurulun basit çoğunlukla karar vermesi (§§ 327 c, 327 d AktG).

— Genel kurul kararının ticaret siciline kaydedilmesi (§ 327 e AktG).

b) İhraç İçin Gerekli Çoğunluğun Hesaplanması

Azınlığın şirketten çıkarılabilmesinin en temel şartı, büyük paysahibinin payların %95'ine sahip olmasıdır. Büyük paysahibi Alman veya yabancı bir gerçek kişi olabileceği gibi, özel veya kamu hukuku tüzel kişisi de olabilir³⁰. Ayrıca AktG § 327 a/1'e göre büyük paysahibinin esas sermayenin %95'ine nasıl ulaştığının bir önemi bulunmamaktadır³¹. AktG § 327 a/2'nin AktG §§ 16/2 ve 4'e yaptığı atıf gereği, büyük paysahibinin sahip olması gereken %95'lik pay oranının hesaplanmasında, büyük paysahibine bağlı bulunan işletmenin mülkiyetinde bulunan paylar ve üçüncü kişi tarafından onun hesabına elde tutulan paylar da dikkate alınır³². Aynı zamanda AktG § 327 a/2'e göre, büyük paysahibi BGB § 705'e uygun olarak meydana getirilmiş bir adi ortaklık da olabilir. Buna göre, bir şirkette birden fazla büyük paysahibinin bir adi şirket bünyesinde bir araya gelerek, bir konsorsiyum meydana getirerek, haklarını savunmaları ve gerekli olan çoğunluğu sağlayarak azınlığı şirketten ihraç edebilmesi mümkündür³³. Ancak doktrindeki yazarların bir kısmı, kurulacak olan adi ortaklığın tek amacının squeeze-out

³⁰ Bkz. Maslo, NZG 2004, s. 163-164 vd.

³¹ Bkz. Grunewald, ZIP 2002, s. 18 vd.; Pulaşlı, s. 655.

³² Semler/Volhard, § 38 Rn. 2; Maslo, NZG 2004, s. 163-164; Vetter, AG 2002, s. 185; Maslo, NZG 2004, s. 166 vd.; Riegger, DB 2003, s. 542 vd.; Schnurbein, AG 2005, s. 731; Pulaşlı, s. 655-656; ihraç için gerekli çoğunluğun hesaplanmasında bağlı işletmelerin elinde bulundukları payların da dahil edilmesi suretiyle %95 oranına ulaşılması önemli ölçüde kolaylaştırılmıştır, bkz. Hemis, ZBB 2003, s. 163.

³³ Bkz. Vetter, AG 2002, s. 185; Grunewald, ZIP 2002, s. 19.

için gerekli olan çoğunluğu sağlayıp azınlığı şirketten çıkarmak olması halinde, bunun hakkın kötüye kullanılması olarak değerlendirileceği ve bunun da çıkarma kararını veren genel kurul kararının iptaline yol açacağını savunmaktadır³⁴.

c) Genel Kurul Kararı

Azınlığın şirketten çıkarılabilmesi, AktG § 327 a uyarınca, ihracı öngören bir genel kurul kararının varlığını gerektirmektedir. Genel kurulun toplantıya çağrılabilmesi için kanundaki ve ortaklık tüzüğündeki şartların yanında, büyük pay sahibinin azınlığı ortaklıktan çıkarma talebini şirketin yönetim kuruluna yöneltmiş olması şarttır. Bu talebi içeren yazının en azından şu hususları kapsaması gerekir³⁵:

— Büyük pay sahibinin merkezi ve unvanı; gerçek kişilerde ad ve adres.

— Büyük pay sahibi tarafından tespit edilen nakdi tazminat.

— Büyük pay sahibinin azınlığın paylarını devralma şartlarını ve tespit ettiği nakdi tazminatın uygun olduğuna dair gerekçeli raporu.

— Büyük pay sahibinin talebi üzerine mahkeme tarafından atanan bilirkişinin nakdi tazminatın uygun olduğuna dair verdiği karar.

— Almanya’da bankacılık faaliyetinde bulunma yetkisine sahip bir banka tarafından verilecek ödeme garantisi (banka kefaleti)³⁶.

Genel kurulu toplantıya çağırma yetkisine sahip olan yönetim kurulu, azınlığın şirketten çıkarılması için AktG § 327 a vd. sayılan bütün şartların oluşup oluşmadığını, bu aşamada inceleme hakkına sahip değildir. Ancak talepte bulunan büyük pay sahibinin, kanunun öngördüğü çoğunluğa sahip olup olmadığını araştırması ve buna göre genel kurulu toplantıya çağırıp çağırılmama konusunda karar vermesi gerekir. Buna karşılık nakdi tazminatın uygun olup olmadığını inceleme yükümlülüğü mahkeme tarafından atanan bilirkişilere bırakıldığından, bu konuda yönetim kurulunun ayrıca bir inceleme yapması gerekmemektedir³⁷.

Azınlığın paylarını devretme kararı vermek için toplantıya çağırılan genel kurulun ilanıla ilgili olarak gündeminde büyük pay sahibinin unvanı ve

³⁴ Grundewald, ZIP 2002, s. 19; Vetter, AG 2002, s. 185; Maslo, NZG 2004, s. 164.

³⁵ Genel kurul toplantısından önce, genel kurul toplantısına hazırlık aşamasında, bu hususların tamamlanmış olması gerekir. Bkz. Semler/Volhard, § 38 Rn. 10; Grunewald, ZIP 2002, s. 19.

³⁶ Bkz. Krieger, BB 2002, s. 57 vd.; Wirth/Arnold, AG 2002, s. 505.

³⁷ Semler/Volhard, § 38 Rd. 11.

merkezi (gerçek kişilerde ad ve adres) ve onun tarafından tespit edilen nakdi tazminat maddelerinin bulunması zorunludur³⁸.

AktG § 327 d uyarınca yönetim kurulu, genel kurulda müzakereler başlamadan önce, büyük pay sahibine pay devrine ilişkin karar taslağı ve nakdi tazminatın uygun olduğu ile ilgili görüşlerini sözlü olarak da ifade etme olanağı tanyabilir³⁹. Büyük pay sahibinin azınlığa ait payları devralmasıyla ilgili genel kurul kararı kullanılan oyların basit çoğunluğuyla verilir⁴⁰. Yönetim kurulu, bu devir kararını ticaret siciline tescil ettirmekle yükümlüdür⁴¹. Bunu yaparken bu devir kararına karşı herhangi bir iptal davasının açılmadığı veya açılmış olmasına rağmen geri alındığı veya mahkeme tarafından reddedildiği ve bu kararın da kesinleştiğini açıklamak zorundadır⁴².

d) Uygun ve Nakit Tazminat

Azınlığı şirketten çıkarmanın diğer bir koşulu da, büyük pay sahibi tarafından, azınlığa pay sahipliği hakkının kaybı karşılığında, ödenmesi gereken nakdi tazminattır. Ödenecek tazminat miktarı her ne kadar büyük pay sahibi tarafından tespit edilse de, uygun olup olmadığı mahkeme tarafından atanacak bilirkişilerin vereceği rapor esas alınarak, bizzat mahkeme tarafından kararlaştırılacaktır⁴³. Tazminatın uygun olup olmadığı hususunda dikkat edilecek en önemli ölçüt, genel kurulun devir kararını verdiği anda şirketin

38 Toplantıya çağrı yapılması halinde, pay devri kararı taslağının, şirketin son üç yıllık raporları ile yılsonu hesaplarının, büyük pay sahibinin AktG 327 c/2 cüm. 1 uyarınca verdiği rapor ile bağımsız bilirkişinin hazırlamış olduğu raporun, isteyen ortaklar tarafından incelenebilmesi ve istedikleri takdirde kendilerine, bu belgelerin, ücretsiz bir fotokopisinin verilebilmesi için şirketin işyerinde hazır bulundurulması gerekmektedir (AktG § 327 c /3 ve 4).

39 Her ne kadar bu maddenin lafzından yönetim kurulunun, büyük pay sahibine sözlü açıklama yapması için söz hakkı verip vermeme konusunda seçim hakkına sahip olduğu anlaşılrsa da, uygulamada yönetim kurulunun bu durumlarda büyük pay sahibine genelde söz hakkı verdiği görülmektedir. Grunewald, ZIP 2002, s. 19.

40 Grundewald, ZIP 2002, s. 19; Vetter, AG 2002, s. 186; Semler/Volhard, § 38 Rd. 18; Pulaşlı, s. 658.

41 Payların devri kararının büyük pay sahibi tarafından ticaret siciline kaydedtirilmesi mümkün değildir, bkz. Vetter, AG 2002, s. 189.

42 Henüz dava açma süresi dolmadan bu devir kararını ticaret siciline tescil ettirebilmek için, dava açma hakkına sahip ortakların, dava açmayacaklarına dair noterce onaylanmış beyanlarını sunmaları veya şirketin başvurusu üzerine yetkili mahkemenin, açılmış bir iptal davasına rağmen genel kurulun pay devri kararını sicile tescil etmenin önünde bir engel bulunmadığına karar vermiş olması ve bu kararın da kesinleşmiş olması gerekir, bkz. Semler/Volhard, § 38, Rd. 19.

43 Bilirkişi ve mahkeme masrafları büyük pay sahibi tarafından karşılanacaktır, bkz. Grunewald, ZIP 2002, s. 20.

ulaştığı ekonomik değerdir (AktG § 327 b/I). Şirketin devir tarihindeki ekonomik değerın bilinmesi, pay sahipliğini kaybetmenin azınlığa getirdiği maliyetin tam olarak anlaşılması ve dolayısıyla azınlığın uğramış olduğu maddi kaybın giderilmesi açısından önemlidir⁴⁴. Buna karşın uygulamada işletmenin gerçek ekonomik değerinin belirlenmesinde zorluklarla karşılaşıldığı görülmektedir⁴⁵.

Özellikle borsaya kayıtlı şirketlerde payın borsa değerinin⁴⁶, azınlığa ödenecek tazminatın belirlenmesinde alt sınır olarak kabul edilmesi gerekir⁴⁷. Buna karşılık Alman Anayasa Mahkemesi verdiği bir kararında⁴⁸, payın borsa değerinin, istisnai olarak payın gerçek değerini yansıtmadığı durumlarda, bunun tazminatın belirlenmesinde ölçüt alınamayacağını karar altına almıştır⁴⁹.

Büyük pay sahibi tarafından, azınlığa, paylarının devri karşılığında, ödenmesi öngörülen nakdi tazminatın zamanında ve tam olarak ödenmesini güvence altına almak için, AktG § 327 b/3 Almanya’da bankacılık faaliyetinde bulunma yetkisine sahip bir banka tarafından verilecek banka kefaletini şart koşmuştur. Buna göre; büyük pay sahibi, genel kurulun toplantıya davet edilmesinden önce, yönetim kuruluna, ülke içinde faaliyette bulunma yetkisine sahip bir kredi kuruluşunun devir kararının sicile kaydedilmesinden hemen sonra azınlık için tespit edilen tazminatın ödeneceğinin garanti edilmesine dair beyanını sunmak zorundadır⁵⁰.

44 Grunewald, ZIP 2002, s. 20; Krieger, BB 2002, s. 55 vd.

45 Vetter, AG 2002, s. 188; Grunewald, ZIP 2002, s. 20.

46 Belirlenmesi gereken hususlardan biri de; payın hangi zamandaki borsa fiyatının ölçüt alınacağıdır. Alman Anayasa Mahkemesinin DAT/Altana’ya ilişkin kararına göre (BVerfG, ZIP 1999, s. 1436 ve 1442 – DAT/Altana); herhangi bir günde oluşmuş rastlantısal bir borsa fiyatı değil, payın son zamanlarda oluşmuş ortalama borsa fiyatının göz önüne alınması gerekir. Literatürde ve mahkeme kararlarında payın ortalama piyasa değerinin bulunması için farklı görüşler ortaya atılmış olsa da, Alman Federal Mahkemesi, son üç aylık değerinin göz önüne alınarak payın ortalama piyasa değerinin bulunması gerektiği yönünde görüş belirtmiştir, bkz. BGH, BB 2001, s. 1053 vd.

47 Bu yönde verilmiş Alman Anayasa Mahkemesi kararı için bkz. BVerfGE 100, s. 289 (309)= NJW 1999, s. 3769; ayrıca Krieger, ZIP 2002, s. 56; karşı. Grunewald, ZIP 2002, s. 20.

48 BVerfG, ZIP 1999, s. 1436 vd. - DAT/Altanta, Krieger, BB 2002, s. 57.

49 Grunewald, ZIP 2002, s. 20; Vetter, AG 2002, s. 187 vd.

50 Vetter, AG 2002, s. 188; Semler/Volhard, § 38 Rd. 9; Krieger, BB 2002, s. 57 vd; Pulaşlı, s. 659.

e) Ticaret Siciline Tescil

AktG § 327 e uyarınca devir kararının geçerli olabilmesi için, bunun ticaret siciline kaydedilmesi gerekir⁵¹. Aynı maddenin ikinci fıkrasına göre (AktG § 319/5 ve 6'ya uygun olarak); tescil işleminin yapılabilmesi için payın devrine ilişkin genel kurul kararına karşı hiç veya yasal süresi içinde bir davanın açılmamış olması veya açılmışsa geri alınmış veya mahkemece kesin olarak reddedilmiş olması gerekir.

Devir kararının ticaret siciline tescil edilmesiyle azınlığa ait paylar, büyük pay sahibine geçmekte ve azınlığın paydaşlık sıfatı sona ermektedir. Her ne kadar tescil işleminin gerçekleştirilmesi büyük pay sahibinin menfaatine olsa da, ticaret siciline tescil talebi yönetim kurulu tarafından yapılır⁵².

2. İngiliz Hukuku**a) Genel Olarak**

Azınlığın şirketten ihraç edilmesinin yasal olarak kabul edilmesi İngiliz Hukuku'nda diğer Avrupa ülkeleriyle kıyaslandığında daha eski tarihlere dayanmaktadır. İngiltere'de, azınlığa ait payların satın alınarak şirketten ihraç edilmesine ilişkin yasal düzenleme Şirketler Kanunu (Companies Act/CA) ile yapılmıştır. Buna göre; ya CA md. 428-430F'ye uygun olarak payların en azından %90'ına ulaşmış olan büyük pay sahibine payların devri (take-over offer) ile veya esasında şirket nevinin değiştirilmesi ve şirketlerin birleşmesinin mahkeme izni ile yapılmasını düzenleyen CA 425 vd. maddelerinin uygulanmasıyla (scheme of arrangement) azınlık şirketten ihraç edilebilir. Dolayısıyla azınlığın şirketten ihraç edilmesi, iki farklı şekilde olabilmektedir:

b) Pay Alım Teklifi (CA md. 428-430F)

CA md. 428 vd. uygun olarak gerçekleştirilecek payların zorla kazanımı için ortada öncelikle ortaklara yapılmış bir pay alım teklifinin bulunması gerekir⁵³. CA md. 428 göre yapılacak bir pay alım teklifi, payları devralmak

51 Genel kurulun squeeze-out kararının geçeli olması için sicile tescil edilmesi zorunluluğunu öngören hüküm doktrinde eleştiriye uğramıştır. Bazı yazarlar, sadece esas sözleşme değişikliklerini öngören genel kurul kararlarının sicile tescil edilmesi gerektiğini, squeeze-out'da ise, ortakların kendi aralarındaki ilişkisini etkileyen bir karar söz konusu olduğu için, bunun sicile tescil edilmeden de geçerli olması gerektiğini savunmaktadırlar, bkz. Vetter, AG 2002, s. 189.

52 Vetter, AG 2002, s. 189; Grunewald, ZIP 2002, s. 20; Pulaşlı, s. 660.

53 Bu anlamda borsa üzerinden gerçekleştirilecek bir pay devri yeterli olmaz (CA md. 428/1).

isteyenin teklif esnasında bizzat kendisinin veya kendisine bağlı olan kişi veya şirketlerin ellerinde tuttukları hisse senetleri dışındaki tüm payların elde edilmesine yönelik olabileceği gibi, tek bir hisse senedi grubunun elde edilmesine de yönelik olabilir. Yapılan bu teklifin, şirketteki pay sahiplerinin veya teklif yapılan bir hisse senedi grubunu elinde tutanların en azından %90'ı tarafından dört ay içerisinde kabul edilmiş olması gerekir⁵⁴. Paylarını devretmeyi kabul edenlerin sayısı bu orana ulaşmışsa, pay devri için teklif veren, bu durumu paylarını kendi rızalarıyla satmak istemeyenlere iki ay içerisinde bir ihbarname ile bildirir⁵⁵. Pay alım teklifinde bulunan büyük pay sahibinin azınlık ortaklara gönderdiği bu ihbarname ile squeeze-out prosedürü başlamaktadır⁵⁶. Bu ihbarnamenin bir fotokopisi şirkete gönderilir ve payların zorla iktisabı için gerekli olan şartların mevcut olduğu belirtilir⁵⁷.

Pay alım teklifini veren bakımından, zorla iktisap için bu şartlar oluşturulan sonra, devre razı olmayan ortakların paylarını, paylarını devretmek isteyen çoğunlukla yaptığı anlaşmadaki koşullarda satın alması hem bir hak hem de bir yükümlülüktür⁵⁸. Paylarını kendi rızalarıyla devretmek istemeyen pay sahiplerine, paylarını devretmeleri için gönderilen ihbarnamenin üzerinden altı hafta geçmesinin ardından, payların devri için teklif veren, paylarını zorla iktisap edeceği pay sahiplerine aynı ihbarnameyi tekrar göndermek zorundadır. Satın alınacak payların bedellerinin de bu süre içerisinde hak sahiplerine ödenmesi gerekir⁵⁹. Bunun üzerine şirket, pay devri teklifindeki beyana uygun olarak, teklif veren kişiyi yeni pay sahibi olarak tescil eder⁶⁰.

c) Scheme of Arrangement (CA md. 425 vd.)

Esasında CA md. 425 vd. öncelikle şirket nevinin değiştirilmesi ve şirketlerin birleşmesinin mahkeme izni ile yapılmasının hukuki dayanağını oluşturur⁶¹. Fakat bu maddelerin aynı zamanda ortaklar arasındaki anlaşma

54 CA md. 429/3.

55 CA md. 429/1, 3 uyarınca, bu ihbarnameyi alan pay sahipleri, payları devralmak isteyen teklif sahibinin bu hakka sahip olmadığını veya başka şartlarda devir olması gerektiği iddiasıyla altı hafta içinde mahkemeye başvurabilirler.

56 CA md. 429/1.

57 CA md. 429/3, 4.

58 CA md. 430/2.

59 Than, FS Claussen, 1997, s. 413.

60 CA md. 430/6.

61 Hecker, Regulierung von Unternehmensübernahmen und Konzernrecht, s. 48 vd.; Hamann, s. 44.

veya uzlaşma (scheme of arrangement) ile azınlığın şirketten çıkarılmasına da uygulanabileceği kabul edilmektedir⁶².

Ortakların kendi aralarında varmış oldukları mutabakat ile azınlığın şirketten çıkarılabilmesi için öncelikle şirket veya ortakların mahkmeden, bu anlaşmadan etkilenecek ilgili hisse senedi sınıfına sahip olan tüm ortakların toplantıya çağrılmasını talep etmeleri gerekir⁶³. Ayrıca ortakların varmış oldukları mutabakatın içeriği ve şirket yöneticilerin şahsi menfaatlerinin bu anlaşmadan etkilenip etkilenmediği açıklanmalıdır⁶⁴. Varılmış olan mutabakatın, toplantıya katılan her hisse senedi grubundaki ortakların çoğunluğu ve aynı zamanda toplantıda temsil edilen her hisse senedi sınıfındaki sermayenin en azından %75'i tarafından kabul edilmesi şarttır⁶⁵.

Bu şekilde meydana gelmiş bir anlaşmanın (scheme of arrangement), varılan mutabakatı kabul etmeyenler dahil, bütün ortaklar için hüküm ifade edebilmesi, mahkeme tarafından onaylanmasına bağlıdır. Mahkemenin anlaşmaya onay vermesi için büyük pay sahibininin hangi miktarda paya sahip olması gerektiği konusunda doktrinde farklı görüşler bulunmaktadır. CA md. 428-430F'nin kıyas yoluyla uygulanmasıyla, büyük pay sahibinin anlaşmayı onaylamayan azınlığın paylarını satın alarak onu şirketten ihraç etmesi için en azından %90 pay oranına sahip olması gerektiği görüşünü savunanlara karşılık⁶⁶, CA md. 428-430F ile CA 425 vd. iki farklı düzenleme olduğunu ve dolayısıyla burada %90 pay oranına sahip olma kuralının uygulanmasının mümkün olmadığı da dile getirilmektedir⁶⁷.

3. İsviçre Hukuku

24.03.1995 tarihli Borsa ve Menkul Kıymet Alım Satımını düzenleyen kanunun (das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel-BEHG) 33. maddesi, kısmen dahi olsa payları İsviçre borsalarında işlem gören şirketlerin (BEHG md. 22/1), ortaklıkta en fazla %2 oy oranına ulaşabilecek azınlıktan kurtulma olanağı tanımıştır. Buna göre BEHG md. 32'deki sürelerle uymak koşuluyla, en az payların %98'ini elinde bulunduran büyük pay sahibi, şirkete karşı açtığı davada azınlıktaki payların hükümsüz ilan edilmesini isteyebilir (BEHG md. 33/1). Bu paylar daha sonra şirket tarafın-

62 Bkz. Lüttmann, Kontrollwechsel in Kapitalgesellschaften, s. 44 vd.

63 CA md. 425/1.

64 CA md. 426.

65 CA md. 425/2.

66 Boyle/Sykes, Gore-Browne on Companies, § 30. 14.1.

67 Bkz. Farrar/Hannigan, Company Law, s. 609 vd.

dan BEHG md. 33/2'ye uygun olarak yeniden ihraç edilir ve bu hisseler, teklif verene tespit edilen fiyatı ödemesi ile geçer.

4. Fransız Hukuku

İkincil piyasalarda işlem gören işletmeler ile sınırlı olmak üzere, azınlığın şirketten ihraç edilmesi Fransa'da 02.07.1996 tarihinde yürürlüğe giren "Mali İşlemlerin Modernleştirilmesi Kanunu" (loi de modernisation des activites financieres) ile mümkün hale getirilmiştir. Bu Kanun, Mali İşlemleri Gözetleme Kurulu'na (Conseil des Marchés Financiers- CMF) payların hangi koşullarda zorunlu olarak devredilerek azınlığın şirketten ihraç edilebileceğine dair kuralları belirleme yetkisi tanımıştır. 5.7.1 ile 5.7.3 maddeleri arasındaki Mali İşlemleri Gözetleme Kurulu'nun Genel İlkeleri (Reglement Generale- RG) ve Kurulun, 98-25 sayılı 18.11.1998 tarihli kararında, devir işleminin nasıl yapılacağı çok ayrıntılı bir şekilde düzenlemektedir⁶⁸.

Buna göre, azınlığın şirketten çıkarılabilmesi için bir aleni pay devri teklifinin yapılması gerekir. Borsaya kayıtlı bir anonim şirkette payların en azından %95'ini elinde bulunduran büyük pay sahibi, aleni pay devri teklifi esnasında veya teklifin yapıldığı tarihten itibaren on gün içinde, CMF'den pay devri işleminden sonra şirkette paylarını kendi rızalarıyla devretmeyen ortakların bulunması halinde, bunların elinde bulunan payların kendisine bedel karşılığı verilmesini isteyebilir⁶⁹. Bu şekilde şirketten kendi istekleri dışında çıkarılacak pay sahiplerine ödenecek tazminat miktarının belirlenmesinde, işletmenin borsa değeri, varsa bağlı işletmelerin durumu ve şirketin gelecekteki ekonomik büyümesi göz önünde bulundurulur. Ödenecek tazminat, aleni pay alım teklifi esnasında paylara ödenen fiyattan daha az olmaz⁷⁰.

Fransız Hukuku'nda azınlığın şirketten ihraç edilmesini düzenleyen RG md. 5.6.1 aynı zamanda azınlığın şirketten ayrılmasına da olanak sağlamaktadır. Buna göre; azınlığın CMF'ye başvurarak, şirketteki payların %95'ini elinde bulunduran büyük pay sahibinin aleni bir pay devri teklifi vermesi ve kendi paylarını satın alması yükümlülüğü altına sokulmasını isteyebilir. Bu durumda da CMF, büyük pay sahibinin şirketten ayrılmak isteyen azınlığa, payları karşılığında ödemek istediği bedelin, uygun olup olmadığına karar verir⁷¹.

68 Hamann, s. 46.

69 Sieger/Hasselbach, NZG 2001, s. 926-927; Hamann, s. 46.

70 Hamann, s. 46.

71 Hamann, s. 46.

5. İtalyan Hukuku

İtalyan Sermaye Piyasası Kanunu'nun (Testo Unico della Finanza-T.U.) 111. maddesi azınlığın şirketten ihraç edilmesini düzenlemektedir. Buna göre; şirketteki payların tamamını devralmak amacıyla aleni pay devri teklifinde bulunan ortak, bunun sonucunda payların %98'ine sahip olmuş ve pay devri teklifinde açıkça paylarını rızalarıyla devretmeyen ortakların ihraç edileceğini (squeeze-out) bildirmişse, pay devri işleminin bitiminde itibaren dört ay içinde bu pay sahiplerini şirketten çıkarma ve bu payları devralma hakkına sahiptir⁷².

Pay devri için büyük paysahibinin azınlığa ödemesi gereken tazminatın miktarı, şirketin merkezinin bulunduğu mahkeme tarafından atanacak bilirkişi tarafından belirlenir. Bilirkişi ödenecek tazminatı belirlerken, aleni pay devri teklifinde önerilen fiyatı ve şirketin son altı aydaki borsa değerini dikkate alır⁷³. Tespit edilen tazminatın bir kredi kuruluşuna yatırıldığı andan itibaren azınlığa ait olan paylar otomatik olarak büyük paysahibine geçer⁷⁴. Şirketten zorla çıkarılan azınlığın, şirketten çıkarma şartlarının oluşmadığı gerekçesiyle ihraç kararını veya ödenmesi kararlaştırılan tazminatın uygun olmadığını düşünüyorsa bu kararın iptalini, genel hükümlere göre mahkemeden talep edebilir⁷⁵.

6. Hollanda Hukuku

Hollanda Şirketler Hukuku hem anonim hem de limited ortaklıktan ortağın rızası olmaksızın çıkarılmasını kabul etmektedir. Burgerlijk Wetboek (BW)⁷⁶ md. 201a/1 şirketteki payların en azından %95'ini kendi adına elinde bulunduran ortağın, azınlığın paylarının bedel karşılığı kendisine devredilmesi amacıyla mahkemeye dava açma hakkına sahip olduğunu düzenlemektedir. Aynı şekilde birden fazla bağlı işletmenin %95 oranındaki paya birlikte sahip bulunmaları halinde de azınlığa ait payların işletmelerden birisine devredilmesi amacıyla beraber dava açmaları mümkündür⁷⁷.

⁷² Sieger/Hassselbach, NZG 2001, s. 928.

⁷³ Hamann, s. 49; Sieger/Hassselbach, NZG 2001, s. 928.

⁷⁴ T.U. md. 111/3.

⁷⁵ İtalya mahkemelerinde, Almanya'nın aksine, ihraç kararlarına karşı veya tazminatın uygun olmadığı gerekçesiyle açılmış davalara ender rastlanmaktadır, bkz. Sieger/Hassselbach, NZG 2001, s. 928.

⁷⁶ Hollanda Medeni Kanunu.

⁷⁷ Sieger/Hassselbach, NZG 2001, s. 928.

Büyük pay sahibi tarafından açılmış olan bu davanın, uygulamada genelde mahkeme tarafından kabul edildiği görülmektedir⁷⁸. Buna karşılık, azınlığın itirazı üzerine veya mahkemenin resen yapacağı incelemede, mahkeme, şirketten çıkarma kararının payların devri karşılığında ödenecek tazminat ile karşılanamayacak kadar orantısız bir şekilde azınlığın menfaatlerini ihlal ettiği kanaatine varırsa, davayı reddeder⁷⁹. Azınlığın şirket tüzüğünde yazılı olan imtiyaz haklarını kaybetmesi bu duruma örnek gösterilebilir⁸⁰.

Mahkemenin azınlığın şirketten çıkarılması amacıyla açılmış olan davayı kabul etmesi halinde, azınlığın, kendisine ödenecek uygun bir bedel karşılığında, paylarını büyük pay sahibine devretme yükümlülüğü doğar⁸¹. Ödenecek tazminatın miktarı, bilirkişiye yaptırılacak inceleme sonucunda mahkeme tarafından tespit edilir⁸². Burada da şirketin borsa fiyatı esas alınır⁸³.

7. Avusturya Hukuku

Avusturya Şirketler ve Borsa Hukuku incelendiğinde, azınlığa ait payların devralınması yoluyla şirketten çıkarılması ile ilgili bir hükme rastlanmamaktadır. Buna karşılık şirket nevinin değiştirilmesi hukuku kuralları çerçevesinde, bir sermaye şirketindeki payı %10'un altında bulunan azınlığı şirketten çıkarmak mümkündür.

Şirketin esas sermayesinin en azından %90'ını elinde bulunduran büyük pay sahibi, azınlığın paylarını, nevi değiştirme yoluyla devralabilir⁸⁴. Büyük pay sahibinin bu anlamda tüzel kişi, kolektif veya komandit şirket olmasının bir önemi yoktur⁸⁵. Burada sermaye şirketinin genel kurulu, işletmenin tamamını büyük pay sahibine devretme kararı alarak nevi değiştirme yoluna gitmektedir⁸⁶. Büyük pay sahibinin sahip olması gereken %90 pay oranının hesaplanmasında ona bağlı bulunan işletmelerin mülkiyetinde bulunan pay-

78 Sieger/Hassselbach, NZG 2001, s. 928.

79 Hamann, s. 48; Sieger/Hassselbach, NZG 2001, s. 928.

80 Sieger/Hassselbach, NZG 2001, s. 928.

81 BW md. 201a/6, 7.

82 BW md. 201a/ 5. Tespit edilen tazminatın uygun olmadığını düşünen azınlık pay sahiplerinin, bu kararı Hollanda Yüksek Mahkemesine götürmeleri halinde ihraç kararının uygulanması yıllarca sürüncemede kalabilmektedir. Bkz. Sieger/Hassselbach, NZG 2001, s. 928.

83 Sieger/Hassselbach, NZG 2001, s. 928.

84 öUmwG § 2/2 (Österreichisches Umwandlungsgesetz – Avusturya Şirket Nevinin Değiştirilmesi Hakkında Kanun).

85 öUmwG § 2/1.

86 Sieger/Hassselbach, NZG 2001, s. 929.

lar hesaba katılmaz. Buna karşılık Alman Hukuku'nun aksine, ortaklığın kendi payları, ortakların katılım oranı göz önüne alınarak hesaplamada dikkate alınır⁸⁷.

Şirket nevinin değiştirilmesi ile ilgili genel kurul kararının ticaret siciline tescil edilmesi ile birlikte, nevi değişikliğine uğrayan şirket büyük pay sahibine devredilmiş olmakta ve eski şirketin infisah etmesiyle oradaki azınlık payları da ortadan kalkmaktadır⁸⁸. Şirketten bu şekilde ihraç edilen azınlığa uygun bir nakdi tazminatın ödenmesi gerekmektedir. Büyük pay sahibi tarafından önerilen tazminat miktarının uygun olmadığı gerekçeyle azınlığın dava açması ve tazminat miktarının mahkeme tarafından tespit edilmesini istemesi mümkündür⁸⁹.

Avusturya Hukuku'nda, azınlığın şirketten ihraç edilmesinin bir başka yolu da Avusturya Şirket Nevinin Değiştirilmesi Hakkındaki Kanun'un (Österreiches Umwandlungsgesetz – öUmwG) 7/1 maddesinde düzenlenmektedir. Buna göre; bir sermaye şirketinin genel kurulu toplanarak komandit veya kolektif yeni bir şirketin kurulmasına ve aynı zamanda sermaye şirketinin bütün malvarlığının kurulacak bu şahıs şirketine devredilmesine karar verebilir. Bu yeni kurulan şahıs şirketine sadece sermaye şirketinde en az %90 paya sahip olan kişiler orada sahip oldukları oranda katılabilirler. Bu şekilde feshedilen sermaye şirketinde pay sahibi olmasına rağmen, yeni kurulacak olan şahıs şirketine katılmayan azınlıklara, şirketten ihraç edilmelelerine karşılık, nakdi bir tazminat ödenmesi gerekir⁹⁰.

8. Belçika Hukuku

Belçika Hukuku'nda azınlığın şirketten çıkarılması iki şekilde mümkündür: Öncelikle Belçika Şirketler Kanunu'nun⁹¹ 190/1 maddesi, borsaya kayıtlı bir şirkette bulunan azınlığın şirketten ihraç edilmesinin genel şartlarını düzenlenmektedir. Bunun dışında, 8.11.1989 tarihli krallık emirnamelerindeki (Königlichen Dekrets) devir kuralları (Übernahmeregularien) çerçevesinde, aleni pay alım teklifi sonucunda şirkette kalan azınlığa ait payların devralınması mümkün hale getirilmektedir.

Şirketler Kanunu'ndaki düzenlemeye göre, tek başına veya kendisiyle hareket edenlerle birlikte, borsaya kayıtlı bir şirketin paylarının en azından

87 öUmwG § 2/1.

88 öUmwG § 2/2 Nr: 2.

89 öUmwG § 2/2 Nr: 3 ve §§ 225c, 225e.

90 öUmwG § 7/4 ve §§ 2/2, 3 Nr: 1.

91 Lois coordonnees sur les societes commerciales (L.C. S.C.).

%95'ini elinde bulunduran ortaklardan biri, azınlığı aleni pay alım teklifi yoluyla şirketten ihraç edebilir. Yapılacak bu pay alım teklifi genel kurallara uygun yapılmakla birlikte, payları devralmayı tasarlayan büyük pay sahibinin, bu planını devir teklifinin verilmesinden en az bir ay önce Borsa Denetleme Kurumu'na⁹² bildirmesi gerekir⁹³. Borsa Denetleme Kurumu kendisine büyük pay sahibi tarafından ulaştırılan belgeleri yayımlar. Bu tarihten itibaren 15 gün içinde azınlık, özellikle tespit edilen tazminat miktarı ve diğer konularda kurum nezdinde itirazda bulunabilir. Kurum yapılan bu itirazları büyük pay sahibine ulaştırır. Büyük pay sahibinin bunları dikkate almaması halinde, azınlığın itirazlarını mahkeme önünde dile getirmesi mümkündür. Kurumun büyük pay sahibi tarafından yapılan pay alım teklifini onaylaması halinde ise azınlığın payları, rızaları olmasa dahi, bedel karşılığı büyük pay sahibine geçer.

Aleni pay alım teklifi sonucunda daha önce sahip olmadığı payların %66'sını ele geçirerek, borsaya kayıtlı bir şirketteki pay oranını %95'e çıkaran ortak, geriye kalan payların da devir teklifindeki koşullarda kendisine verilmesini isteyebilir. Bunun için devir teklif yazısında açıkça devir işlemi sonucunda arta kalan payları 15 günlük bir süre içerisinde yeniden ilk devir teklifi şartlarıyla devralmayı kabul ettiğini belirtmiş olması gerekir. Bu durumda da azınlığa ait paylar büyük pay sahibine geçer.

IV. TÜRK HUKUKUNDA BÜYÜK PAY SAHİPLERİNİN AZINLIĞI ORTAKLIKTAN ÇIKARMA HAKKI

1. Yasal Durum

Yürürlükte bulunan Türk Ticaret Kanunu, büyük pay sahiplerine azınlığı şirketten ihraç etme hakkı tanımamaktadır. Buna karşılık, Sermaye Piyasası Kanunu'nun, Sermaye Piyasası Kurulu'nun görev ve yetkilerini düzenleyen 22. maddesine 1999 yılında eklenen (i) bendi, halka açık anonim ortaklıkların genel kurullarında genel hükümler çerçevesinde vekâleten oy kullanılmasına ilişkin esasları belirlemek ve bu ortaklıklarda yönetim kontrolünün el değiştirmesine yol açacak oranda vekalet toplayan ya da pay iktisap edenlerin, diğer payları satın alma yükümlülüğüne ve azınlıktaki ortakların da kont-

⁹² Commission bancaire et financiere (CBF).

⁹³ Borsa Denetleme Kurumu'na verilecek pay devri teklifi tasarısında, özellikle azınlığın paylarını devralma karşılığında ödenmesi düşünülen bedel, azınlığın bu şekilde ihraç edileceği şirketin yönetim kurulunun görüşü ve bağımsız bir bilirkişinin şirket ile ilgili vereceği raporun da eklenmesi gerekir (KD md. 26, 46, 47).

rolü ele geçiren kişi veya gruba paylarını satma hakkına ilişkin düzenlemeleri yapmak konusunda Sermaye Piyasası Kurulu'na yetki vermektedir⁹⁴.

Sermaye Piyasası Kanunu'ndaki bu hükme rağmen Türk hukukunda, yabancı hukuk sistemlerine olduğu gibi, hakim ortağın azınlığı ortaklıktan çıkarma hakkı bulunmamaktadır. Esasında Sermaye Piyasası Kanunu'nun 22/i maddesinin gerekçesinde de belirtildiği üzere, bu düzenlemenin amacı, halka açık anonim şirketlerde bir kontrol değişikliği olması halinde, azınlık pay sahiplerine, objektif koşullarla şirketten ayrılma hakkının tanınmasıdır. Hakim ortağa azınlığı ortaklıktan çıkarma hakkı tanınması durumunda korunmak istenen kişi büyük pay sahibi olmasına karşılık, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 22/i maddesi, azınlıktaki ortakların sahip oldukları payları, kontrolü ele geçiren gruba/kişiye satarak şirketten ayrılma hakkını düzenleyerek, azınlık pay sahiplerinin lehine ve onları koruyucu bir hüküm öngörmektedir.

2. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Açısından İnceleme

Çalışmaları uzun süreden beri devam eden ve yasalaşması için mecliste bulunan Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ile hakim ortağın azınlığı şirketten ihraç edebilmesi mümkün hale getirilmektedir. TTK tasarısının “satın alma hakkı” başlığını taşıyan 208. maddesi şu şekildedir: *Bir şirket doğrudan veya dolaylı olarak diğer bir şirketin paylarının ve oy haklarının en az %95'ine sahipse, geri kalan pay sahipleri karşı oyları ve açtığı davalarla bir kararın alınmasını veya yürütülmesini önüyor veya davranışlarıyla şirkete zarar veriyorlarsa, hâkim ortak bu payları varsa borsa, yoksa gerçek bilânço değeri ile satın almak için mahkemeye başvurabilir.* Bu maddenin gerekçesinde, bu hükmün şirketler topluluğuna ilişkin Forum Europeum'un önerisinden esinlenerek kaleme alındığı belirtilmiş ve amacının, bir şirketin sermayesinin ve oy haklarının yüzde doksanbeşinin uygun gördüğü bir kararın alınıp uy-

⁹⁴ Özellikle Sermaye Piyasası Kanunu'nun AB hukukuna uyumunu sağlamak için uzun süreden beri üzerinde çalışılan Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağına da, hakim ortağın satın alma hakkını düzenleyen bir madde eklenmiştir. Bu taslağın “Çağrıda Bulunma Yükümlülüğü, Satın alma ve Satma Hakkı” başlığını taşıyan 24. maddesinin 3. bendi satın alma hakkını şu şekilde düzenlemektedir: *Bir gerçek ve/veya tüzel kişinin veya bunlarla birlikte hareket edenlerin çağrı yoluyla pay toplanması suretiyle ortaklık sermayesinin veya oy haklarının Kurulca belirlenen orana veya daha fazlasına sahip olması durumunda, çağrı sonuçlarının kamuya açıklandığı tarihten itibaren Kurulca belirlenen süre içinde, ortaklığın sermayesinin veya oy haklarının Kurulca belirlenen orana veya daha fazlasına sahip olan gerçek ve/veya tüzel kişi ve/veya bunlarla birlikte hareket edenler, azınlıkta kalan ortakların paylarını çağrı fiyatı üzerinden satın almak amacıyla ortaklığa başvurarak, azınlıkta kalan payların itfasını ve bunlar karşılığı çıkarılacak payların kendisine verilmesini talep edebilirler. Azınlıkta kalan payların itfasına ilişkin esaslar Kurulca belirlenir”.*

gulanmasına çoğu kişisel çeşitli sebeplerle karşı çıkan ortakların/paysahiplerinin şirketi bunaltan ve engelleyen davranışlarına son verip şirket içi barışı sağlamak olduğunu ifade etmiştir.

Tasarı'nın 208. maddesi incelendiğinde, büyük paysahibinin azınlığı şirketten ihraç edebilmesi, payların en fazla %5'ine sahip ortakların, sahip oldukları oylar ve açtıkları davalarla bir kararın alınmasını veya yürütülmesini önleme veya davranışlarıyla şirkete zarar vermeleri koşullarına bağlanmıştır. Böyle bir durumda hakim ortak, bu payları varsa borsa, yoksa gerçek bilanço değeri ile satın almak için mahkemeye başvurabilecektir⁹⁵.

Tasarı'nın yasalaşmasıyla, yabancı hukuk sistemlerinde, özellikle Avrupa Birliği üyesi ülkelerde bir süreden beri uygulama alanı bulan ve yasal düzenlemelerin konusu olan belli pay oranına ulaşan hakim ortağın azınlığı şirketten ihraç edebilmesi Türk Hukuku'na da girmiş olacaktır. Avrupa Birliği'nin 13. sayılı Direktifi'nin⁹⁶ de konusunu oluşturan bu kurumun, Türkiye'nin AB tam üyelik süreci de göz önüne alındığında, Türk Ticaret Kanunu'nda düzenlenecek olmasının faydalı olacağı söylenebilir. Buna karşın, Tasarı'nın bu şekliyle yasalaşması halinde yeni tartışmalara yol açması kaçınılmazdır.

Bu düzenlemeye getirilebilecek eleştirilerden biri, satın alma hakkını düzenleyen 208. maddenin Tasarı'nın ticaret şirketlerine ilişkin ikinci kitabının genel hükümler başlığını taşıyan birinci bölümünde yer alması nedeniyle, sadece anonim ortaklıklara değil, tüm ticaret şirketleri için uygulama alanı bulacağıdır. Yabancı hukuk sistemlerin önemli bir kısmında sadece halka açık şirketlerde hakim ortağın satın alma hakkı düzenlenmektedir⁹⁷. Alman Hukuku'nda ise büyük paysahibine bu hak, Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'nun bağlı işletmeleri düzenleyen üçüncü kitabına eklenen dördüncü bölümündeki 327a – 327f maddeleri ile, halka açık olsun olmasın bütün anonim ortaklıklar için tanınmıştır. TTK tasarı ile öngörülen satın alma hakkının kapsamının belirlenmesi ve hangi şirketlerde uygulanacağını netleştirilmesi gerekmektedir.

⁹⁵ Maddenin gerekçesinde, bu durumu kötüye kullanmalara ve özellikle pay bedelinin ödenmemesi tehlikesine engel olmak amacıyla kararın mahkemeye bırakıldığı ve pay bedelinin kanunen belirlendiği ifade edilmiştir.

⁹⁶ 13th Directive about "takeover bids. Bu Direktif 21 Nisan 2004 tarihinde kabul edilmiştir.

⁹⁷ Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nın söz konusu maddesi hakkında 7 Haziran 2005 tarihinde Türkiye Bankalar Birliği tarafından verilen görüşte, 208. maddenin en azından halka açık şirketler için uygulanmaması gerektiği ifade edilmiştir.

Büyük pay sahibinin azınlığın iradesini hiçe sayarak onu şirketten ihraç etmesi durumunda, azınlığın mağduriyetini azaltmak ve maddi zarara uğramasına engel olmak için önlemler alınması gerekir. Hakim ortağın azınlık payları satın almak için ödediği tutarın makul olup olmadığı mahkeme tarafından atanacak bilirkişilerin vereceği rapor esas alınarak bizzat mahkeme tarafından kararlaştırılması daha uygun olacaktır⁹⁸. Ayrıca Almanya'da olduğu gibi, büyük pay sahibinin satın alma hakkını kullanmak için başvuruda bulunduğu sırada azınlık paylar için ödemesi gereken meblağı bankaya yatırması veya bu tutar kadar bir banka garantisi getirmesi, paylarını satmak zorunda bırakılan azınlığın haklarını korumak açısından yararlı olacaktır⁹⁹.

Azınlığın haklarını koruyacak mekanizmalardan biri de, TTK'da hakim ortağın satın alma hakkı ile birlikte azınlığın satma hakkının düzenlenmesidir¹⁰⁰. Özellikle aleni pay alım teklifi yapıldığında paylarını satmamayı tercih eden ortaklar, teklif sahibinin ulaştığı çok yüksek orandaki pay sahipliğinden sonra, şirkette pay sahibi olarak kalmanın faydasız olacağı kanaatine varmaları halinde, kendilerine tercihlerini bir daha gözden geçirerek paylarının teklif şartlarıyla büyük pay sahibi tarafından satın alınmasını talep etme hakkı verilmelidir¹⁰¹.

V. SONUÇ

Avrupa Birliği'ne üye ülkelerin çoğunda azınlığın şirketten çıkarılması kanuni olarak düzenlenmiştir. Bazı ülkelerde ise her ne kadar azınlığın şirketten ihraç edilmesini kabul eden açık yasal düzenlemeler olmasa da değişik kanunlardaki şirketlerin yapısal değişimini öngören kuralların uygulanması yoluyla azınlığa ait payların devralınarak onların dolaylı olarak şirketten ihraç edilebileceği kabul edilmektedir. Farklı koşulları olsa da, burada incelenen ülkelerin büyük kısmında sadece borsaya kayıtlı şirketlerde ve aleni pay devri teklifi sonunda arta kalan payların şirketten çıkarılması kabul edilmişken, Almanya gibi bazı ülkelerde borsaya kayıtlı olmayan şirketlerde de ve pay devri teklifinde bulunmaksızın da azınlığın şirketten ihracı mümkündür. TTK tasarısında ise, büyük pay sahibinin azınlığı şirketten ihraç etme

⁹⁸ Bu durumda bilirkişi ve mahkeme masrafları büyük pay sahibi tarafından karşılanması gerekir.

⁹⁹ Aynı görüş için bkz. Aslan, Hakim Ortağın Azınlık Paylarını Satın Alma Hakkı (squeeze-out-right), 2005, SPK Yeterlilik Etüdü, s. 44.

¹⁰⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz. Özdoğan, 2002, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, SPK Yeterlilik Etüdü.

¹⁰¹ Karş. Aslan, s. 10.

hakkı, halka açık olsun olmasın bütün şirketlerde ve sadece çağrı yoluyla hisse senedi toplanması işleminin sonucunda şirket sermayesinin ve/veya oy haklarının %95'ine ulaşılmasının ardından değil, sermayenin ve/veya oy hakkının %95'ine nasıl ulaşıldığının bir önemi olmaksızın tanınmıştır.

Ayrıca azınlığı şirketten çıkarmanın düzenlendiği ülkelerin bir kısmında, ihraç şartlarının olduğu durumlarda, aynı zamanda azınlığın da büyük pay sahibinden paylarını devralmasını ve böylece şirketten ayrılmasının mümkün hale gelmesini isteme hakkı bulunmasına karşılık TTK tasarısı bu yönde bir hüküm içermemektedir.

KAYNAKÇA

Aslan, Ayşegül; Hakim Ortağın Azınlık Paylarını Satın Alma Hakkı (squeeze-out right), SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2005.

Baums, Phillipp; A.; Ausschluss von Minderheitsaktionären, Frankfurt am Main 2001.

Baums, Phillipp; A.; Der Ausschluss von Minderheitsaktionären nach §§ 327a ff. AktG n.F. – Einzelfragen - , WM 2001, 1843 vd.

Clark, Rober Charles; Corporate Law, USA 1986.

Farrar, John H./ Hannigan, Brenda M; Farrar's Company Law, London 1998

Grunewald, Barbara; Die neue Squeeze-out-Regelung, ZIP 2002, 18 vd.

Hamann, Axel; Minderheitenschutz beim Squeeze-out-Beschluss – Materielle Rechtsmäßigkeitkontrolle des gemäß § 327a Abs. I S. I AktG zu fassenden Hauptversammlungsbeschlusses, Köln 2003.

Hanau, Hans; Der Bestandschutz der Mitgliedschaft anlässlich der Einföhrung des "Squeeze Out" im Aktienrecht, NZG 2002, 1040 vd.

Hecker, Renate; Regulierung von Unternehmensübernahmen und Konzernrecht, Wiesbaden 2000.

Helmis, Sven; Der Ausschluss von Minderheitsaktionären, ZBB 2003, 161 vd.

Hüffer, Uwe; Aktiengesetz, § 327 a, München 2004.

Kossmann, Alfred; Ausschluss ("Freeze-out") von Aktionären gegen Barabfindung, NZG 1999, 1198 vd.

Krieger, Gerd; Squeeze-Out nach neuem Recht: Überblick und Zweifelsfragen, BB 2002, 53 vd.

Kühn, Wolfgang; Probleme mit Minderheitsaktionären in der Aktiengesellschaft, BB 1992, 291.

Land, Volker/ Hasselbach, Kai; Das neue deutsche Übernahmegesetz, DB 2000, 1747 vd.

Lerbinger, Paul; Unternehmensakquisition durch Leveraged Buy Out, Die Bank 1986, 133 vd.

Lüttman, Ruth; Kontrollwechsel in Kapitalgesellschaften, Baden-Baden 1992.

Maslo, Armin; Zurechnungstatbestaende und Gestaltungsmöglichkeiten zur Bildung eines Hauptaktionäers beim Ausschluss von Minderheitsaktionären (Squeeze-Out), NZG 2004, 163 vd.

Merkt, Hanno; US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, Heidelberg 1999.

Ott, Kai-Peter; Reichweite der Angemessenheitsprüfung beim Squeeze-out, DB 2003, 1615 vd.

Özdoğan, Ayşegül; Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2002.

Peltzer, Martin; Rechtliche Problematik der Finanzierung des Unternehmenskaufs beim MBO, DB 1987, 973 vd.

Poroy, R/ Tekinalp, Ü/ ÇamoğluE.; Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 8. Bası, İstanbul 2002

Pöttsch, Thorsten/ Möller, Andreas; Das künftige Übernahmerecht – Der Diskussionsentwurf des Bundesministeriums der Finanzen zu einem Gesetz zur Regelung von Unternehmensübernahmen und der gemeinsame Standpunkt des Rates zur europaischen Übernahmerrichtlinie, WM özel sayı 2/2000.

Pöttsch, Thorsten/ Möller, Andreas; Das neue Übernahmerecht – Der Regierungsentwurf von 11. Juli 2001, ZIP 2001, 1256.

Pulaşlı, Hasan; Alman Hukukunda Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı, Ünal Tekinalp'e Armağan, Cilt 1, S. 649 vd.

Richard, Jörg/ Weinheimer, Stefan; Der Weg zurück: Going Private, BB 1999, 613 vd.

Riegger, Bodo; Das Schicksal eigener Aktien beim Squeeze-out, DB 2003, 541 vd.

Sieger, Jürgen J./ Hasselbach, Kai; Ausschluss von Minderheitsaktionären (Squeeze-out) im auslaendischen Recht, NZG 2001, 926 vd.

Schnurbein, Caspar; Anfechtung von Squeeze-out-Beschlüssen und Registersperre, AG 2005, 725 vd.

Than, Jürgen; Zwangsweises Ausscheiden von Minderheitsaktionären nach Übernahmeangebot?, FS Carsten Peter Claussen, Köln 1997.

Tuncay, Merzuke; Halka Açık Anonim Şirketlerin Halka Kapalı Hale Dönüşmesi (Going Private), SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2003.

Vetter, Eberhard; Squeeze-out – Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre aus der Aktiengesellschaft nach den §§ 327a- 327f AktG, AG 2002, 176 vd.

Volhard, Rüdiger; Semler/Volhard in Münchener Handbuch, § 38, Freiburg 2003.

Watter, Rolf; Unternehmensübernahmen, Zurich 1990.

Weiss, Mario; Der Ausschluss von Minderheitsaktionären – Eine Rechtsvergleichende Untersuchung nach US-amerikanischem und deutschem Recht, Konstanz 2003.

Wirth, Gerhard/ Arnold, Michael; Anfechtungsklagen gegen Squeeze-out-Hauptversammlungsbeschlüsse wegen angeblicher Verfassungswidrigkeit, AG 2002, 503 vd.

Wolf, Martin; Der Minderheitenausschluss qua “übertragender Auflösung” nach Einführung des Squeeze-Out gemäss §§ 327a-f AktG, ZIP 2002, 153 vd.