

Hukuk Bülteni

Birleşmeler ve Devralmalar | Kasım 2025

PAY SAHİPLERİ SÖZLEŞMESİ ÇIKIŞ HÜKÜMLERİ VE İCRA EDİLEBİLİRLİĞİ

Pay sahipleri sözleşmeleri; pay sahiplerinin birbirleri ve şirket ile olan ilişkilerini ve şirketin tabi olması istenen birtakım düzenlemeleri belirlemek üzere akdedilen sözleşmelerdir. Uygulamada pay sahipleri sözleşmeleri sıklıkla, Türk Ticaret Kanunu'nun ("**TTK**") emredici düzenlemeleri ve şirketin esas sözleşmesinin yanında ve onlarla beraber var olmak üzere, ortaklığın kişileştirilmesi adına kullanılmaktadır.

1. Pay Sahipleri Sözleşmesinin Hukuki Niteliği

TTK'da öngörülen ve öğretide "tek borç ilkesi" olarak anılan düzenleme uyarınca, anonim ortaklıklarda pay sahipleri esas sözleşme ile yalnızca sermaye taahhüdü altına girebilir. Tek borç ilkesi kapsamında pay sahipleri, esas sözleşme uyarınca taahhüt ettikleri sermayeyi ödemek dışında başka bir taahhüde tabi olmayacaktır. Bununla beraber pay sahipleri sözleşmeleri, ortaklıklar hukukuna değil borçlar hukukuna dayandığından, tek borç ilkesi uyarınca esas sözleşmede yer verilemeyen yükümlülüklerin prensip olarak bu sözleşmelerde düzenlenmesi mümkündür. Uygulamada, azınlık pay sahiplerinin korunması, yönetim kurulu/genel kurul karar nisaplarının belirlenmesi, rekabet yasağı ve çıkış hükümleri pay sahipleri sözleşmelerinde en sık karşılaşılan düzenlemelerdir.

2. Çıkış Hükümleri

Uygulamada çıkış hükümleri, temel olarak ilk teklif hakkı, ön alım hakkı, alım ve satım hakları, birlikte satma ve/veya satmaya zorlama hakları olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.1. İlk Teklif ve Ön Alım Hakları

İlk teklif hakkı (*right of first offer*), paylarını devretmek isteyen pay sahibinin, üçüncü kişilerle müzakere sürecine başlamadan önce, öncelikli olarak ilk teklif hakkına sahip pay sahiplerine payların devrini teklif etmesini sağlayan bir haktır. İlk teklifin yapıldığı pay sahipleri, payların

KOLCUOĞLU DEMİRKAN KOÇAKLI

satın alınmasına ilişkin teklifi kabul etmek zorunda değildir. Bununla beraber hakkın sözleşme dahilinde kurgulanma şekline bağlı olarak, ilk teklifin ilgili pay sahipleri tarafından reddedilmesinin ardından payların üçüncü bir kişiye devredilmesi halinde üçüncü kişiye yapılacak satışın, ilk teklif edilen fiyattan daha az olamayacağı düzenlenebilir. İlk teklif hakkı ile sıklıkla karıştırılan ve fakat ayrı bir hak olan, ön alım hakkı da tanınmış olabilir (*right of first refusal*). Bu durumda halihazırda üçüncü bir kişiden pay alım teklifi almış pay sahibinin bu teklifi kabul etmeden önce, payların devrini ön alım hakkına sahip pay sahibine aynı şartlar üzerinden teklif etmesi gerekmektedir. Ön alım hakkına sahip pay sahibi teklifi reddederse, paylar üçüncü kişiye devredilebilecektir.

2.2. Alım Opsiyonu

Alım opsiyonu (*call option*); yenilik doğuran bir hak olarak, hak sahibine diğer pay sahibine ait olan miktarı belirli veya belirlenebilir payı sözleşmede kararlaştırılan bir bedel üzerinden tek taraflı irade açıklamasıyla alma imkânı sağlamaktadır. Bu hak genelde çoğunluk pay sahibi lehine tanınan bir haktır.

2.3. Satım Opsiyonu

Satım opsiyonu (*put option*) ise yine yenilik doğuran bir hak olarak; hak sahibine, tek taraflı irade beyanı ile diğer pay sahibi veya sahiplerine miktarı belirli veya belirlenebilir payı sözleşmede kararlaştırılan bir bedel üzerinden satma imkânını sağlar. Bu hak genelde azınlık pay sahibi lehine tanınan bir haktır.

2.4. Birlikte Satma Hakkı

Birlikte satma hakkı (*tag-along*), pay sahiplerinden biri paylarını üçüncü bir kişiye satma girişiminde bulunduğu anda, birlikte satma hakkına sahip diğer pay sahiplerinin de paylarını aynı üçüncü kişiye satabilme ve çoğu zaman ortaklıktan çıkma imkânı sunar. Birlikte satma hakkı, şirket yapısında meydana gelebilecek olası bir kontrol değişikliğinde azınlık pay sahiplerini korumakta ve çoğunlukla ortaklıktan ayrılma imkânı vermektedir. Bu hak da genelde azınlık pay sahibi lehine tanınan bir haktır.

2.5. Birlikte Satmaya Zorlama Hakkı

Birlikte satmaya zorlama hakkı (*drag-along*), uygulamada çoğunluk pay sahipleri lehine tanınan bir haktır. Birlikte satmaya zorlama hakkına sahip olan ve payını satacak olan pay sahibi, birlikte satmaya zorlama hakkını kullanarak diğer pay sahiplerini de paylarını aynı üçüncü kişiye satmaya zorlayabilir. Bu talebin karşısında talebin yöneltildiği pay sahibi paylarını gösterilen üçüncü kişiye hak sahibi ile birlikte satma borcu altına girer.

3. Çıkış Hükümlerinin İcrası

Tek borç ilkesi uyarınca pay sahiplerinin asli borcu taahhüt ettikleri sermayeyi ödemek olup, pay sahiplerinin başka bir borca tabi kılınması kural olarak mümkün değildir. TTK uyarınca temel kural anonim şirketlerde nama yazılı payların herhangi bir sınırlandırmaya bağlı olmaksızın devredilmesidir. Bununla beraber istisnai olarak, esas sözleşmesel bağlamla ile

KOLCUOĞLU DEMİRKAN KOÇAKLI

devir sınırlandırılabilen ve nama yazılı payların devri şirket onayına tabi tutulabilmektedir. Bu kapsamda esas sözleşmede payların devrini kısıtlayan bağlam hükümlerine yer verilebileceği düzenlenmiş olup, şirket, esas sözleşmede öngörülmüş önemli bir sebebi ileri sürerek payların devrini onaylamayı reddedebilir. Öte yandan esas sözleşmede "önemli sebep" olarak nitelendirilen pay sahipleri çevresinin bileşimi, şirketin konusu veya işletmenin bağımsızlığı kategorilerinden birine girmeli ve somutlaştırılmalıdır. Nitekim Yargıtay kararlarında bağlam sınırlamalarını ağırlaştıran herhangi bir hüküm esas sözleşmeye eklense dahi, şirketi bağlayıcı düzlemde etki yaratmayacağından ticaret hukuku açısından geçerlilik arz etmeyeceği vurgulanmaktadır. Bu nedenle payların devri sırasında pay sahiplerine ilave birtakım yükümlülükler öngören ve yukarıda özetlenen çıkış hakları prensip olarak esas sözleşmede düzenlenmemektedir.

Ancak sözleşme serbestisi çerçevesinde, ilgili hakların ve yükümlülüklerin pay sahipleri arasında akdedilecek bir pay sahipleri sözleşmesinde düzenlenmesinin önünde herhangi bir engel bulunmamaktadır. Pay sahipleri sözleşmesinde öngörülen çıkış hükümlerinin ihlali halinde, yaptırım olarak "aynen ifa" suretiyle payların sözleşmede düzenlenen hak sahibine teslim edilmesi düzenlenmiş olabilir. Söz konusu durumlarda Türk hukukunda teorik olarak aynen ifa davası açılabilir olsa da uygulamada özellikle pay senetlerinin fiziken erişilebilir olmaması ve benzeri hallerde aynen ifanın uygulanması konusunda pratik engeller bulunmaktadır. Ayrıca Yargıtay'ın bu konuda istikrarlı bir içtihat geliştirmemiş olması ve mahkemelerin, sözleşmenin ihlaline bağlanan sonucun aynen ifa olarak düzenlenmiş olduğu hallerde dahi çoğunlukla zararın tazminine hükmetme eğiliminde olması nedeniyle aynen ifa yönünde karar verilmesine dair öngörülebilirlik sınırlıdır.

İLETİŞİM



Av. Ceyda Betül Gülmezoğlu

cbgulmezoglu@kolcuoglu.av.tr



Av. Eylül Buse Küçük

ebkucuk@kolcuoglu.av.tr