



**SERMAYE PİYASASI KURULU  
HUKUK İŞLERİ DAİRESİ**

**HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA  
PAY SAHİBİNİN ORTAKLIKTAN AYRILMA HAKKI**

**YETERLİK ETÜDÜ**

**Ayşegül ÖZDOĞAN  
Uzman Hukukçu Yardımcısı**

**Ekim 2002  
ANKARA**

## **YÖNETİCİ ÖZETİ**

Kanun koyucu, anonim ortaklıkların kural olarak sermaye ve oy çoğunluğunu ellerinde bulunduran pay sahiplerinin kararlarına göre ve çoğunluk tarafından seçilen organlar eliyle yönetilmesi ve denetlenmesi ilkesini benimsemiştir. Ancak çoğunluk ilkesinin esas alındığı her toplulukta olduğu gibi anonim ortaklıklarda da, kontrol gücünü ellerinde bulunduranların, ortaklık çıkarları yerine kendi özel çıkarlarını ön planda tutmaları eğilimi sık rastlanan bir durum olmuştur.

Bu sorun göz önüne alınarak anonim ortaklıklarda çatışabilecek azınlık-çoğunluk menfaatleri arasında adil ve hassas bir dengenin kurulması amacıyla çeşitli düzenlemeler yapılması yoluna gidilmiş, her bir pay sahibine çoğunluğun irade ve kararına bağlı bulunmayan kişisel haklar (TTK. md.385) ve bu hakları korumak üzere genel kurul kararlarının iptalini dava edebilme, yönetim kurulu üyeleri ile denetçiler aleyhine ortaklığı zarara uğratan eylem ve işlemleri nedeniyle tazminat davası açabilme (TTK. md.336 vd., 359) ve ibra edilmelerini önleme gibi olanaklar verilerek çoğunluğun muhtemel kötüye kullanımları engellenmeye çalışılmıştır.

Bu olanak ve yetkilerin azınlığın korunmasındaki yetersizliği kanun koyucuyu yeni düzenlemeler yapmaya sevk etmiştir. Doktrinde bu amaçla getirilen önerilerden bir tanesi ortaklığın haklı sebeplerle feshi olmuştur. Bununla birlikte, ortaklığın devamında çoğunluk pay sahiplerinin yanısıra üçüncü kişilerin de menfaatlerinin bulunduğu dikkate alındığında, pay sahiplerinin hakları korunurken, aynı zamanda ortaklık varlığının ayakta tutulacağı, ara bir çözüm yolunun bulunması zorunluluğu doğmuştur. Bu noktadan hareketle doktrinde, çoğunluğun azınlık paylarını satın alma ve azınlığın paylarını çoğunluğa satma hakkına ilişkin düzenlemelere mevzuatımızda yer verilmesi gerektiği savunulmuştur. Nitekim 4487 sayılı Kanun değişikliği ile SPKn'nun 22/i maddesinde SPKr'na, hakim ortağın satın alma ve azınlıktaki ortakların kontrolü ele geçiren kişi veya gruba paylarını satma hakkına ilişkin düzenlemeleri yapma yetkisi verilmiştir. Benzer nitelikteki düzenlemeler çeşitli Avrupa ülkelerinin mevzuatlarında da yer almaktadır.

Ortaklık yapısında esaslı değişiklikler yaratan genel kurul kararlarına muhalif kalan pay sahiplerine, paylarını ortaklığa satarak ortaklıkla ilişkisini sona erdirmeye imkanı sağlayan ayrılma hakkı, bir taraftan azınlığın korunması ve çoğunluğun azınlık engellemeleri ile karşılaşmadan karar almasını mümkün kılarken, diğer taraftan kontrol değişikliklerinden tamamen bağımsız, ancak pay sahiplerinin yatırım

tercihlerine uygun düşmeyen genel kurul kararlarında pay sahiplerine ortalıkla ilişkisine son verme seçeneği tanımak suretiyle, hakim ortağın satın alma ve azınlığın satma hakkına oranla çok daha geniş bir koruma öngörmektedir.

Karşılaştırmalı hukukta da, ayrılma hakkının esas olarak pay sahiplerini koruma fonksiyonuna dikkat çekilmiş olmakla birlikte, ortaklıktaki kontrol ilişkisinden bağımsız bir biçimde düzenlendiği göze çarpmaktadır. Almanya ve İtalya mevzuatları ile AB düzenlemelerinde ayrılma hakkı, pay sahiplerinin diğer yasal başvuru yollarından bağımsız bir biçimde düzenlenmiş; ancak bu hakka ilişkin en ayrıntılı düzenlemelere esas olarak ABD mevzuatında yer verilmiştir. ABD hukukunda ayrılma hakkı yargı kararları ve doktrin görüşleriyle de gelişmiştir. Dolayısıyla bu çalışmada ayrılma hakkına ilişkin hususlar incelenirken temelde ABD hukuku esas alınmıştır.

Çalışmanın amacı, Türk hukukunda azınlık-çoğunluk çatışmasının önlenmesi, yöneticilerin faaliyetlerinin denetlenmesi ve paylara likidite kazandırılmasında önemli bir çözüm teşkil edebilecek olan ayrılma hakkının incelenerek, ne şekilde uygulanabileceği hususunun değerlendirilmesidir. Mevzuatımızda ayrılma hakkının düzenlenmesi aynı zamanda Türk hukukunun AB mevzuatı ile uyumlaştırılması ve corporate governance ilkelerinin uygulanması açısından da gereklidir.

Ayrılma hakkına ilişkin olarak düzenleme yapılmasının önşartı, anonim ortaklıkların kendi paylarını satın almasını yasaklayan TTK. md.329 hükmüne istisna getirilmesidir. Öte yandan yapılacak olan düzenlemelerin amacına ulaşabilmesi ve azınlığı korurken, payların ortaklık tarafından iktisabı sebebiyle ortaklıktan çıkacak nakte bağlı olarak ortaklığın maddi yönden zarar görmemesi için, esas sermayenin azaltılması yoluna gidilmemesi, ödenecek pay bedelleri için karşılık ayrılması; diğer taraftan, pay sahiplerinin bilgilendirilmesi ve kamunun aydınlatılmasına ilişkin hükümlere yer verilmesi gerekmektedir. Ancak, halka açık anonim ortaklıkların, halka kapalı ortaklıklara göre farklı özellikler göstermesi, halka açık anonim ortaklıklara özgü hususlardaki esasların belirlenmesi için SPKn'a yetki verilmesi gereğini beraberinde getirmektedir. Bu şekilde, uygulamada karşılaşılabilecek sorunlara kısa sürede çözüm üretilmesi de mümkün olacaktır.

Çalışmanın ilk bölümünde, ayrılma hakkının ortaya çıkışı, niteliği, amaç ve fonksiyonlarını kapsayan genel açıklamalara yer verilmiş; ikinci bölümde, ayrılma hakkına ilişkin karşılaştırmalı hukuktaki düzenlemeler ve hakkın corporate governance ilkeleri karşısındaki durumu incelenmiştir. Üçüncü bölümde ise, ayrılma

hakkının kapsamı belirlenerek, kullanılmasındaki usuller ele alınmıştır. Dördüncü bölümde hukukumuzda ayrılma hakkına benzer müesseseler irdelendikten sonra, bu hakkın Türk hukukunda ne şekilde düzenlenmesi gerektiğine ilişkin görüş ve önerilere yer verilmiştir. Çalışma, ele alınan konuların ve ulaşılan sonuçların özetlendiği sonuç bölümü ile sonlandırılmıştır.

Hukukta atıf usullerinde, atıfların metnin bütünlüğünü bozmaması yöntemi benimsendiğinden, 16.10.1998 tarih ve 1998/16 sayılı Genelge'den farklı olarak, atıflar aynı sayfada dipnot olarak verilmiştir.

<b>KISALTMALAR CETVELİ .....</b>	<b>VII</b>
<b>GİRİŞ .....</b>	<b>1</b>
<b>BİRİNCİ BÖLÜM: GENEL OLARAK ORTAKLIKTAN AYRILMA HAKKI.....</b>	<b>4</b>
1.1 TANIMI .....	4
1.2 ORTAKLIKTAN AYRILMA HAKKININ TARİHSEL GELİŞİMİ .....	4
1.3 ORTAKLIKTAN AYRILMA HAKKI İLE BENZER MÜESSESELER .....	7
1.3.1 Hakim Ortağın Azınlık Paylarını Satın Alma Hakkı.....	7
1.3.2 Aleni Pay Alım Teklifinde Azınlığın Kendi Paylarının Satın Alınmasını Talep Hakkı .	9
1.4 ORTAKLIKTAN AYRILMA HAKKININ AMACI VE FONKSİYONLARI.....	10
1.4.1 Genel Olarak.....	10
1.4.2 Bireysel Veto Hakkının Tazmini .....	10
1.4.2 Ortaklık Paylarına Likidite Sağlanması.....	11
1.4.3 Azınlığın Korunması .....	12
1.4.4 Çoğunluğun Azınlığa Karşı Korunması.....	13
1.4.5 Yöneticilerin Denetlenmesi .....	15
1.5 ORTAKLIKTAN AYRILMA HAKKININ NİTELİĞİ VE ÖZELLİKLERİ.....	16
1.5.1 Bireysel Hak Olması.....	16
1.5.2 Pay Sahipliğine Dayanan Genel Bir Hak Olması .....	16
1.5.3 Bazı Önemli Genel Kurul Kararlarına Muhalif Kalınmasını Gerektirmesi .....	17
1.5.3.1 Önemli Karar Kavramı .....	17
1.5.3.2 Önemli Kabul Edilen Bazı Genel Kurul Kararları .....	20
1.5.4 Kullanılması Halinde Ortaklık Tarafından Payların Nakit Karşılığı Satın Alma Zorunluluğunu Doğurması .....	20
1.5.5 Pay Sahiplerinin Benzer Yasal Hakları ile Birlikte Kullanılıp Kullanılmayacağı Sorunu .....	21
<b>İKİNCİ BÖLÜM: KARŞILAŞTIRMALI HUKUKTA ORTAKLIKTAN AYRILMA HAKKININ DÜZENLENMESİ .....</b>	<b>23</b>
2.1 İNGİLİZ HUKUKUNDA .....	23
2.2 FRANSIZ HUKUKUNDA .....	23
2.3 ALMAN HUKUKUNDA .....	24
2.4 İTALYAN HUKUKUNDA .....	25
2.5 AB HUKUKUNDA .....	25

2.6 ORTAKLIKTAN AYRILMA HAKKININ KURUMSAL YÖNETİM (CORPORATE GOVERNANCE) İLKELERİ ÇERÇEVESİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ.....	26
--	----

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: ORTAKLIKTAN AYRILMA HAKKININ KAPSAMI VE KULLANILMASI ..... 28**

3.1 AYRILMA HAKKININ KAPSAMI .....	28
3.1.1 Oydan Yoksun Payların Ayrılma Hakkı Karşısındaki Durumu.....	28
3.1.2 Market-Out İstisnası .....	29
3.1.3 Cash-Out İstisnası .....	30
3.2 ORTAKLIKTAN AYRILMA HAKKININ KULLANILMASI .....	31
3.2.1 Pay Sahiplerine Ayrılma Haklarının Bildirilmesi.....	31
3.2.2 Ortaklığa İhbarda Bulunulması.....	32
3.2.3 İlgili Genel Kurul Kararı Aleyhine Oy Kullanılması.....	32
3.2.4 Ortaklık Tarafından Formların Gönderilmesi .....	32
3.2.5 Pay Bedellerinin Ödenmesi .....	33
3.2.6 Pay Bedellerinin Tespiti İçin Dava Açılması.....	33
3.2.7 Ayrılma Hakkının Kullanılması Sürecinde Pay Sahiplerinin Ortaklık Haklarının Durumu .....	35
3.2.8 Pay Bedelinin Tespiti .....	35
3.2.8.1 Genel Olarak.....	35
3.2.8.2 Delaware Blok Metodu .....	35
3.2.8.3 Weinberger Kararı .....	36
3.2.8.4 Faizin Tespiti.....	37

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: AYRILMA HAKKININ TÜRK HUKUKUNDA UYGULANABİLİRLİĞİ ..... 38**

4.1 TTK. 'NDA YER ALAN İLGİLİ DÜZENLEMELER .....	38
4.2 SPKN'DA YER ALAN İLGİLİ DÜZENLEMELER .....	39
4.3 TÜRK HUKUKUNDA ORTAKLIKTAN AYRILMA HAKKININ DÜZENLENMESİ .....	40
4.3.1 Ayrılma Hakkının Düzenlenmesinin Gerekliliği.....	40
4.3.2 Ayrılma Hakkının Tanınacağı Genel Kurul Kararları.....	42
4.3.3 Ayrılma Hakkının Hangi Paylar İçin Tanınacağı Hususu .....	43
4.3.4 Halka Açık ve Kapalı Ortaklıklarda Ayrılma Hakkının Karşılaştırılması.....	44
4.3.5 Ayrılma Hakkının İşleyişi ve Kamuyu Aydınlatma .....	45
4.3.6 Ayrılma Hakkının Ne Şekilde Düzenleneceği Sorunu ve TTK. md.329 Hükmü Çerçevesinde Değerlendirilmesi.....	46

**GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ ..... 48**

**KAYNAKÇA ..... İ**

### **KISALTMALAR CETVELİ**

<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>age.</b>	Adı geçen eser
<b>agm.</b>	Adı geçen makale
<b>ALI</b>	American Law Institute
<b>APOK</b>	Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu
<b>B.</b>	Bası
<b>BK.</b>	Borçlar Kanunu
<b>bk.</b>	Bakınız
<b>C.</b>	Cilt
<b>CA</b>	Companies Act
<b>CMF</b>	Conseil de Marchés Financiers
<b>Del. GCL</b>	Delaware General Corporation Law
<b>İBK</b>	İsviçre Borçlar Kanunu
<b>Koll. O</b>	Kollektif Ortaklık
<b>Kom. O</b>	Komandit Ortaklık
<b>Lmt. O</b>	Limited Ortaklık
<b>MBCA</b>	Model Business Corporation Act
<b>md.</b>	Madde
<b>MK.</b>	Medeni Kanun
<b>No.</b>	Numara
<b>OC</b>	Official Comment
<b>OECD</b>	Organisation for Economic Co-Operation and Development
<b>s.</b>	Sayfa
<b>S.</b>	Sayı
<b>Seri:IV, No:8 sayılı Tebliğ</b>	Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve

	Çağrı Yoluyla Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği
<b>Seri:VIII, No:20 sayılı Tebliğ</b>	Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği
<b>SPKr</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>SPKn</b>	Sermaye Piyasası Kanunu
<b>TTK.</b>	Türk Ticaret Kanunu
<b>Ucla</b>	University of California and Los Angeles Law Review
<b>UmwG</b>	Gesetz zur Bereinigung des Umwandlungsrechts



## GİRİŞ

Şahıs ortaklıklarına egemen olan oybirliği esaslı sermaye şirketlerinde oy çoğunluğu şeklinde karakterize olmuştur<sup>1</sup>. Çoğunluk ilkesi, diğer sermaye şirketleri ile kıyaslandığında, pay sahibi sayısının fazla olma niteliğine bağlı olarak anonim ortaklıklar açısından daha da büyük önem taşır. Zira çoğunluk ile alınmış olan kararlar, karara iştirak etmemiş ya da muhalif kalmış pay sahiplerini de bağlar (TTK. md.379). Diğer taraftan, yönetim kurulu üyeleri ve denetçiler de genel kurulda oy çokluğunu elinde bulunduran ortaklarca seçilir ve azledilebilirler. Ortaklık ana sözleşmesi bile kural olarak oy çokluğu ile değiştirilebilir<sup>2</sup>. Dolayısıyla, yönetim hakkına ilişkin imtiyazlar bir tarafa bırakıldığında, genel kurulda çoğunluğu ele geçiren kişi veya grup, ortaklık yönetimini de ele geçirmiş demektir. Gerçekten de, ticari faaliyetler, kararların süratle alınması ve uygulanmasını gerektirdiğinden, çoğunluk ilkesinden vazgeçilerek, genel kurul kararlarının alınmasının oybirliğine bağlanması, ortaklık işlemlerinin adeta kilitlenmesine yol açacaktır. Bu nedendir ki; hemen her hukuk sisteminde, genel kurulda karar alınması için mutlak çoğunluk yeterli görülmüş, ağırlaştırılmış toplantı ve karar yetersayısı ya da oybirliği ancak çok özel ve ayrık durumlarda söz konusu olmuştur<sup>3</sup>.

Diğer taraftan çoğunluğa, karar alma ve uygulama yetkisinin tanınmış olması, bu yetkinin iyiniyet kurallarına aykırı bir biçimde çoğunluk menfaatleri doğrultusunda kullanılması anlamına gelmez. Ancak her hal ve şartta çoğunluğun bu kurala kendiliğinden uyacağını düşünmek yanlış olacaktır. Aksine, genel kurulda çoğunluğu ve dolayısıyla ortaklık idaresini elde edenlerin topluluk menfaatlerini ihlal ettikleri veya bu menfaatleri kendilerine paravan ederek şahsi menfaatleri peşinde koştukları görülmüştür<sup>4</sup>. Bu nedenle, azınlık pay sahiplerinin çoğunluğa ve çoğunluk hakkının kötüye kullanımına karşı korunması yönünde düzenlemeler yapılması ve mevcut düzenlemelerin değişen ihtiyaçları karşılayacak şekilde geliştirilmesi, hemen her hukuk düzeninde güncelliğini koruyan bir husus olarak karşımıza çıkmaktadır.

Çeşitli ülke mevzuatlarında azınlığın korunmasına yönelik önlemler arasında düzenlenmiş olan ortaklıktan ayrılma hakkının tanınması ile bir taraftan, azınlığın kendi yatırım tercihlerine aykırı ve fakat değiştirme gücünün bulunmadığı kararlar alan ortaklıktan, paylarını ortaklığa satmak suretiyle çekilmesine ve yöneticilerin işlemlerinin denetlenmesine, diğer taraftan azınlık paylarına likidite sağlanmasına imkan

---

<sup>1</sup> TEKİL, Fahman: Anonim Şirketler Hukuku, İstanbul 1998, s.46.

<sup>2</sup> MOROĞLU, Erdoğan: "Anonim Ortaklıkta Azınlık Pay Sahiplerinin Korunması ve Haklı Nedenlerle Fesih", Makaleler I, İstanbul 2001, s.89.

<sup>3</sup> İMREGÜN, Oğuz: Anonim Ortaklıklar, İstanbul 1989, s.4 (Ortaklıklar).

<sup>4</sup> İMREGÜN, Oğuz: Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunları Telif Çareleri, İstanbul 1962, s.2 (Menfaat İhtilafları).

verilmektedir. Ortaklıktan ayrılmak isteyen pay sahipleri, paylarını borsada satabilecek olmalarına karşın borsa fiyatı, piyasadaki günlük ve arazi gelişmelere bağlı olarak ve çoğu zaman ekonomik olmayan nedenlerle değişiklik gösterdiğinden, her zaman için payların gerçek değerini yansıtmayabilmektedir. Dolayısıyla ayrılma hakkı, pay sahiplerinin adil bir bedel karşılığında ve eşit şartlar altında ortaklıkla ilişkisini sona erdirmesine imkan tanımaktadır. Öte yandan, ortaklık ile pay sahiplerinin ödenecek pay bedelleri üzerinde uzlaşma sağlayamaması halinde söz konusu bedelin tespiti için dava açılması zorunlu olduğundan, pay bedelleri, yargı merciiilerince uzman bilirkişilerin görüşleri de alınmak suretiyle objektif esaslar çerçevesinde belirlenmektedir.

Ancak azınlığı korurken, çoğunluğun, en az azınlık kadar meşru haklarını ihlal etmemek, azınlık ve çoğunluk ihtilaflarını her iki tarafın menfaatlerini gözeterek sonuçlandırmak gerekir<sup>5</sup>. Nitekim, anonim ortaklıklar hukukunun en önemli hedeflerinden biri de ortaklıkta çatışabilecek menfaatler arasında adil ve ortaklığın sağlığını etkilemeyecek hassas dengelyi kurmaktır<sup>6</sup>. Bazı önemli genel kurul kararlarına muhalif kalan pay sahiplerinin ortaklıktan ayrılmasına imkan verilmesi, azınlığa tanınan ve ortaklığın işleyişini engellemek amacıyla da kullanılabilir diğery yasal haklara bir alternatif teşkil ettiğinden, ortaklığa ilişkin kararların hızla alınmasına imkan tanımak suretiyle çoğunluk menfaatlerinin korunmasına da hizmet etmektedir.

Pay sahiplerinin korunması ve ortaklık işlemlerinin hızlandırılması açısından sayılan olumlu sonuçları dikkate alınarak ABD ve AB düzenlemelerinde pay sahiplerine ortaklıktan ayrılma hakkı tanınmıştır. Ayrılma hakkına ilişkin son derece ayrıntılı hükümlerin yer aldığı ABD'nde konuya ilişkin düzenlemeler esas olarak MBCA ile yapılmış; pek çok eyalet de, MBCA'yi model alarak kendi yerel kanunlarında benzer düzenlemelere yer vermiştir. MBCA'yi esas almamakla birlikte ayrılma hakkı uygulamasının oldukça yaygın olduğu Delaware eyaletinde ise ilgili düzenlemeler Del. GCL'da yer almaktadır.

Türk hukukunda, şahıs şirketlerinde haklı sebeplerin varlığı halinde ortaklara, ortaklığın feshedilmesini talep hakkı (TTK. md.187) ya da ortaklıktan çıkma (TTK. md.197) hakkı tanınmış, Lmt. O ve Kom. Olar için de benzer nitelikteki hükümlere yer verilmiştir (TTK. md.267,551). Bununla birlikte, anonim ortaklık pay sahipleri için öngörölmüş bir ayrılma hakkı bulunmamaktadır<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> İMREGÜN: Menfaat İhtilafları, s.4.

<sup>6</sup> KARAYALÇIN, Yaşar: "Anonim Şirkette Çoğunluk Azınlık İlişkisi Bakımından Kontrol (Blok) Satışı ve Genel Alım Önerisi", Prof. Dr. Haluk Tandoğan'ın Hatırasına Armağan, Ankara 1990, s.364.

<sup>7</sup> KARAYALÇIN: agm. s.390.

4487 sayılı Kanun değişikliği ile SPKn'nun 22/i maddesinde SPKr'na, azınlıktaki ortakların kontrolü ele geçiren kişi veya gruba paylarını satma hakkına ilişkin düzenlemeleri yapma yetkisi tanıyan hüküm ise, gerek azınlığın paylarını satma hakkını ortaklıktaki kontrol değişikleri ile sınırlı tutması, gerekse satın alma yükümlülüğünü ortaklık değil, hakim ortak için öngörmüş olması nedeniyle ayrılma hakkına karşılık gelmemektedir. Dolayısıyla, bu çalışmada ortaklıktan ayrılma hakkına ilişkin yasal düzenlemeler ile konuya ilişkin yargı kararları ve doktrin görüşleri açıklanırken ABD hukuku esas alınmıştır.

Çalışmanın ilk bölümünde ayrılma hakkı konusunda genel bir çerçeve çizilerek, hakkın tarihsel gelişimi, benzer müesseselerle karşılaştırılması, özellikleri, amacı ve fonksiyonları incelenmiştir. İkinci bölümde, karşılaştırmalı hukukta ayrılma hakkı ele alınarak, corporate governance ilkeleri çerçevesinde değerlendirilmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde, ayrılma hakkının kapsamı ve kullanılmasına ilişkin şartlara yer verilmiştir. Dördüncü bölümde ise, ayrılma hakkının Türk hukukunda uygulanabilirliği tartışılmıştır.

Çalışma, önceki bölümlerde yer alan açıklamaların özetlendiği ve ulaşılan sonuçların ortaya konulduğu sonuç bölümü ile son bulmaktadır.

## **BİRİNCİ BÖLÜM: GENEL OLARAK ORTAKLIKTAN AYRILMA HAKKI**

### **1.1 Tanımı**

Ortaklıktan ayrılma hakkı en temel tanımı ile, anonim ortaklıklarda bazı önemli genel kurul kararlarına muhalif kalan pay sahiplerine, paylarını ortaklığa satarak, ortaklıkla ilişkisini sona erdirmeye imkanının sağlanmasıdır. Ayrılma hakkı, ortaklıkta esaslı değişiklikler yaratacak genel kurul kararlarının alınması ile pay sahiplerinin başlangıçta yatırım yaptıklarından farklı bir ortaklıkta pay sahibi kalmaya zorlanmalarının önlenmesi ve maddi olarak zarara uğramadan ortaklık ilişkisine son verilmesi esasına dayanmaktadır.

Ayrılma hakkı, her bir hukuk sistemindeki düzenlemelere bağlı olarak farklı özellikler göstermekle birlikte, söz konusu düzenlemelerde ayrılma hakkının tanındığı bazı genel kurul kararları, bu hakkın hangi paylar tarafından kullanılabilceği, hakkın kullanılması usulü ve pay bedellerinin tespiti gibi konularda bir takım ortak noktalar bulunmaktadır.

### **1.2 Ortaklıktan Ayrılma Hakkının Tarihsel Gelişimi**

Ortaya çıkışı yaklaşık yüzyıl kadar öncesine dayanan ortaklıktan ayrılma hakkı, önceleri fazla uygulama alanı bulamamış, ancak anonim ortaklıklar hukukundaki son gelişmeler konuya ilişkin bilimsel tartışmaları yeniden gündeme getirmiştir<sup>8</sup>.

19. yüzyılda, ortaklık esas sözleşmelerinin, pay sahiplerine sözleşmeye dayalı müktesep bir hak tanıdığı kabul edildiğinden, esas sözleşmelerde yapılacak değişikliklerde, sözleşmenin tarafı olarak her bir pay sahibinin onayı aranmıştır. Oybirliği esasından hareketle bu yüzyıl sonlarına kadar, ortaklık mallarının satışı, esas sözleşme tadilleri ve şirket birleşmelerinde pay sahiplerinin bireysel veto hakları mahkeme kararları ile güvence altına alınmıştır<sup>9</sup>.

Ancak zamanla anonim ortaklıklarda pay sahibi sayısının, tüm pay sahiplerinin toplanarak birlikte karar almalarını neredeyse imkansız kılacak derecede artması<sup>10</sup> nedeniyle karar alma mekanizmasının zorlaşmasına bağlı olarak, ortaklıkların ekonomik gelişmelere ayak uydurmaları güçleşmiş, oybirliği kuralının geçerliliği tartışılır hale gelmiştir<sup>11</sup>.

---

<sup>8</sup> <<http://www.law.duke.edu/journals/dlj/articles/DLJ47P613.HTM>> s.616.

<sup>9</sup> SIEGEL, Mary: "Appraisal Rights In The Twenty-First Century", Harvard Journal on Legislation, Winter 1995, No.32, s.86.

<sup>10</sup> SCHWENK, Michael R.: "Valuation Problems In The Appraisal Remedy", Cardozo Law Review, December 1994, No.16, s.654.

<sup>11</sup> WERTHEIMER, Barry M.: "The Purpose of The Shareholders' Appraisal Remedy," Tennessee Law Review, Spring 1998, No.65, s.664.

İlk olarak, bir Amerikan yerel mahkemesinin Dortmund College v. Woodward davasında "devletin, kamu yararı esasına dayalı olarak, anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde yer alan hükümleri değiştirme hakkını saklı tutabileceği" yönünde vermiş olduğu karar ile oybirliği zorunluluğu ilkesinden uzaklaşmıştır<sup>12</sup>. Önceleri, devletin yapacağı değişiklikler ve kamu yararı ile sınırlı olmak üzere istisna getirilen oybirliği kuralı zamanla yerini oy çokluğuna bırakmış; ortaklıklar, esas sözleşmelerine koydukları hükümler ile oy çokluğu ilkesini benimsemişlerdir<sup>13</sup>. Bu dönemde mahkemeler, anonim ortaklık işlemlerine sadece pay sahiplerinin hakları yönünden değil, ortaklık işleyişi açısından da bakmaya başladıklarından, çoğunluğun kabul ettiği bir kararın tek bir ortağın vetosu ile engellenmesinin makul olmadığı sonucuna varmışlardır.

Esas sözleşme değişiklikleri ile başlayan oyçokluğu sistemine geçiş, daha sonraları ortaklık mallarının satışı gibi kararları da kapsayacak şekilde genişlemiştir. Mahkemeler özellikle, ortaklığın borçlarını ödemedeki acze düşmesi durumunda, sözleşmenin amacının imkansız hale geldiği ve pay sahipleri ile ortaklık arasındaki sözleşmeye dayalı ilişkinin ortadan kalktığı gerekçesiyle, sözleşme hükümleri ile bağlı kalınması zorunluluğunun devam etmediği, dolayısıyla, ortaklık mallarının çoğunluk kararı ile satılarak ortaklığın sona erdirilmesinin ve borçların ödenmesinden kalan bedelin pay sahiplerine paylaşılmasının hukuka uygun olduğu sonucuna varmışlardır<sup>14</sup>.

Oybirliğinden oyçokluğuna geçilmesinde yaşanan söz konusu gelişmeler ticari hayatın gereklerine uygun olarak hız kazanmış ve nakit bedel ile alıcı bulunamayan hallerde ortaklık mallarının hisse senetleri karşılığında satışına mahkeme kararları ile imkan verilmiştir. Bu şekilde, malların satış bedeli olan, satın alan ortaklığın paylarının, ortaklık borçlarının ödenmesinden kalan kısmının ortaklara dağıtılması suretiyle malları satılan ortaklığın pay sahipleri satın alan ortaklığın pay sahibi haline gelmiştir<sup>15</sup>.

Bu gelişmeler üzerine birleşme ve devralmalarda da, oybirliği ilkesi tartışma konusu olmuştur. Sonraları yargı mercilerince; "ortaklık mallarının nakit ya da alıcının payları karşılığında satılarak ortaklığın sona ermesinin aslında fiilen bir birleşme işlemi olduğu, birleşme ve devralma işlemlerinin de pay ya da nakit karşılığı gerçekleştirilebileceği ve tıpkı malların satışında olduğu gibi çoğunluk kararının yeterli olduğu" hükme bağlanarak, birleşme kararı da oyçokluğu ile alınabilir hale gelmiştir<sup>16</sup>.

---

<sup>12</sup> SIEGEL: agm. s.87.

<sup>13</sup> SCHWENK: agm. s.655.

<sup>14</sup> SIEGEL: agm. s.87.

<sup>15</sup> SIEGEL: agm. s.88.

<sup>16</sup> SIEGEL: agm. s.89.

Aslında ayrılma hakkının tanınmasından önce de, pay sahiplerince genel kurul kararları aleyhine açılan davalarda mahkemeler tarafından ortaklığın belli bir edimde bulunması<sup>17</sup> yerine, pay bedellerinin (adil bedel-fair value) dava açan pay sahiplerine ödenmesine karar verilerek uygulamada bir nevi ayrılma hakkı tanınmış ise de, bu yöntem, kararların iptali ihtimalinin mevcut olması bakımından ortaklık için; dava yolunun masraflı olması açısından ise pay sahipleri için tatmin edici olmamıştır. Kararlara katılmayan pay sahiplerine dava açılmasına gerek kalmaksızın<sup>18</sup> payları karşılığında nakit bedel ödenmesi suretiyle ortaklıktan ayrılma imkanı verilmesi, hem pay sahipleri hem de ortaklıklar tarafından tercih edilen bir yol olmuştur<sup>19</sup>. Yargı kararları ile ortaya çıkan ve şekillenen ayrılma hakkı daha sonra yasal düzenlemelerde hükme bağlanmıştır.

ABD doktrininde, ayrılma hakkının tarihsel gelişiminin bazı önemli noktalara dikkat çektiği kabul edilmektedir. İlk olarak, ayrılma hakkının ortaya çıkışı ile oybirliğinin gerekliliği ve oyçokluğu sisteminin ortaklık ile pay sahipleri arasındaki sözleşme ilişkisine aykırı olduğu görüşünden vazgeçilmiştir. Dolayısıyla bu hakkın, pay sahiplerinin sözleşmeye dayalı veto haklarının kaybı nedeniyle öngörülen bir tazminattan öte, belli genel kurul kararlarına muhalif kalan pay sahiplerine paylarını ortaklığa satma seçeneği olduğu kabul edilmeye başlanmıştır.

Bir diğer husus ise; anılan gelişmelerin yasal düzenlemelerde ayrılma hakkının tanındığı kararların neden farklılaştığını ortaya koymasındır. Ayrılma hakkının tanındığı kararların ortak özelliği, bu kararların alınması için önceden oybirliğine ihtiyaç duyulması idi. Ancak oybirliği sisteminin terk edilmesi ile bu ortak nokta geçerliliğini kaybettiğinden, ayrılma hakkının tanındığı kararlar için belirleyici bir unsur kalmamıştır. Bugün, ayrılma hakkının düzenlendiği mevzuatların hemen hepsinde, ortaklık mallarının satışı ve birleşmelerde bu hakkın tanındığı görülmektedir. Çeşitli mevzuatlarda bu kararların yanısıra, belli esas sözleşme değişiklikleri için de ayrılma hakkı öngörülmüştür. Düzenlemelerin farklılığı, kanun koyucuların bu düzenlemeleri yaparken, hakkın amacı ve fonksiyonları üzerinde durmak yerine, mahkeme kararları ile öngörülmüş olan hususları yazılı hale getirmeyi tercih etmelerinden kaynaklanmaktadır<sup>20</sup>.

---

<sup>17</sup> Amerikan hukukunda "injunction" olarak adlandırılan mahkeme kararları, davacının, davalının bir işlemi ile zarar gördüğü veya görmesi ihtimalinin mevcut olduğu hallerde, bu zararın önlenmesi amacıyla belli bir işlemin yapılması ya da yapılmasının yasaklanması yönünde emredici bir hüküm tesis edilmesine yöneliktir. Bu kararlar, taraflar arasındaki parasal ihtilafları içermez.

<<http://www.law.cornell.edu/topics/injunctionS.html>.>

<<http://dictionary.law.com/definition2.asp?selected=963&bold.>>

<sup>18</sup> Ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerine ödenecek olan bedel konusunda ihtilafa düşülmediği sürece, dava açılmasına gerek yoktur.

<sup>19</sup> SIEGEL: agm. s.90.

<sup>20</sup> SIEGEL: agm. s.91.

### **1.3 Ortaklıktan Ayrılma Hakkı İle Benzer Müesseseler**

#### **1.3.1 Hakim Ortağın Azınlık Paylarını Satın Alma Hakkı**

Özellikle, birleşme ve çağrı yoluyla hisse senedi toplanması gibi işlemler sonrasında sermaye içindeki paylarının küçük oranlara düşmesi nedeniyle, oy hakkına sahip olmakla beraber, genel kurulda hiçbir etkinliği olmayan pay sahibinin ortaklıkta kalması sorun çıkarmaya elverişli bir ortam yaratacaktır. Konuya bu açıdan yaklaşıldığında, payların büyük bir kısmını ele geçiren pay sahibi grubuna, azınlıktaki payları, sahiplerinin iradesine bakmaksızın satın alma hakkının tanınması gerekir. Nitekim, bu sakıncalar dikkate alınarak çeşitli ülke düzenlemelerinde aleni pay alım teklifi ve birleşme gibi işlemler sonrasında belli bir pay sahipliği oranına ulaşılması halinde çoğunluğa, kalan azınlık paylarını satın alma hakkı tanınmıştır. Böylece, payların tamamına yakın kısmına sahip ortağa, azınlık haklarının kullanılması tehdidi ile karşılaşmaksızın ortaklığın sermaye ve yönetim yapısını rahatça değiştirebilme fırsatı verilmiştir<sup>21</sup>.

Çeşitli ülke düzenlemelerinde hakim ortağa azınlık paylarını satın alma hakkının tanındığı ortak durum, aleni pay alım teklifinin sermayenin belli oranını temsil eden pay sahipleri tarafından kabulü üzerine, sermayenin büyük bir bölümünün teklif sahibi tarafından iktisap edilmesidir. Söz konusu pay sahipliği oranı ülkelerin konuyu düzenleyen mevzuatlarında tespit edilmiştir.

Hakim ortağın azınlık paylarını satın alma hakkı, esas olarak İngiliz hukukunda düzenlenmiş ve diğer Avrupa ülkelerine model olmuştur. İngiltere’de bu konudaki düzenlemeler CA ile yapılmıştır. Anılan yasanın 429. maddesine göre, yaptığı teklif, teklife konu payların %90’ını veya daha fazlasını temsil eden pay sahipleri tarafından kabul edilen teklif sahibi, kalan payları da sahiplerinin rızası aranmaksızın, teklif şartları ile satın alma hakkını haizdir<sup>22</sup>. İngiliz hukukunda, aleni pay alım teklifinin yanısıra, birleşme ve ortaklıkların yeniden yapılandırılması (restructuring) gibi hallerde de hakim ortağa azınlık paylarını satın alma hakkı tanınmıştır<sup>23</sup>.

Amerikan hukukunda, aleni pay alım teklifi sonrasında belli bir pay sahipliği oranına ulaşan teklif sahibinin teklif şartları ile kalan azınlık paylarını satın alması yönünde özel bir düzenleme yapılmamış, ancak benzer sonuçlar doğuran basit usulde birleşmeye yer verilmiştir. Basit usulde birleşme prosedüründe, yavru ortaklık sermayesinin %90’ını

---

<sup>21</sup> MANAVGAT, Çağlar: Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Takeover Bid), Ankara 1997, s.127.

<sup>22</sup> MANAVGAT: age. s.127.

<sup>23</sup> <<http://global.practicallaw.com/scripts/article.asp?Article ID=22109>> (UK).

iktisap eden ana ortaklığın, genel kurulda birleşme yönünde karar alınmasına gerek olmaksızın bu ortaklığın paylarını iktisap etmesine imkan tanınmıştır<sup>24</sup>.

Fransız hukukunda ise, aleni pay alım teklifi sonunda ortaklık paylarının %95'ini iktisap eden teklif sahibi, nakit olarak ödeme yapılması ve diğer bazı şartların varlığı halinde kalan paylar üzerinde otomatik olarak pay sahipliği kazanmaktadır. Fransız hukukunda ayrıca, bağlı ortaklığın ana ortaklık ile birleşme kararı alması, ortaklık mallarının satışı, payların devir koşullarının değiştirilmesi gibi hususlarda, sermayenin en az üçte ikisine sahip çoğunluğa, kalan azınlık paylarını satın almak için teklifte bulunma talebi ile CMF'ye başvurma hakkı tanınmıştır<sup>25</sup>.

Alman hukukundaki düzenlemelere bakıldığında, APOK'nda Aralık 2001 tarihinde yapılan değişiklik çerçevesinde, genel kurul kararı ile, payların %95'ine sahip ortağın nakit karşılığında kalan payları satın alması mümkün hale gelmiş, düzenlemede, hakim ortağın herhangi bir şekilde %95 pay sahipliği oranına ulaşması, hükmün uygulanabilmesi açısından yeterli görülmüştür. Azınlık paylarının satın alınmasına ilişkin söz konusu genel kurul kararının alınmasında ise salt çoğunluk yeterli olduğundan, genel kurul kararı tamamen şekli niteliktedir. Anılan düzenlemede, hakim ortağa azınlık payları için teklifte bulunma zorunluluğu öngörülmemiştir. Genel kurul kararının ticaret siciline tescili ile azınlık payları kanunen, payların devrine gerek olmaksızın, hakim ortağın mülkiyetine geçmektedir. Ancak, azınlık payları karşılığında ödenecek olan bedelin mahkeme tarafından belirlenen uzman bir kişiye tayin ettirilmesi zorunlu tutulmuştur. Ayrıca, azınlık pay sahiplerine, satın alma bedelinin düşük tespit edildiği gerekçesi ile sınırlı olarak dava açma imkanı tanınmıştır<sup>26</sup>.

Hakim ortağın azınlık paylarını satın alma hakkının ayrılma hakkı ile en belirgin farklılığı, ayrılma hakkında azınlık paylarının ortaklık değil, çoğunluk pay sahiplerince satın alınmasıdır. Diğer taraftan, hakim ortağın azınlık paylarını satın alma hakkı, çoğunlukla genel alım önerisi üzerine belli bir pay sahipliği oranına ulaşılması sonucu ortaklıkta etkinliği kalmayan azınlığın paylarının teklif şartları ile satın alınması ve çoğunluğun daha az engelleme ile karşılaşarak ortaklık işlemlerini yürütmesi esasına dayanmaktadır. Bununla birlikte, ortaklıktan ayrılma hakkı, azınlığın ve çoğunluğun korunması fonksiyonlarını yerine getirmekte ise de, yalnızca azınlık-çoğunluk ilişkisine dayanmamakta; ortaklık merkezinin taşınması, ortaklığın nev'inin değiştirilmesi, esas sözleşme değişiklikleri gibi geniş yelpazede yer alan ortaklık kararlarını kendi yatırım

---

<sup>24</sup> <[http://global.practicallaw.com/scripts/article.asp?Article\\_ID=22109](http://global.practicallaw.com/scripts/article.asp?Article_ID=22109)> (US).

<sup>25</sup> <[http://global.practicallaw.com/scripts/article.asp?Article\\_ID=22109](http://global.practicallaw.com/scripts/article.asp?Article_ID=22109)> (France).

<sup>26</sup> <[http://global.practicallaw.com/scripts/article.asp?Article\\_ID=22109](http://global.practicallaw.com/scripts/article.asp?Article_ID=22109)> (Germany).



kararlarına uygun görmeyen pay sahiplerine paylarını doğrudan ortaklığa satarak ortaklık ilişkisini sona erdirme olanağı sağlamaktadır.

Öte yandan, hakim ortağın azınlık paylarını satın alma hakkı yönetim kontrolünün el değiştirmesinde; ayrılma hakkı ise ortaklıkta esaslı değişiklikler yaratacak önemli genel kurul kararlarının alınmasında ortaklara eşit şartlar altında ve adil bir bedel karşılığında paylarını devir imkanı tanımaktadır.

### **1.3.2 Aleni Pay Alım Teklifinde Azınlığın Kendi Paylarının Satın Alınmasını Talep Hakkı**

Aleni pay alım teklifi sonrası teklif sahibi öyle bir pay sahipliği oranına ulaşabilir ki; kalan pay sahiplerinin yönetsel haklarını kullanması anlam ifade etmeyebilir. Buna bağlı olarak yönetim hakimiyetini ele geçiren yeni bir pay sahibi grubunun yönetimindeki ortaklıkta alternatif bir politika uygulama olanağı kalmayan azınlık ortaklarını koruma ihtiyacı ortaya çıkar. İşte bu noktada, teklifi kabul etmeyen ve fakat teklif sonrasında çok küçük bir azınlık haline gelen ortaklara tercihlerini yeniden gözden geçirerek paylarını teklif şartları ile satma konusunda son bir şans verilebilir<sup>27</sup>.

Bu amaçtan hareketle çeşitli ülke mevzuatlarında, hakim ortağın, azınlık paylarını satın alma hakkının yanısıra, aleni pay alım teklifi sonrasında sermaye içindeki payı ve oy hakkı ortaklık kararlarını etkileyemeyecek derecede azalan azınlık pay sahiplerine de, kendi paylarının çoğunluk tarafından satın alınmasını talep etme hakkı tanınmıştır.

İngiliz hukukunda CA'nın 430/A hükmünde, aleni pay alım teklifi sonrası teklif sahibinin hedef ortaklık sermayesinin %90 oranında pay sahipliği oranına ulaşması halinde azınlık pay sahiplerinden her birine kendi paylarının teklif şartları ile satın alınmasını talep etme hakkı tanınmıştır. Azınlık pay sahiplerinin talebi halinde çoğunluk, bu payları teklif şartları ile almak zorundadır<sup>28</sup>.

Fransız hukukunda da, teklif sahibinin %95 oranında pay sahipliğine ulaşması durumunda azınlığa, paylarının satın alınmasını talep hakkı tanınmış; ancak hakkın kullanılması CMF'nin onayına bağlanmıştır. Öte yandan, belirtilen oranda pay sahipliğine ulaşılması, hakkın otomatik olarak ortaya çıkması sonucunu doğurmamakta; CMF, teklif sonrasında azınlığın paylarını piyasada normal şartlar altında kolaylıkla satabileceği ve teklifin payların değerini düşürmediği hususlarını dikkate alarak azınlığın paylarının satın alınması talebini reddedilmektedir<sup>29</sup>.

---

<sup>27</sup> MANAVGAT: age. s.126.

<sup>28</sup> <[http://global.practicallaw.com/scripts/article.asp?Article\\_ID=22109](http://global.practicallaw.com/scripts/article.asp?Article_ID=22109)> (UK).

<sup>29</sup> <[http://global.practicallaw.com/scripts/article.asp?Article\\_ID=22109](http://global.practicallaw.com/scripts/article.asp?Article_ID=22109)> (France).

Alman hukukunda ise, azınlığın, paylarını hakim ortağa satma hakkı iki halde öngörülmüştür. Bunlardan ilki ortaklık kontrolünün ele geçirilmesi, diğeri ise grup içi anlaşmalardır. Ortaklık payları üzerinde kontrol hakimiyetinin sağlanması oranı oy hakkının %30'u olarak belirlenmiş ve bu orana ulaşılması durumunda teklif sahibine kalan paylar için çağrıda bulunma yükümlülüğü getirilerek, kalan pay sahiplerine paylarını hakim gruba satma hakkı tanınmıştır. Azınlık, fiyatın çok düşük olduğu gerekçesi ile çağrı teklifine mahkemede itiraz edebilmektedir. Grup içi anlaşmalar ise genel olarak, yavru ortaklığın ana ortaklığa yıllık karını (veya zararını) otomatik olarak transfer etmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır<sup>30</sup>.

Azınlığın kendi paylarının satın alınmasını talep hakkı, ayrılma hakkından farklı olarak, payların ortaklık tarafından değil, hakim ortak tarafından satın alınması yükümlülüğünü doğurmakta ve payların satın alınması, ortaklıktaki kontrol gücünün el değiştirmesi esasına dayanmaktadır. Oysa ayrılma hakkı, kontrol değişikliklerinden bağımsız olarak her bir pay sahibine, ortaklığa ilişkin önemli genel kurul kararlarına muhalif kalarak ortaklık ilişkisini sona erdirmeye imkanı tanımaktadır. Ancak, gerek azınlığın paylarının satın alınmasını talep hakkı, gerekse ayrılma hakkı, pay sahiplerine eşit şartlar altında ve uygun bir bedelle paylarını devretme olanağı vermektedir.

#### **1.4 Ortaklıktan Ayrılma Hakkının Amacı ve Fonksiyonları**

##### **1.4.1 Genel Olarak**

Yasal düzenlemelerde uzun zamandır mevcut olmasına karşın ayrılma hakkının temel amaç ve fonksiyonunun ne olduğu konusunda uzlaşmaya varılamamıştır. Bunun en önemli nedeni, ayrılma hakkına tek bir fonksiyonun yüklenmeye çalışılmasıdır. Doktrinde pek çok yazar, bir çok yasal hak gibi ayrılma hakkının birden fazla fonksiyonunun bulunabileceği hususunu gözden kaçırmıştır. Oysa mahkeme kararlarında da ayrılma hakkının birden fazla amaca yönelik olduğu kabul edilmiştir. Bununla birlikte ayrılma hakkının ileri sürülen fonksiyonlarının çoğu, azınlığın korunması noktasında birleşmektedir<sup>31</sup>.

##### **1.4.2 Bireysel Veto Hakkının Tazmini**

Klasik görüşe göre ayrılma hakkı, genel kurul kararlarının alınmasında oybirliği sisteminden oy çokluğuna geçilmesi ile pay sahiplerinin kararları veto etme haklarını kaybetmelerinin bir tazminatı olarak öngörülmüş<sup>32</sup>; veto hakkını kaybeden ve belli genel

---

<sup>30</sup> <[http://global.practicallaw.com/scripts/article.asp?Article\\_ID=22109](http://global.practicallaw.com/scripts/article.asp?Article_ID=22109)> (Germany).

<sup>31</sup> WERTHEIMER: agm. s.688.

<sup>32</sup> KANDA, Hideki/LEVMORE Saul: "The Appraisal Remedy and The Golas of Corporate Law", UCLA Law Review, February 1985, No.32, s.434.

kurul kararlarına katılmayan pay sahiplerine, adil bir bedelle paylarını ortaklığa satarak, ortaklıkla ilişkilerini sona erdirme imkanı verilmiştir<sup>33</sup>.

Günümüzün modern kanunlarında ortaklıkların karar alma mekanizması oy çokluğu sistemine dayanmaktadır. Oybirliği, çoğunlukla, ortaklıkların belli kararların alınmasında esas sözleşmelerine hüküm koymak suretiyle kendi arzuları ile kabul edebilecekleri bir seçenek halini almıştır. Oybirliğinin kabul edilmesi, karar alma mekanizmasını hantallaştırdığından, özellikle anonim ortaklıkların son yıllardaki büyümeleri ve pay sahiplerinin ülke dışına taşıdığı gerçeği de dikkate alındığında, ortaklıkların her gün değişen ekonomik şartlara ve gelişmelere ayak uydurmasına bir engel olarak nitelendirilmiştir.

Kaldı ki, anonim ortaklıklar, akdi bir esasa sahip olmakla beraber, sadece bir sözleşmeden ibaret olmayıp, işlemleri, pay sahipleri yanında üçüncü şahısları da ilgilendirir. Bu bağlamda, modern görüşteki yazarlar, anonim ortaklığın bir sözleşme değil, sözleşmeye dayanan bir müessese mahiyetinde olduğunu ileri sürmüşler ve müessese menfaatinin gerektirdiği hallerde genel kurulun esas sözleşmeyi çoğunluk kararı ile değiştirme yetkisini kabul etmişlerdir<sup>34</sup>.

#### **1.4.2 Ortaklık Paylarına Likidite Sağlanması**

Özellikle halka kapalı anonim ortaklıklarda, paylarını devretmek isteyen pay sahiplerinin likidite problemi önemli bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu tür ortaklıklarda, paylarına uygun bir bedelden alıcı bulamayan pay sahipleri, istemleri dışında uzun süre pay sahibi kalmaya zorlanmakta, kendilerine tanınmış olan diğer yasal haklar da (kararların iptalini isteme ve sorumluluk davası açma gibi) likidite problemlerine çözüm olamamaktadır<sup>35</sup>.

Bu nedenle, doktrinde, halka kapalı anonim ortaklık pay sahiplerinin bu problemine yönelik yeni düzenlemeler yapma gereğine dikkat çekilmiştir. Bir kısım yazarlar bu ortaklıklarda, pay sahibinin talebi üzerine ortaklığın payları satın alma zorunluluğunun getirilmesi önerisini ileri sürmüşler; ancak bu öneri çoğunluk gibi azınlığın da, kendilerine tanınan hakları suistimal etmeleri ihtimali göz önüne alınarak kabul görmemiştir. Pay sahiplerinin açtıkları iptal davalarında çoğunluğa, söz konusu davaya devam etmek yerine payları satın alma seçeneğinin tanınması ile paylara likidite sağlanması yönünde bir diğer öneri de, satın alma seçeneğinin çoğunluk pay sahiplerine tanınmış olduğu, çoğunluğun satın alma hakkını kullanmaması halinde dava açan pay

---

<sup>33</sup> SCHWENK: agm. s.656.

<sup>34</sup> İMREGÜN: Menfaat İhtilafları, s.106.

<sup>35</sup> SIEGEL: agm. s.115-116

sahiplerinin, kararın hukuka ve esas sözleşme hükümlerine aykırılık teşkil ettiği ve yöneticilerin özen borcuna uygun hareket etmediği hususlarını ispat yükümlülüğü ile karşı karşıya kalarak, uzun süreli ve maliyetli bir davayı yüklenmek zorunda olacakları sebebiyle eleştirilmiştir<sup>36</sup>.

Bu nedenle, pay sahiplerine ayrılma hakkının tanınması, likidite probleminin aşılmasında en uygun çözüm olarak benimsenmiştir. Her ne kadar ayrılma hakkının tanındığı kararlar sınırlı ise de, bu yolun az masraflı ve kısa bir çözüm getirmesi pay sahiplerine önemli bir avantaj sağlamaktadır. Yine de, salt ayrılma hakkının tanınması ile halka kapalı ortaklıklarda likidite probleminin çözüldüğünü söylemek güçtür.<sup>37</sup>

Likidite sorunu halka kapalı anonim ortaklıklarda, daha ön plana çıkmakla birlikte, ayrılma hakkının kullanıldığı somut olaylara bakıldığında, çoğunun halka açık ortaklıkların pay sahiplerince gündeme getirildiği hususu göze çarpmaktadır. Bunun en önemli nedeni, bu tür ortaklıklarda halka kapalı olanlara oranla ortakların paylarını devretme olanakları daha fazla olmasına karşın pay sahiplerinin, piyasa fiyatını adil bedel olarak değerlendirmemeleridir. Doktrinde ve pek çok yasal düzenlemede de, piyasa değerinin, her zaman payların gerçek değerini yansıtmadığı yaygın olarak kabul edilmiştir<sup>38</sup>. Nitekim bugün ayrılma hakkının, "adil bedel" sağlama fonksiyonunun, "nakit bedel" ile çıkma özelliğinin önüne geçtiği söylenebilir<sup>39</sup>.

### **1.4.3 Azınlığın Korunması**

Ayrılma hakkının temel amacının azınlığın korunması olduğunu ileri süren yazarlardan bazıları, anonim ortaklıklarda çoğunluk pay sahiplerinin hakimiyeti ellerinde bulundurmaları nedeniyle, örneğin aldıkları birleşme kararı sonucu, azınlık paylarının toplam sermaye içindeki oranını iyice azaltarak, azınlığın karar alma mekanizması içindeki etkisini ortadan kaldırdığını ve daha sonra da etkinliği azalan azınlık paylarını düşük bedelle ele geçirdiğini; ayrılma hakkının tanınması ile, payların ortaklık tarafından satın alınacağı minimum bir bedel belirlendiğini, böylelikle bir taraftan çoğunluğun azınlık paylarını ele geçirmesi daha az muhtemel hale gelirken, diğer taraftan ortaklık paylarının ve ortaklığın toplam değeri yüksek tutularak, genel olarak tüm pay sahiplerinin yararına bir sonuç yaratıldığını ileri sürmektedir. Bu görüşe göre ayrılma hakkı, pay sahiplerine

---

<sup>36</sup> SIEGEL: agm. s.119-120.

<sup>37</sup> SIEGEL: agm. s.124.

<sup>38</sup> EASTERBROOK, Frank H./FISCHEL, Daniel R.: The Economic Structure of Corporate Law, London 1991, s.149-150; bk. s.24-35.

<sup>39</sup> SIEGEL: agm. s.95.

payları karşılığında ödenecek olan bedellerin ortaklık için önemli bir maliyet teşkil etmesi sebebiyle azınlığı çoğunluğa karşı koruyucu bir rol üstlenmiş olmaktadır<sup>40</sup>.

Öte yandan, ayrılma hakkının tanınmaması halinde ortaklık kararlarını değiştirme gücü olmayan azınlık pay sahipleri, bazı genel kurul kararları ile önemli derecede değişikliğe uğrayan ve başlangıçta yatırım yaptıklarından farklı nitelikte bir ortaklıkta pay sahibi kalmaya zorlanmış olacaklar<sup>41</sup> ya da paylarını gerçek değeri dışında satarak ekonomik olarak zarara uğrayacaklardır<sup>42</sup>.

Ayrılma hakkının esas amacının azınlığın korunması olduğunu savunan yazarlar, özellikle nakit karşılığı birleşmelerde, devralınan ortaklık pay sahiplerine payları karşılığında nakit ödeme yapılması, dolayısıyla pay sahiplerinin likidite problemine maruz kalmamalarına karşın, bu tip birleşmelerde de ayrılma hakkının tanındığını, dolayısıyla hakkın temel işlevinin azınlığı korumak olduğunu belirtmektedirler.<sup>43</sup> Buna karşın ayrılma hakkı, ancak bu hakkın tanındığı bir genel kurul kararının alınması halinde kullanılabilirliğinden, söz konusu kararlar dışında azınlık paylarının ele geçirilmesi imkanı devam edecektir. Dolayısıyla ayrılma hakkının azınlık paylarının ele geçirilmesini önleme fonksiyonu sınırlıdır.

#### **1.4.4 Çoğunluğun Azınlığa Karşı Korunması**

Ayrılma hakkına atfedilen fonksiyonlardan bir başkası da çoğunluğun azınlığa karşı korunmasıdır. Ayrılma hakkının yukarıda bahsedilen diğer üç fonksiyonu genel olarak azınlığın korunmasına yönelik olmakla birlikte, ayrılma hakkının amacına yönelik bu dördüncü görüş, ayrılma hakkına tamamen başka bir bakış açısı ile yaklaşmaktadır.

Ayrılma hakkının çoğunluğun korunmasına hizmet ettiği görüşüne göre, pay sahiplerine ayrılma hakkının tanınması, azınlığın genel kurul kararlarına karşı diğer yasal yollara başvurmasını azaltıcı bir unsur teşkil ettiğinden, çoğunluk pay sahipleri, ortaklığa ilişkin kararları azınlık engellemeleri ile karşılaşmaksızın alma ve iptal edilme riski yaşamadan uygulama şansına sahip olmaktadır<sup>44</sup>.

Bu görüş, Türk hukukunda da bazı yazarlarca kabul edilmiştir. Buna göre, ayrılma hakkının amacı, çoğunluğun istediği kararı alabilmesi ve azınlık ve münferit pay sahiplerinin bunları iptal ile uğraşacakları yerde uygun bir tazminat alarak ortaklıktan

---

<sup>40</sup> LETSOU, Peter V.: "The Role of Appraisal In Corporate Law", Boston College Law Review, September 1998, s.1125-1126.

<sup>41</sup> <<http://www.law.duke.edu/journals/dlj/articles/DLJ47P613.HTM>> s.615-616.

<sup>42</sup> WERTHEIMER: agm. s.677-678.

<sup>43</sup> WERTHEIMER: agm. s.680.

<sup>44</sup> WERTHEIMER: agm. s.668-669.

çekilmelerine imkan vermektir. Böylece, hem ortaklık yöneticileri davalarla uğraşmamış olur, hem de pay sahipleri menfaatlerini dava açmadan elde etmiş olurlar<sup>45</sup>.

Ancak, ayrılma hakkının çoğunluğun korunmasına amacına dayandığı görüşü çeşitli nedenlerle eleştirilmiştir. İlk olarak, ayrılma hakkı, pay sahiplerine ortaklık tarafından yapılacak ödemeler nedeniyle ortaklıktan büyük miktarlarda nakit çıkışına yol açtığından, yarattığı maliyet nedeniyle çoğunluğun istediği bazı kararların alınmasına engel teşkil etmektedir. Dolayısıyla, ayrılma hakkı, çoğunluğun karar almasını kolaylaştırmak yerine zorlaştırıcı bir rol oynayabilmektedir.

Öte yandan, ayrılma hakkının, azınlığın genel kurul kararlarına karşı dava açma eğilimlerini azaltıcı bir unsur niteliğinde olduğu görüşü de tartışmalıdır. Nitekim, genel kurul kararına katılmamakla birlikte, ortaklıktan ayrılmak istemeyen pay sahipleri karara karşı dava açma yoluna gideceklerdir. Ayrıca mahkemelerin, yalnızca bu hakkın tanınmış olmasına dayanarak diğer davaların reddine karar vereceklerini söylemek de güçtür. Nitekim, gerek yasal düzenlemelerde, gerekse yargı kararlarında ayrılma hakkının kullanılmasının, pay sahiplerinin ilgili genel kurul kararlarına karşı diğer yasal yollara başvurmasına engel teşkil etmediği kabul edilmektedir<sup>46</sup>.

Diğer taraftan, ayrılma hakkı, azınlığın kararların iptali ya da zararlarının tazmini talebiyle dava açma eğilimlerini önleyici bir rol oynamamaktadır. Özellikle azınlığın birlikte açmış oldukları davalar (class action)<sup>47</sup>, maliyetlere toplu olarak katlanması ve dava masraflarının az olması nedeniyle tercih sebebi olmaktadır. Buna karşın, ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin ayrı ayrı bedel tespiti davası açmaları gerekmekte ve bu davalarda bir kaç istisnai düzenleme dışında dava masraflarına davayı açan pay sahibi katlanmaktadır. Dava sonunda tespit edilecek bedelin, payların karar sonrasındaki değerinden daha düşük olma ihtimali de mevcuttur.

Anılan nedenlerle, pay sahiplerinin iptal ve tazminat davaları açma eğilimlerini azalttığı gerekçesine dayanarak, ayrılma hakkının en temel fonksiyonunun, çoğunluğun, azınlığın engelleyici işlemlerine karşı korunması olduğunu söylemek mümkün değildir<sup>48</sup>. Bununla birlikte, azınlığın çoğunluğa, çoğunluğun da azınlığa karşı korunması fonksiyonunun, birbirlerinin farklı açılardan görünümü ve birinin diğerinin sonucu

---

<sup>45</sup> İMREGÜN: Menfaat İhtilafları, s.165.

<sup>46</sup> bk. s.17.

<sup>47</sup> Amerikan hukukunda grup davalarının bir türü olan "class action", bir veya birden fazla kişiye karşı benzer talep ve iddiaları bulunan kişilerin oluşturduğu bir grup adına, grupta yer alan bir veya bir kaç kişi tarafından temsilci sıfatıyla açılarak takip edilen ve mahkeme kararının gruptaki herkesi bağladığı davalardır. "Class action"ın en önemli özelliği, talepleri küçük olan ve bireysel olarak dava açmaları ekonomik olarak mantıklı olmayan davacıların bir araya gelerek hak aramalarını mümkün kılmasıdır. bk. [www.misko.com](http://www.misko.com) (Misko on class actions).

<sup>48</sup> SIEGEL: agm. s.98-104.

olduğunu söylemek yanlış olmaz. Çünkü ayrılma hakkının tanınması, çoğunluğun daha az sorunla karşılaşarak karar almasını kolaylaştırırken, azınlığa da pay sahibi kalmak istemediği bir ortaklıktan adil bir bedel karşılığı ayrılma imkanı vermektedir<sup>49</sup>.

#### **1.4.5 Yöneticilerin Denetlenmesi**

Doktrinde ayrılma hakkının bir diğer fonksiyonunun, ortaklık yöneticilerinin, pay sahipleri ile menfaatlerinin çatıştığı önemli kararlarda, görevlerini suistimal etmelerinin önlenmesi ve işlemlerinin denetlenmesi olduğu kabul edilmektedir.

Anonim ortaklık yöneticileri, sadakat ve özen borcu çerçevesinde, ortaklığa ilişkin işlemlerde payların değerini artırmak ve pay sahiplerinin menfaatlerini gözetmekle yükümlüdür. Ancak, birleşme gibi bazı önemli kararlarda yöneticiler, işlemin karşı tarafınca, iyi bir iş taahhüdü, maaş ya da başka bir menfaat karşılığında sadakat borcunu ihlal ederek ortaklık sırlarını vermeye teşvik edilebilirler<sup>50</sup>.

Ayrılma hakkı, bu hakkı kullanan pay sahiplerine yapılan nakit ödemelerin yarattığı maliyete bağlı olarak çoğunluğun yapacağı baskı nedeniyle yöneticilerin azınlık haklarını suistimale yönelik bu gibi işlemlerini önleyici bir rol oynamaktadır.

Sadakat ve özen borcunun ihlalinin gündeme geldiği işlemler için pay sahipleri tarafından yöneticiler aleyhine sorumluluk davası açılabilir. Ancak, bu davaların uzun ve masraflı bir süreç olması yanında ispat yükünün pay sahibinde bulunması nedeniyle, pay sahiplerince dava yoluyla pratik bir sonuç elde edilememektedir. Buna karşın ayrılma hakkı, kısa, kolay ve daha az masraflı bir yöntem olması nedeniyle yöneticilerin işlemlerinin izlenmesinde etkin bir yoldur.

Öte yandan, ayrılma hakkının kullanılmasında adil bedel tespit edilirken, ortaklığın mali işlemleri ve bunlara ilişkin belgeler ile ortaklığın geleceğe ilişkin planları ortaya konulduğundan, ayrılma hakkını kullanmak yanında ayrıca dava açmak isteyen pay sahipleri için önemli bir bilgi kaynağı teşkil etmekte, diğer deyişle, söz konusu belgelerin ortaya konulması ile yöneticilerin pay sahiplerinin menfaatlerine aykırı davrandıkları yönünde bulgulara rastlanması, dava açmak isteyen pay sahiplerinin bu ihlalleri ispatlamalarını kolaylaştırmaktadır<sup>51</sup>.

---

<sup>49</sup> WERTHEIMER: agm. s.668-680.

<sup>50</sup> LETSOU: agm. s.1135.

<sup>51</sup> KANDA/LEVMORE: agm. s.444.

## **1.5 Ortaklıktan Ayrılma Hakkının Niteliği ve Özellikleri**

### **1.5.1 Bireysel Hak Olması**

Anonim ortaklıklarda karar alma mekanizmasının çoğunluk prensibine dayanmasının bir sonucu olarak azınlığın, çoğunluğa karşı korunması zorunluluğu doğmuştur. Azınlığın meşru menfaatlerini korumak ve çoğunluğun tahakkümüne engel olmak amacıyla sermayenin belli bir oranına sahip ortaklara bazı haklar tanınmıştır<sup>52</sup>.

Ancak azınlığı korumaya yönelik tedbirlerin münferit pay sahiplerinin haklarının korunmasına elverişli olmamaları sebebiyle, kanun koyucular pay sahiplerinin haklarını koruma yolunda muhtelif hükümler getirmişlerdir<sup>53</sup>. Bireysel hak olarak nitelendirilen bu haklar, ortaklık sıfatından doğan haklar olup, kullanılmaları azlık veya çoğunluğun sağlanması şartına bağlanmamıştır. Bireysel hakların ortaklar açısından taşıdığı önem göz önünde tutularak, bunların kullanılması için başkaca şart aranmamış, haklardan yararlanmak için tek bir paya sahip olmak yeterli görülmüştür. Genel kurul kararları aleyhine iptal davası veya yönetim kurulu üyeleri veya denetçiler aleyhine sorumluluk davası açma hakkı, genel kurula katılma ve oy kullanma, temettü talebi ve tasfiye payına katılma hakkı bireysel hakların başlıca örneklerindedir<sup>54</sup>.

Ortaklıktan ayrılma hakkı da, kullanılması için sermayenin belli bir oranında pay sahipliği gerektirmeyen, ortak sıfatını haiz her bir pay sahibinin bireysel olarak kullanabileceği haklar arasındadır. Nitekim, bu haktan faydalanmak isteyen pay sahiplerinin, mevzuatta öngörülen şartları yerine getirmesi gerekli olup, bu şartlardan herhangi birinin yerine getirilmemesi; benzer konumdaki pay sahipleri için adil bedel tespit edilmiş ve payları ortaklık tarafından bu bedel üzerinden satın alınmış olsa dahi ayrılma hakkının kaybı sonucunu doğuracaktır<sup>55</sup>. Bu yönüyle ayrılma hakkı, pay sahiplerine tanınan diğer dava açma haklarından da ayrılmaktadır. Çünkü söz konusu davalarda pay sahipleri, diğer pay sahiplerince açılan davalara katılma yoluyla taleplerini ileri sürme hakkına sahiptirler<sup>56</sup>.

### **1.5.2 Pay Sahipliğine Dayanan Genel Bir Hak Olması**

Ortaklıktan ayrılma hakkının en belirgin özelliklerinden bir tanesi de tüm pay sahiplerine tanınan genel bir hak olma özelliğidir. Bu noktada, ayrılma hakkının yalnızca belli bir pay grubuna imtiyaz olarak tanınıp tanınamayacağı hususu gündeme gelmektedir.

---

<sup>52</sup> TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu): Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku, İstanbul 2000, 8. B., s.407.

<sup>53</sup> İMREGÜN: Menfaat İhtilafları, s.105.

<sup>54</sup> TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu): age. s.408.

<sup>55</sup> bk. s.28-32.

<sup>56</sup> LETSOU: agm. s.1156.



Ortaya çıkışından bu yana ayrılma hakkına atfedilen fonksiyonların başında ortaklık kararlarını değiştirme gücü olmayan azınlık pay sahiplerinin korunması gelmektedir<sup>57</sup>. Gerçekten de, ayrılma hakkının ileri sürülen amaç ve fonksiyonlarının hemen hepsi azınlığın korunması noktasında birleşmektedir<sup>58</sup>. İşte bu temel özellik dikkate alındığında, ayrılma hakkının belli bir grup paya imtiyaz olarak tanınması öncelikle hakkın özüne ters düşmektedir.

Öte yandan, ayrılma hakkının düzenlendiği mevzuatlarda ve özellikle ABD'nde, bazı düzenlemelerde borsada işlem gören payların hakkın kapsamı dışında bırakılması doktrinde eleştiri konusu yapılarak, hakkın temel amaçlarını yerine getirebilmesi için tanındığı payların ve kullanılabilmesi hallerin genişletilmesi gerektiği kabul edilmiştir.

Nitekim, MBCA'nın md.13.02 (a)(4) ve (5) hükmünde, ortakların önalım, kümülatif oy ya da oy haklarını etkileyecek diğer esas sözleşme değişikliklerinde ayrılma hakkına yer verilmiş; ayrıca esas sözleşme ile ayrılma hakkının tanındığı hallerin genişletilebileceği hükme bağlanmıştır<sup>59</sup>. Benzer şekilde, ABD'nde ayrılma hakkını ayrıntılı bir şekilde düzenleyen Del. GCL'un 262. maddesi ile, kanunun diğer maddelerinde yasaklanmamış olmak kaydıyla, anonim ortaklıkların esas sözleşmelerine koyacakları hükümler ile ayrılma hakkının kullanılabilmesi genel kurul kararlarını genişletebilmelerine imkan tanınmıştır<sup>60</sup>. Ayrıca, ayrılma hakkının tanındığı düzenlemelerden İtalyan Medeni Kanunu'nun 2437. maddesinde, ayrılma hakkını ortadan kaldıran veya ağırlaştırıcı sözleşmelerin geçersiz olduğu ifade edilerek, bu hakkın, pay sahibinin iradesi dışında engellenmesinin ve sınırlandırılmasının mümkün olmadığı hükme bağlanmıştır<sup>61</sup>.

Bu çerçevede, ortaya çıkış nedenleri ve öngörülen fonksiyonları da dikkate alındığında, ayrılma hakkının genel bir hak niteliğinde olduğu kabul edilmektedir.

### **1.5.3 Bazı Önemli Genel Kurul Kararlarına Muhalif Kalınmasını Gerektirmesi**

#### **1.5.3.1 Önemli Karar Kavramı**

Pay sahiplerine hangi hallerde ayrılma hakkı tanınması gerektiği; diğer bir ifadeyle, hangi genel kurul kararlarının önemli karar kavramına dahil olduğu hususunda gerek konuya ilişkin yasal düzenlemelerde, gerekse doktrinde birlik yoktur. Nitekim, bazı

---

<sup>57</sup> bk. s.19-20.

<sup>58</sup> WERTHEIMER: agm. s.679.

<sup>59</sup> EASTERBROOK/FISCHEL: age. s.161.

<sup>60</sup> WELCH, Edward P./TUREZYN, Andrew J.: Folk on The Delaware General Corporation Law: Fundamentals, Boston 1994, s.601.

<sup>61</sup> KARAYALÇIN: agm. s.389.

düzenlemelerde pay sahipleri için bir genel kurul kararında ayrılma hakkına yer verilirken, aynı sonucu doğuran bir diğer kararda bu hakkın tanınmadığına rastlamak mümkündür<sup>62</sup>. Bu nedenle, ayrılma hakkının tanındığı genel kurul kararlarını belirlemek ve bu kararların makul bir ortak noktasını saptamak mümkün olmamaktadır<sup>63</sup>.

Bununla birlikte, bu hakkın tanınması gereken önemli genel kurul kararlarına ilişkin olarak çeşitli görüşler ileri sürülmüştür.

Görüşlerden bir tanesi, pay sahiplerinin, alınan bir genel kurul kararı sonucu ortaklıkta meydana gelen değişiklik nedeniyle, başlangıçta yatırım yaptıklarından farklı bir ortaklıkta pay sahibi kalmaya zorlanmamaları gerektiği fikrinden hareketle, ayrılma hakkının ortaklığın yapısında değişiklik yaratan kararlarda tanındığı görüşüdür. Ancak bu görüş, ortaklığa ilişkin esaslı değişikliklerin alacaklılar gibi, üçüncü kişilerden kaynaklanması halinde ayrılma hakkının tanınmadığı gerekçesi ile eleştirilmiştir<sup>64</sup>.

Diğer bir görüş ise, azınlığın çoğunluğa karşı korunması amacını esas alarak, ayrılma hakkının ortaklık paylarının değerini etkileyebilecek ve çoğunluğun azınlık paylarını ele geçirmesine yönelik genel kurul kararlarında tanındığını savunmuştur. Ancak bazı yazarlar bu görüşün, ortaklık paylarının değerini etkilemeyen ve ortaklığın ele geçirilmesine yönelik olmayan bazı esas sözleşme değişikliklerinde ayrılma hakkının neden tanındığı ve ortaklık çalışanlarının grev yapması gibi payların değerini etkileyebilecek eylemlerde hangi gerekçe ile tanınmadığı hususlarını açıklamakta yetersiz kaldığını ileri sürmüşlerdir<sup>65</sup>.

Önemli karar kavramını açıklayan görüşlerden bir diğeri de, ayrılma hakkının yöneticiler, ortaklık ve pay sahipleri arasında menfaat çatışmalarının doğabileceği işlemler ve genel kurul kararlarında tanınması gerektiğini, menfaat çatışmalarının, dolayısıyla yöneticilerin suistimallerinin mevcut olmadığı hallerde ayrılma hakkına ihtiyaç olmadığını iddia etmiştir. Ancak, başta esas sözleşme değişiklikleri olmak üzere yöneticiler ile pay sahipleri arasında çıkar çatışmalarının doğması ihtimali söz konusu olmayan genel kurul kararlarında ayrılma hakkına yer verilmiş olması, bu görüşün de önemli karar kavramına tam olarak açıklık getiremediğini ortaya koymuştur<sup>66</sup>.

Bir başka görüşe göre, ayrılma hakkının tanındığı kararların iki ortak noktası bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, söz konusu kararların ortaklığa ait varlıkların yapısını veya borç/özsermaye oranını ya da ortaklığın faaliyet konusu değiştirerek, pay

---

<sup>62</sup> WERTHEIMER: agm. s.670.

<sup>63</sup> SIEGEL: agm. s.121.

<sup>64</sup> WERTHEIMER: agm. s.667.

<sup>65</sup> LETSOU: agm. s.1126.

<sup>66</sup> WERTHEIMER: agm. s.671-672.

sahiplerinin beklentileri dışında ve öngöremeyecekleri şekilde ortaklığın betasını<sup>67</sup> değiştiren kararlar olmaları; ikinci ise, bu kararların yöneticilerin suistimallerinin ortaya çıkma ihtimalinin yüksek olduğu işlemlere ilişkin olmalarıdır. Ancak bu görüş de, ortaklık betasının değişimine neden olan faktörlerin üçüncü kişilerin işlemleri ile yaratılabileceği ve ayrılma hakkının amacının, pay sahiplerinin normal olarak üstlenmeleri gereken riskleri ortadan kaldırmak ya da tazmin etmek olmadığı gerekçeleri ile eleştirilmiştir<sup>68</sup>.

Sonuç olarak, hangi genel kurul kararlarının önemli karar kabul edilerek ayrılma hakkının tanınacağı hususunda ileri sürülen görüşlerin hiç biri tek başına yeterli olmamıştır. Bu bağlamda, önemli karar kavramına dahil edilecek kararların neler olacağı tamamen kanun koyucunun tercihine kalmıştır. Nitekim ayrılma hakkı, farklı ülke düzenlemeleri yanında, ABD'de eyaletler arasındaki düzenlemelerde dahi yasa koyucunun tercihine bağlı olarak farklılık göstermektedir.

Öte yandan, pay sahiplerine ortaklıktan ayrılma hakkının tanındığı düzenlemelerin hemen hepsinde, bu hakkın tanındığı genel kurul kararları tahdidi olarak sayılmıştır. Bununla birlikte, bir kısım yasal düzenlemede söz konusu kararların esas sözleşmeye hüküm koymak kaydıyla genişletilebilmesine imkan tanınmış ise de, kanunda öngörülenler dışında ortaklık tarafından belirlenecek olan bu kararların esas sözleşmede ayrıca belirtilmesi gereği, ayrılma hakkının yalnızca kanunlarda ve esas sözleşme hükümlerinde açıkça öngörülen hallerle sınırlı olmak üzere kullanılabilceğini, dolayısıyla tahdidi nitelikte olduğunu ortaya koymaktadır.

Ayrılma hakkının tahdidi olarak düzenlenmesinin en önemli nedeni, pay sahiplerine payları karşılığında yapılacak olan ödemeler nedeniyle ortaklıktan önemli miktarlarda nakit çıkışına neden olmasıdır. Ayrılma hakkının kapsamının geniş tutulması halinde, bu hak bir çok genel kurul kararının alınması ile gündeme gelebilecek ve ortaklık tarafından bu amaçla kullanılmak üzere sürekli bir biçimde yüksek miktarlarda karşılık ayrılmasını gerektirecektir. Kaldı ki, ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahibinin, karar öncesinde ortaklığa ihbarda bulunma yükümlülüğü mevcut olmakla birlikte, bu hakkı kullanacak olan pay sahiplerinin sayısını ve tespit edilecek adil bedel çerçevesinde ortaklıktan çıkacak olan nakdin miktarını her zaman tahmin etmek mümkün olmamaktadır. Dolayısıyla, ayrılma hakkının ortaklık için ekonomik açıdan belirsizlik yarattığı da bir gerçektir. Oysa ayrılma hakkının, başta azınlığın korunması olmak üzere

---

<sup>67</sup> Beta, bir hisse senedine ilişkin getirinin, toplam piyasa portföyünün getirisi ile karşılaştırılarak hangi yönde hareket edeceğini gösteren istatistiki tahmin faktörüdür. Toplam piyasa portföyünün getirisi ile ilgili menkul kıymetin getirisi aynı yönde ve birlikte hareket ediyorsa korelasyon katsayısı 1, menkul kıymetin getirisi piyasa portföyünün getirisinden daha büyükse korelasyon katsayısı 1'den büyük, daha küçükse 1'den küçüktür. YALVAÇ, Faruk: Bankacılık Terimleri Sözlüğü, Ankara 1997, s.72.

<sup>68</sup> LETSOU: agm. s.1137-1138.

atfedilen fonksiyonlarını yerine getirirken, yarattığı maliyetle ortaklığın ekonomik yönden zor duruma düşmesine yol açmaması gerekir<sup>69</sup>.

### **1.5.3.2 Önemli Kabul Edilen Bazı Genel Kurul Kararları**

Ayrılma hakkının yer aldığı yasal düzenlemelerde, önemli karar kavramının ne olduğu ve hangi kararlarda pay sahiplerine bu hakkın tanınması gerektiği konusunda birlik bulunmamakla birlikte, söz konusu düzenlemelerde yer alan hükümler incelendiğinde hemen hepsinde, birleşme, devralma ve ortaklık mallarının satışına ilişkin kararlar ayrılma hakkının tanındığı ortak nokta olarak göze çarpmaktadır.

Bunun en önemli nedeni, önemli karar kavramına ilişkin görüşler de dikkate alındığında birleşme, devralma ve ortaklık mallarının satışına ilişkin kararlarda, ortaklık yapısında, pay sahiplerinin yatırım tercihlerini etkileyebilecek düzeyde temel değişikliklerin meydana gelmesi, azınlığın çoğunluk pay sahiplerince bertaraf edilebilmesi ve yöneticilerin suistimali ihtimallerinin yüksek olmasıdır.

Diğer taraftan, çeşitli yasal düzenlemelerde yukarıda sayılanlar dışında, bazı esas sözleşme değişikliklerinde de pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınmıştır. Ortaklık nevinin ve faaliyet konusunun değiştirilmesi, satışın yanısıra ortaklık mallarının kiralanması ve takası gibi malvarlığı yapısında değişiklik meydana getiren işlemler ile pay sahiplerinin oy hakkının ya da imtiyazlarını etkileyecek esas sözleşme değişiklikleri ve ortaklık merkezinin yabancı bir ülkeye nakli gibi kararlarda ortaklara ayrılma imkanı sağlanmıştır.

### **1.5.4 Kullanılması Halinde Ortaklık Tarafından Payların Nakit Karşılığı Satın Alma Zorunluluğunu Doğurması**

Ortaklıktan ayrılma hakkı, bu hakkın kullanılması için gerekli işlemleri süresinde yerine getirmiş pay sahiplerinin ortaklık tarafından yasal düzenlemelerde öngörülen süre içinde adil bir bedel karşılığında satın alınması zorunluluğunu doğurur. Ayrılma hakkının belirgin fonksiyonlarından bir tanesi de paylara likidite sağlamak olduğundan, kanun koyucular bu hakkı kullanan pay sahiplerine ortaklıkça yapılacak olan ödemenin nakit olması şartını koşmuştur.

Diğer taraftan, söz konusu ödemenin ortaklık tarafından yapılması, ayrılma hakkının, azınlığın paylarını satma ve çoğunluğun satın alma hakkından farkını ortaya koymaktadır. Çünkü anılan durumlarda, azınlık paylarının satın alınması ile paylar için ödenecek olan bedel, ortaklık tarafından değil, satın alan çoğunluk pay sahiplerince karşılanmakta, diğer bir ifadeyle satın alma maliyetine diğer ortaklar katlanmaktadır.

---

<sup>69</sup> LETSOU: agm. S.1137-1149.

Ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin paylarının ortaklık tarafından satın alınması, ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi sonucunu doğurduğundan, esas sermayenin azaltılmasına yol açıp açmayacağı sorusunu da gündeme getirmektedir.

Konuya ilişkin olarak, Del. GCL md.160 ve MBCA md.5 hükümlerinde, anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabında, ortaklığın ödeme gücünün bulunması ve ilgililerin zarara uğratılmamasının esas olduğu hükme bağlanmıştır; Del. GCL'da göre ortaklığın, yalnızca fon fazlası bulunması halinde kendi paylarını satın alabileceği öngörülmüştür. Nitekim, ortaklığın kendi paylarını satın almasına ABD hukukunda genel olarak yasal zorunluluk ve kayıtlı sermayenin azaltılması halleri dışında izin verilmiştir. Bu itibarla, ayrılma hakkına ilişkin düzenleme ve uygulamaların en gelişmiş olduğu ABD hukukunda, ayrılma hakkının kullanılması ortaklık açısından sermayenin azaltılmasına sebebiyet vermemektedir<sup>70</sup>.

### **1.5.5 Pay Sahiplerinin Benzer Yasal Hakları ile Birlikte Kullanılıp Kullanılmayacağı Sorunu**

Pay sahiplerine ortaklıktan ayrılma hakkının tanınması ile, bu hakkın, diğer hak arama yöntemleri ile birlikte kullanılıp kullanılmayacağı sorunu gündeme gelmiştir. Bir başka ifadeyle, ayrılma hakkının varlığı, pay sahiplerinin ilgili genel kurul kararlarının iptalini isteme ya da sorumluluk davası açma hakkını ortadan kaldıracak mıdır?

Ayrılma hakkının kullanılması sürecinde açılan davaların amacı, ortaklara payları karşılığında ödenecek olan bedelin adil bir biçimde belirlenmesidir. Bu noktadan hareketle, Delaware Eyaleti Yüksek Mahkemesi, ayrılma hakkına ilişkin dönüm noktası olarak kabul edilen Weinberger v. UOP, Inc. davasında, davanın pay bedellerinin tespitine ilişkin olduğu ve pay sahibinin bu davada sadece ortaklık tarafından tespit edilen bedelin adil bedel olmadığı hususunu ileri sürebileceği yönünde karar vermiştir<sup>71</sup>. Nitekim, ABD'nde iki eyalet dışında, ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin, yöneticilere karşı özen ve sadakat borcu ve ortaklar ile aralarındaki güven ilişkisini ihlal ettikleri gerekçesi ile ayrı bir sorumluluk davası açabilecekleri öngörülmüştür<sup>72</sup>.

Doktrinde de, ortaklara ayrılma hakkı tanınmasının, ilgili genel kurul kararını hukuka uygun hale getirmeyeceği ve çoğunluk pay sahipleri ile yöneticilerin bu hakkı kalkan olarak kullanıp, yasal yükümlülüklerini ihlal etmesine imkan tanınmaması gerektiği belirtilmektedir<sup>73</sup>.

---

<sup>70</sup> SODERQUIST, Larry D./SMIDDY, Linda O./SOMMER JR., A.A./CHEW, Pat K.: Corporate Law and Practice, New York 1999, s.208-209.

<sup>71</sup> WELCH/TUREZYN: age. s.598-599.

<sup>72</sup> SIEGEL: agm. s.99.

<sup>73</sup> SOLOMON, Lewis D./PALMITER, Alan R.: Corporations, Third Addition, 1999, s.609.

Ayrılma hakkının pay sahiplerinin diğer iddiaları ile birlikte ileri sürülmesi konusunda yasa koyucuların benimseyebilecekleri üç sistem vardır.

Birinci yöntemde kanun koyucu, ayrılma hakkını münhasır bir hak olarak düzenleyebilir. Bu halde, ayrılma hakkını kullanan pay sahipleri, yöneticilerin ya da çoğunluğun, söz konusu genel kurul kararlarının alınmasında, kanuna ve esas sözleşme hükümlerine aykırı hareket ettikleri ya da özen ve sadakat yükümlülüklerini ihlal ettikleri gerekçesi ile kanuni yollara başvurma imkanından yoksun kalmaktadır.

İkinci yöntem ise, pay bedelinin tespiti davasında, çoğunluğun ve yöneticilerin suistimallerine ilişkin iddialarının da ileri sürülebilmesidir. Ancak bu yöntemin, ayrılma hakkının genel kurul kararlarına karşı başvurulabilecek kolay ve düşük maliyetli bir yasal yol olması işlevini zedelemesi kaçınılmazdır<sup>74</sup>.

Diğer yöntemlere nazaran daha çok kabul gören bir üçüncü yol ise, ayrılma hakkının kullanılması sürecinde açılan davanın bedel tespiti ile sınırlı olması ve diğer iddiaların başka yasal yollarla ileri sürülmesidir. Davanın konusunun bu şekilde sınırlandırılması, hakkın daha kolay ve çabuk bir biçimde kullanılmasına imkan verdiğinden, yasal düzenlemelerde ve mahkeme kararlarında yaygın olarak anılan yaklaşım benimsenmektedir. Nitekim, Delaware Yüksek Mahkemesi de yukarıda belirtilen kararında bu yöntemi kabul ettiğini ortaya koymuştur<sup>75</sup>.

---

<sup>74</sup> Normalde adil bedel tespiti için açılan davalar, pay bedelinin ortaklık tarafından doğru tespit edilmediği iddiası ile sınırlı olduğundan, davalar az maliyetle açılabilen ve kısa sürede sonuçlanmaktadır. Oysa yöneticilere karşı olan diğer iddiaların da bu yolla ileri sürülmesi halinde, yöneticilerin suistimallerin kanıtlanması gerektiğinden, ayrılma hakkının kullanılması uzun ve masraflı bir yol haline gelecektir.

<sup>75</sup> SIEGEL: agm. s.100.

## **İKİNCİ BÖLÜM: KARŞILAŞTIRMALI HUKUKTA ORTAKLIKTAN AYRILMA HAKKININ DÜZENLENMESİ**

### **2.1 İngiliz Hukukunda**

İngiliz hukukunda, ayrılma hakkı konusunda ABD hukukundaki özellikleri gösteren bir düzenleme mevcut olmamakla birlikte, 1986 tarihli Insolvency Act'in 110 ve 111. maddelerinde, bu Kanun'un 425-427. maddeleri çerçevesinde hükme bağlanan ortaklık malvarlığının devredilerek tasfiyesine ilişkin olarak, oybirliği dışında bir çoğunlukla genel kurulda kendi tasfiyesine karar veren ortaklığın pay sahiplerine karşılıklı anlaşma veya tahkim suretiyle belirlenecek olan bir bedel üzerinden tasfiye paylarını satma hakkı tanınmıştır.

Anılan düzenlemeler uyarınca genel kurulda, devredilen ortaklık payları, kar payı ve benzer menfaatler karşılığında, ortaklık mallarının başka ortaklığa devredilmesi kararı alınması üzerine, karar lehine oy kullanmamış olan pay sahipleri kararın alınmasından itibaren yedi gün içinde tasfiye memuruna yapacakları yazılı ihbar ile tasfiyenin ortadan kaldırılmasını ya da tasfiye paylarının satın alınmasını talep edebilir. Satın alma bedeli anlaşma veya tahkim yoluyla belirlenir ve tasfiyenin sona ermesinden önce ödenir<sup>76</sup>.

Görüldüğü üzere İngiliz hukukunda ayrılma hakkı sadece ortaklığın tasfiye edilmesi hali ile sınırlı tutulmuş, pay sahiplerine genel bir ayrılma hakkı tanınmamıştır.

### **2.2 Fransız Hukukunda**

Fransız hukukunda da pay sahiplerine ABD hukukunda düzenlendiği şekilde bir ayrılma hakkı tanınmamış; doktrinde, bu hakkın yokluğu pay sahiplerinin korunması ve "corporate governance" ilkeleri açısından büyük bir eksiklik olarak ifade edilmiştir.

Bununla birlikte, CMF düzenlemelerinde halka açık anonim ortaklık pay sahipleri için benzer nitelikte haklar öngörülmüştür. Anılan düzenlemelerle, ortaklık sermayesinin üçte bir veya daha fazlasına karşılık gelen pay sahipliği oranına ulaşan kişi veya birlikte hareket eden kişilere, kalan paylar için çağrıda bulunma yükümlülüğü getirilmiştir. Dolayısıyla pay sahipleri, örneğin birleşme kararına karşı ayrılma hakkına sahip olmamakla birlikte, birleşme sonucu belli bir grubun üçte birlik kontrol oranına ulaşması durumunda paylarını satma imkanına kavuşacaklardır. Buna karşın, pay sahiplerine pay bedellerinin tespiti için dava açma hakkı öngörülmemiştir. Yalnızca, CMF'nin, pay bedellerinin doğru tespit edilmediği gerekçesi ile söz konusu teklifi durdurma yetkisi bulunmaktadır.

---

<sup>76</sup> XUEREB, Peter G.: The Rights of Shareholders, London 1989, s.198-199.

Fransız hukukunda ayrıca belli bir kişi ya da grubun aleni pay alım teklifi ya da bir başka işlemle ortaklıkta %95 oranında pay sahipliğine ulaşması ve ortaklık mallarının satışı kararının alınması halinde kararın CMF'ye bildirilmesi ve hakim ortağın azınlık paylarını satın alma teklifinde bulunması zorunluluğu getirilmiştir<sup>77</sup>.

Söz konusu düzenlemeler, ayrılma hakkına benzer şekilde azınlık pay sahiplerine belli koşullar altında paylarını satma imkanı vermekle birlikte, gerek payların ortaklık yerine çoğunluk pay sahiplerince alınmasının öngörülmüş olması, gerekse pay sahiplerinin satma hakkını ortaklıkta meydana gelen esaslı değişikliklerden öte azınlık-çoğunluk ve kontrol ilişkisine dayandırmış olması nedeniyle ayrılma hakkına karşılık gelmemekte, daha çok hakim ortağın satın alma ve azınlığın satma hakkı kapsamında değerlendirilmektedir.

### **2.3 Alman Hukukunda**

Alman Hukukunda anonim ortaklık pay sahipleri için iki durumda ayrılma hakkı öngörülmüştür. Bunlardan ilki konzern (bağlı işletme) hukukunda olup, buna göre karın ve hakimiyetin devri (APOK md.305) ve %95 çoğunluğun ele geçirilmesi (APOK md.320) ayrılma hakkını doğuran sebepler arasında sayılmıştır.

Ayrılma hakkının tanıdığı diğer durum ise ortaklığa ilişkin yapısal değişiklikler olarak tanımlanan birleşme, bölünme ve nevi değiştirme halleridir. 1994 yılında kabul edilen "Nevi Değiştirme Kanunu" (UmwG) nevi değiştirmenin yanısıra birleşme ve bölünmeyi de düzenlemiştir<sup>78</sup>.

UmwG md.29 hükmünde birleşmede ayrılma hakkı düzenlenmiştir. Bu madde uyarınca birleşme kararına katılmayarak bu hususu tutanağa geçiren pay sahipleri ayrılma hakkını kullanabilir. Ancak, oy hakkının kullanılması haksız olarak engellenen pay sahibine, olumsuz oy kullanmamış olsa dahi ayrılma hakkı imkanı verilerek, oy şartına istisna getirilmiştir. UmwG, farklı türde (örneğin limited ve anonim ortaklar) ortaklıkların birleşmesi halinde her halukarda ayrılma hakkına yer verirken, aynı türden ortaklıklar arasındaki birleşmelerde ayrılma hakkını birleşme sonucunda devralan ortaklığın esas sözleşmesinde paylara ilişkin devir kısıtlarının mevcut olmasına bağlamıştır.

UmwG'nin 125. maddesinde bölünme işleminde ayrılma hakkı için, birleşmeye ilişkin 29. maddeye atıf yapılmakla yetinilmiştir. UmwG'nin 207. maddesinde hükme bağlanan nevi değiştirmelerde ayrılma hakkı ise benzer şekilde 29. maddeye yollama yapılmak suretiyle düzenlenmiştir.

---

<sup>77</sup> FONTO, James A.: The Legal Basis of Corporate Governance in Publicly Held Corporation, A Comparative Approach, ed. PINTO, Arthur R./VISENTINI Gustavo, London 1998, s.31-32.

<sup>78</sup> SCHINDLER, Hendrik: Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften, München 1999, s.3.



Anılan hükümler uyarınca ortaklık tarafından pay sahiplerine, ayrılma haklarını bildiren ve ortaklığın tespit etmiş olduğu pay bedellerini gösteren bir ihbarda bulunulur. Ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahiplerinin iki ay içinde ihbara icabet etmesi, pay bedelini uygun bulmaması halinde de pay bedelinin tespiti için bu süre içinde dava açması gerekir. Anılan Kanunda pay bedelinin tespiti için bir metod belirlenmemiştir<sup>79</sup>.

## **2.4 İtalyan Hukukunda**

İtalyan hukukunda ortaklıktan ayrılma hakkı İtalyan Medeni Kanunu'nun 2437. maddesinde düzenlenmiştir. Anılan madde uyarınca nevi değiştirme, ortaklık mevzuunun değiştirilmesi ve ortaklık merkezinin yabancı bir ülkeye nakledilmesine ilişkin kararlara muhalif kalan pay sahiplerine payları karşılığında ödenecek olan bedel, payların borsada işlem görüyor olması halinde son altı ayın ortalama fiyatı; borsada işlem görmeyen paylar için ise son dönem bilançosunda öngörülen ortaklık malvarlığına göre belirlenir<sup>80</sup>.

## **2.5 AB Hukukunda**

AB mevzuatında ayrılma hakkı özel olarak düzenlenmemiş olmakla birlikte, 2001/2157 sayılı Konsey Yönetmeliği ile, 17.12.1982 tarih ve 78/855 sayılı Üçüncü ve 9.10.1978 tarih ve 82/891 sayılı Altıncı Konsey Direktiflerinde anonim ortaklıklarda birleşme ve bölünmelerde belli koşullar altında pay sahiplerine, ortaklık tarafından paylarının uygun bir bedel karşılığında devralınmasını isteme hakkı öngörülmüştür.

Üçüncü Konsey Direktifinin 27. maddesinde, devralan şirketin devralınan şirket(ler)in sermaye payı ve oy hakkının %90 veya daha fazlasına sahip olduğu birleşmelerde, belirli koşullar altında<sup>81</sup> devralan şirket genel kurul kararı aranmaksızın birleşme işleminin gerçekleştirilmesine imkan tanınmış; 28. maddesinde ise, 27. maddedeki birleşme işlemine ilişkin olarak azınlık pay sahiplerine, devralan şirketten değerine uygun bir bedel karşılığında paylarının devralınmasını isteme hakkı tanınarak, payların satın alınma bedelinin mahkeme tarafından belirlenmesine imkan verilmiştir.

82/891 sayılı anonim şirketlerin bölünmelerine ilişkin Altıncı Konsey Direktifinde de, birleşme direktifine benzer bir düzenleme mevcuttur. Direktifin 5/2 maddesi uyarınca, bölünme ile kurulan ortaklıkların paylarının bölünen ortaklığın pay sahiplerine bu şirket sermayesindeki hakları ile orantılı olarak pay verilmemiş olması durumunda üye devletler mevzuatı, azınlık pay sahiplerine paylarının satın alınmasını isteme hakkı tanıyabilir. Bu takdirde azınlık pay sahiplerine, paylarının değerine uygun bir bedelin

---

<sup>79</sup> SCHINDLER: age. s.114-121.

<sup>80</sup> SCHINDLER: age. s.371.

<sup>81</sup> Bunun için, birleşme taslağının, direktifin 6. maddesinde öngörülen şekilde ilan edilmiş ve ortaklara, 11. madde uyarınca birleşme ile ilgili belgelerin incelenmesi olanağının verilmiş olması gerekmektedir.

ödenmesi gerekmektedir. Öte yandan, söz konusu bedelin tespitinde ihtilaf olması halinde pay sahipleri bedelin mahkeme tarafından tespitini isteyebilirler<sup>82</sup>.

Ayrıca, anonim ortaklıkların birleşmelerini düzenleyen 2001/2157 sayılı Konsey Yönetmeliği'nin 24/2 ve 34. maddelerinde, birleşmelerde, üye ülkelerin birleşmeye karşı çıkan azınlık pay sahiplerinin korunmasına yönelik haklar tanıyabileceği ifade edilerek, ayrılma hakkının düzenlenmesine olanak sağlanmıştır. Anılan Yönetmeliğin 25/3. maddesinde ise, birleşmede yer alan şirketlerin tabi olduğu ülke mevzuatı çerçevesinde azınlık pay sahiplerinin tazminin mümkün olduğu belirtilmiş; ancak bu haktan faydalanılabilmesi, birleşme işleminin tarafı olmakla birlikte tabi oldukları mevzuat kendilerine böyle bir hak tanımayan diğer ortaklıkların birleşme taslağını kabulü sırasında verecekleri açık onaya bağlanmıştır<sup>83</sup>.

## **2.6 Ortaklıktan Ayrılma Hakkının Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) İlkeleri Çerçevesinde Değerlendirilmesi**

OECD tarafından kabul edilen Corporate Governance ilkelerinin pay sahiplerinin haklarına ilişkin bölümünde, payların devir ve transferi temel haklar arasında sayılmış; pay sahiplerinin ayrıca ortaklık yapısındaki önemli değişikliklere ilişkin kararlara katılma ve bunlar hakkında yeterli şekilde bilgilendirilme hakkına sahip oldukları belirtilmiştir<sup>84</sup>.

Pay sahiplerinin ortaklıkta kalmaya devam etmesi ya da ortaklıktan ayrılmaya karar verebilmesi için öncelikle ayrılma hakkının tanındığı genel kurul kararı hakkında yeterli derecede bilgi sahibi olması ve kararın olumlu ve olumsuz sonuçlarını değerlendirmesi gerekmektedir. Nitekim ilgili mevzuat hükümlerinde, ayrılma hakkının tanındığı kararların görüşüleceği genel kurul öncesinde, pay sahiplerine, ortaklık tarafından ihbarda bulunularak karar ve ayrılma hakkına ilişkin ayrıntılı bilgi verilmesi gerektiği ifade edilmiştir. Bu yönüyle ayrılma hakkı, pay sahiplerinin önemli kararlarda bilgilendirilmesini öngören corporate governance ilkesine uygundur.

Öte yandan doktrinde, ayrılma hakkının önemli fonksiyonlarından bir tanesinin, pay sahiplerine paylarını eşit koşullar altında, ekonomik olarak zarara uğramadan ve kolayca devretme imkanı vermek olduğu kabul edilmiştir. Ayrılma hakkının bu fonksiyonu, özellikle sığ piyasalarda işlem yapan pay sahipleri için daha belirgin bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Pay sahiplerinin ekonomik haklarını ihlal etmeden payların devir kabiliyetini kolaylaştıran (likiditesini artıran) ayrılma hakkı bu yönüyle, pay

---

<sup>82</sup> DPT, Avrupa Topluluğu ile İlişkiler Genel Müdürlüğü, Avrupa Topluluğuna İlişkin Temel Belgeler, C.1, Ankara 1993.

<sup>83</sup> www.europa.eu.int

<sup>84</sup> <<http://www.oecd.org/EN/home/0,,EN-home-28-nodirectorate-no-no-28,00.html>> SG/CG(99)5 sayılı rapor.

sahiplerinin paylarını devretme hakkını düzenleyen corporate governance ilkesinin uygulamaya aktarılması açısından önemlidir.

Pay sahiplerinin haklarını düzenleyen corporate governance ilkelerinden bir diğeri, sermaye piyasalarında ortaklık kontrolünü ele geçirmeye yönelik alımlar, birleşmeler ve ortaklık varlıklarından önemli kısmının satışı gibi olağandışı işlemlere ilişkin kural ve işleyişlerin, yatırımcıların haklarını anlayabilecekleri ve kullanabilecekleri şekilde düzenlenmesi ve kamuya duyurulmasıdır. Söz konusu işlemler, tüm pay sahiplerinin haklarını koruyacak biçimde şeffaf koşullar altında gerçekleştirilmelidir<sup>85</sup>. Ortaklık yapısında esaslı değişiklikler yaratan önemli genel kurul kararlarına muhalif kalan pay sahipleri tarafından, payların ortaklığa adil bir bedel karşılığında devredilmesine imkan veren ayrılma hakkı, özellikle karar alma mekanizmasında etkinliği bulunmayan azınlık pay sahipleri için ekonomik açıdan önemli bir koruma sağlamak ve hakkın kullanılması sürecinde, ortaklık tarafından pay sahiplerine yapılan ihbar ve bildirimler ile konu hakkında ayrıntılı biçimde bilgi edinmelerine imkan tanımaktadır<sup>86</sup>.

Diğer özellikleri yanında, ortaklıkta meydana getireceği büyük nakit çıkışı nedeniyle, yöneticilerin işlemlerinin sadakat ve özen borcuna uygun olarak ifa edilip edilmediğinin denetlenmesi fonksiyonunu sağlayan ayrılma hakkı, bu açıdan da corporate governance ilkelerinin uygulanmasına yönelik düzenlemeler arasında sayılmıştır. Gerçekten de, yatırımcıların koydukları sermayenin ortaklık yöneticilerinin, yönetim kurulu üyelerinin veya kontrolü elinde bulunduran pay sahiplerinin kötü kullanımından ve suistimalinden korunacağına dair duydukları güven, sermaye piyasalarında önemli bir faktördür<sup>87</sup>. Ancak doktrinde ayrılma hakkının corporate governance hedeflerine ulaşılmasında etkili olabilmesi, mevzuatlarda bu hakka yer verilmesine ve hakkın yaygın bir şekilde uygulanması sonucuna bağlanmıştır<sup>88</sup>.

---

<sup>85</sup> VARIŞ, Meral/KÜÇÜKÇOLAK Ali/ERDOĞAN Oral/ÖZER Levent: Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri, İMKB Dergisi, S.19, 2001, s.6.

<sup>86</sup> bk. s.34-36.

<sup>87</sup> <<http://www.tusiad.org/turkish/rapor/oecd/oecd.pdf>>

<sup>88</sup> FONTO: age. s.27.

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: ORTAKLIKTAN AYRILMA HAKKININ KAPSAMI VE KULLANILMASI**

### **3.1 Ayrılma Hakkının Kapsamı**

#### **3.1.1 Oydan Yoksun Payların Ayrılma Hakkı Karşısındaki Durumu**

Ayrılma hakkı düzenlemelerinde belirlenmesi gereken bir diğer husus, bu hakkın hangi paylara tanınacağıdır.

ABD'de, ayrılma hakkını düzenleyen eyaletlerin büyük bir kısmında MBCA'de yer alan düzenlemeler esas alınarak, ayrılma hakkının kullanılması oy hakkına sahip paylarla sınırlandırılmıştır. Ancak söz konusu düzenlemelerde anılan sınırlamaya iki halde istisna getirilmiştir. Bunlardan birincisi, ana ortaklıkla yavru ortaklık arasındaki basit usulde birleşmelerde, yavru ortaklığın tüm paylarına, oy hakkı aranmaksızın ayrılma hakkı tanınmasıdır. Diğer istisna ise, ayrılma hakkının tanındığı esas sözleşme değişikliğine ilişkin karardan olumsuz olarak etkilenen pay sahiplerinin, oy hakkına sahip olmasalar dahi bu haktan yararlanabilmeleridir. Buna karşın bir kaç eyalette, ayrılma hakkının tanınmasında payların oy hakkı olup olmadığı hususu gözetilmemiştir<sup>89</sup>.

Bu noktada, ilgili düzenlemelerde yer alan "bazı genel kurul kararlarına muhalif kalan ve olumsuz oy kullanan pay sahipleri" ifadesinin, ayrılma hakkının yalnızca oy hakkına sahip paylar için tanındığı anlamını taşıyıp taşımadığı hususunun açıklığa kavuşturulması gerekmektedir. Konuya ilişkin olarak farklı iki görüş ortaya atılmıştır.

Ayrılma hakkının oy hakkı olmayan paylara tanınmaması gerektiğini savunan görüş; hakkın tüm paylara tanınması durumunda, ortaklıkların, nakit çıkışının yarattığı yüksek maliyetlerle karşı karşıya kalacaklarını ve salt bu nedenle, ortaklık lehine olabilecek bazı kararların engellenebileceğini ileri sürmüştür.

Karşı görüşte olanlar, ayrılma hakkının günümüzde gerçekleştirdiği en önemli fonksiyonlardan birinin adil nakit bedelle ortaklıktan çıkma imkanı sağlamak olduğunu, bu nedenle oy hakkı olmayan payların da hakkın kapsamına dahil edilmesi gerektiğini; ayrıca, oy hakkı bulunmamakla birlikte, kardan pay alan, tasfiye bakiyesine katılan ya da diğer ekonomik menfaatleri bulunan paylar için de, çoğunluğun ve yöneticilerin denetlenmesi fonksiyonunun önem taşıdığını savunmuştur<sup>90</sup>.

---

<sup>89</sup> SOLOMON/PALMITER: age. s.603-604.

<sup>90</sup> SIEGEL: agm. s.130-134.

### 3.1.2 Market-Out İstisnası

Market-out kavramı kısaca, borsada işlem gören ya da ortak sayısı belli bir miktarın üzerinde olan (ABD’nde genel olarak bu rakam 2000 olarak kabul edilmiştir) ortaklıkların paylarının ayrılma hakkından istisna edilmesidir. Bu yönde bir istisna getirilmesi, bu hakkın, ortaklıkta önemli değişiklikler yaratan genel kurul kararlarına katılmayan pay sahipleri için yargı kararlarına dayanan bir piyasa ve likidite yaratılması görüşüne dayanmaktadır. Bu görüşe göre, payların kolayca elden çıkarılabileceği bir piyasanın varlığı halinde mahkeme kararı ile likidite yaratılmasına, dolayısıyla ayrılma hakkının tanınmasına gerek yoktur<sup>91</sup>.

ABD’de 23 eyaletin konuya ilişkin düzenlemelerinde, market-out istisnasına yer verilmiştir. Buna karşın gerek MBCA’de, gerekse ALI’un “corporate governance” ilkelerinde böyle bir istisna getirilmemiştir.

Doktrinde yazarlar genel olarak, piyasa fiyatının her zaman payların gerçek değerini yansıtmadığı ve pay sahipleri için yeterli koruma sağlamadığı, bu nedenle borsa payları için de payların gerçek bedelinin tespit edilmesi gerektiği gerekçesi ile market-out istisnasına karşı çıkmaktadır. Bu görüşü savunanlar, öncelikle, piyasa fiyatlarında sürekli olarak dalgalanmaların yaşandığına dikkat çekmiştir. Gerçekten de, ortaklık paylarının fiyatına etki edecek önemli bir gelişme olmaksızın dahi bir payın piyasada aldığı değerler incelendiğinde, ilk bakışta bile söz konusu dalgalanmalar görülebilmektedir. Payların piyasa fiyatının gerçek değer olarak kabul edilmesi durumunda hangi tarihteki fiyatı esas almak gerekir? Bir süre önceki yüksek ya da düşük fiyat mı, yoksa ayrılma hakkı ile ilgili kararın alındığı tarihteki fiyat mı gerçek fiyattır<sup>92</sup>?

Ayrıca, ortaklığın önemli bir değişiklik yönünde karar almasının olumsuz sonuçlar doğuracağı beklentisinin payların fiyatına yansımaları da, payların gerçek değerinin altında bir fiyattan alınıp satılması sonucunu doğurabilir. Bir diğer husus ise, ortaklıktan çıkmak isteyen pay sahibinin elindeki payların büyük montanlı ve piyasanın sığ olduğu durumlarda, pay sahibinin paylarını kısa sürede gerçek değerinden elinden çıkarmasının mümkün olmamasıdır.

Diğer taraftan, bazı paylar için esas sözleşmelerde devir kısıtlamaları öngörülmesi de pay sahiplerinin paylarını satmalarına engel teşkil edebilir<sup>93</sup>. Nitekim gerek doktrinde, gerekse MBCA ve ALI’un ilkelerinde, Amerika’da 1970 yılında yaşanan kriz nedeniyle payların gerçek değerlerinin altında değerlendirildiği ve bu dönemde pek çok

---

<sup>91</sup> WELCH/TUREZYN: age. s.601.

<sup>92</sup> <<http://www.law.duke.edu/journals/dlj/articles/DLJ47P613.HTM>> s.636-637.

<sup>93</sup> SOLOMON/PALMITER: age. s.604.

ortaklığın salt bu nedenle piyasadan kendi paylarını satın aldıklarına dikkat çekilmiştir. Öte yandan MBCA'de, piyasa fiyatlarının payların gerçek değerini değil, hisse senetlerinin işlem fiyatını yansıttığı ve bu fiyatın da yalnızca kamuya açıklanmış olan bilgilerle şekillendiği ifade edilmiştir<sup>94</sup>. Ortaklık yöneticilerinin görevleri dolayısıyla sahip oldukları ve fakat pay sahiplerince bilinmeyen ve kamuya açıklanmamış bilgiler (inside information) bu kişilerce kendi menfaatleri için kullanılabilir<sup>95</sup>. Nitekim, mahkeme kararlarında da, paylarının büyük bir çoğunluğu belli bir grubun elinde olan ortaklıklarda, piyasa fiyatının bu kişilerce manipüle edilebileceği hususuna dikkat çekilmiştir<sup>96</sup>.

Bugün market-out istisnası konusundaki eğilim, bu istisnadan vazgeçilmesi yönündedir. Nitekim daha önce MBCA'de de yer verilen bu istisna kaldırılmış, MBCA'ı esas alan eyaletler de kendi düzenlemelerinde market-out istisnasından vazgeçmişlerdir.

### **3.1.3 Cash-Out İstisnası**

Market-out istisnasının getirildiği yasal düzenlemelerde, bazı koşullar altında bu istisnanın uygulanmayacağı hükme bağlanarak, ayrılma hakkına istisna getiren kurala da istisna getirilmiştir.

Market-out'un geçerli olabilmesi için, birleşme işleminde, devralınan ya da birleşen ortaklık paylarının borsada işlem görmesi ve birleşme sonrasında bu pay sahiplerine yine borsada işlem gören hisse senetleri (ve kesirli paylar için nakit) verilmesi gerekir. Eğer, birleşme kararına muhalif kalan pay sahiplerine, payları karşılığında yukarıda belirtilenler dışında menkul kıymetler, nakit ya da mal (ya da bunlardan bir kaç tanesinin bir arada verilmesi) şeklinde ödeme yapılması söz konusu ise market-out istisnası ortadan kalkmakta, diğer deyişle genel kural geçerli olmaktadır. Bu düzenlemeye ABD hukukunda "cash-out" adı verilmektedir.

Devralma suretiyle birleşmelerde, devralan ortaklık pay sahipleri birleşme sonrasında mevcut paylarını koruduklarından, diğer deyişle paylarının niteliğinde bir değişiklik meydana gelmediğinden, bu pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınmamıştır. Devralınan ortaklık pay sahipleri de, kendilerine birleşme sonrasında yeni ortaklığın paylarının verilmesi durumunda, bu payların borsada işlem görüp görmediğine bakılmaksızın ayrılma hakkı kapsamı dışında bırakılmıştır<sup>97</sup>. Buna karşın, devralınan ortaklığın pay sahiplerine birleşme sonrasında üçüncü bir ortaklığın payları verilmiş ise,

---

<sup>94</sup> SIEGEL: agm. s.126.

<sup>95</sup> EASTERBROOK/FISCHEL: age. s.150.

<sup>96</sup> <<http://www.law.duke.edu/journals/dlj/articles/DLJ47P613.HTM>> s.640.

<sup>97</sup> Birleşme işleminde devralan ortaklık pay sahipleri ile kendilerine yeni ortaklık payları verilen devralınan ortaklık pay sahiplerinin pay oranlarının değişmesi kaçınılmazdır. Ancak pay oranları değişmekle birlikte, yeni ortaklıkta pay sahiplikleri devam ettiğinden, payların birleşme ile ele geçirilmesinin söz konusu olmadığı dikkate alınarak bu yönde bir düzenlemeye gidilmiştir. EASTERBROOK/FISCHEL: age. s.151.

söz konusu payların borsada işlem görmesi ya da ait oldukları ortaklığın pay sahibi sayısı iki binin üzerinde olması durumunda market-out istisnası geçerli olduğundan, ayrılma hakkının kullanılması mümkün olmamaktadır.

Ancak, devralınan ortaklık pay sahiplerine verilen birleşme ile kurulan ortaklık payları dışındaki payların borsada işlem görmemesi (ya da pay sahibi sayısının iki binin üzerinde olmaması) durumunda market-out istisnası kaldırılmakta ve ayrılma hakkı kullanılabilir. Diğer taraftan, nakit karşılığı birleşmelerde hiç bir istisna söz konusu olmaksızın tüm pay sahipleri ayrılma hakkını kullanabilir<sup>98</sup>.

Cash-out istisnası, devralınan ortaklık pay sahiplerine borsada işlem gören paylar ya da devralan ortaklık payları haricinde bir ödeme yapılması halinde market-out istisnasını kaldırmış olduğundan, ayrılma hakkının, çoğunluğun azınlık paylarını ele geçirmeye yönelik işlemlerini önleme fonksiyonunu yerine getirmesine olanak sağlamaktadır. Çünkü, bu pay sahiplerine özellikle devralınan ortaklık paylarının verilmesi durumunda, yeni ortaklıkta pay sahibi kalmaya devam edeceklerinden, azınlığın paylarının bu yöntemle ele geçirilmesi mümkün olmayacaktır<sup>99</sup>.

### **3.2 Ortaklıktan Ayrılma Hakkının Kullanılması**

#### **3.2.1 Pay Sahiplerine Ayrılma Haklarının Bildirilmesi**

Ayrılma hakkının kapsamına giren kararların görüşülerek ortakların oyuna sunulacağı genel kurul gündeminin ilanında, ortakların ayrılma hakkından faydalanabilecekleri ya da ayrılma haklarının mevcut olmadığı veya ortaklığın ayrılma hakkının varlığı konusunda tereddütleri bulunduğu hususunun açıkça belirtilmesi gerekir. Öte yandan, ortaklık, ilgili kararda ayrılma hakkının kullanılacağı görüşünde ise, pay defterine kayıtlı ortaklara yapılacak olan yazılı genel kurul bildirimine, mevzuatta ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin hükümlerin bir örneği de eklenir. MBCA'de, söz konusu bildirim genel kuruldan ne kadar süre önce yapılması gerektiği konusunda açıklık bulunmazken, Del. GCL'da ayrılma hakkının genel kurulun en az yirmi gün öncesinde ortaklara ihbar edilmesi gerektiği hükme bağlanmıştır (MBCA md.13.20, Del. GCL md.262 (d)(1)).

MBCA'nın gerekçesinde, ortaklık için böyle bir bildirim yükümlülüğünün öngörülmesinin nedeni, bazı pay sahiplerinin ayrılma hakkından ya da bu haklarını ne şekilde kullanmaları gerektiğinden bilgi sahibi olmayabilecekleri biçiminde ifade edilmiştir.

---

<sup>98</sup> WELCH/TUREZYN: age. s.602-603.

<sup>99</sup> EASTERBROOK/FISCHEL: age. s.151.

### **3.2.2 Ortaklığa İhbarda Bulunulması**

Ortaklığın bildirimini alan ve ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahiplerinin, ortaklığa yazılı bir ihbarda bulunması gerekmektedir. Söz konusu ihbar, ortaklığın ayrılma hakkını kullanacak pay sahipleri hakkında bilgi sahibi olmasını sağlarken; aynı zamanda pay sahiplerinin bu konudaki yasal başvurusu niteliğini taşımaktadır. İhbarın temel amacı, gerek ortaklığın gerekse diğer ortakların ayrılma hakkını kullanabilecek potansiyel pay sahibi sayısının ve buna bağlı olarak ortaklık tarafından ödenmesi muhtemel nakit bedelin tespitini mümkün kılmaktır. Öte yandan söz konusu ihbar, ayrılma hakkı sürecinde ileride ortaklıkça yapılacak bildirimlerin muhataplarının belirlenmesini de sağlar (MBCA OC md.13.21)<sup>100</sup>. Böyle bir ihbar yapılmaksızın, sadece karar aleyhine oy kullanılmış olması ayrılma hakkından faydalanması için yeterli görülmemiştir (Del. GCL md.262 (d) (1)). Öte yandan, ayrılma hakkından yararlanabilmek açısından ihbarda bulunan pay sahibinin, ilgili genel kurul kararının alındığı tarihte pay sahibi olması gerekir. Payın devri ile, bu hak devralana geçer<sup>101</sup>.

### **3.2.3 İlgili Genel Kurul Kararı Aleyhine Oy Kullanılması**

Ayrılma hakkından faydalanmak isteyen pay sahiplerinin genel kurulda, karar aleyhine oy kullanmaları ya da hiç oy kullanmamaları gerekir. Kararın alınması için çoğunluğun olumlu oyu gerektiğinden, hiç oy kullanılmaması ile aleyhte oy kullanılması arasında fark gözetilmemiştir<sup>102</sup>. Oy hakkı bulunmamakla birlikte yasal düzenlemelerde kendilerine ayrılma hakkı tanınan pay sahipleri için bu şart aranmamıştır<sup>103</sup>.

### **3.2.4 Ortaklık Tarafından Formların Gönderilmesi**

Genel kurul kararının alınmasından itibaren on gün içinde ortaklık tarafından yukarıda belirtilen şartları yerine getirmiş olan pay sahiplerine ayrılma hakkının kullanılması amacıyla formlar gönderilir. Bu hususta yapılacak olan bildirimde, formların hangi süre içinde ortaklığa geri gönderileceği ve ortaklık tarafından tespit edilen pay bedeli (adil bedel) belirtilir. Ayrıca, yazılı olarak talep eden pay sahiplerine, kaç ortağın ayrılma hakkını kullanmak için formları ortaklığa geri gönderdiği ve bu ortakların sahip olduğu payların miktarı hakkında bilgi verilir (MBCA md.13.22).

Ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerine ayrıca, ödemedi geriye dönük olarak on altı aydan eski olmamak üzere ortaklık bilançosu, o yıla ait ortaklık gelir tablosu ve diğer mali tablolar ile pay bedellerin tespitine ilişkin hesaplamaların yer aldığı belgelerin

---

<sup>100</sup> WELCH/TUREZYN: age. s.607-608.

<sup>101</sup> WELCH/TUREZYN: age. s.610.

<sup>102</sup> LETSOU: agm. s.1158.

<sup>103</sup> WELCH/TUREZYN: age s.609.



birer örneği gönderilir (MBCA md.13.24). Böylelikle pay sahibi, söz konusu belgeleri inceleyerek, kendisine ödenen bedelin doğru tespit edilmediğine ve yasal süresi içinde bu bedele itiraz edip etmeyeceği hususunda karar verir.

Pay sahiplerinin, ayrılma hakkını kullanmak istediklerini ve ilgili karar lehine oy kullanmadıklarını teyid eden bir beyanla, bildirimde belirtilen süre içinde formları ortaklığa geri göndermeleri gerekmektedir. MBCA'de bu sürenin kırk günden az, altmış günden fazla olamayacağı hükme bağlanmıştır (MBCA md.13.23 (a)). Delaware düzenlemelerinde ise bu süre yirmi gün olarak belirlenmiştir (Del. GCL md.262 (d)(2)).

### **3.2.5 Pay Bedellerinin Ödenmesi**

İlgili formların pay sahiplerince ortaklığa gönderilmesi için belirlenen sürenin dolmasından itibaren otuz gün içinde, yukarıda sayılan şartları yerine getirmiş olan pay sahiplerine ortaklık tarafından tespit edilmiş olan pay bedelleri faizleri ile birlikte ödenir.

Bununla birlikte, MBCA'i esas almayan Delaware gibi bazı eyaletlerde, yukarıda sayılan tüm şartların pay sahibi tarafından yerine getirilmesi sonrasında ödeme yapılabilmesi için, ortaklık ya da pay sahiplerinden biri tarafından payların bedelinin tespitine ilişkin olarak dava açılması gerekir. Pay bedelleri, mahkeme tarafından tespit edilinceye kadar pay sahiplerine herhangi bir ödeme yapılmaz<sup>104</sup>.

### **3.2.6 Pay Bedellerinin Tespiti İçin Dava Açılması**

Ortaklık tarafından tespit edilen pay bedelini uygun bulmayan pay sahipleri, ödemenin ya da ödemeye ilişkin teklifin yapılmasını müteakip, bedelin doğru tespit edilmediği gerekçesi ile ortaklığa başvurarak ek ödemede bulunulmasını talep edebilirler. Mevzuatta öngörülen süre içinde ortaklığa başvurmayan pay sahiplerinin ortaklık tarafından tespit edilen bedeli uygun buldukları kabul edilir ve ek ödeme yapılmaz (MBCA md.13.26).

Öte yandan, Mahkeme tarafından kötü niyetle ek ödeme talebinde bulunduğuna karar verilen pay sahipleri, bedel tespiti için açılacak olan davanın masraflarına katlanır. Bu düzenleme ile yasa koyucu, ayrılma hakkının mahkemeye başvurulmaksızın ve kısa sürede sonuçlandırılmasını teşvik etmeye çalışmıştır (MBCA OC md.13.26).

Pay sahibinin ek ödeme talebini kabul etmeyen ortaklığın, talebin kendisine ulaşmasından itibaren altmış gün içinde ortaklık merkezinin bulunduğu yer mahkemesinde pay bedelinin tespiti davası açması gerekir. Süresi içinde dava açmayan ortaklık, pay sahibinin talep ettiği ek bedeli ödemekle yükümlüdür. Söz konusu davanın

---

<sup>104</sup> SOLOMON/PALMITER: age. s.605.

açılması üzerine ortaklık, ek ödeme talebinde bulunan ve talepleri reddedilen tüm pay sahiplerine dava açıldığını ihbarla yükümlüdür. Davanın tarafı olarak her bir pay sahibi, pay bedelinin belirlenmesi hususunda delil gösterebilir. Mahkemenin nihai kararında tespit ettiği bedelin ortaklık tarafından yapılan ödemenin üzerinde olması durumunda, aradaki fark pay sahiplerine faiziyle birlikte ödenir (MBCA md.13.30).

Delaware'de ise dava süreci daha farklı işlemektedir. Buna göre, ortaklığın ya da ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin ilgili genel kurul kararının alınmasından itibaren yüz yirmi gün içinde Court of Chancery<sup>105</sup>de pay bedelinin tespiti için dava açması gerekir. Dava açan tarafın pay sahibi olması durumunda, tek bir pay sahibinin dava açması yeterli görülmüştür. Söz konusu davada verilecek olan karar, ayrılma hakkını kullanan tüm pay sahipleri için geçerli olacaktır. Öte yandan, dava açan pay sahiplerinin, dava açmayan ve fakat davanın sonucu kendisini bağlayacak olan diğer pay sahiplerine karşı sadakat yükümlülüklerinin bulunduğu, dolayısıyla tüm pay sahiplerinin menfaatlerini gözetmeleri gerektiği kabul edilmiştir.

Davanın açıldığı hususu, mahkeme tarafından duruşmadan en az bir hafta önce ilanen duyurulur. Söz konusu davada ayrılma hakkının varlığını ispatı yükü pay sahiplerindedir. Uygulamada Court of Chancery, pay sahipleri ve ortaklık arasında ayrılma hakkının varlığına ilişkin ihtilafların çözümünü kolaylaştırmak için ortaklıktan; ayrılma talebinde bulunan pay sahiplerinin isimlerini, sahip oldukları payların miktarını ve ortaklığın, haklarına itiraz ettiği pay sahiplerini gösterir bir liste hazırlanmasını isteme yoluna gitmektedir<sup>106</sup>. Mahkeme, kimlerin ayrılma hakkına sahip olduğunu re'sen araştırmakla yükümlüdür (Del. GCL md.262 (g)).

Mahkeme, ayrılma hakkını kullanacak pay sahiplerinin belirlenmesinden sonra, pay bedellerinin tespiti işlemine geçer. Ancak, payların değerinin ne şekilde belirleneceği konusunda yasal düzenlemelerde ayrıntıya yer verilmemiş, yalnızca, bedelin adil olarak tespit edilebilmesi için mahkeme tarafından ilgili tüm unsurların dikkate alınacağı hükme bağlanmıştır (Del. GCL md.262 (h)).

Ayrılma hakkına ilişkin yasal düzenlemelerin incelenmesi sonucunda, MBCA'nın ayrılma hakkının kullanılmasında öngörülen prosedürleri hafiflettiği göze çarpmaktadır. Ayrıca dava masraflarına kural olarak pay sahiplerinin katlandığı ve pay bedellerinin ödenmesi için bedel tespitine ilişkin davanın sonuçlanmasının gerekli olduğu Delaware

---

<sup>105</sup> Amerikan Hukuk sisteminde yer alan "Court of Chancery", diğer adıyla "Court of Equity", adalet, nasafet ve mantığa dayanan, yazılı hukuk kurallarına tabi olmayan ve "common law" kurallarından ayrı "equity" kurallarını uygulayan mahkemedir. OVACIK, Mustafa: İngilizce-Türkçe Hukuk Sözlüğü, Ankara 1986, 2. B., s.133.

<sup>106</sup> WELCH/TUREZYN: age. s.611-613.

düzenlemelerinin<sup>107</sup> aksine MBCA'de yargılama masraflarına, pay sahiplerinin ek ödeme taleplerinin kötü niyetli olarak yapıldığı haller haricinde ortaklık tarafından katlanması öngörülmüştür (MBCA md.13.31(a)). MBCA'de yapılan değişiklikler, ayrılma hakkının ksa sürede sonuç alınabilen ve kolay bir hak arama yöntemi olmasını hedeflemektedir<sup>108</sup>.

### **3.2.7 Ayrılma Hakkının Kullanılması Sürecinde Pay Sahiplerinin Ortaklık Haklarının Durumu**

Ayrılma hakkını kullanan pay sahipleri, bu andan itibaren ortaklıktan doğan oy kullanma, kar payı ve benzeri ödemeleri talep haklarını kaybetmektedirler (Del. GCL md.262 (k))<sup>109</sup>. Ancak, ilgili kararın yürürlüğe girdiği tarihten önce açıklanan kar payı ve diğer ödemeler bunun dışındadır<sup>110</sup>.

Öte yandan ayrılma hakkını kullanan pay sahibi, ortaklık tarafından kendisine gönderilen formların geri gönderilme süresi içinde ortaklığa yazılı olarak başvurarak ayrılma hakkından vazgeçebilir. Bu tarihten sonra pay sahibinin ayrılma hakkını kullanmaktan vazgeçmesi, ortaklığın yazılı onayına bağlıdır (MBC Act md.13.23). Bununla birlikte, ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin yasal yükümlülüklerini süresi içinde yerine getirmemesi de ayrılma hakkının ortadan kalkması sonucunu doğurur.

### **3.2.8 Pay Bedelinin Tespiti**

#### **3.2.8.1 Genel Olarak**

Ayrılma hakkına ilişkin yasal düzenlemelerde, ayrılan ortaklara payları karşılığında ödenecek olan bedelin adil bir bedel olması gerektiği belirtilmekle birlikte, hemen hiç birinde bu bedelin ne şekilde tespit edileceği hususuna yer verilmemiştir. Doktrinde, adil bedelin tespitine yönelik tek bir yöntemin olmadığı, tespit edilecek bedelin kullanılan metoda, seçilecek verilere, bu verilerin hesaplamadaki ağırlığına ve hesaplamada esas alınacak varsayımlara bağlı bulunduğu kabul edilmektedir<sup>111</sup>.

#### **3.2.8.2 Delaware Blok Metodu**

Delaware Yüksek Mahkemesi'nin 1983 yılında Weinberger v. UOP, Inc. davasında verdiği karar ile adil bedelin tespitine ilişkin olarak yeni bir yöntem benimsenmesinden önce adil bedelin tespitinde ABD'de eyaletlerin hemen hepsinde yıllarca Delaware Blok Metodu uygulanmıştır<sup>112</sup>.

---

<sup>107</sup> SOLOMON/PALMITER: age. s.605.

<sup>108</sup> SIEGEL: agm. s.82-83.

<sup>109</sup> LETSOU: agm. s.1128.

<sup>110</sup> WELCH/TUREZYN: age. s.617

<sup>111</sup> SIEGEL: agm. s.134-135.

<sup>112</sup> SCHWENK: agm. s.649.

Ağırlıklı ortalama değer olarak da bilinen Delaware Blok Metodu, adil bedelin; ortaklığın piyasa değeri, aktif değeri ve gelirleri esas alınarak, bu verilerin ağırlıklı ortalama fiyatının bulunması ve pay sayısına bölünmesi suretiyle tespiti yöntemini ifade etmektedir<sup>113</sup>. Adil bedelin belirlenmesinde söz konusu değişkenlerin hangi ağırlıkta esas alınacağı, mahkemeler tarafından her bir somut olayın özelliği dikkate alınarak tespit edilmiştir. Ancak, pay bedelinin hesaplanmasında söz konusu değişkenlerden hangisinin daha doğru sonuç vereceği ve dolayısıyla hesaplamada ağırlığının fazla olması gerektiği konusunda davanın tarafları arasında ihtilaf doğması kaçınılmazdır<sup>114</sup>.

Bu metotta esas alınan değişkenlerden piyasa değerinin, pek çok sayıda yatırımcının işlemleri ile şekillenen bir değer olduğu ve bu nedenle pay bedellerinin önemli bir kriter teşkil ettiği kabul edilmiştir<sup>115</sup>. Hatta bazı yazarlar, payların belli bir tarihteki piyasa değerinin ortaklığın indirgenmiş nakit akımlarının pay sayısına bölünmesi ile elde edildiğini, ilgili genel kurul kararından etkilenmemiş olan piyasa değeri bu şekilde tespit edilebiliyor ise, pay başı kar ya da aktif değer gibi ek hesaplamalara gerek olmadığını; çünkü etkin bir piyasada tüm bu unsurların zaten piyasa değerine yansımış olduğunu, piyasa değeri dışındaki verilere, ancak etkin olmayan piyasalarda işlem gören paylara ödenecek bedelin tespitinde ihtiyaç duyulabileceğini ileri sürmüştür<sup>116</sup>. Bununla birlikte doktrinde, adil bedelin belirlenmesinde yalnızca piyasa fiyatının esas alınmasının çeşitli sakıncaları bulunduğu kabul edilmektedir<sup>117</sup>.

Öte yandan, bir diğer değişken olan hisse başına karın hesaplanmasında Delaware Mahkemeleri, ortaklığın geçmiş beş yıl içinde gelir ve giderlerini esas almışlar; ancak bu yöntem de, payların gerçek değerinin ancak ortaklığın gelecekteki nakit akımları ile ortaya konulabileceği gerekçesi ile eleştirilmiştir<sup>118</sup>.

Benzer şekilde, Delaware Blok Metodunda kullanılan aktif değer kriterinin, piyasa değeri ve hisse başına kar değişkenlerine yeni bir şey ilave etmediği, piyasa değerinin zaten aktif değeri de içine aldığı ileri sürülmüştür<sup>119</sup>.

### **3.2.8.3 Weinberger Kararı**

Ayrılma hakkında bir dönüm noktası olarak kabul edilen Delaware Yüksek Mahkemesi'nin Weinberger v. UOP., Inc. davasında vermiş olduğu karar ile aktif değer, piyasa değeri ve ortaklık gelirlerinin ağırlıklı ortalamasına dayanan Delaware Blok

---

<sup>113</sup> WELCH/TUREZYN: age. s.622.

<sup>114</sup> SCHWENK: agm. s.660.

<sup>115</sup> SCHWENK: agm. s.660.

<sup>116</sup> EASTERBROOK/FISCHEL: age. s.154.

<sup>117</sup> bk. s.24-25.

<sup>118</sup> EASTERBROOK/FISCHEL: age. S.155.

<sup>119</sup> EASTERBROOK/FISCHEL: age. s.156.

Metodu terkedilmiş ve pay bedellerinin tespitinde, kabul görmüş tüm finans tekniklerinin kullanılabilceği hükme bağlanmıştır<sup>120</sup>. Mahkeme anılan kararında, bedel tespitinde kullanılacak finansal metodların genişletilmesi, bugüne kadar uygulanan Delaware Blok Metodunun tek taraflı tespitlerinin ortadan kaldırılarak daha liberal bir yaklaşım benimsenmesi gerektiğini belirterek, diğer finansal teknikleri reddeden Delaware Blok Metodu'nun eskimiş bir yöntem olduğunu ifade etmiştir<sup>121</sup>.

Weinberger kararından sonra, ayrılma hakkının kullanılmasında paylar için ödenecek olan bedellerin tespitinde çoğunlukla indirgenmiş nakit akımları (DCF-discounted cash flows) metodu kullanılmıştır<sup>122</sup>.

#### **3.2.8.4 Faizin Tespiti**

Ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerine pay bedelleri faizleri ile birlikte ödenir (MBCA md.13.24 (a), Del. GCL md.262 (h)). MBCA'de pay sahiplerine faiz ödenmesi zorunlu bir unsur olarak düzenlenmiş, bununla birlikte Del. GCL'da faiz ödenip ödenmemesi hususu mahkemelerin takdirine bırakılmıştır. Del. GCL'daki bu düzenleme, ayrılma hakkının pay sahiplerinin korunması için etkili bir mekanizma olabilmesine engel teşkil ettiği gerekçesi ile doktrinde eleştirilmiştir<sup>123</sup>.

Pay sahipleri, ilgili genel kurul kararının alınması ile faize hak kazanırlar (MBCA OC md.13.24). Taraflardan birinin temyize gitmesi halinde, temyiz süresinde de faiz işlemeye devam eder.

Ayrılma hakkına ilişkin düzelemelerin bir kısmında faiz oranı belirlenmiş; bir kısım düzenlemelerde ise, faiz oranının ve faizin basit ya da bileşik faiz olacağı hususunun tespiti mahkemelere bırakılmıştır. Faiz oranının belirlenmesinde, bazı mahkemeler tarafından ortaklığın nakit borçları için ödediği faiz oranı esas alınmıştır<sup>124</sup>. Kısa, orta ve uzun vadeli devlet tahvillerindeki faiz oranı, banka faiz oranları, yasal faiz oranı gibi kriterler de faiz oranının belirlenmesinde esas alınmaktadır<sup>125</sup>.

---

<sup>120</sup> EASTERBROOK/FISCHEL: age. s.154.

<sup>121</sup> SCHWENK: agm. s.665.

<sup>122</sup> SCHWENK: agm. s.671.

<sup>123</sup> HAMILTON, Robert W.: Corporations Including Partnerships and Limited Liability Companies, Texas 1998, s.791.

<sup>124</sup> SIEGEL: agm. s.141-142.

<sup>125</sup> WELCH/TUREZYN: age. s.629.

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: AYRILMA HAKKININ TÜRK HUKUKUNDA UYGULANABİLİRLİĞİ**

### **4.1 TTK.'nda Yer Alan İlgili Düzenlemeler**

TTK.'nun 198. maddesinde, bir şahıs şirketi olan Koll. O ortaklarına (kural olarak belirsiz süreli ortaklıklarda) tek taraflı iradesi ile feshi ihbarda bulunmak suretiyle ortaklığı feshetme imkanı tanınmıştır. TTK.'nda bir ortağın tek taraflı iradesi ile Koll. O'dan ayrılma hakkı açık bir biçimde düzenlenmemiş olmakla birlikte; yukarıda belirtildiği şekilde ortağın tek taraflı iradesi ile ortaklığın feshini gerçekleştirebileceği hallerde fesih hakkını kullanarak kendi açısından ayrılma sonucuna ulaşabileceği kabul edilmiştir. Öte yandan, Koll. O sözleşmesine konulacak hüküm ile tüm veya bazı ortaklara hiçbir şarta tabi olmayan ortaklıktan ayrılma ihbarında bulunabilme hakkı verilebileceği gibi, bu hak belirli şartların gerçekleşmesi halinde de tanınmış olabilir<sup>126</sup>. Ayrıca, TTK.'nun 187. maddesi uyarınca Koll. O ortakları haklı sebeplerin varlığı halinde mahkemeye başvurarak ortaklığın feshini isteyebilir<sup>127</sup>.

Benzer bir düzenleme TTK.'nun 551. maddesi ile Lmt. Olar için de getirilmiştir. Buna göre her ortak, haklı sebeplere dayanmak şartıyla ortaklıktan çıkmasına izin verilmesini veya ortaklığın feshini mahkemeden talep edebilir. Bu durumda ayrılan ortağın getirdiği sermayenin iadesine karar verilir<sup>128</sup>.

Son olarak Kom. Olarda, ortaklar arası değişiklikler kural olarak Koll. Olara ilişkin hükümlere tabi tutulmuş olduğundan, Kom. O pay sahiplerinin de feshi ihbarda bulunarak ortaklıktan ayrılma ve ayrıca ortaklığın haklı sebeple feshini isteme hakları bulunmaktadır<sup>129</sup>.

TTK.'nda anılan hükümlerle gerek Kom. O ve Koll. O, gerekse Lmt. O pay sahiplerine önemli sebeplerin varlığı halinde ortaklıktan çıkma imkanı verilerek, ayrılma hakkına benzer bir düzenleme yapılmıştır.

Buna karşın TTK.'nda anonim ortaklık pay sahiplerinin ortaklığın feshini talep etme hakkına ilişkin bir düzenleme mevcut değildir. Doktrinde bazı yazarlar TTK.'nun bu konuyu düzenlememiş olmasını, kanunda boşluk bulunduğu ve hakim MK. md.1 uyarınca hukuk yaratma yetkisini kullanarak bu boşluğu doldurabileceği şeklinde yorumlarken; bir kısım yazarlar, TTK.'nda konunun düzenlenmemesini anonim ortaklık pay sahipleri için fesih olanağının öngörülmemiş olduğu şeklinde kabul etmek gerektiğini

---

<sup>126</sup> ÇAMOĞLU (Poroy/Tekinalp), Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku, İstanbul 2000, B.8, s.181. (Ortaklıklar)

<sup>127</sup> DOĞANAY, İsmail: Türk Ticaret Kanunu Şerhi, Ankara 1990, B.3, C.1, s.627.

<sup>128</sup> ÇEVİK, Orhan Nuri: Gerekçeli-İçtihatlı-Notlu Türk Ticaret Kanunu, Ankara 1985, C.1, s.619.

<sup>129</sup> ÇAMOĞLU (Poroy/Tekinalp): Ortaklıklar, s.221.

ileri sürmüşlerdir. Yargıtay da TTK.'nda anonim ortaklıkların feshine yer verilmemiş olduğu görüşündedir. Sonuç olarak anonim ortaklık pay sahiplerinin ortaklığın feshini talep etme hakları bulunup bulunmadığı hususu doktrinde tartışmalı olmakla beraber, baskın görüş böyle bir hakkın mevcut olmadığı yönündedir<sup>130</sup>.

#### **4.2 SPKn'da Yer Alan İlgili Düzenlemeler**

4487 sayılı Kanunla SPKn'nda yapılan değişiklik çerçevesinde Kanun'un 22/i maddesi ile SPKr'na, halka açık anonim ortaklıkların genel kurullarında vekaleten oy kullanılmasına ilişkin esasları belirlemenin yanısıra, 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 kontrolü ele geçiren kişi veya gruba paylarını satma hakkına ilişkin düzenlemeler yapma yetkisi verilmiştir.

Anılan değişikliğe ilişkin olarak 4487 sayılı Kanun'un gerekçesinde söz konusu değişikliğin, SPKn'nun "Kamunun Aydınlatılmasında Özel Durumlar" başlıklı 16/A maddesinin birinci fıkrasında Kurul'a tanınan kamunun aydınlatılmasına ilişkin düzenlemeler yapma, küçük yatırımcılar lehine etkinlik kazandırma ve ortaklık içi huzuru temin etme amacına yönelik olduğu belirtilmiş; ayrıca, başta İngiltere'deki "City Code on Takeovers and Mergers" düzenlemesi olmak üzere, gelişmiş sermaye piyasasına sahip Avrupa ülkelerinin hukuklarında ve konuyla ilgili Avrupa Birliği direktif tasarısında yer alan kontrol değişikliği halinde azınlıktaki ortakların payları için zorunlu satın alma teklifi yapılmasına ve hakimiyet oranı belli bir oranın üstüne çıktığında da, azınlığın, paylarının satın alınmasını hakim gruptan talep etme hakkına ilişkin hükümlerin azınlık pay sahiplerine objektif koşullarla ortaklıktan ayrılma hakkı tanıdığı, modern sermaye piyasası hukukunun temel taşlarından olan bu düzenlemelerin, Gümrük Birliği sonrasında halka açık anonim ortaklıklardaki kontrol değişikliklerinde artış olması beklenen ülkemizde de tasarıyla tanınan yetki çerçevesinde SPKr'nca yapılabileceği ve azınlıktaki pay sahiplerini koruyucu hükümler öngörülebileceği ifade edilmiştir.

Hakim ortağın satın alma ve azınlığın satma hakkına ilişkin anılan kanun maddesi ve madde gerekçesinden de anlaşıldığı üzere, söz konusu Kanun değişikliği ile getirilen hükümlerin, Avrupa ülkelerindeki benzer düzenlemeler de dikkate alındığında<sup>131</sup>, ortaklıklardaki kontrol değişiklikleri ve aleni pay alım teklifi (çağrı) prosedürü ile ilişkilendirildiği görülmektedir.

Bu bağlamda, azınlık pay sahipleri için ortaklıktaki kontrol değişikliğine ve belli bir pay sahipliği oranına ulaşılmasına bağlanan satma hakkı, kontrol değişikliği ile doğrudan

---

<sup>130</sup> MOROĞLU: agm. s.91-92

<sup>131</sup> bk. s.6-10.

ilgili olmayan esas sözleşme değişiklikleri ve ortaklık mallarının satışı gibi genel kurul kararlarına muhalif kalarak ortaklıktan ayrılmak isteyen pay sahipleri için tanınmamış olduğundan, sınırlı bir koruma sağlayacaktır.

Mevzuatımızda kontrol değişikliğine ilişkin temel düzenleme, SPKn'nun md.16/A, 22/(e) ve (i) hükümleri uyarınca halka açık anonim ortaklıkların genel kurullarında vekaleten oy kullanılmasında, sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak vekalet veya hisse senedi toplanmasında uyulması zorunlu ilke ve esasların düzenlendiği SPK'nın Seri:IV, No:8 sayılı Tebliği ile yapılmıştır. Anılan Tebliğ'in 17. maddesinde, herhangi bir yöntemle ortaklık sermayesinin ve oy haklarının %25 veya daha fazlasına sahip olan pay sahipleri ile sermayenin ve oy haklarının %25 ile %50'i arasında bir oranda pay sahipliği bulunanlar için herhangi bir on iki aylık süre içerisinde bu oranı %10 ya da daha fazla artırmaları halinde, diğer pay sahiplerine ait payları satın almak üzere çağrıda bulunma yükümlüğü getirilmiştir. Ancak bu düzenleme de, önemli bazı genel kurul kararlarına katılmaması sebebiyle ortaklıktan ayrılmak isteyen pay sahiplerine paylarını satma imkanı tanımayıp, yalnızca ortaklık içinde pay sahipliğinin belli oranlara ulaşması ile oluşan kontrol değişikliklerine bağlı olarak azınlık paylarının çoğunluğa satılmasına imkan vermektedir.

### **4.3 Türk Hukukunda Ortaklıktan Ayrılma Hakkının Düzenlenmesi**

#### **4.3.1 Ayrılma Hakkının Düzenlenmesinin Gerekliliği**

Anonim ortaklığa kural olarak oy çokluğunu elinde bulunduran pay sahipleri yön verirler. Oy çokluğu, imtiyazlı oylar ve borçlar hukuku kurallarına tabi olan oy sözleşmeleri dışında sermaye egemenliği ile sağlanır.

Çoğunluğun gücünü kötüye kullanması, başka bir deyişle küçük pay sahibi ile azınlığı baskı altında tutması, anonim ortaklıklar hukukunun en önemli sorunlarından biridir. Bu durum, azınlıkta kalan ve etkin olamayan pay sahipleri ile ortaklığa egemen olan pay sahipleri arasında sömürüyü önleyici bir denge kurulması gereğini ortaya çıkarmıştır. Kuşkusuz, azınlığı ve/veya pay sahibini anılan tehlike karşısında korumaya çalışan çeşitli araçlar ve caydırıcı haklar her ülkenin yasalarında yer almaktadır. Nitekim hukukumuzda da egemen pay sahiplerinin sömürsünü önlemek amacıyla pay sahiplerine çeşitli haklar tanınmış (TTK. md.341, 348,356, 366,377; SPKn md.12); ne var ki bu haklar, azınlığın korunmasında yeterli olmamıştır <sup>132</sup>.

---

<sup>132</sup> MOROĞLU: agm. s.89-90; TEKİNALP, Ünal: Türk Ticaret Kanunundaki Boşluk: Anonim Ortaklığın Haklı Nedenlerle Feshi-Çoğunluk Gücünün Kötüye Kullanılmasına Karşı Etkili Bir Araç, İstanbul 1974, s.321; ÇAMOĞLU, Ersin: Kollektif Ortaklıkta Haklı Sebep Kavramı ve Ortağın Haklı Sebepçe Çıkarılması, İstanbul 1976, s.63-64 (Haklı Sebep Fesih).



Bu konuda öngörülen caydırıcı haklardan biri de, İBK'nda düzenlenen haklı sebeplerin varlığı halinde anonim ortaklığın feshini isteme hakkıdır. Buna karşılık, anonim ortaklıkların feshi nedenlerini sayan TTK'nun 434. maddesi ve fesihle ilgili diğer maddelerinde haklı nedenlerle fesih hakkına yer verilmemiş ve İBK'ndaki bu hükmün TTK'na niçin alınmadığı kanun gerekçesinde de açıklanmamıştır. Fesih hakkının TTK'nda açıkça düzenlenmemiş olmasının, bu hakkın kullanılmasına engel teşkil edip etmeyeceği hususu doktrinde tartışmalıdır<sup>133</sup>. Ancak, her bir pay sahibine ya da belli bir oranda sermayeyi temsil eden azınlığa fesih hakkının ana sözleşme ile tanınmasına kanuni bir engel yoktur<sup>134</sup>.

TTK'nun mevcut hali ile anonim ortaklık pay sahipleri için haklı sebeple fesih hakkı tanıyıp tanımadığı tartışmaları bir kenara bırakılırsa, fesih hakkının çoğunluk gücünün kötüye kullanılmasına karşı etkili bir araç olarak kabul edilmektedir. Fesih hakkı özellikle, çoğunluğu ortaklık menfaatlerini gözetmeye ve yöneticileri de bu doğrultuda hareket etmeleri yönünde uyardırmaya sevk etmesi açısından önemlidir<sup>135</sup>. Haklı nedenlerle fesih, yönetim kurulunda ve genel kurulda toplanma ve karar verme açısından ortaklıkta bir kilitlenme durumunun ortaya çıkması gibi ortaklık işlemlerinin durma noktasına geldiği haller (örneğin iki sermaye grubunun yüzde elli oranında pay ve oy sahibi olması, yönetim kurulunun çift sayıda üyelerden oluşması gibi) için de bir çözüm aracı olabilir<sup>136</sup>. Bununla birlikte, anonim ortaklıklar sadece azınlık ve çoğunluk pay sahipleri arasında bir varlık olmayıp, üçüncü kişileri de ilgilendirmektedir. Dolayısıyla ortaklığın devamında çoğunluk pay sahipleri kadar ortaklık çalışanları ve alacaklıları gibi üçüncü kişilerin de menfaati bulunmaktadır. Bu nedenle doktrinde haklı sebeple fesih yöntemine son çare olarak başvurulması ve mümkün olduğunca ortaklığın idamesine çalışılması gerektiği kabul edilmiştir<sup>137</sup>.

Önemli genel kurul kararlarına katılmayan pay sahiplerine ortaklıktan ayrılma hakkının tanınması; bir taraftan ortaklığın devamına imkan vererek ortaklık menfaatini, diğer taraftan ortaklıkta kalmaya devam etmek istemeyen pay sahiplerine bir nevi bireysel tasfiye olanağı sağlayarak pay sahiplerinin menfaatini korumakta olduğundan, çatışan menfaatleri dengeleyen ve uzlaştıran ideal bir ara çözümdür<sup>138</sup>.

---

<sup>133</sup> bk. s.40-41.

<sup>134</sup> MOROĞLU: agm. s.91-92,98; KARAYALÇIN: agm. s.391.

<sup>135</sup> ÇAMOĞLU, Ersin: Haklı Sebeple Fesih, s.67-69.

<sup>136</sup> KARAYALÇIN: agm. s.391.

<sup>137</sup> İMREGÜN: Menfaat İhtilafları, s.78-80.

<sup>138</sup> SCHINDLER: age. s.3.

### 4.3.2 Ayrılma Hakkının Tanınacağı Genel Kurul Kararları

Ayrılma hakkının tanınacağı önemli genel kurul kararlarının hangileri olduğu hususunda gerek bu hakkın tanındığı ülkelerin doktrinlerinde, gerekse yasal düzenlemelerde birlik yoktur. Ancak, söz konusu düzenlemelerde hakkın tanındığı genel kurul kararlarının tahdidi olarak belirlendiği görülmektedir.

Konuya ilişkin olarak ABD ve çeşitli Avrupa ülkelerinde yer alan düzenlemeler de dikkate alınarak, ayrılma hakkının Türk hukukunda birleşme, devralma, ortaklık mevzuunun değiştirilmesi gibi kararlarla sınırlandırılması (kararların tahdidi olarak belirlenmesi) uygun olacaktır. Bu şekilde, ortaklığın ödeyeceği muhtemel pay bedelleri sebebiyle ayırması gereken karşılıklara bağlı olarak oluşacak maddi belirsizlikler bir dereceye kadar engellenebilir. Zira, ortaklıktaki menfaatler dengesinin bozulmaması açısından ayrılma hakkı ile azınlık pay sahiplerinin hakları korunurken, oluşacak maliyet sebebiyle ortaklığın ekonomik yönden zor duruma düşmemesi, özellikle bu hakkın azınlık tarafından haksız ve amacı dışında kullanılmaması gerekir.

Ayrılma hakkının tanınması konusunda doktrinde de, hiç kimsenin arzu etmediği bir alanda yatırım yapmaya zorlanamayacağı ve gerek azınlık pay sahiplerinin kararların iptali ile uğraşmamaları, gerekse çoğunluğun ortaklık işlerini süratle yürütmesi gerektiği görüşünden hareketle, bu hakkın tanınmasının isabetli olacağı ifade edilmiştir<sup>139</sup>. Öte yandan ortaklıkların, sözleşme serbestisi ilkesi çerçevesinde esas sözleşmelerine hüküm koymak kaydıyla bu hakkın tanınacağı kararları genişletmelerine imkan verilmesi genel hukuk prensiplerine uygun düşecektir<sup>140</sup>.

Bir diğer husus, TTKn'da oybirliği aranan genel kurul kararları için ayrılma hakkının tanınıp tanınamayacağıdır. TTK'nun 388. maddesi uyarınca, ortaklığın tabiiyetinin değiştirilmesi veya pay sahiplerinin taahhütlerinin artırılmasına ilişkin kararlar oybirliğini gerektirmektedir. Dolayısıyla tek bir pay sahibinin dahi olumsuz oy kullanması bu kararların alınmasına engel teşkil edeceğinden, ilk bakışta bu kararlar için ayrılma hakkının söz konusu olmayacağı düşünülebilir. Bununla birlikte ayrılma hakkı ilk olarak, genel kurul kararlarının alınmasında oybirliği esastan oyçokluğuna geçilmesi ile ortaya çıkmıştır. Bugün, ayrılma hakkının pay sahiplerinin veto haklarının ellerinden alınmasının tazmini olduğu görüşü geçerliliğini yitirmiş olmakla birlikte, tarihsel gelişimi içinde bu hakkın, yargı kararları ve doktrinde oy çokluğunun benimsenmeye başladığı döneme

---

<sup>139</sup> Örneğin, konservecilik alanında yatırım yapmak isteyen bir kimsenin, alınacak genel kurul kararı ile nakliyecilik üzerine yatırım yapmaya zorlanması gibi.

<sup>140</sup> Ancak bu halde dahi, ayrılma hakkının tanınacağı genel kurul kararlarının tek tek sayılması, "ve benzeri, gibi" şeklinde genel ifadelere yer verilmemesi, diğer deyişle hakkın tahdidi niteliğinin korunması gerekmektedir.

rastladığı ve ilk ortaya çıkışının oybirliği ilkesinden vazgeçilmesine dayandığı görüşünün kabul edildiği dikkate alındığında, TTK.'nda oybirliğini gerektiren kararlar için de ayrılma hakkı tanınabilir. Ancak bu durumda, önemli oranda pay sahibinin ayrılma hakkını kullanmasının maddi açıdan doğuracağı sakıncalar ve kararların niteliği dikkate alınarak, söz konusu kararların alınması için mevsuf bir çoğunluğun öngörülmesi uygun olacaktır.

#### **4.3.3 Ayrılma Hakkının Hangi Paylar İçin Tanınacağı Hususu**

Ayrılma hakkının oy hakkına bağlı olarak kullanılıp kullanılmayacağı, diğer deyişle oydan yoksun pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınıp tanınmayacağı hususunun da yapılacak olan düzenlemelerde belirlenmesi gerekmektedir. Her ne kadar doktrinde bazı yazarlar oy hakkı bulunmayan pay sahiplerinin de ortaklık işlemlerine ilişkin menfaatleri bulunduğu ve bu nedenle korunmaları gerektiğini ileri sürerek ayrılma hakkının oy hakkına bağlı tutulmasına karşı çıkmışlarsa da, özellikle ortaklıkta yaratacağı maliyet dikkate alınarak Türk hukukunda yapılacak olan düzenlemelerde bu hakkın oy hakkı olan paylarla sınırlı tutulması uygun olacaktır. Aksi halde oy hakkı bulunmamakla birlikte ortaklıkta ekonomik menfaatleri bulunan tahvil sahiplerine de ayrılma hakkına benzer şekilde borç ilişkisini sona erdirme hakkı tanınması gerekecektir. Oysa ortaklıkta menfaat dengesinin bozulmasının ve muhtemel kötü kullanımlarının önlenmesi amacıyla ilgili ülke mevzuatlarında hakkın kapsamının sınırlı tutulduğu görülmektedir.

Ayrılma hakkının hangi paylara tanınacağı konusu, yalnızca belli bir pay grubuna imtiyaz olarak tanınıp tanınamayacağı, diğer bir ifadeyle genel bir hak olup olmadığı sorusunu da gündeme getirmektedir. Türk hukukunda, paylara tanınacak imtiyazın konusu TTK.'nun 401. maddesinde düzenlenmiştir. Anılan madde uyarınca esas sözleşmede yer almak kaydıyla imtiyaz; kar payında, tasfiye bakiyesinde vesair hususlarda tanınabilir. Kanunda öngörülen vesair hususlarda imtiyaz deyimi, BK. md.19 ve 20 ile getirilen genel sınır dışında imtiyazların tanınmasında bir sınırsızlık sistemi getirmiştir<sup>141</sup>. Dolayısıyla, ayrılma hakkının Türk hukukunda kabulü halinde, bu hakkın bir imtiyaz olarak tanınmasının hukuka aykırılık teşkil etmeyeceği ileri sürülebilir. Bununla birlikte, temel amacı azınlığın korunması olan ve iptal davası açma gibi pay sahiplerinin bazı yasal haklarına bir alternatif olduğu kabul edilen bu hakkın imtiyaz olarak öngörülmesi, hakkın özüne aykırı olacaktır.

---

<sup>141</sup> TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu): age. s.435; KENDİGELEN, Abuzer: "İmtiyazlı Paylar", Makalelerim, İstanbul 2001, s.330.

#### **4.3.4 Halka Açık ve Kapalı Ortaklıklarda Ayrılma Hakkının Karşılaştırılması**

Halka açık anonim ortaklıklara kıyasla halka kapalı anonim ortaklık pay sahipleri için payların kısa sürede ve ekonomik olarak zarara uğramadan devredilmesi önemli bir sorun teşkil etmektedir. Paylarını uygun bir bedel ile devredemeyen pay sahipleri de istemedikleri halde ortaklıkta kalmaya zorlanmış olmaktadır. Pay sahiplerine tanınan diğer azınlık hakları, yasal olarak hak aramalarına imkan tanımakla birlikte likidite problemlerine çözüm getirmemektedir<sup>142</sup>. Bu nedenle ayrılma hakkı, halka kapalı anonim ortaklık pay sahiplerinin bu ihtiyacının karşılanmasında etkili bir çözüm yolu olmuştur.

Likidite sorunu halka açık anonim ortaklıklar için bu denli belirgin olmamakla birlikte, bu hakkın halka açık anonim ortaklıklarda da tanınması gerektiği; çünkü halka açık ortaklık paylarının piyasada satma olanağının bulunmasına karşın piyasa fiyatının her zaman adil bir fiyat olmadığı kabul edilmektedir<sup>143</sup>.

Gerçekten de, payların piyasa fiyatında çeşitli nedenlerle sürekli olarak dalgalanmalar yaşanabildiğinden, piyasa fiyatı her zaman payların gerçek değerini yansıtmayabilmektedir. Ayrıca, ortaklığın önemli bir değişiklik yönünde karar almasının olumsuz sonuçlar doğuracağı beklentisi de payların fiyatına yansarak fiyat oynamalarına yol açabilir.

Diğer taraftan, ortaklıktan çıkmak isteyen pay sahibinin elindeki payların büyük montanlı ve piyasanın sığ olduğu durumlarda, payların kısa sürede gerçek değerinden elden çıkarılması mümkün olmayabilmektedir. Dolayısıyla, bu pay sahiplerine, paylarını piyasada satabilecekleri gerekçesi ile ayrılma hakkının tanınmaması, piyasada oluşan fiyatın adil bedel kavramına karşılık gelmemesi nedeniyle ekonomik olarak zarara uğramaları sonucunu doğuracaktır. Öte yandan, bazı paylar için esas sözleşmelerde devir kısıtlamaları öngörülmüş olması da pay sahiplerinin paylarını piyasada satmalarına engel teşkil eden unsurlardan bir tanesidir.

Sonuç olarak, ayrılma hakkının kullanılması ile belli kararlara katılmayan pay sahiplerine paylarını ortaklığa satma imkanının verilmesi gerek halka kapalı, gerekse halka açık anonim ortaklık pay sahipleri için bir ihtiyaçtır.

---

<sup>142</sup> SIEGEL: agm. s.115-116

<sup>143</sup> <<http://www.law.duke.edu/journals/dlj/articles/DLJ47P613.HTM>> s.636-637; SOLOMON/PALMITER: age. s.604.

#### **4.3.5 Ayrılma Hakkının İşleyişi ve Kamuyu Aydınlatma**

Ayrılma hakkının kullanıldığı payların sayısı, hakkın ne şekilde kullanılacağı ve bu paylar karşılığında ortaklık tarafından ödenecek olan bedel gibi hususlar hakkında bilgi sahibi olunmasında gerek pay sahiplerinin gerekse üçüncü kişilerin menfaati bulunmaktadır.

Bu çerçevede, ayrılma hakkına ilişkin olarak hukukumuzda yapılacak olan düzenlemelerde de, ayrılma hakkının kullanılabilceği genel kurul kararları öncesinde gerek genel kurul gündeminin ilanında, gerekse yapılacak bir ihbar ile pay sahiplerine söz konusu karara ilişkin olarak ayrılma haklarının bulunduğu hususunun hatırlatılması uygun olacaktır.

Diğer taraftan, Kurulumuzun Seri:VIII, No:20 sayılı Tebliğ'inde ayrılma hakkının kullanılmasının kamunun aydınlatılmasına ilişkin özel durumlar arasında kabul edilmesi ve halka açık anonim ortaklıklarda Tebliğ'in 8. maddesine uygun olarak ayrılma hakkını kullanmak isteyen pay sahiplerinin ortaklığa başvuru süresinin sonuçlandığı tarihi izleyen işgünü saat 9:00'a kadar ortaklık tarafından özel durum açıklamasının yapılması ve açıklamada hakkın, hangi miktarda paylar için kullanıldığı hususunun belirtilmesi uygun olacaktır. Böylelikle gerek hisse senedi sahiplerinin gerekse ortak olmayı düşünenlerin, ayrılma hakkının kullanılması ile ortaya çıkabilecek ortaklığın sermaye yapısı, yönetim kontrolü ve mali yapısındaki değişiklikler gibi yatırım kararı almalarını etkileyen pek çok veri hakkında bilgi sahibi olmaları mümkün olacaktır.

Ayrıca pay sahiplerine, ayrılma hakkını kullanmak için yerine getirilmesi gereken şartlar ve bunların hangi süre içinde tamamlanması gerektiği bildirilmeli, belirlenen şartların yerine getirilmesi için uygun bir süre verilmelidir. Bu çerçevede, ayrılma hakkı sürecinin ortaklığın yapacağı ihbar ile başlaması, ayrılmak isteyen pay sahiplerinin pay sayısı belirterek ortaklığa belirlenen süre içinde bildirimde bulunmaları, bildirim süresinde ve gereği gibi yerine getiren ve genel kurulda karar lehine oy kullanmayan pay sahiplerine ortaklık tarafından belirlenen pay bedellerinin makul bir süre içinde ödenmesi şeklinde öngörülmesi uygun olacaktır. Diğer taraftan ortaklıkça tespit edilen bedeli uygun bulmayan pay sahiplerine, bedel tespiti için dava açma hakkının tanınması gerekir.

Ortaklık ile pay sahipleri arasında pay bedellerine ilişkin olarak doğacak uyuşmazlıklarda mahkemeler tarafından pay bedellerinin tespiti hususunda, mevcut ABD uygulamasında olduğu gibi indirgenmiş nakit akımları yöntemi yanında diğer finansal tekniklerin de uygulanmasına da imkan tanınabilir. Bedel tespitine ilişkin yöntemlerin kanunda sınırlı şekilde belirlenmesi, farklı tekniklerin kullanılamaması sonucunu doğuracağından, bu hususun esas olarak uygulamada şekillenmesi ve Kanunda genel

olarak kabul görmüş finansal tekniklerin kullanılabilceği şekilde bir ibareye yer verilmesi uygun olacaktır.

#### **4.3.6 Ayrılma Hakkının Ne Şekilde Düzenleneceği Sorunu ve TTK. md.329 Hükmü Çerçevesinde Değerlendirilmesi**

Azınlık pay sahiplerinin korunması, çoğunluğun azınlık engellemelerine maruz kalmadan ortaklık kararlarını alabilmesi, paylara sınırlı da olsa likidite sağlanması ve ortaklık yöneticilerinin işlemlerinin denetlenmesi fonksiyonlarının etkin bir biçimde yerine getirilerek ayrılma hakkının amacına ulaşabilmesi için, bu hakkın halka açık anonim ortaklıklar yanında halka kapalı anonim ortaklıklar için de tanınması gerekmektedir.

Genel bir ortaklık hakkı olarak öngörülen ayrılma hakkına ilişkin temel esasların, diğer azınlık haklarında olduğu gibi TTK.'nda düzenlenmesi hukuk sistematimize uygun olacaktır. Bununla birlikte, halka açık anonim ortaklıklar nitelikleri gereği bazı farklılıklar göstermekte ve bu nedenle özel düzenlemelere ihtiyaç duyulmaktadır. Özellikle halka açık anonim ortaklıkların dinamik yapısı gereği konu hakkındaki düzenlemelerin sürekli değişiklikler göstermesi, bu değişikliklerin uygulamada bir süre olgunlaştıktan sonra kanuna aktarılmasının daha faydalı olması ve TTK gibi kapsamlı bir kanunda yapılacak değişikliklerin kısa bir zamana sığdırılabilmesinin güçlüğü de dikkate alındığında TTK.'nda yapılacak olan düzenlemede, halka açık anonim ortaklıklarla ilgili özellik gösteren hususlarda SPK'na konuya ilişkin esasları belirleme yetkisi verilmesi gerekir.

Ancak, TTK.'nun 329. maddesi gereği belli istisnalar dışında anonim ortaklıkların kendi paylarını iktisap etmesi yasaklanmış olduğundan, ayrılma hakkının bu haliyle TTK.'nda düzenlenmesi anılan maddeye aykırılık teşkil edecektir. Bu noktada ayrılma hakkının düzenlenebilmesindeki çözüm yolu, ayrılma hakkının kullanılmasının bu madde kapsamındaki istisnalar arasına konulmasıdır. Nitekim doktrinde, söz konusu yasağın gerekçesinin, anonim ortaklıkların kendi payları ile çeşitli borsa oyunlarına girmesini önlemek, riskin bazı pay sahiplerinin üzerinden alınıp, anonim ortaklığa yüklenmesine izin vermemek, böylelikle eşit işlem ilkesine aykırı davranışları bertaraf ederek risksiz hakimiyet sağlamak şeklinde açıklandığı<sup>144</sup> dikkate alındığında, ayrılma hakkının amacının bu yasak ile hedeflenen hususlara ters düşmediği sonucuna ulaşılmaktadır. Kaldı ki, ayrılma hakkı düzenlenirken anonim ortaklıkların ayrılma hakkı karşılığında ödeyecekleri bedeller için karşılık ayırmalarının zorunlu tutulması ve salt bu nedene dayanarak esas sermayenin azaltılmasına izin verilmemesi durumunda, ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi halinde ortaya çıkabilecek anılan sakıncaların büyük ölçüde önüne geçilmiş olacaktır. Diğer taraftan, ayrılacak karşılığın yeterli olmaması halinde, genel kurul kararı

---

<sup>144</sup> TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu): age. s.453.

aranmaksızın pay bedellerinin olağanüstü yedeklerden karşılanması yönünde bir düzenleme yapılması da uygun olacaktır. Ancak buna rağmen ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin pay bedellerine kavuşamamaları mümkündür. Bu durumda, ödenemeyen bedeller için ortaklığın bir sonraki ya da ilk kar ettiği dönemde ödeme ve gelecek dönemde de ödeme yapılamaması halinde pay sahiplerine ortaklığın feshini talep etme hakkı tanınması uygun olacaktır.

Bu aşamada belirtilmesi gereken diğer husus; konu hakkındaki düzenlemenin ne şekilde yapılacağı konusunda farklı yöntemlerin mevcut olduğudur. Örneğin; UmwG'de pay sahibinin ayrılma hakkına ilişkin usul ve esaslar birleşmeye ilişkin hükümler içinde düzenlenmiş, bu hakkın tanındığı bölünme ve nevi değiştirme maddelerinde ise, pay sahiplerine ayrılma hakkının tanındığı belirtilmekle yetinilerek, esas itibarıyla birleşme düzenlemelerine atıf yapılmıştır<sup>145</sup>.

Bir diğer düzenleme tekniği ise MBCA tarafından benimsenen, ayrılma hakkına ilişkin hükümlere, ilgili işlemlerin başlığı altında yer verilmesi yerine, bu hakkın ayrı bir başlık altında düzenlenmesidir. ABD eyaletlerinde ise ayrılma hakkı esas olarak birleşmeye ilişkin hükümler içinde ve fakat ayrı bir başlık altında düzenlenmiş, bu hükümler içinde hakkın tanındığı diğer kararlar da ayrıca belirtilmiştir.

TTK'nda ayrılma hakkına ilişkin düzenleme yapılması durumunda, ayrılma hakkınının birleşme, nevi değiştirme gibi ilgili hükümler altında düzenlenmesi, kanun sistematığına uygun olacaktır.

---

<sup>145</sup> SCHINDLER: age. s.119.

## GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Bünye ve mahiyetleri gereği çoğunluk sistemi ile yönetilen anonim ortaklıkların temel meselelerinden birisi, sermaye ve oy çoğunluğunu elinde bulunduran pay sahipleri ile azınlık pay sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarına uzlaştırıcı bir yol bulmaktır. Diğer bir ifadeyle, bir taraftan çoğunluğun gücünü kötüye kullanması önlenirken, aynı zamanda ortaklık kararlarının, gelişen koşullara ayak uydurulabilmesini teminen süratle tesis edilmesi sağlanmalıdır. Kanun koyucu TTK. md.379 ile çoğunluğun alacağı kararların tüm ortakları ve dolayısıyla azınlığı da bağlayacağı kuralını sevk etmiş; buna karşın azınlığı, çoğunluğun bu egemenliğine karşı koruyucu hükümlere de yer vermiştir. Ancak Türk hukukunda azınlığa tanınan bu haklar (TTK. md.341,348,356,366,377, SPKn md.12) yeterli koruma sağlamamaktadır.

Azınlığın korunması amacıyla her ülkenin yasalarında farklı araçlar öngörülmüştür. Bunlardan en belirginini, hukukumuzda yer almayan haklı sebeplerin varlığı halinde anonim ortaklığın feshini isteme hakkıdır. Bazı yazarlar, fesih hakkının, çoğunluğu kendi menfaatlerinden öte ortaklık menfaatlerini gözetmeye sevk ettiği gerekçesi ile azınlık pay sahiplerinin korunması ve azınlık-çoğunluk dengesinin kurulmasında etkili bir yöntem olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Ancak anonim ortaklıklar, nitelikleri gereği üçüncü kişileri de ilgilendiren müesseselerdir. Bu nedenle ortaklığın feshi her zaman için azınlığın korunmasında uygun bir yöntem olmayabilir. Dolayısıyla azınlık pay sahiplerinin bireysel menfaatleri ile çoğunluğun ve üçüncü kişilerin çatışan menfaatlerini dengeleyecek bir başka çözüm yoluna ihtiyaç duyulmuştur.

Ortaklıktan ayrılma hakkı, ortaklık varlığını ayakta tutarken, pay sahiplerinin paylarını ortaklığa satarak ekonomik olarak zarara uğramadan devretmelerine imkan tanıyan ideal bir araç olarak bir çok ülke mevzuatında yer almaktadır. ABD, ayrılma hakkı düzenlemelerine ayrıntılı şekilde yer veren ülkelerin başında gelmektedir. Ayrılma hakkı bu ülkede doktrin görüşleri ve yargı kararları ile olgunlaşmıştır. Öte yandan Alman ve İtalyan hukuklarında da anonim ortaklık pay sahiplerine belli genel kurul kararlarına muhalif kalmaları halinde ayrılma hakkı tanınmış; nihayet AB'nin birleşme ve bölünme direktiflerinde de ayrılma hakkına yer verilmiştir.

Ayrılma hakkın tanındığı ülkelerin doktrinlerinde bu hakkın; azınlığın korunması, paylara likidite kazandırılması, ortaklık yöneticilerinin denetlenmesi ve azınlığın, çoğunluğun alacağı kararlara karşı sürekli engeller çıkarmasının önlenmesi gibi çeşitli fonksiyonları ifa ettiği kabul edilmektedir.



Ayrılma hakkı diğer taraftan, pay sahibinin haklarının korunması, eşit işlem ilkesi ve kamunun aydınlatılması açılarından corporate governance ilkelerinin uygulamaya aktarılması yönünden de önem taşımaktadır.

Ancak bu denli önemli işlevleri bulunan ayrılma hakkının ortaklık açısından önemli nakit çıkışlarına sebebiyet vereceği dikkate alınarak, bu hak, düzenlendiği ülkelerin mevzuatında, en sık rastlananları birleşme, bölünme, nevi değiştirme, ortaklık mallarının satışı gibi kararlar olmak üzere sınırlı sayıda genel kurul kararları için ngrlmş; böylelikle belirli genel kurul kararlarına katılmayan ve fakat bu kararları etkileme gücü de olmayan azınlık pay sahipleri korunurken, aynı zamanda ortaklığın ekonomik gclğe düşmesine sebebiyet verilmesi de nlenmiştir.

Türk hukukunda Koll. O, Lmt. O ve Kom. O pay sahiplerinin ortaklıktan çıkmasına imkan veren hükümler mevcut olmakla beraber, anonim ortaklık pay sahiplerine böyle bir hak tanınmamıştır. Ancak, başta azınlık pay sahiplerinin korunması, yöneticilerin işlemlerinin denetlenerek suistimallerinin önlenmesi ve ortaklık paylarının eşit koşullar altında adil bir değerle satılması gibi önemli görevler üstlenen ayrılma hakkına anonim ortaklıklar hukukunda da yer verilmesi uygun olacaktır. Nitekim doktrinde bu hakkın, özellikle ortaklıklarda eşit oy ve sermaye gücüne sahip grupların varlığı nedeniyle karar alma mekanizmasının kilitlenmesi durumunda iyi bir czm yöntemi olacağı ifade edilmiştir.

Ancak ayrılma hakkının hukukumuzda uygulama alanı bulabilmesi için öncelikle anonim ortaklıkların kendi paylarını satın almalarını yasaklayan TTK. md.329 hükmünün tadiline ihtiyaç duyulmaktadır. Bu bağlamda, ayrılma hakkı düzenlenirken bu hakkın, TTK.'nun 329. maddesi hükmünde yer alan istisnalar arasına sokulması uygun olacaktır.

Ortaklıktan ayrılma hakkına mevzuatımızda yer verilmesi halinde bu hakkın hangi kanun hükümleri ile düzenleneceğinin de tespiti gerekmektedir. Hukuk sistematiğimiz genel olarak ele alındığında, gerek halka kapalı, gerekse halka açık anonim ortaklıklar için genel bir hak olması öngörülen ayrılma hakkının esas itibariyle TTK.'nda düzenlenmesi; ancak halka açık anonim ortaklıkların nitelikleri gereği gösterdikleri farklı düzenleme ihtiyaı göz önüne alınarak, halka açık anonim ortaklıklarda uygulamaya ilişkin esasların belirlenmesi yönünde SPK'na yetki verilmesi uygun olacaktır.

Öte yandan ayrılma hakkı düzenlenirken hem pay sahiplerinin hem de başta ortaklık paylarına yatırım yapmayı düşünenler ile alacaklılar olmak üzere cnc kişilerin bilgilendirilmesini teminen halka açık anonim ortaklıklarda ayrılma hakkına ilişkin gelişmelere kamunun aydınlatılması gereken özel durumlar arasında yer verilmesi, ayrıca ayrılma hakkının tanındığı kararların görüşüleceği genel kurul gündeminde bu hakkın

kullanılabileceğinin ilan edilmesi ve pay sahiplerine ihbarda bulunulması, pay sahibinin ortaklıktaki gelişmeler hakkında bilgi sahibi olarak yatırım kararlarını bu doğrultuda yönlendirmesi açısından önemli olacaktır.

Diğer taraftan, belli genel kurul kararlarını kendi yatırım tercihlerine uygun bulmayarak ortaklıkla ilişkisine son vermek isteyen pay sahiplerinin piyasadaki arızı fiyat dalgalanmaları ve manipülatif işlemler sebebiyle ellerindeki payların gerçek değerinin altında satılması sonucu zarar görmelerini engelleyerek adil bir bedel imkanı sunan ayrılma hakkı, yatırımcıların ekonomik olarak korunmasına da olanak sağlamaktadır. Pay bedellerinin tespiti hususunda bu hakkın yer aldığı mevzuatlarda kesin bir hesaplama yöntemi benimsenmemiş, kanun koyucular kullanılacak metodların uygulamada yargı kararları ile gelişmesini tercih etmişlerdir. Nitekim ABD hukukunda yargı kararlarında pay bedellerinin genel kabul görmüş herhangi bir finansal yöntemle hesaplanabileceği kabul edilmiş, uygulamada ise en çok indirgenmiş nakit akımları yöntemi kabul görmüştür. Bu açıdan hukukumuzda yapılacak olan düzenlemede de hesaplama yönteminin mevzuatta belirlenmesi yerine genel kabul görmüş finansal tekniklerin kullanılması yönünde çerçeve bir ifadeye yer verilmesi ve hesaplama tekniklerinin somut olaylar ve yargı kararları ile şekillenmesi doğru olacaktır.

Azınlık pay sahipleri korunurken ortaklığa ekonomik olarak zarar verilmemesi ve çoğunluluğun meşru haklarının da ihlal edilmemesi için yapılacak olan düzenlemelerde paylar ortaklık tarafından satın alınırken esas sermayenin azaltması engellenmeli ve ödenecek bedelleri için karşılık ayrılması yoluna gidilmelidir.

Düzenleme tekniği açısından ise, bu hakka ilişkin hükümlere, hakkın tanındığı kararların düzenlendiği maddeler içinde yer verilmesi uygun olacaktır.

Sonuç olarak Türk hukukunda ayrılma hakkının düzenlenmesi corporate governance ilkeleri ve AB mevzuatıyla uyum açısından da bir gerekliliktir.

## KAYNAKÇA

AYDIN, Alihan

1999 Anonim Ortaklıkta Çoğunluk Pay Sahiplerinin Azınlığa Karşı Korunması, Prof. Dr. Erdoğan MOROĞLU'na 65.Yaş Günü Armağanı, s.29-51.

ÇAMOĞLU, Ersin

1976 Kollektif Ortaklıkta Haklı Sebep Kavramı ve Ortağın Haklı Sebeple Çıkarılması, İstanbul.

ÇEVİK, Orhan Nuri

1985 Gerekçeli-İçtihatlı-Notlu Türk Ticaret Kanunu, Ankara, C.1.

DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI, Avrupa Topluluğu ile İlişkiler Genel Müdürlüğü

1993 Avrupa Topluluğuna İlişkin Temel Belgeler, Ankara, C.1.

DOĞANAY, İsmail

1990 Türk Ticaret Kanunu Şerhi, Ankara, C.1.

EASTERBROOK, Frank H./FISCHEL Daniel R.

1991 The Economic Structure of Corporate Law, London.

FONTO, James A.

1998 The Legal Basis of Corporate Governance in Publicly Held Corporation, London.

HAMILTON, Robert W.

1998 Corporations Including Partnerships and Limited Liability Companies, Texas.

İMREGÜN, Oğuz

1962 Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunları Telif Çareleri, İstanbul.

1989 Anonim Ortaklıklar, İstanbul.

KANDA, Hideki/LEVMORE Saul

1985 The Appraisal Remedy and The Goals of Corporate Law, Ucla Law Review, No.32, s.429-473.

KARAYALÇIN, Yaşar

1990 Anonim Şirkette Çoğunluk Azınlık İlişkisi Bakımından Kontrol (Blok) Satışı ve Genel Alım Önerisi, Prof. Dr. Haluk Tandoğan'ın Hatırasına Armağan, Ankara, s.364.

KENDİGELEN; Abuzer

2001 İmtiyazlı Paylar, Makalelerim, İstanbul, s.330-335.

LETSOU, Peter V

1998 The Role of Appraisal In Corporate Law, Boston College Law Review, No.39, s.1121-1173.

MANAVGAT, Çağlar

1997 Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Takeover Bid), Ankara.

MOROĞLU, Erdoğan

2001 Anonim Ortaklıkta Azınlık Pay Sahiplerinin Korunması ve Haklı Nedenlerle Fesih, Makaleler I, İstanbul, s.89-102.

OVACIK, Mustafa

1986 İngilizce-Türkçe Hukuk Sözlüğü, Ankara.

SCHINDLER, Hendrik

1999 Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften, München.

SCHWENK, Michael R.

1994 Valuation Problems In The Appraisal Remedy, Cardozo Law Review, No.16, s.649-698.

SIEGEL, Mary

1995 Appraisal Rights In The Twenty-First Century, Harvard Journal on Legislation, No.32, s.79-143.

SODERQUIST, Larry D./SMIDDY, Linda O./SOMMER JR., A.A./CHEW, Pat K.

1999 Corporate Law and Practice, New York.

SOLOMON, Lewis D./PALMITER, Alan R.

1999 Corporations

TEKİL, Fahiman

1998 Anonim Şirketler Hukuku, İstanbul.

TEKİNALP (POROY/ÇAMOĞLU)

2000 Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, İstanbul.

TEKİNALP, Ünal

1974 Türk Ticaret Kanunundaki Boşluk: Anonim Ortaklığın Haklı Nedenlerle Feshi-Çoğunluk Gücünün Kötüye Kullanılmasına Karşı Etkili Bir Araç, İktisat Maliye Dergisi, XXI/8, İstanbul.

VARIŞ, Meral/KÜÇÜKÇOLAK Ali/ERDOĞAN Oral/ÖZER Levent

2001 Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri, İMKB Dergisi, S.19.

WELCH, Edward P./TUREZYN, Andrew J.

1994 Folk on The Delaware General Corporation Law: Fundamentals, Boston.

WERTHEIMER, Barry M.

1998 The Purpose of The Shareholders' Appraisal Remedy, Tennessee Law Review, No.65, s.661-689.

XUEREB, Peter G.

1989 The Rights of Shareholders, London.

YALVAÇ, Faruk

1997 Bankacılık Terimleri Sözlüğü, Ankara.

<http://dictionary.law.com/definition2.asp?selected=963&bold>

<http://www.europa.eu.int>

[http://global.practicallaw.com/scripts/article.asp?Article\\_ID=22109](http://global.practicallaw.com/scripts/article.asp?Article_ID=22109)

<http://www.law.cornell.edu/topics/injunctionS.html>

<http://www.law.duke.edu/journals/dlj/articles/DLJ47P613.HTM>

<http://www.misko.com>

<http://www.oecd.org/EN/home/0,,EN-home-28-nodirectorate-no-no—28,00.html>

[www.tusiad.org/turkish/rapor/oecd/oecd.pdf](http://www.tusiad.org/turkish/rapor/oecd/oecd.pdf)