

T.C.
ANBUL ÜNİVERSİTESİ SOSYAL
BİLİMLER ENSTİTÜSÜ ÖZEL
HUKUK ANABİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

ANONİM ORTAKLIĞIN DEVRALINMASI

ALİ PASLI

2502020148

TEZ DANIŞMANI PROF. DR.

ÖMER TEOMAN

İSTANBUL, 2009



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MÜDÜRLÜĞÜ



TEZ ONAYI

Enstitümüz **ÖZEL HUKUK** Anabilim Dalı **DOKTORA** programında kayıtlı **2502020148** numaralı **ALİ PASLI'NIN** hazırladığı "**ANONİM ORTAKLIĞIN DEVRALINMASI**" konulu Yüksek Lisans Tezi ilgili **Tez Savunma Smavı**, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 15.Maddesi uyarınca **01.09.2009 SALI** günü saat: **14.00** da yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin **.....Kataletis.....**ne* **OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA** karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATI(*)	İMZA
PROF.DR. ÖMER TEOMAN	Kabul	
PROF.DR. HAMDİ YASAMAN	Kabul	
PROF.DR. ABUZER KENDİGELEN	Kabul	
PROF.DR. ARSLAN KAYA	Kabul	
PROF.DR. AYDIN GÜLAN	Kabul	

Adres : Besim Ömerpaşa Caddesi Kaptan-ı Derya Sokağı 34452 Beyazıt / İSTANBUL

Tel: 0212 440 00 00 Fax: 0212 440 03 40

e-mail: sbe@istanbul.edu.tr

ÖZ

Kendisine has hukuki özellikleri ve sonuçları ile özel bir hukuki işlem çeşidi olan “anonim ortaklığın devralınması”nı incelediğimiz tezimizde, vardığımız öncelikli sonuç, devir konusu olan anonim ortaklığın iktisadi açıdan “firma”yı karşıladığıdır. Buradaki devir, anonim ortaklık hukuken bir “kişi” olduğuna göre, ancak anonim ortaklığın kontrolünün el değiştirmesi anlamına gelmektedir. Anonim ortaklıkta kontrol, yönetim üzerindeki hâkimiyettir. Kontrolü elde etmenin çeşitli araçları bulunmakla birlikte, kural bir mal varlığı değeri olan kontrolün, pay sahiplerinde ve bunlar içinde de çoğunluk pay sahiplerinde olduğudur. Bu durum, pay sahibi kontrolüdür, ancak kontrolün pay sahiplerinden uzaklaşması, böylelikle kontrol – mülkiyet ayrımının ortaya çıkması da mümkündür.

Kontrol aracından yararlanan kişinin değişmesi, kural olarak, anonim ortaklığın da –bir tüzel kişi olarak- devralınması anlamına gelir. Bu işlem, ortaklığın yeniden yapılandırılması olmadığı gibi; birleşme, işletme devri, bölünme gibi diğer ekonomik konsantrasyon yöntemlerinden de ayrılmaktadır.

Anonim ortaklığın devralınması sonucunda, borçlar hukuku, vergi hukuku, iş hukuku gibi farklı hukuk sistemlerinde çeşitli yeni hukuki durumlar ortaya çıkmaktadır. Anonim ortaklıklar hukuku açısından kontrol sahibi değişmekte ve buna bağlı olarak başka sonuçlar doğabilmekte; hedef ortaklık bir grup şirketi hâline gelmekte veya dâhil olduğu grup değişmekte; çıkma ve çıkarma kurumları uygulama alanı bulabilmekte; sermaye piyasası hukuku açısından da, hedef ortaklık ve diğer ilgililer için kamuyu aydınlatma ve münhasıran devralan için de ayrıca çağrıda bulunma zorunluluğu söz konusu olabilmektedir.

ABSTRACT

In our thesis in which we examine “takeover” that is a legal transaction with its unique features and consequences, our first result is the economic meaning of corporation which is a legal term is the “firm”. Because of the corporation is a legal and distinct personality, takeover means the change of control of this person. The “control” is domination of management. Though there are several methods of acquiring control, in principle control which is a independent asset belongs to shareholders and within shareholders majority one. This is shareholder control, but it is possible to go away of control from shareholders. This is “seperation of control and ownership”.

Takeover occurs when the beneficiary owner of legal vehicle of control changes. Takeover is legally different from merger, asset sale and division which are the other economic concentration methods. Takeover is not reconstruction of target company.

The consequences of takeover spread to several legal areas including law of obligations, tax law, labour law, etc. After takeover of company the first result on company law is change of controller or increase of number of controller. The second one is becoming a group company or changing its group of target. As a third result the concepts of squeeze-out and sell-out can be put into practice. On the other hand mandatory disclosure for all of the parties of process and mandatory takeover bid for the new controller of target company are the last two consequences of takeover concerning capital market law.

ÖNSÖZ

Değişen piyasa koşullarına ayak uydurabilmek açısından kaçınılmaz olan ekonomik büyümeyi sağlayan araçlar arasında, uygulamada, özellikle işlemin gerçekleştirilme aşamasının nispeten basitliği ile; birleşme, işletme devri gibi benzer işlemlerin önüne geçen, hedef ortaklık kontrol iktisaplarını, “anonim ortaklığın devralınması” ismini verdiğimiz bir hukuki işlem çeşidi olarak incelediğimiz bu tez, uzun bir zamana yayılan süreçte tamamlanabilmiştir.

Türkiye’de doktora yeterlilik sınavının ardından başlayan maratonun, önemli yapı taşları İngiltere’de Coventry University ve çevre üniversite kütüphanelerinde yapılan çalışmalarda ve ardından Almanya’da Hamburg’da Max Planck Institute’de oluşturulmuştur. Her iki ülkedeki çalışmalar, İ.Ü. Vedat Ardahan Vakfı, Tübitak ve Max Planck Institute’un tarafıma sağladığı burslar ile mümkün olabildiği.

Tabi ki, gerek her iki ülkedeki yaklaşık bir yıllık çalışma süremde gerek de sonrasında anabilim dalımıza dönüşümün ardından tezin ağırlıklı kısımlarının yazılması sırasında bana olan destek ve inançlarını esirgemeyen, üyesi olmaktan gurur duyduğum Üniversitemiz Ticaret Hukuku Anabilim Dalı öğretim üyesi Hocalarıma ve araştırma görevlisi Arkadaşlarıma minnet duygularımı belirtmek isterim.

İşbu önsözün sadece tezin Enstitü’ye teslimi aşamasına yönelik olması itibarıyla ayrı ayrı isim zikretmenin doğru olmadığı düşüncesinde olmakla birlikte, tezin yazılma sürecindeki özellikli bir dönemdeki engin hoşgörüsünü hiçbir zaman unutmayacağım ve tezi en ince ayrıntısına kadar inceleyerek işbu son halin ortaya çıkmasına katkısı olan Hocam ve danışmanım sayın Prof. Dr. Ömer Teoman’a teşekkürlerimi sunmak isterim.

İstanbul, 21.07.2009

İÇİNDEKİLER

Öz	iii
Önsöz	iv
İçindekiler	v
Kısaltmalar	ix
Giriş	1

BİRİNCİ BÖLÜM

“ANONİM ORTAKLIĞIN DEVRALINMASI”NI

AÇIKLAYAN KAVRAMLAR

I. Devir Konusu “Anonim Ortaklık”	4
A. Ekonomik aktör olarak “firma”	4
B. Anonim ortaklığın anlamı	13
II. Anonim Ortaklıkta “Yönetim”	20
A. Kavram	20
B. Yönetim – mülkiyet ayrımı	22
III. Anonim Ortaklıkta “Kontrol”	27
A. Kavram	27
B. Pay sahibi kontrolü	31
C. Kontrol araçları	47
D. Ortak kontrol	49
E. Dolaylı kontrol	58

İKİNCİ BÖLÜM
“ANONİM ORTAKLIĞIN DEVRALINMASI”NIN
AYIRICI ÖZELLİKLERİ

I. Kavram	60
A. Anlamı ve konusu	60
B. Yabancı literatürdeki benzer kavramlar	77
1. Takeover	78
2. Acquisition	81
3. Control transactions	85
C. Tarafları	87
II. Yasal Düzenleme Şekli	93
A. Yabancı hukuklar	98
1. İki sistem: Amerika – İngiltere karşılaştırması	98
2. Almanya	104
3. İsviçre	107
4. Avrupa Birliği	111
B. Türk hukuku	113
III. Benzer İşlemlerle Karşılaştırma	119
A. Genel olarak	119
B. Birleşme	125
C. Mal varlığının/ticari işletmenin devri	140
D. Bölünme	153
IV. Anonim Ortaklığın Devralınma Yöntemleri	158
A. Pay devri	161

1. Blok alım	167
2. Aleni pay alım teklifi	173
3. Münferit alım	178
B. Esas sözleşme değişikliği	180
1. Sermaye artırımını	182
2. İmtiyazlı pay	185
C. İntifa hakkı tesisi	193
D. Oyun kullanımında temsil hakkı	196
E. Pay sahipleri sözleşmesi/oy sözleşmesi akdi	198
F. Külli Halefiyet Hâlleri	201
G. Diğerleri	204

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

“ANONİM ORTAKLIĞIN DEVRALINMASI”NIN

HUKUKİ SONUÇLARI

I. Genel Olarak	214
II. Borçlar Hukuku Açısından	217
A. Ayıba karşı tekeffül	217
B. Zapta karşı tekeffül	223
C. Rekabet yasağı ve diğerleri	225
III. Anonim Ortaklıklar Hukuku Açısından	232
A. Kontrol sahibinin değişmesi	232
B. Topluluk/grup şirketi hâline gelme veya dâhil olunan topluluğun/grubun değişmesi	240
C. Çıkarma ve çıkma hakları	251

1. Çıkarma	253
2. Çıkma	268
IV. Sermaye Piyasası Hukuku Açısından	274
A. Kamuyu aydınlatma zorunluluğu	274
1. Anlamı ve kapsamı	274
2. Zamanı, şekli ve muhatapları (yükümlüleri)	280
a. İhraçta kamuyu aydınlatma	281
b. Sürekli kamuyu aydınlatma	286
(1) Periyodik kamuyu aydınlatma	287
(2) Derhâl (anında) kamuyu aydınlatma	287
3. Aykırılığın sonuçları	307
a. İdare hukuku açısından	307
(1) İdari tedbirler	309
(2) İdari para cezası	312
b. Ceza hukuku açısından	314
c. Özel hukuk açısından	317
B. Çağrıda bulunma zorunluluğu	328
1. Anlamı ve ortaya çıkış gerekçeleri	328
2. Eleştirisi	333
3. Düzenleme şekli	344
a. Yabancı hukuklar	344
(1) İngiliz hukuku	344
(2) Alman hukuku	346
(3) İsviçre hukuku	348

(4) AB hukuku	350
b. Türk hukuku	351
4. Uygulama alanı	354
a. Kapsamına giren ortaklıklar	354
b. Kapsamına giren işlemler	356
(1) Kural	356
i. Konum	357
i1. Ortaklık sermayesinin ve oy haklarının % 25'ine sahip olunması	357
i2. Yönetim kontrolünü sağlayan paylara sahip olunması	362
i3. Kontrol eşiğindeki % 10'luk artırım	368
ii. Yöntemler	370
(2) İstisnalar	383
i. Hedef ortaklık açısından zorunluluk	387
ii. Pay sahiplerinin onayı	389
iii. Yönetim hâkimiyetinde değişiklik olmaması	393
iv. Kontrol amacı olmaksızın iktisap	397
v. Özelleştirme	400
5. Uygulanması/yerine getirilmesi	402
6. Uygulanmamasının/yerine getirilmemesinin sonuçları	408
SONUÇ	420
BİBLİYOGRAFYA	432
ÖZGEÇMİŞ	460

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
a.e.	: aynı eser/yer
AET	: Avrupa Ekonomik Topluluğu
AIHS	: Avrupa İnsan Hakları Sözleşmesi
AktG	: Aktiengesetz (Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu)
aş.	: aşağıda
AŞ	: Anonim Şirket
AY	: Anayasa
AYM	: Anayasa Mahkemesi
b.	: bent
b.a.	: eserin bütününe atıf
BaFin	: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Alman Finansal Faaliyetleri Denetleme Kurulu)
BankK	: Bankacılık Kanunu
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BEHG	: Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel – Börsengesetz (Borsalar ve Menkul Kıymet Ticareti Hakkında İsviçre Federal Kanunu)
Bkz.	: Bakınız
Batider	: Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BK	: Borçlar Kanunu
BTHAE	: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü
C.	: Cilt

c.	: cümle/cilt
1929/1985/2006 CA	: 1929/1985/2006 Companies Act (1929/1985/2006 tarihli İngiliz Ortaklıklar Kanunu)
City Code	: The City Code on Takeovers and Mergers (Devralmalar ve Birleşmeler Hakkındaki İngiliz Şehir Kodu)
Co./Com.	: Company D. : Daire(si)
Diss.	: Dissertation
dpn.	: dipnot
DYYK	: Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu
EC	: European Community
Ed.	: Edited/Editor
EEC	: European Economic Community
EPDK	: Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu
EPK	: Elektrik Piyasası Kanunu
ETC/etc	: et cetera
ETC Group	: Action Group on Erosion, Technology and Concentration (Erozyon, Teknoloji ve Konsantrasyon/Yoğunlaşma hakkında Eylem Grubu)
f.	: fıkra
FINMA	: Finanzmarktaufsicht (İsviçre Finansal Piyasa Gözetleme Kurulu)
FSA	: Financial Services Act (İngiliz Finansal Hizmetler Kanunu)
FSEK	: Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu

GWB	: Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen (Alman Rekabet Kanunu)
HGB	: Handelsgesetzbuch (Alman Ticaret Kanunu)
Inc.	: Incorporation
İHFM.	: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası
İK	: İcra ve İflâs Kanunu
İkt. Mal.	: İktisat ve Maliye Dergisi
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
inc.	: inceleyiniz
Karş.	: Karşılaştırınız
k.g.	: karşı görüş
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsü
KoopK	: Kooperatifler Kanunu
KTK	: Karayolları Trafik Kanunu
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu
L	: Legislation
m.	: madde
MK.	: Medeni Kanun
N./No	: Numara/Kenar Numarası
OECD	: Organization for Economic Cooperation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Gelişme Örgütü)
OJ	: Official Journal
OR	: Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) (İsviçre Borçlar Kanunu)

Ortak Tebliğ	: STB ile Maliye Bakanlığı tarafından ortaklaşa olarak çıkarılan “Anonim ve Limited Şirketlerin Kısmi Bölünmelerine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ” (RG. 16.09.2003, 25321)
ÖİB	: Özelleştirme İdaresi Başkanlığı
ÖK	: Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun
örn.	: örnek/örneğin
ÖYK	: Özelleştirme Yüksek Kurulu
(1890) PA	: 1890 Partnership Act (1890 tarihli İngiliz Adi Ortaklık Kanunu)
Panel	: Panel on Takeovers and Mergers (İngiliz Devralmalar ve Birleşmeler Paneli/Komisyonu)
para.	: paragraf
Pub.	: publication/publisher/publishers/publishing
Rehber	: SPK Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Tarafından Hazırlanan “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği Çerçevesinde Hazırlanan Özel Durum Açıklamalarına İlişkin Rehber”
RK	: Rekabet Kurulu
RKD	: Resmî Kararlar Dergisi
RKK	: Rekabetin Korunması Hakkında Kanun
RTÜK	: Radyo ve Televizyon Üst Kurulu
RG	: Resmî Gazete
S.	: Sayı
s.	: sayfa
SEA	: Securities Exchange Act (Amerikan Borsa Kanunu)

- SEC : Securities Exchange Commission
- Seri: I, No: 26
sayılı Tebliğ : Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 15.11.1998, 23524)
- Seri: I, No: 31
sayılı Tebliğ : Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 14.07.2003, 25168)
- Seri: I, No: 36
sayılı Tebliğ : Oydan Yoksun Paylara İlişkin Tebliğ (RG. 21.01.2009, 27117)
- Seri: II, No: 22
sayılı Tebliğ : Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması Ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (RG. 29.01.2009, 27125)
- Seri: III, No: 36
sayılı Tebliğ : Ortaklık Varantlarının Kurul Kaydına Alınmasına Ve Alım Satım İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 21.01.2009, 27117)
- Seri: IV, No: 8
sayılı Tebliğ : Halka Açık Anonim Ortaklık Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılması Ve Çağrı Yoluyla Vekalet Veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 09.03.1994, 21872)
- Seri: IV, No: 21
sayılı Tebliğ : Seri: IV, No: 8 Sayılı Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına

İlişkin Esaslar Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına İlişkin Tebliğ (RG. 19.12.1996, 22852)

Seri: IV, No: 30

sayılı Tebliğ : Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına İlişkin Tebliğ" (RG. 06.06.2003, 25130)

Seri: V, No: 46

sayılı Tebliğ : Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (RG. 07.09.2000, 24163)

Seri: V, No: 59

sayılı Tebliğ : Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 21.01.2003, 25000)

Seri: V, No: 60

sayılı Tebliğ : Bireysel ve Kurumsal Portföylerin Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirme ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (RG. 21.01.2003, 25000)

Seri: V, No: 68

sayılı Tebliğ : Aracı Kurumlarda Uygulanacak İç Denetim Sistemine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (14.07.2003 gün ve 25168 sayılı RG'de yayınlanmıştır)

Seri: V, No: 90

sayılı Tebliğ : Vadeli İşlemler Aracılık Şirketlerinin Kuruluş Ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (RG. 06.04.2007, 26485)

Seri: VI, No: 11

sayılı Tebliğ : Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 08.11.1998, 23517)

Seri: VII, No:10

sayılı Tebliğ : Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 19.12.1996, 22852)

Seri: VIII, No: 20

sayılı Tebliğ : Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliğ (RG. 06.07.1993, 21629)

Seri: VIII, No: 39

sayılı Tebliğ : Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 20.07.2003, 25174)

Seri: VIII, No: 42

sayılı Tebliğ : Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (RG. 07.07.2004, 25515)

Seri: VIII, No: 51

sayılı Tebliğ : Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 12.07.2007, 26580)

Seri: VIII, No: 54

sayılı Tebliğ : Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 06.02.2009, 27133)

Seri: VIII, No: 57

sayılı Tebliğ : İhraç Ettiği Sermaye Piyasası Araçları Bir Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıkların Özel Durumlarının Kamuya

Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 06.02.2009, 27133)

Seri: X, No: 22

sayılı Tebliğ : Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ (RG. 12.06.2006, 26196)

Seri: XI, No: 1

sayılı Tebliğ : Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ (RG. 29.01.1989, 20064)

Seri: XI, No: 10

sayılı Tebliğ : Sermaye Piyasasında Konsolide Mali Tablolara İlişkin İlke Ve Kurallar Hakkında Tebliğ (RG. 28.03.1992, 21185)

Seri: XI, No: 21

sayılı Tebliğ : Sermaye Piyasasında Konsolide Mali Tablolara Ve İştiraklerin Muhasebeleştirilmesine İlişkin Usul Ve Esaslar Hakkında Tebliğ (RG. 13.11.2001, 24582)

Seri: XI, No: 25

sayılı Tebliğ : Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ (RG. 15.11.2003, 25290 mükerrer)

Seri: XI, No: 29

sayılı Tebliğ : Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 09.04.2008, 26842)

SerPK : Sermaye Piyasası Kanunu

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu STB

: Sanayi ve Ticaret Bakanlığı

Tasarı : Türk Ticaret Kanunu Tasarısı

Taslak Tebliğ	: 10.04.2009 tarihinde duyurulan “Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği” Taslağı
TCK	: Türk Ceza Kanunu
TK	: Türk Ticaret Kanunu
TL.	: Türk Lirası
TST.	: Ticaret Sicili Tüzüğü
TTSG	: Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
v.	: versus (karşı)
vd.	: ve devamı/ve diğerleri
V.	: Volume
WpHG	: Wertpapierhandelsgesetz (Alman Kıymetli Evrak/Menkul Kıymet Ticareti Kanunu)
WpÜG	: Wertpapiererwerbs und Übernahme Gesetz (Alman Kıymetli Evrak/Menkul Kıymet İktisabı ve Devralma Kanunu)
WpÜGAngebV	: Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (Teklif Belgesin İçeriğı, Aleni Pay Alım Tekliflerinde Fiyatve Zorunlu Çağrı ve Kamuya Açıklama ve Çağrıda Bulunma Zorunluluklarından Muafiyetler Hakkında Alman Yönetmeliğı)
Yellow Book/Sarı Kitap	: Admission of Securities to Listing Rules (İngiliz Menkul Kıymetlerin Kayıt Altına Alınması Kuralları)
y.y.	: yayım yeri/yayımcı yok
Yarg. İİD.	: Yargıtay İcra İflas Dairesi

Yarg. HD. : Yargıtay Hukuk Dairesi
Yarg. HGK. : Yargıtay Hukuk Genel Kurulu
Yarg. TD. : Yargıtay Ticaret Dairesi
yay. : yayın(lar)(ı)/yayıncılık/yayınevi
YKD. : Yargıtay Kararları Dergisi
yuk. : yukarıda

7. Ortaklıklar

Hukuku Yönergesi : Seventh Council Directive 83/349/EEC of 13 June 1983 based on the Article 54 (3) (g) of the Treaty on consolidated accounts (13.06.1983 tarih ve 83/349 sayılı Konsolide Hesaplara İlişkin Yedinci Ortaklıklar Hukuku Konsey Yönergesi) (OJ 18.07.1983, L 193/1 vd.)

13. Ortaklıklar

Hukuku Yönergesi : Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids (21 Nisan 2004 tarih ve 2004/25/AT sayılı Aleni Pay Alım Tekliflerine İlişkin Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Yönergesi) (OJ L 142/12 – 142/23, 30.04.2004)

1997/1 sayılı Tebliğ : Rekabet Kurulu'ndan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ (RG. 12.08.1997, 23078)

2001/34/EC

sayılı Yönerge : Directive 2001/34/EC of The European Parliament and of the Council of 28 May 2001 On The Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing and On Information to be Published On Those Securities (28.05.2001 tarihli Menkul Kıymetlerin Borsaya Kotasyonu ve Bu Menkul Kıymetlere ilişkin

Yayınlanacak Bilgiler hakkındaki Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Yönergesi) (OJ L 184/1 – 184/66, 06.07.2001)

2003/6/EC

sayılı Yönerge

: Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) (28.01.2003 tarihli ve 2003/6/AT sayılı İçeridekilerin İşlemleri ve Piyasa Manipülasyonuna/Yolsuzluğuna İlişkin Yönerge) (OJ L 96/16 – 96/25, 12.04.2003)

2003/124/EC

sayılı Yönerge

: Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 Implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council As Regards The Definition and Public Disclosure of Inside Information and The Definition of Market Manipulation (2003/6/EC sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Yönergesi'nin Uygulanması ile ilgili olarak 22.12.2003 tarihli ve 2003/124/AT sayılı İçerideki Bilginin Tanımlanması ve Kamuya Açıklanması ve Piyasa Manipülasyonunun Tanımlanması Yönergesi) (OJ L 339/70 – 339/72, 24.12.2003)

GİRİŞ

Bugünün ekonomik dünyası, rekabet mantığı üzerine kuruludur. İnsanların her türlü ihtiyacını oluşturan mal ve hizmetlerin arz kesiminde yer alan tedarikçi firmalar, piyasa koşulları içerisinde birbirleri ile yarışarak ön plana çıkmaya ve böylelikle –geniş anlamıyla- mümkün olduğunca çok para kazanmaya çalışmaktadırlar. Rekabet, “globalizm (küreselleşme)” adı verilen büyük sarmalın yönlendirmesi ile hemen tüm sektörlerde, (neredeyse) bütün dünyaya yayılmış durumdadır. Dünyanın her yöresindeki firmalar, birbirlerinin rakibidir.

Bu amansız yarış içerisindeki firmaların sadece öne çıkmalarının değil, ayakta kalmalarının yani mevcut piyasa gücünü korumalarının yolu da, “büyüme”lerinden geçmektedir. “Büyüme”nin en basit ve yararlı yöntemi ise, rakip olan veya olmayan mevcut firmaların iç bünyeye katılması yani devralınmasıdır. Bu yöntem, bir işletmenin en baştan kurulmasından hem daha az riskli hem de daha az maliyetlidir.

Bugünkü ekonomik düzenin bir başka gerçeği de, yukarıda anılan yarışın içindeki firmaların hukuki şekillerinin/kalıplarının büyük bir çoğunlukla ve sırasıyla “ortaklık” – “ticaret ortaklığı” – “anonim ortaklık” olmasıdır. İlgili firma büyüdükçe, giydiği hukuki elbisenin “anonim ortaklık” olması da -fiilen- kaçınılmaz olmaktadır. O zaman anonim ortaklıkların devralınması, bir büyüme yöntemi olarak öne çıkmaktadır.

Ancak bu sonuç, iktisadi bir gerçekliği göstermekte olup, kavramın içinin hukuken doldurulması lazımdır. Gerçekten de, iktisadi açıdan anonim ortaklığı/firmanın devralınması şeklinde vasıflandırılabilen bir işlemin, hukuken gerçekleştirilme şekilleri/yöntemleri farklıdır. Bu yöntemler, anonim ortaklık uzmanlarının üzerinde en fazla uğraştıkları konuların başında gelmektedir.

Anonim ortaklık şeklinde örgütlenen firmaların, bir bütün olarak devralınmasını sağlayan birleşme, işletme devri, pay alımı, bölünme gibi yöntemlere iktisatçıların ortak bir bakış açıları vardır. Onlar, bu yöntemler arasında nitelikli bir ayırım görmezler. Bir anonim ortaklığın mal varlığının kontrolü, bir başka deyişle doğrudan veya dolaylı sahipliği, devralma suretiyle gerçekleştirilen bir birleşme

işlemi ile de, bu ortaklığın çoğunluk paylarının satın alınması suretiyle de, ya da doğrudan aktif ve pasif kalemlerinin bir bütün olarak devralınması ile de gerçekleştirilebilir. İktisadi açıdan her birinde, anonim ortaklığın/firmanın/işletmenin iç bünyeye dâhil edilmesi, böylelikle büyüme gerçekleşmiştir.

Biz bu tezde “anonim ortaklığın devralınması” kavramını, ona spesifik bir hukuki anlam vererek ve bir hukuki işlem çeşidi olarak inceleyerek, nispeten dar bir kapsamda kullanmaktayız.

Diğer büyüme/devralma yöntemlerinden farklı olarak bizatihi anonim ortaklık kontrol değişikliğine hukuk düzeni özel sonuçlar bağlamıştır. O zaman bu durumun hem isimlendirilmesi hem tanımlanması hem de içeriğinin doldurularak iktisadi açıdan benzer işlemlerden ayırt edilmesi lazımdır.

Bunu yaparken, başlangıç noktası da, devralınanın ne olduğunu ortaya koymak olmalıdır. Devralınan bir firma çeşidi olarak “anonim ortaklık”tır. İşte bu amaçla tezimizin ilk bölümünde iktisadi bir kavram olan “firma”nın hukuki karşılığı ortaya konularak, anonim ortaklığın anlamı anlatılmıştır. Böylelikle devir konusunun “ne” olduğu ve esasında anonim ortaklığın devralınması ifadesinin anlamı belirlenmiş, gramatik ve hukuki açıdan anonim ortaklığın bizatihi kendisinin devre konu olamayacağı ortaya konulmuş ve devamında anonim ortaklığın devralınmasında/devrinde tüzel kişilik olarak anonim ortaklığa ilişkin bir başka saptama yapılması gerekliliği sonucuna ulaşılmıştır.

Bu saptama, anonim ortaklıkta “yönetim” ve “kontrol” şeklinde iki ayrı ve içerikleri birbirinden farklı olgunun bulunduğuudur. İşte devralınabilecek olan, anonim ortaklığın yönetimi üzerindeki hâkimiyeti karşılayan “kontrol”dür. Bu sebeple gene ilk bölüm içerisinde anonim ortaklığın “yönetimi” ve “kontrolü” kavramları, nispeten ayrıntılı bir analize tabi tutulmuştur. “Yönetim” kavramı incelenmeden, “kontrol”ün gerçek anlamının ve kapsamının ortaya konulması mümkün değildir.

Böylelikle “anonim ortaklığın devralınması” şeklinde isimlendirdiğimiz hukuki işlem çeşidinin tanımsal unsurunu oluşturan kavramların ne olduğunu incelediğimiz birinci bölümün ardından, “anonim ortaklığın devralınması”nın ayrıntılı

incelemesine tezimizin ikinci bölümünde başladık. “Anonim ortaklığın devralınmasının ayırıcı özellikleri” başlığı altında; kavramın hukuki anlamı, yabancı literatürdeki muhtemel karşılıkları ve hukuki işlemin tarafları da incelenerek belirlenmiş, ardından karşılaştırmalı hukukta ve Türk hukukundaki düzenleme şekli üzerinde durulmuştur. Bu iki alt bölümü takiben “benzer kavramlarla/işlemlerle karşılaştırma” başlığı altında, anonim ortaklığın devralınması işleminin, birleşme, işletme devri gibi benzer işlemlerden farklarını, bizatihi anonim ortaklığın devralınması işleminin ayrıntılarını da vererek inceledik. Tezin ikinci bölümünü, anonim ortaklığın devralınmasını sağlayan hukuki devralma yöntemlerini inceleyerek tamamladık.

Üçüncü ve son bölüm ise anonim ortaklığın devralınmasının hukuki sonuçlarına ayrılmıştır. Bu bölümde ilk olarak devralmanın özellikle borçlar hukuku yönü ağırlıklı olarak incelenip, diğer hukuk dalları zikredilmiştir. Bunun ardından devralmanın anonim ortaklıklar hukuku alanındaki sonuçları; “kontrol sahibinin değişmesi”, “topluluk/grup şirketi hâline gelme – dâhil olunan topluluğun/grubun değişmesi” ve “çıkarma ve çıkma hakları”; sermaye piyasası hukukundaki sonuçları ise; “kamuyu aydınlatma zorunluluğu” ve “çağrıda bulunma zorunluluğu” başlıkları altında incelenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

“ANONİM ORTAKLIĞIN DEVRALINMASI”NI

AÇIKLAYAN KAVRAMLAR

I. Devir Konusu “Anonim Ortaklık”

A. Ekonomik Aktör Olarak “Firma”

Doğu blokunun çökmesi ve “küreselleşme” adı verilen uluslararası ticaret ve rekabetin, hatta uluslararası her türlü ilişkinin önündeki engellerin ne pahasına olursa olsun kaldırılması akımının egemen olması ile birlikte, mali ve reel piyasaların liberalizasyonu ve piyasa ekonomisi, bugünkü modern dünya düzeninin doğruları hâline gelmiştir¹.

Liberal düşünce ve piyasa ekonomisi kurallarının tüm dünyada hâkim olması, ulaşılan veya ulaşılmak istenen amaç olmasının ötesinde, dünya düzenini şekillendiren aktörler tarafından bir araç olarak da kullanılmaktadır. Böylelikle bugün dünyada ulusal devletler ve/veya uluslararası birlikler arasında, ancak piyasa ekonomisinin aktörleri eliyle yürütülen yeni bir savaş/rekabet düzeni söz konusudur. Söz konusu savaş, ekonomik temelli olmasının ötesinde, ekonomik düzenin aktörlerince icra edilmektedir ve liberal düşüncenin etkisiyle bu aktörler hemen tamamen özel sektörden gelmektedir.

Hatta özel sektörün tedricen artan gücü ve dünya düzeninin şekillenmesindeki oynadığı rol, zaman içinde bu sektörde yani piyasa ekonomisinin aktörlerinde, önceleri belki de araç olarak kullanıldıkları savaş yönetme amacını uyandırmıştır. Bu süreç özellikle anılan aktörlerin çeşitli yöntemlerle büyümeleri, birçok ulusal devleti aşan maddi güce erişmeleri ve sadece belli bir devlete bağlı olmaktan çıkıp, uluslarüstü (supranational) ve/veya uluslararası (international) niteliği haiz olmaları ile çakışmaktadır². Bu durumda ekonomik savaş, acaba devletler arasında mı yoksa

¹ Piyasalardaki küreselleşmenin, azılı rekabet güçlerini salıverdiği ve artık belli bir ülke değil dünya düzeyindeki ekonomik güçlerin etkin olduğu hususunda bkz. Michael J. WHINCHOP, **An Economic and Jurisprudential Genealogy of Corporate Law**, Aldershot, Ashgate – Dartmouth, 2001, s. 1.

² Bkz. aş. Birinci Bölüm/dpn. 54.

bu devletleri de artık etkileme kudretine ulaşan özel sektörü oluşturan piyasa ekonomisinin aktörleri arasında mı cereyan etmektedir sorusu gündeme gelmektedir³.

Bu soruyu (kısmen) cevapsız bırakarak belirtmek isteriz ki, buradaki esas tehlike bu yeni büyük gücün belirsizliklerinden kaynaklanmaktadır. Zira ekonomik gücü elinde bulunduran ve dünya düzenine hâkim olan bu yeni aktörün gerçekten kim olduğu, nerede faaliyette bulunduğu, bu gücü yönlendirenlerin kimler olduğu, kararları gerçekten kimlerin aldığı ve hangi üstün menfaatin göz önüne alındığı belli olmayabilir⁴.

İşte liberal düşünceden ve ticari ilişkilerdeki “serbestlik” esasında kısmen taviz verilerek konulan, -kamuyu aydınlatma zorunluluğu veya bazı önemli işlemler için belirli yasal kurumlardan izin alınması gerekliliği- kuralların varlığı⁵; hukuk düzeninin, bu gücün hem mevcut hem de muhtemel yeni sahipleri ile yakından ilgilenererek onları tanımak istemesi, bu bağlamda dünyayı kontrol edenleri kimlerin yönetip kontrol ettiklerinin açıkça ortaya konulması zarureti karşısında anılan belirsizlikleri ortadan kaldırma amacı ile açıklanabilir.

Peki kimdir anılan piyasa ekonomisinin aktörleri?

Mali ve reel piyasaların gelişmesi girişimciliğe bağlıdır ve bu anlamda iktisadi işletmeler ekonomik düzenin temel yapı taşıdır. Yoksa bir kişinin evini kiraya vermesi de geniş anlamda bir ekonomik faaliyettir, zira bu kişi yaptığı faaliyette gelir elde etmeyi amaçlamaktadır, ancak bu işlem sonucunda ekonomik düzen açısından üretime veya ticarete yönelik ortaya çıkan yeni bir girdi olmadığı gibi, ortada işletmesel bir faaliyet de bulunmamaktadır. Dolayısıyla “ekonomik faaliyet” kavramının, dar anlamda, sadece işletmesel faaliyetleri ifade eder şekilde kullanılması, buna paralel olarak “ekonomik aktör”lerin de, ekonomik faaliyette

³ Bkz. ve karşı. Adolf A. BERLE, Jr/Gardiner C. MEANS, **The Modern Corporation And Private Property**, Nineteenth Printing, New York, The Macmillan Company, 1962, s. 356-357; J. E. PARKINSON, **Corporate Power And Responsibility: Issues in the Theory of Company Law**, Reprinted, Oxford – New York, Oxford University Press, 2000, s. 7.

⁴ Gerçekten de, anılan ekonomik aktörler kuruluş yerlerinde faaliyette bulunmadan, başka ülkelerde işlerini yürütebilmekte; işlerini yürüttükleri ülke topraklarında cari olan hukuk sistemine bağlı olmadan faaliyette bulunabilmekte; bunların sahiplerinin kimler olduğu belli olmayabilmekte, hatta belli olsa da bu kişiler alınan kararlarda etkili olamayabilmekte, hiçbir ekonomik risk altında olmayanlar tüm kararları alabilmektedirler.

⁵ Bkz. aş. Üçüncü Bölüm.

bulunan herkesi değil de, bunu işletmesel bir düzen içerisinde yapanlar olduğunun kabul edilmesi, en azından, hukuki bir incelemede, bir eksiklik yaratmayacaktır.

İktisat biliminin ortaya çıkardığı bir kavram olan “(iktisadi) işletme”, gelir temin etmek amacıyla emek ve sermayenin müstakil bir organizasyon⁶ teşkil edecek şekilde birleştirilmesi ve faaliyete geçirilmesidir. Bir iktisadi işletmede önemli olan, emek – sermaye - girişimci (müteşebbis) üçlüsünün bir organizasyon⁷ dâhilinde bir araya gelmesi sonucunda gelir elde etme gayretinin gösterilmesidir⁸. Bu kavram, hem ticari işletmeyi hem de esnaf işletmesini kapsamına almaktadır⁹. İktisadi işletme faaliyetinin organizasyon şekli yani yapıma biçimi (icra edilme şekli) ise piyasa ekonomisinin aktörlerini ortaya çıkarmaktadır.

Esas itibarıyla insani bir özellik olan “girişimcilik”, işletmelerin büyümesi ve bunu takiben çeşitli iktisadi ve hukuki gerekçelerle, bireylerin dışında ekonomik faaliyette bulunan kurumları ortaya çıkarmakta, girişimci bireyler ise anılan

⁶ Bkz. Sami KARAHAN, “Ticarî İşletme Kavramı, Tacir-Esnaf Ayırımının Kriterleri ve Ticaret Hukukunun Diğer Temel Kavramlarının Belirlenmesi Açısından”, **Batider**, 1994/XVII-4, s. 49 ve orada dpn. 32’de atıf yapılanlar. Ayrıca bkz. Yaşar KARAYALÇIN, **Ticaret Hukuku, I. Giriş – Ticari İşletme**, 3. Bası, Ankara, Güzel İstanbul Matbaası, 1968, s. 158.

⁷ *Arıcı*, burada sözü edilen “organizasyon”un, insan emeğinin koordinasyonu ile mal varlığı değerleri ve özellikle gayri maddi iktisadi değerlerin birlikte işlev görmesi olduğunu belirtmektedir. Mehmet Fatih ARICI, **Ticari İşletmenin Aktif ve Pasifi ile Devri**, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2008, s. 9.

⁸ *Karayalçın ve Arkan*, “işletme” kavramını, bir girişimci tarafından ekonomik çıkar sağlamak amacıyla emek ve sermayenin bağımsız şekilde bir araya getirilmesi şeklinde tanımlamaktadırlar. Bkz. KARAYALÇIN, **Ticaret I**, s. 159; Sabih ARKAN, **Ticari İşletme Hukuku**, 7. Bası, Ankara, BTHAE yay., 2004, s. 18. Bu tanımda işletmenin en önemli unsuru olan “organizasyon” eksiktir. *Poroy/Yasaman*, “işletme”yi, “sermaye-emek-idare (müteşebbis) üçlüsünün bir araya gelip, belirli bir organizaston içinde ve bir cüz-ü tam olarak faaliyet göstermesi” şeklinde tanımlamaktadırlar. Reha POROY/Hamdi YASAMAN, **Ticari İşletme Hukuku**, 10. Bası, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2004, s. 25. *Acemoğlu* da, söz konusu üçlünün belirli bir organizasyon biçiminde faaliyet göstermesine işaret etmektedir. Kevork ACEMOĞLU, **Borçlar Kanununun 179. maddesine Göre Mal varlığı Veya Ticari İşletmenin Devri**, İstanbul, Fakülteler Matbaası, 1971, s. 16. Aynı yönde bkz. Hüseyin ÜLGEN (Ömer Teoman/Mehmet Helvacı/Abuzer Kendigelen/Arslan Kaya/N. Füsün Nomer Ertan), **Ticari İşletme Hukuku**, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2006, N. 134. *Arıcı*, işletme denilen iktisadi külü en iyi şekilde açıklayan organizma/organizasyon teorisinin tercihe şayan olduğunu, iktisadi faaliyetin yürütülmesine olanak sağlayacak bir organizasyona sahip olmayan bir işletmenin mevcudiyetinden söz edilemeyeceğini, eğer organizasyon olmasaydı işletmenin basit bir mal varlığı tümlüğü olmaktan öteye bir anlam taşımayacağını dile getirmektedir. ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 8-9. Ayrıca bkz. Fuat PEMBEÇİÇEK, **Türk Hukuku’nda Ticari İşletme Kavramı Ve Ticari İşletme İşleten Vakıflar**, Ankara, Adalet Yayınevi, 1999, s. 5.

⁹ Bkz. aş. İkinci Bölüm/I/A, İkinci Bölüm/III/C.

kurumların arkasına geçmekte¹⁰, ekonomik faaliyetler neredeyse tamamen (şeklen de olsa) kurumlar arasında/tarafından yürütülür hâle gelmektedir.

Klasik iktisat teorisi ekonomik düzenin temel ilkelerini, serbest ve tam rekabet ile açık yani giriş engeli olmayan piyasa olarak belirlemiştir. Bu düşünce yapısı, piyasa aktörleri olarak çok sayıda küçük, daha çok tarımsal üretime dayalı girişimcileri esas almaktadır. Hiçbir girişimci, fiyatı tek başına belirleme veya etkileme gücüne sahip değildir. Söz konusu piyasa ekonomisinde fiyat sistemi, bu bağlamda arz talep dengesi üretim ve tüketimin nihai belirleyicisidir¹¹. Bir devlet otoritesinin merkezi planlaması yerine, kimin hangi ürünleri (mal ve hizmetleri), hangi kalitede ve nerede üreteceği gibi temel ekonomik kararlar birbirlerinden sınırlı şekilde veya hiç haberleri olmayan sayısız kişi tarafından alınır. Bu sistemdeki “görünmez el (invisible hand)”¹², piyasanın koordinasyon aracıdır. Söz konusu piyasa ekonomisi teorisi kapsamında yani kuramsal anlamda, belirli malların ve hizmetlerin arzında (üretiminde) uzmanlaşmış bireyler tarafından tüm ticari faaliyetlerin yürütülmesi mümkündür. Zaten çok sayıdaki katılımcı arasındaki işlem hacmi de fazla olmayıp, kapalı ve nispeten küçük bir pazardaki talep karşılanmaktadır.

Ancak modern ekonomik düzende, fiyat sisteminin mantıki bir sonucu olmamakla birlikte, ticari ilişkilerin arz kesimini firmalar oluşturmakta, üretim ve ticaret kural olarak bireylerce değil firmalarca icra edilmektedir. Zira toplumların büyümesi ve teknolojinin gelişmesi, özellikle sanayi devrimi piyasanın koordinasyonunun sadece fiyat sistemi ile sağlanmasını ve problemlerin çözümünü giderek zorlaştırmış, hatta imkânsızlaştırmıştır. Üretimin ve diğer unsurların belirlenmesinde fiyat sistemine alternatif çeşitli faktörlerin geliştirilmesi zarureti ortaya çıkmıştır. Bu ise, ticari faaliyetini tek başına yürüten bireylerin kapasitelerini

¹⁰ İşte ayrıntısı aşağıda açıklandığı üzere, anılan kurumların kontrolünün değişmesi ve kontrol gücünü elinde bulunduranların veya bulundurma ihtimali olanların kimler olduklarının kamuya açıklanması ile kontrol değişikliği prosedürüne ilişkin getirilen kurallar, müteşebbisin gerçekten kim olduğunun ortaya çıkarılması, gizlenme yoluyla yapılabilecek suistimallerin önlenmesi, piyasadaki her türlü aktörün korunması ve makro anlamda piyasanın güvenliğinin sağlanması amacına yöneliktir.

¹¹ Bkz. Norman S. BUCHANAN, **The Economics of Corporate Enterprise**, New York, H. Holt and Company, 1940, s. 10-15.

¹² Adam SMITH, **An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**, New York, Modern Library, 1937, s. 423.

aşmakta ve bir üretim organizasyon yöntemi olarak firma yapılanmasını ortaya çıkarmaktadır¹³.

Şöyle ki, sanayileşme sermaye ihtiyacını artırmış, iktisadi faaliyetler ancak büyük organizasyonlar tarafından yapılabilir bir hâl almıştır. Tek bir gerçek kişi veya aile tarafından basit gereçlerle, ham maddenin el emeğiyle işlenmesi suretiyle yapılan üretim terk edilmiş, bunun yerini üretim faaliyetinin gerçekleştirilmesi amacıyla iş bölümüne dayalı olarak bir araya gelen ve çok sayıda bireyden oluşan organizasyonlar/kurumlar almıştır. Böylelikle klasik iktisat anlayışındaki rekabetin yerini “yoğunlaşma (konsantrasyon)” ve piyasanın yerini de “hiyerarşi” almıştır¹⁴. Üretimin ve devamında ticari faaliyetin büyük organizasyonları gerektirmesi, iktisadi faaliyette bulunan aktörlerin büyümesini ve bu arada ekonomik verimliliklerini artırmalarını zorunlu kılmış; büyümenin “içsel”, ancak daha çok “dışsal” yöntemlere dayalı çeşidi, piyasadaki rekabet eden aktör sayısında azalma meydana getirmiştir. Gerekli oranda büyüemeyen veya başkalarınca devralınan aktörler, rekabet ortamından çekilmişlerdir. Bu arada piyasada “görünmez el” tarafından sağlandığı düşünülen denge de, piyasa katılımcılarının büyümesi ve sayılarının artması ile yerini firmaların doğrudan ve görülebilen müdahalesine bırakmıştır^{15 16}.

¹³ İnc. John H. FARRAR/Brenda HANNIGAN (Nigel E. FUREY/Philip WYLIE), **Farrar’s Company Law**, Fourth Edition, London - Edinburg - Dublin, Butterworths, 1998, s. 3-4; Richard POSNER, **Economic Analysis of Law**, Fifth ed., New York, A Division of Aspen Publishers Inc. – A Wolters Kluwer Company, 1998, s. 427, 451.

¹⁴ M. STOKES, “Company Law and Legal Theory”, ed. by W. TWINING, **Legal Theory and Common Law**, London, Basil Blackwell, 1986, s. 155, 159; Sandra BERNS/Paula BARON, **Company Law and Governance**, Melbourne, Oxford University Press, s. 233-234; Yaşar KARAYALÇIN, “Üst Kuruluşlar Hukuku”, **Batider**, 1991/XVI-1, s. 8-9.

¹⁵ Bu şekilde “görünmez”, dolayısıyla objektif olduğu kesin olan gücün yerini, firmayı idare edenler yani bir anlamda maaşlı ve kendi subjektif düşünceleri ve menfaatleri olan kişiler almıştır. İşlemler bu kişilerce yönlendirilmeye ve denetlenmeye başlanmıştır. Bu durumda firma yapılanması ile işlem maliyetleri azalsa da, uzmanlaşmanın gereği ve yönetim/kontrol-mülkiyet ayrımı sebebiyle başka bir maliyet unsuru olan “temsil maliyeti (agency cost)” ortaya çıkmıştır. İşte bugün dahi, işletme/ortaklıklar hukukunun ve corporate governance (kurumsal yönetim) anlayışının çabası, söz konusu temsil maliyetini asgariye indirme ve menfaat farklılıklarının ortaya çıkaracağı sakıncaların ve suistimallerin mümkün olduğunca azaltılmasıdır. İnc. Yuwa WEI, **Comparative Corporate Governance, A Chinese Perspective**, The Hague/London/New York, Kluwer Law, t.y., s. 41-42; karş. Cumhur BOYACIOĞLU, **Konzern Kavramı**, Ankara, Nobel yay., 2006, s. 49/dpn. 107.

¹⁶ *Whinchop*, rekabeti yönettiği ve piyasalardaki düzeni sağladığı düşünülen “görünmez el”in, bir “masal” olduğunu belirtmektedir. WHINCHOP, **Genealogy of Corporate Law**, s. 1.

Gerçekten de, klasik iktisat anlayışına göre piyasa katılımcıları arasındaki münferit kaynak değiş-tokuş işlemleri olan ticaretin ve daha genel olarak da ekonomik faaliyetin, bu anlamdaki aracı, “sözleşmeler”dir. Her bir bağımsız ekonomik birim tek bir konuda faaliyette bulunur ve bunlar arasındaki sözleşmeler, ekonomik faaliyeti oluşturur. Ancak bu durumun katılımcılar için oluşturduğu önemli miktardaki işlem maliyetinin (transaction cost) azaltılması için, iktisadi faaliyetin çeşitli aşamalarını ilgilendiren birimler¹⁷ ile münferit sözleşmeler yapmak yerine, bunların uzun vadeli sözleşmeler ile tek bir organizasyon içerisinde bir araya getirilmesi yoluna gidilmiştir¹⁸. Böylelikle karmaşık yapılı ve uzun dönemli ilişki modellerinden yararlanılarak ve her bir birim belli bir hiyerarşi içerisinde birbirine bağlanarak, yani piyasa işlemleri firma içine alınarak işlem maliyetleri azaltılmış ve ekonomik faaliyet bu şekilde büyük çaplı yapılanmalar içerisinde yürütülmeye başlanmıştır. Bu büyük yapı, normal durumda piyasada bağımsız birimler arasında yapılacak sözleşmelerin, işletmesel düzen içerisinde bir araya getirilmesinden ve firmanın bu sözleşmelerin bağlantı noktası olmasından (nexus of contracts) müteşekkildir¹⁹ ²⁰. Bu noktadan sonra işletmenin piyasa ile doğrudan bağlantılı bir konumda olduğunu söylemek zordur. Artık işletme, kaynakların birikim ve tahsisini hiyerarşik bir komuta zinciri içerisinde ve kendi bünyesinde belirleyebilen bir içsel

¹⁷ Örn. taşımacılık, dağıtım, danışmanlık.

¹⁸ Örn. piyasa modelinde girişimci, ham maddeyi tedarik edecek, monte edecek ve bunları tüketicilere dağıtacak kimselerle ayrı ayrı sözleşmeler yaparak iktisadi faaliyette bulunmaktadır. Bu durumda bir katılımcının ekonomik aktivitenin her ayağını kendisinin yapmasının gerekmemesi, büyüme zorunluluğunu ortaya çıkarmamakta ve rekabet edecek aktör sayısını azaltmamaktadır. Ancak işlem maliyeti sağlamak üzere girişimci, tüm bu birimleri kendisine bağlı olarak faaliyette bulunmak üzere istihdam ederse hem büyüyecek hem bu büyüme piyasadaki aktör sayısını azaltacak hem de bu birimlerin belli bir organizasyon ve hiyerarşi içinde birbirlerine bağlanması gerekecektir. İşte bu bağlılık ve oluşturulacak hiyerarşik yapı, modern iktisadın anladığı işletmeyi ve işletmenin sahibi “firma”yı ortaya çıkaracaktır.

¹⁹ Firma, sözleşmelerin tarafı olarak, sözleşmeler ve sözleşme tarafları arasındaki ilişkide köprü görevi gördüğü için, “bağlantı noktası” özelliğini haizdir. Bu sözleşmeler, firmayı oluşturan bireylerin çeşitli haklarını bir araya getirmekte ve bu hakların düzenlenmesi ve arasındaki ilişkinin kurallara bağlanması, firma organizasyon şekilleri tarafından yerine getirilmektedir. Bkz. Martin RICKETTS, **The Economics of Business Enterprise: An Introduction to Economic Organisation and the Theory of the Firm**, Third edition, Cheltenham – Nortampton, Edward Elgar pub., 2002, s. 261.

²⁰ Sözleşmelerin/anlaşmaların bağlantı noktası olması esasına dayalı klasik firma teorisinin, özellikle “sözleşme” kavramının yetersizliğinden hareketle aşılma gayretleri hususunda inc. WHINCHOP, **Genealogy of Corporate Law**, s. 8 ve orada anılan yazarlar.

pazara dönüşmektedir²¹. İşte söz konusu birimlerin belli bir hiyerarşi içerisinde organize edilmesi sürecinde ve ekonomik birimlerin birbirine bağlanmasında da, devralmalar kullanılabilir. Böylelikle devralmalar, hem ekonomik merkezi yoğunlaşmaların hem de firma yapılanmasının oluşturulmasında, devamında klasik iktisat anlayışından, modern iktisada geçişte bir araçtır. Devralmalar, firmaların hem oluşumunda hem büyümelerinde hem de bu kapsamda rekabeti sınırlayarak daha fazla kâr elde etmelerinde bir araçtır²².

İşletme, bir yandan belli özellikleri olan “faaliyet”, diğer yandan da emek ve sermayenin belli bir organizasyon içerisinde bir araya getirilmesi ile ortaya çıkan unsurların bir bütün teşkil etmeleri, bu şekilde oluşan “mal varlığı bütünü”dür^{23 24}.

²¹ H. COASE, “The Nature of the Firm”, **Economica (New Series)**, 1937/4-16, s. 386. Coase’un, “Fırmanın Doğası/Yapısı (The Nature of the Firm)” isimli 1930’lu yıllarda kaleme alınan makalesi, “firma” kavramının ortaya çıkışına ilişkin hukuk ve iktisat bilimlerinin ortak teorisinin çıkış noktası olarak kabul edilmekte, ünlü bilim adamı ve fırmanın anlamı ile işlem maliyetlerinin sürekli bir organizasyon içerisinde azalmasına ilişkin teori, “Coase teorisi” adı ile anılmaktadır. Coase teorisi, iktisadi ve hukuki bakış açısını birleştirerek, firma bağlamında, ancak devamında bir firma formu olarak anonim ortaklıklar bakımından da sağlam temellere dayalı bir temel oluşumuna öncülük etmiştir. WEI, **Comparative Corporate Governance**, s. 42. Coase teorisini takip eden diğer yazarlar için bkz. örn. Henry G. MANNE, “Mergers And The Market For Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, 1965/73, ed. by Richard A. POSNER/Francesco PARISI, **Law and Economics**, Volume III: Other Areas of Private and Public Law, Cheltenham/Lyme, Edward Elgar Publishing, 1997, s. 256 vd.; Armen A. ALCHIAN/Harold DEMSETZ, “Production, Information Costs and Economic Organization”, **American Economic Review**, 1972/62, s. 777 vd.; E.F. FAMA/M.C. JENSEN, “Agency Problems and Residual Claims”, **Journal of Law and Economics**, 1983/26, s. 327 vd. Ayrıca inc. José Engrácia ANTUNES, **Liability of Corporate Groups: Autonomy and Control in Parent-Subsidiary Relationships in U.S., German and EEC Law, An International and Comparative Perspective**, Deventer, Kluwer Academic pub., 1994, s. 16 vd.; J. THURBER, “Theory of the Firm”, ed. by D.W. ACARLTON/J.M. PERLOFF, **Modern Industrial Organization**, Glenview, Scott Foresman & Co., 1990, s. 28 vd.; WHINCHOP, **Genealogy of Corporate Law**, s. 4 vd.; BOYACIOĞLU, **Konzern**, s. 41 vd., özellikle 47-48. Ayrıca bkz. Andrew KEAY, “Enlightened Shareholder Value, The Reform of the Duties of Company Directors And The Corporate Objective”, **Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly**, Part 3, August 2006, s. 338 ve orada dnpn. 18-20.

²² İnc. Ajit SINGH, **Take-Overs, Their Relevance To The Stock Market And The Theory Of The Firm**, Cambridge, Cambridge University Press, 1971, s. 6 vd.; Ajit SINGH, “Take-Overs, Economic Natural Selection, And The Theory of The Firm: Evidence From The Postwar United Kingdom Experience”, **The Economic Journal**, September 1975/85, s. 500.

²³ Bir işletme çeşidi olan “ticari işletme”nin tanımlandığı TST. m. 14/2’de, bir gelir sağlamayı hedef tutmayan veya devamlı olmayan “faaliyetler” ile TK. m. 17’deki esnaf faaliyeti sınırlarını aşmayan “faaliyetler”in “ticari işletme” sayılmayacağı belirtilerek (ticari) işletmenin “faaliyet” olma özelliğine işaret edilmiştir. İsviçre TST. m. 52/3’deki “devamlı surette gelir sağlamak amacıyla bağımsız şekilde yürütülen ekonomik faaliyetler” şeklinde yapılan “işletme” tanımı da aynı özelliği işaret etmektedir.

Öte yandan “devralma” konusu olma itibarıyla işletmenin mal varlığı yönü önemlidir. İşletmenin bu özelliği de, öncelikle TK. m. 11/2’de “Tesisat, kiracılık hakkı, ticaret unvanı ve diğer adlar,

Bu özelliği ile işletme içerisinde kişisel ve mal varlıksal unsurlar bir aradadır. Bedeni ve fikri emek ile organizasyon kişisel unsurları; taşınırlar, taşınmazlar, alacak hakları, fikri mülkiyet hakları, borçlar, genel olarak sözleşmeler ise mal varlıksal unsurları karşılamaktadır. Mal varlıksal unsurların da, maddi ve gayri maddi olanları vardır ki; ham madde kaynakları ve tedarik yöntemleri, yöneticilerin ve çalışanların iş görme kapasiteleri ve vasıfları gibi işletme tekniği ile müşteri çevresi, ticari sırlar, marka hakları gibi gayri maddi iktisadi değerler, işletmeye esas değerini veren ve işletmeyi oluşturan unsurları bir arada tutan iskelettir. İşletme, haklardan/aktiflerden ve borçlardan/pasiflerden oluşan ve kendisine has vasıfları bulunan özel bir mal varlığıdır ve en azından iktisadi açıdan hakkın konusudur, yoksa sahibi değil; işletmenin bir sahibi/işleteni vardır.

Firma ise iktisadi açıdan, işletmenin²⁵ sahibi olan varlıktır²⁶. Yani işletme, “obje” iken, firma “süje”dir. İşte iktisadi açıdan bu ikisinin devri hemen hemen aynı kapıya çıksa da, hukuken işletmeye dâhil olan mal varlığı unsurlarının bir kül hâlinde veya ayrı ayrı aktif devri şeklinde devri/devralınması başka; işletmenin sahibi olan firmanın (kontrolünün) devri/devralınması başka hukuki kavramlardır ve farklı hukuki sonuçlar ortaya çıkarırlar. Bizim konumuz, işletmenin veya onun parçaları olan mal varlığı unsurlarının değil; işletme sahibi olan firmanın devridir.

ihтира beratları ve markalar, bir sanata müteallik veya bir şahsa ait model ve resimler gibi bir müessesenin işletilmesi için daimî bir tarzda tahsis olunan unsurlar, mukavelede aksine hüküm bulunmadıkça, ticari işletmeye dâhil sayılır.” denilerek ortaya konulmaktadır. İşte söz konusu mal varlığı unsurlarının oluşturduğu bütün, hukuki işlemlere konu olabileceği gibi, eşya hukukundaki “belirlilik (muayyenlik)” kuralı saklı kalmak kaydıyla, üzerinde hak sahipliği kurulması da mümkündür. İşte özel olarak bu unsurların ve genel anlamda bu unsurların oluşturduğu “bütün”ün yani “işletme”nin sahibi, “firma”dır. Tasarı’da ticari işletmenin tanımlandığı 11. madde, “bütünlük ilkesi” kenar başlığını taşımaktadır.

²⁴ Doktrinde işletmenin, hep birlikte ticari bir girişim teşkil eden aktiflerin ve borçların bütünü olduğu belirtilmektedir. Mark STAMP (James DAWSON/Matthew ELLIOTT), **Practical Company Law And Corporate Transactions**, Surrey, City & Financial pub., 2004, s. 545.

²⁵ Firmanın sahibi olduğu işletme, organizasyondan kaynaklanan büyüklük sebebiyle kural olarak, ticari işletme olmakla birlikte, esnaf işletmesi niteliğinde olması da mümkündür. Zira esnaf işletmesinde de, belli ölçüde organizasyon vardır, aksi hâlde ortada işletmesel faaliyet yoktur.

²⁶ Türk hukuk doktrininde, “firma”nın, iki farklı anlamda kullanıldığı görülmektedir. Bunlardan ilki, bizatihi (ticari) işletmenin eş anlamı olarak, onun daha çok uygulamadaki adı şeklinde; ikincisi ise HGB § 17 vd.nin etkisi ile “ticaret unvanı”nın eş anlamlısı olmaktadır. Bkz. örn. KARAYALÇIN, **Ticaret I**, s. 369, 371; HELVACI (Ülgen, **Ticari İşletme**), N. 888. Hâlbuki, “firma” terimi, tacirin adı olan ticaret unvanı olmadığı gibi, tacirin yaptığı faaliyeti değil, bizatihi kendisini karşılamaktadır. Ticaret unvanı, firmanın adıdır. Zaten Almanca’da “Firma” olan söz konusu kavramın İngilizce karşılığı da, firmanın gerçek anlamına da uygun bir şekilde, “firm name”dir.

“Firma” terimi, işletmesel faaliyet anlamında çeşitli özellikleri bulunmakla birlikte, hukuki organizasyon yapısı anlamında spesifik bir hukuki yapılanmayı ifade etmemekte, dolayısıyla özellikle iktisatçılar tarafından ekonomik faaliyetleri yürüten birim, ekonomik aktör anlamında kullanılmaktadır²⁷. Firma, tüzel kişiliği bulunsun veya bulunmasın, bütün ticari organizasyon şekillerini (biçimlerini-formlarını) ifade etmektedir^{28 29}.

Modern (endüstriyel) firma; bir araya getirilmiş kaynakların ve faaliyetlerin orta ve üst düzey yöneticilerin hiyerarşisi tarafından koordine edildiği (düzenlendiği), denetlendiği ve dağıtıldığı, her biri kendi özel imkânlarına ve personeline sahip işletme birimleri topluluğudur³⁰. İktisadi açıdan önemli olan husus, ekonomik faaliyette bulunacak birimlerin hiyerarşik bir yapı içerisinde bir araya getirilmesi, organizasyon içindeki bazı kişilerin merkezde yer alması ve merkezde yer alan bu yönetici kadronun gözetimi altında girdilerin bir takım çalışması ile kullanılmasıdır³¹. Yoksa anılan yapının oluşumu, şekli ve birimler arasındaki yetki ve görev dağılımı ile ilgili ayrıntılı kurallar, esas itibarıyla iktisat değil, hukuk biliminin uğraşı alanına girmektedir³². İktisat bilimi, “işletme” ve devamında “firma”yı ortaya çıkarmakta; firmanın üzerine giyebileceği elbiseyi, bir başka deyişle organizasyon şekli alternatiflerini ise hukuk bilimi belirlemektedir. Bu anlamda iktisat; ekonomik aktörleri, bunların hukuki (yasal) formunu dikkate almaksızın incelemektedir³³.

Ekonomik birim olarak "firma"nın temel özelliği, piyasa içindeki sözleşmesel ilişkilerin bağlantı noktası olmasıdır. Firma, ekonomik faaliyet için gerekli olan

²⁷ Bu konuda inc. örn. FARRAR/HANNIGAN (Furey/Wylie), **Company Law**, s. XX, 3; Cevat SARIKAMIŞ, **Şirket Birleşmeleri**, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 2003, s. 3.

²⁸ PARKINSON, **Corporate Power**, s. 4.

²⁹ 2006 (tarihli) CA m. 1173'deki “firma” tanımında; firmanın hem bireylerden (individuals) farklılığı, hem hukuki şeklinin farklılaşabileceği ve tüzel kişiliğinin bulunup bulunmamasının önemsizliği hem de bizim açımızdan da esas önemli nokta olan “varlık (entity)” olduğu hususu yani iktisadi faaliyette bulunan birim olması özelliği teyit edilmektedir. Ayrıca aynı yönde bkz. 1890 (tarihli) PA m. 4.

³⁰ Alfred D. CHANDLER Jr, **Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism**, Cambridge – Mass – London, Belknap Press of Harvard University Press, 1990, s. 13.

³¹ ALCHIAN/DEMSETZ, **Production**, s. 777.

³² FARRAR/HANNIGAN (Furey/Wylie), **Company Law**, s. 4.

³³ Stephen W. MAYSON/Derek FRENCH/Christopher L. RYAN, **Company Law**, Twenty Second Edition, Oxford – New York, Oxford University Press, 2005, s. 177.

girdileri arz edenler ile üretilen ürün ve hizmetleri tüketenlerin faaliyetlerini koordine eden sözleşme tarafıdır³⁴. Bundan kasıt, firmanın tedarikçilerle, işçilerle, tüketicilerle ve ekonomik aktiviteye dâhil diğer benzer taraflarla yapılan çeşitli sözleşmelerin karşı tarafını oluşturduğu, bu anlamda piyasadaki akdi ilişkilerin bağlantı noktası olduğu, piyasadaki tüm aktörler arasında köprü görevi gördüğü ve bu özelliği ile üretim başta olmak üzere ticari faaliyetleri organize ettiği³⁵.

Bu durum, büyük ekonomik aktörlerin küçüklere karşı; firmaların bireylere karşı avantajını oluşturmakta; piyasa tamamen firmaların egemenliğine geçmekte, ekonomik faaliyetler neredeyse münhasıran firmalar aracılığıyla yapılagelmekte ve rekabet firmalar arasında yaşanmaktadır. Dolayısıyla piyasa aktörü olan firmaların yönetimi ile kontrolü ve bunun devamında firmaların ele geçirilme mücadelesi veya görüşmeleri ön plana çıkmaktadır. Büyümek isteyen, rekabeti ortadan kaldırmayı amaçlayan veya bir piyasaya ilk defa girecek olan bir ekonomik aktör, bunu en pratik şekilde, zaten var olan bir firmayı devralarak sağlayabilmektedir. Devralma da, ancak firmanın stratejik kararlarını belirleyebilme, onun iktisadi kaderini yönlendirebilme kudretine ulaşma ile mümkün olmaktadır.

B. Anonim Ortaklığın Anlamı

Firmaların hukuki örgütlenme şekli olarak seçilebilecek esas itibarıyla üç tür vardır. İktisadi faaliyet, ya gerçek kişi olarak tek başına (sole trader – sole proprietor) ya adi ortaklık şeklinde başka girişimcilerle beraber (partnership) ya da ticaret ortaklığı çatısı altında (company) yapılabilir³⁶.

³⁴ Michael C. JENSEN/William H. MECKLING, “**Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**”, Journal of Financial Economics, 1976/3-4, s. 305; Henry HANSMANN/Reiner KRAAKMAN, “**What is Corporate Law?**”, The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach, ed. by Reiner Kraakman/Paul Davies/Henry Hansmann/Gerard Hertig/Klaus Hopt/Hideki Kanda/Edward Rock, Oxford – New York, Oxford University Press, 2004, s. 6.

³⁵ İnc. HANSMANN/KRAAKMAN, **Corporate Law**, s. 6-7/dpn. 13.

³⁶ İnc. John LOWRY/Alan DIGNAM, **Company Law**, Third Edition, Oxford – New York, Oxford University Press, 2006, s. 3 vd.; FARRAR/HANNIGAN (Furey/Wylie), **Company Law**, s. 5 vd.; Eilis FERRAN, **Company Law And Corporate Finance**, Oxford – New York, Oxford University Press, 1999, s. 3; David IMPEY/Nicholas MONTAGUE, **Running A Limited Company**, Fourth Edition, Bristol, Jordans, 2001, s. 2-3; MAYSON/FRENCH/Ryan, **Company Law**, s. 7 vd.; M. C. OLIVER/Enid A. MARSHALL, **Company Law**, London, Reprinted Twelfth Edition, The M+E Handbook Series-Pitman Publishing, 1995, s. 7 vd.

Özellikle riskin azaltılması ve işletmenin büyümesi ile artan idari sorunların asgariye indirilmesi ve daha kolay çözülebilmesi amacı, girişimcilerin bunlar arasında ticaret ortaklığına yönelmelerine yol açmıştır³⁷. Bu yapının en temel özelliği, kanunda sınırlı sayıda sayılan ortaklık tiplerinden birinin kendisine has özel şekil kurallarına uyularak hazırlanan kuruluş sözleşmesinin (belgesinin), özel bir sicile tescili ile kurulması ve bu şekilde oluşturulan yeni birliğin (ortaklığın), kuruculardan/ortaklardan bağımsız, ayrı bir hukuki (tüzel) kişiliğe, dolayısıyla hak ehliyetine sahip olmasıdır.

Tüzel kişilik yapılanması, ekonomik aktör olarak ortakların dışında başka bir kurumu ortaya çıkarmakta, hukuk düzeni iktisadi faaliyette bulunan, işletmeyi işleten ve bu işletmeye dâhil tüm unsurların (hakların, alacakların, borçların ve sorumlulukların) sahibi olarak bu kurumu tanımaktadır³⁸. Böylelikle işletme sahipliği ile sermaye sahipliği -en azından hukuken- birbirinden ayrılmakta, bu ikisi arasında başka bir güç (araç) ortaya çıkmakta ve bu yeni araç öncelikle hukuki, ancak güç kazanması ve zaman içinde diğer örgütlenme şekillerini kovması ile birlikte (tüm) ekonomik ilişkilere de hâkim olmaya başlamaktadır. Burada bizim açımızdan yapılacak en önemli tespit ise; bu farklılığın, işletmenin devri ile bu yeni aracın (kontrolünün) devrinin, ekonomik açıdan benzer sonuçlar doğursa da, farklı hukuki

³⁷ FARRAR/HANNIGAN (Furey/Wylie), **Company Law**, s. 5.

³⁸ Zaman içinde, özellikle tüzel kişilik yapılanmasının gelişmesi ile birlikte, ekonomik faaliyette bulunan kurum mantığı birden fazla kişinin bir araya gelerek oluşturdukları ortaklık düşüncesinin önüne geçmiş, bir ticaret ortaklığının kurulması için iki veya daha fazla kişinin bulunması gerektiği kuralı aşılmıştır. Tek kişi ortaklıkları AB müktesebatına girdiği gibi [Avrupa Konseyi'nin 21.12.1989 tarihli ve 89/667/AET (EEC) sayılı Tek Ortaklı Sınırlı Sorumlu (Kapalı) Şirketlere ilişkin 12. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi – OJ 30.12.1989, L 395/40-42], Tasarı'da da (m. 338/1, 574/2) kabul edilmiştir. Bu anlamda kanaatimizce artık ticaret siciline tescille ticaret ortaklığının kurulmasını sağlayan belgeye yasal düzenlemelerde "sözleşme" denmesinin yerinde olup olmadığı tartışmaya açık olduğu gibi, BK. m. 520'deki tanımın adi ortaklığı aşarak tüm ortaklık tiplerine teşmil edilmesi de isabetli değildir. Zira en az iki kişi olmadan bir sözleşmeden bahsedilemeyeceğine göre, bütün ortaklıkların akdi bir ilişki olduğu savı gücünü iyice kaybetmekte; kurum teorisi, bu anlamda, sözleşme teorisine üstün gelmektedir. Örneğin Fransız Medeni Kanunu'nun 1832. maddesindeki ortaklığın sözleşme olduğunu belirten tanım, tek kişi ortaklığının 11.07.1985 tarihli Kanun ile kabulünün ardından değiştirilmiştir.

Bunun gibi özellikle çok ortaklı anonim ortaklıklarda da, pay sahipleri arasındaki sözleşme veya anlaşmanın varlığına, bu pay sahiplerinin şirketin esas sözleşmesine ilgisizliklerinden hareket ederek şüphe ile bakan bir yaklaşım için inc. A. A. BERLE, Jr/Gardiner C. MEANS, "Corporations And The Public Investor", *The American Economic Review*, 20/1, 1930, s. 54, in ed. by Thomas CLARKE, **Corporate Governance, Critical Perspectives on Business and Management**, Volume I: The Genesis of Corporate Governance, London - New York, Routledge pub., 2005, s. 135-136.

kavramlar olmaları, farklı yöntemlerle gerçekleştirilebilmeleri ve farklı hukuki sonuçlar doğurmalarıdır. Bu şekilde “firma”yı karşılayan yapının kontrolünün devrinin, firmanın sahip olduğu işletmenin devri ile çakışmadığı, firma devrinin, işletmenin devrinden süreç ve sonuçları itibarıyla tamamen farklı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Ekonomik faaliyette bulunacak girişimcilerin (hatta girişimcinin), firmanın hukuki organizasyon şekli olarak tüzel kişilik yapılanmasını düşündükleri vakit, tek seçenekleri ticaret ortaklığı kurmaktır. Ticaret ortaklıkları arasında da, sermayeye dayalı yapısı, menkul kıymet ihraç yeteneği ve pay devrinin kolaylığı ile anonim ortaklık, öne çıkmaktadır. Ekonomi alanında öncelikle endüstri toplumu olarak adlandırılan gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan ve küreselleşmenin etkisiyle tüm dünyaya yayılan konsantrasyon (yoğunlaşma-temerküz) olayı³⁹ sonucunda, gerçek kişiler veya şahıs şirketleri tarafından işletilen işletmeler ikinci planda kalmış, ulusal ve uluslararası toplumun ekonomik hayatına büyük işletmeler hâkim olmuştur⁴⁰. Teknik konularda yaşanan hızlı gelişme, birçok iktisadi faaliyetin de artık düşük miktardaki sermaye ile yapılmasını imkânsızlaştırmıştır⁴¹.

İşte liberal ekonomik sistemde büyük üretici işletmeler için en uygun hukuki model yani organizasyon şekli, sermaye ortaklıklarının prototipi olan anonim ortaklıktır⁴². Anonim ortaklıklarda bulunan, menkul kıymet yaratma (ihraç) ve bunun

³⁹ Sürekli olarak büyüyen piyasa yapısı içerisinde rekabet gücünün sağlanması ve muhafazasının zorluğu, konsantrasyonu (yoğunlaşmayı) yani işletmelerin hukuki varlıklarını korumak suretiyle (finansman, üretim, satış, vb. konularda ortak bir siyaset uygulayabilmek amacıyla) bir araya getirilerek ortak kontrollerini ve optimum büyümeyi zorunlu kılmaktadır. Bunun için gerekli olan kaynak ihtiyacı ve grup yapılanmasına en uygun olan hukuki model, “anonim ortaklık”tır. İnc. Yaşar KARAYALÇIN, “Anonim Şirkette Çoğunluk-Azınlık İlişkisi Bakımından Kontrol (Blok) Satışı Ve Genel Alım Önerisi”, **Prof. Dr. Halûk Tandoğan’ın Hâtrasına Armağan**, Ankara, BTHAE yay., 1990, s. 352; IMPEY/MONTAGUE, **Limited Company**, s. 10.

⁴⁰ *Karayalçın*, şöyle demektedir: “Nüfusun çoğalması, iç ve dış talebin artması, sermaye birikimi, kişilerde teşebbüs gücünün artması, rekabet düzenine dayanan ekonomi hayatında işletmelerin maliyeti düşürmek, kaliteyi yükseltmek için amansız mücadele vermek zorunda kalmaları, üretici işletmelerin büyümesine, hâkim işletme tipi olarak anonim şirketlerin ve ayrıca çağımızın tipik üretici kuruluşu olan büyük işletmelerin ortaya çıkmasına sebep olmaktadır.” KARAYALÇIN, **Üst Kuruluş**, s. 8.

⁴¹ Tuğrul ANSAY, **Anonim Şirketler Hukuku**, 6. Baskı, Ankara, BTHAE yay., 1982, s. 2.

⁴² KARAYALÇIN, **Kontrol Satışı ve Genel Alım Önerisi**, s. 351-352. Zaten doktrinde de, anonim ortaklıktan ticaret için kullanılan, bir araç veya vasıta olarak bahsedilmektedir. Simon GOULDING, **Principles of Company Law**, London, Cavendish Publishing Limited, 1996, s. 1.

pazarlanabilmesi özelliği⁴³, -diğer temel unsurların da birleşmesi ile birlikte- büyük işletme yapılanmasının temel gereksinimi olan kaynak ihtiyacını karşılayacak niteliktedir. Anonim ortaklık modelinin, diğer firma hukuki organizasyon şekillerine karşı esas üstünlüğü, finansman alanındadır. Gerek büyük miktarlardaki işletmesel fonların tedariki gerek de finansal riskin sınırlanması (veya farklılaştırılması) bu üstünlüğü oluşturmaktadır⁴⁴.

Anonim ortaklık, iktisadi bir olgu olan “firma”yı karşılayan en gelişmiş hukuki modeldir⁴⁵. Bir hukuki varlık olarak anonim ortaklığın birbiriyle bağlantılı ve hatta iç içe geçmiş iki temel fonksiyonu vardır: Anonim ortaklık, bir taraftan işletmeyi işleten hukuki kişidir; ayakkabı üreten, sinema salonu açan, gazete çıkaran, gemi ile uluslararası taşımacılık yapan, odur. Diğer taraftan ise anonim ortaklık; sermayenin toplanmasını, kullanılmasını ve belirli şartlar dairesinde riskin, kayıpların ve kazançların dağıtılmasını sağlayan araçtır⁴⁶. İşte işletmenin ve mal varlığının hukuken maliki olan anonim ortaklık, bu ikinci özellik sebebiyle, girişimciler için –ekonomik açıdan- mülkiyeti elde bulundurma aracı vasfını almakta⁴⁷, böylelikle hukuken “kişi” olmasının yanında, üzerinde bir “eşya” gibi tasarrufta bulunulabilmekte⁴⁸ ve bu kapsamda devre konu yapılabilmektedir. Burada devir, anonim ortaklık aracılığıyla sahip olunan (ekonomik) mülkiyet hakkının el

⁴³ Anonim ortaklığın esaslı finans kaynakları olarak, birikmiş (ödenmemiş-dağıtılmamış-yedek akçeye ayrılmış) kârlar ile birlikte, hisse senedi ve borçlanma senedi ihraçları gösterilmektedir. İnc. FERRAN, **Corporate Finance**, s. 44 vd.; GOULDING, **Company Law**, s. 1.

⁴⁴ Finansman özelliğinin önemi dolayısıyla, anonim ortaklıklar hukukuna da, sermaye tedariki sürecini kolaylaştıran ve düzenleyen, bu arada ortaklığın finans ihtiyacını karşılayanların, ortaklığın kontrolünü ellerinde tutabilmelerini ve kaynakları kullananların denetlenebilmesini sağlayan bir yapı oluşturma misyonu yüklenmektedir. İnc. FERRAN, **Corporate Finance**, s. 3.

⁴⁵ Aynı yönde bkz. SINGH, **Take-Overs**, s. xi.

⁴⁶ BERLE/MEANS, **Public Investor**, s. 136.

⁴⁷ **A.e.**

⁴⁸ Bu tespiti isabetli bir şekilde yapan *Gemalmaz*, şöyle demektedir: “...*ticari ortaklık niteliğindeki tüzel kişiler, hukuken kişi olmalarına rağmen aynı zamanda bir eşya statüsündedir. Zira bunların paylarına diğer gerek veya tüzel kişiler ‘sahip’ olabilir. Pay da, P1-1 anlamında eşyadır. Demek ki, hukuki tasarrufta bulunma ehliyetine sahip ticari ortaklık üzerinde, o ortaklığın paylarına sahip olanlar tarafından hukuki tasarrufta bulunulabilir. Bu gözlem, hukuktaki çok temel nesne-özne ayrımının ticari ortaklık hukuki gerçekliği karşısında pek de geçerli olmayabileceğine işaret ediyor.*”. H. Burak GEMALMAZ, **Avrupa İnsan Hakları Sözleşmesinde Mülkiyet Hakkı**, İstanbul, Beta yay., 2009, s. 246. Öte yandan belirtelim ki, pay sahiplerinin “ekonomik” sahipliği, sistemin ortaya koyduğu temel kuraldır. Ticaret ortaklıklarının hepsinde “pay” olmamasının yanı sıra, anonim ortaklık özelinde dahi ortaklığın üzerindeki tasarruf gücünün, pay sahipliği dışında da araçları bulunduğu unutulmamalıdır. Bkz. aş. Birinci Bölüm/III/C.

değiştirmesine yöneliktir⁴⁹. Görüldüğü gibi anılan iki fonksiyon, anonim ortaklık bünyesi içinde hukuki ve ekonomik mülkiyeti birleştirmektedir.

Anonim ortaklık, işletmesel faaliyet için gerekli olan “para (kaynak-sermaye) – risk – insan” üçlüsünün bir araya getirilmesi sebebiyle ortaya çıkacak sorunlara en rasyonel çözümleri getiren hukuki organizasyon şeklidir⁵⁰. Gerek kaynak ihtiyacını karşılama⁵¹ gerek riski sınırlama gücü gerek de uyumsuzlukları ve kilitlenmeleri önleme veya çözme becerisi, bir başka deyişle firma içindeki temsil sorununa getirdiği içsel ve dışsal çözüm mekanizmaları ve böylelikle ekonomik verimliliği sağlaması bakımından anonim ortaklık bugün için, firma organizasyonları açısından en gelişmiş hukuki modeldir^{52 53}.

Ticari aktiviteler bakımından en yaygın olmasa da, en güçlü hukuki örgütlenme şekli olarak anonim ortaklıklar, ekonomi dünyasındaki yadsınamaz etkileri⁵⁴ (ve

⁴⁹ Bkz. aş. Birinci Bölüm/III/B.

⁵⁰ Anonim ortaklığın bir işletme organizasyon tekniği olduğu hususunda bkz. Jean PAILLUSSEAU, “The Nature of the Company”, in ed. by Robert R. DRURY/Peter G. XUEREB, **European Company Laws, A Comparative Approach**, Aldershot, Dartmouth pub., 1991, s. 23.

⁵¹ Anonim ortaklığın bu özelliğini ön plana çıkaran *Posner*, anonim ortaklığın firmaya sermaye çekme metodu olduğu belirtmektedir. POSNER, **Economic Analysis**, s. 451.

⁵² Anonim ortaklık modelinin (hukuki organizasyon şeklinin), ticari faaliyette bulunanlarca seçilme nedenleri, bir başka deyişle anonim ortaklığın diğer hukuki modellere nazaran taşıdıkları avantajlar hususunda bkz. FARRAR/HANNIGAN (Furey/Wylie), **Company Law**, s. 81-82; IMPEY/MONTAGUE, **Limited Company**, s. 4 vd.; ANSAY, **Anonim Şirketler**, s. 2; Hayri DOMANİÇ, **Anonim Şirketler Hukuku Ve Uygulaması, TK Şerhi – II**, İstanbul, Temel yay., 1988, s. 44. Ayrıca inc. THURBER, **Firm**, s. 28; WEI, **Comparative Corporate Governance**, s. 42.

⁵³ Gerek mülkiyet haklarının açıklığa kavuşturulması, gerek sınırlı sorumluluğun öngörülmesi, gerek ödeme gücünün hâllerine ilişkin mekanizmalar, gerek de standart muhasebe metodları açısından işletme reformunun gereksinimlerinin anonim ortaklık modeli ile karşılanabileceği hususunda bkz. WEI, **Comparative Corporate Governance**, s. 29-30.

Şehirali Çelik, anonim ortaklıklara diğer sermaye şirketleri içinde ayrıcalıklı konumu sağlayan özelliklerin; sermayeni paylara bölünmüş olması, halka açılmanın mümkün olması ve payların serbestçe devri olduğunu belirtmektedir. Feyzan Hayal ŞEHİRALİ ÇELİK, **Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler**, Ankara, BTHAE yay., 2008, s. 6.

⁵⁴ Doktrinde bu etki (güç), anonim ortaklıkların ekonomik hayatı domine eden işletme yapısı ve ekonomik büyümenin motoru/lokomotifi olduğu belirtilerek ortaya konulmaktadır. Zaten anonim ortaklıkların sosyal sorumlulukları da ulusal ve global düzeyde ekonomik hayat üzerindeki etkisinden kaynaklanmaktadır. İstihdam yaratan, hizmet ve malları üreten, alt yapıyı kuran anonim ortaklıklardır. FERRAN, **Corporate Finance**, s. 3; Gerald ACQUAAH-GAISIE, “Toward more effective corporate governance mechanisms”, **Australian Journal of Corporate Law**, May 2005, 18/1, s. 14.

bunun diğer alanlara yansımaları) ile esas inceleme konumuzu oluşturan ekonomik aktör olarak ortaya çıkmaktadır.

Anonim ortaklık, ne yapılan iktisadi-ticari faaliyetin adı, ne de bu faaliyet için kullanılan işletmedir. Anonim ortaklık kurulması veya buna bir şekilde ortak olunması, kurucuların ve ortakların ekonomik aktiviteleridir; yoksa anonim ortaklığın değil. Kurulan fabrika, açılan imalathane, gökdelen şeklinde yapılan merkez binası, yaratılan marka, alınan çeşitli menkul ve gayrimenkullerin hiçbirisi veya bunların oluşturduğu bütün, “anonim ortaklık” değildir. Bunlar, işletmeye dâhil olan mal varlığı unsurları veya ticari işletmenin kendisidir. Anonim ortaklık, işte tüm bunlara sahip olan, bunları işleterek-kullanarak kâr elde etmeyi (para kazanmayı) amaçlayan, hukuk düzeni tarafından yaratılmış (yapay) kişidir⁵⁵.

Anonim ortaklığın ortaklarının, anonim ortaklık ilişkisi kapsamında, hukuken malik oldukları yegâne mal varlığı unsuru, ortaklık paylarıdır. İşletmeye dâhil olan unsurlar üzerinde ortakların iştirak hâlinde veya müştereken dahi olsa, doğrudan

2003 yılı sonunda yayınlanan ve 2002 yılı itibarıyla dünyadaki en büyük 100 ekonomik birimin/varlığın (economic entity) sıralandığı araştırmanın ortaya koyduğu sonuç, bunların 51'inin “anonim ortaklık”, 49'unun ise “devlet” olduğudur. Buna göre örneğin Wal-Mart veya General Motors şirketlerinin, 2002 yılı satışlarından elde ettikleri gelir, Türkiye'nin (özel ve kamu sektörü birlikte) anılan dönem içerisinde ürettiği mal ve hizmetlerin toplam değerinden fazladır. Bkz. ETC Group report (based on World Bank), 05.12.2003, World Development Indicators database; Fortune Global 500 database 2003; ACQUAAH-GAISIE, **Corporate Governance Mechanisms**, s. 14 vd.

⁵⁵ Stewart KYD, **A Treatise on the Law of Corporations**, V. I, London, J. Butterworth, 1793, s. 13; James KENT, **Commentaries on American Law, In Four Volumes (1826-1830)**, (çevrimiçi) <http://www.lonang.com/exlibris/kent/kent-33.htm>, 05.11.2007; FERRAN, **Corporate Finance**, 81; MAYSON/FRENCH/Ryan, **Company Law**, s. 1, 3, 172; Harry G. HENN/John R. ALEXANDER, **Laws of Corporations**, Third Edition, St. Paul MIN, West Publishing, Hornbook series, 1983, s. 145; FARRAR/HANNIGAN (Furey/Wylie), **Company Law**, s. 66 vd.; Robert BAXT, **An Introduction To Company Law**, Fourth Edition, Sydney, The Law Book Company Limited, 1987, s. 27; Geoffrey MORSE/Stephen GIRVIN, **Charlesworth's Company Law**, Seventeenth ed., London, Thomson – Sweet & Maxwell, 2005, s. 2. Bu husus, *Pennington* tarafından anonim ortaklığın, hukukun gözünde “kişi” olduğu şeklinde açıklanmaktadır. Robert R. PENNINGTON, **Company Law**, Eight Edition, London – Edinburg, Butterworths, 2001, s. 36.

Anonim ortaklığın yapay/yaratılmış bir kişi olması, anonim ortaklık benzeri ortaklık ilişkisinin, toplum hayatında hukuk tarafından düzenlenmeden önce bulunmadığı ve ilk defa hukuk kuralları ile yaratıldığı anlamına gelmemektedir. Buradaki kasıt, ortaklar arasındaki anonim ortaklık şeklindeki yapılanmanın bizzat kendisine hak ehliyetini tanıyanın “hukuk” olduğu; ortaklar dışındaki hukuki varlığı/kişiyi yaratanın hukuk kuralları olduğudur. Karş. Ergun ÖZSUNAY, **Medenî Hukukumuzda Tüzel Kişiler, Tüzel Kişilerin Genel Teorisi/Dernekler/Vakıflar**, 4. Bası, İstanbul, Sulhi Garan Matbaası, 1978, s. 46; Jale G. AKİPEK/Turgut AKINTÜRK, **Türk Medenî Hukuku**, C. I: Başlangıç Hükümleri – Kişiler Hukuku, 5. Bası, İstanbul, Beta yay., 2004, s. 524.

hiçbir mutlak (hukuki) hakları yoktur. Anonim ortaklığın tek bir ortağı bulunsa dahi, bu unsurlar üzerinde hak sahibi olan tek kişi, anonim ortaklıktır. Anonim ortaklık, ortaklarından bağımsız bir şekilde iktisadi faaliyette bulunan; üreten, satan, pazarlayan, hak sahibi olan veya borç altına giren kişidir⁵⁶. Dolayısıyla bu faaliyetleri ile insanların günlük hayatları üzerinde doğrudan etkileri olan⁵⁷, ekonomik düzenin en büyük aktörü, bizzat anonim ortaklığın kendisidir.

Anonim ortaklık “kişi” olduğuna ve köleliğin bulunmadığı modern hukuk dünyasında kişilerin devri imkânsız olduğuna göre, bu kapsamda yapılabilecek öncelikli tespit, “anonim ortaklığın devri”nin mümkün olmadığı, hatta bu kavramın mantıklı ve hukuken de isabetli olmadığıdır. Sadece mal varlığı haklarının devrinin mümkün olmasının yanı sıra; devir için, devir konusunun devredene ait olması gerekir. Hâlbuki, anonim ortaklık bir kişi olarak, kimseye ait değildir ve olamaz. Bir başka deyişle, anonim ortaklığın sahibi (maliki) yoktur. Anonim ortaklığın maliki, kendisi de değildir. Anonim ortaklık, firma örgütlenmesi içindeki aktif ve pasiflerin sahibidir. “Anonim ortaklığın devredilmesi veya devralınması” kavramı, dilbilgisi açısından ve düz (sade) bir hukuki bakışla, “Ali Paşlı’nın devredilmesi veya devralınması” ile aynı anlama gelmektedir.

Öte yandan yukarıda üzerinde durulan anonim ortaklığın “eşya” vasfı, anonim ortaklığın ekonomik özelliğinin sonucudur. Anonim ortaklık, hukuken “kişi”dir ve devredilemez. Bununla birlikte anonim ortaklığın söz konusu ekonomik vasfının sonucu olan “eşya” niteliği ve ekonomik sahibinin değişmesi suretiyle üzerindeki tasarruf sahipliğinin el değiştirebilmesi özelliği, hukuki bir işlem çeşidi olarak “anonim ortaklığın devralınması”nı ortaya çıkarmaktadır. O zaman “anonim ortaklığın devralınması” denildiği vakit, bu kavramın içinin doldurulması ve uygulanabilir bir hukuki işlem olabilmesi için, burada hukuki anlamda devredilenin “anonim ortaklık” olmaması gerekir. Zira anonim ortaklık hukuki niteliği gereği değil, ekonomik özelliği sebebiyle devre konu olabilir. Peki bu durumda hukuki anlamda devredilen kimdir veya nedir?

⁵⁶ İnc. MAYSON/FRENCH/Ryan, **Company Law**, s. 3.

⁵⁷ Bkz. **A.e.**, s. 1; Orhan Nuri ÇEVİK, **Anonim Şirketler**, 3. Bası, Ankara, Seçkin yay., 1988, s. 19-20.

II. Anonim Ortaklıkta “Yönetim”

A. Kavram

Tüzel kişilik hukuku bağlamında ve en geniş anlamıyla “yönetim (idare)”, ilgili tüzel kişinin konusunu gerçekleştirmek amacına yönelmiş ve tüzel kişi organizasyonunun işleyişini sağlayan her türlü karar, işlem, eylem, faaliyet ve tedbiri ifade eder. Bu tanımdan hareketle bir ortaklığın “yönetimi” denildiği vakit; üretim, pazarlama, yatırım, tüketici ve çalışanlarla ilişkiler, muhasebenin tutulması, her türlü kiralama ve satın alma, dava açılması gibi işlemlerin yanında⁵⁸, ortakların gerek kendi aralarındaki gerek de ortaklık tüzel kişiliği ile aralarındaki ilişkileri düzenleyen kararların alınması ve doğrudan ortaklığın temel yapısı ile ilgili düzenlemelerin yapılması da kapsam içine girecektir. Hatta bu ihtimalde, ortaklık işlerinin içeriden veya dışarıdan denetimi ile bir ortağın bilgi alma hakkını kullanması ya da genel kurul kararına olumlu/olumsuz oyu ile katılımı da, “yönetim” kavramının kapsamına dâhil olacaktır⁵⁹.

Organlar aracılığıyla yönetim, bir başka deyişle “organsal yönetim”⁶⁰, tüzel kişi örgütünde birden fazla organın bulunması durumunda organlar arasındaki yetki ve görev paylaşımı sorununu ortaya çıkarmakta; bunu takiben de yukarıda geniş manada kullanılan ve işleyişe dâhil her türlü faaliyeti kapsamına alan “yönetim” kavramının anlamı daralmaktadır.

Anonim ortaklık örgütü, hemen tüm hukuk düzenlerinde en azından iki ayrı organdan oluşmaktadır: “Genel Kurul” ve “Yönetim Kurulu”. Türk hukukunda

⁵⁸ Ersin ÇAMOĞLU (Reha Poroy/Ünal Tekinalp), **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 10. Bası, İstanbul, Arıkan yay., 2005, N. 87.

⁵⁹ “Yönetim” kavramına bu şekilde geniş açıdan yaklaşım örnekleri için bkz. Paul J. N. HALPERN, “Systematic Perspectives on Corporate Governance Systems”, **Corporate Governance and Globalization - Long Range Planning Issues**, Ed. by., Stephen S. COHEN/Gavin BOYD, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar publishing, 2000, s. 3-4; DOMANIÇ, **Şerh II**, s. 502 vd.; Ali PASLI, **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi (Corporate Governance)**, 2. Bası, İstanbul, Çağa Hukuk Vakfı yay., 2005, s. 9-10.

⁶⁰ *Ansay*, anonim ortaklıklarda, şahıs ortaklıklarından farklı olarak, yönetim açısından, bir teşkilatlanma, organlaşma olduğunu belirtmektedir. ANSAY, **Anonim Şirketler**, s. 92. Oysa ki, teşkilatlanma gereği ve bunun sonucunda organlaşma, bir tüzel kişilik özelliği olarak anonim ortaklıklar yanında, şahıs ortaklıklarında da caridir. Aradaki fark, şahıs ortaklıklarında ortaklığın yönetim yetki ve görevinin kanuni düzende ortaklara verilmiş olmasının yanında, şahıs ortaklıklarında organların “kurul” niteliğini taşımamalarıdır. Yoksa onlarda da, yönetimi icra eden kişiler, ortaklığın organıdır ve bu anlamda teşkilatlanma vardır.

“denetçi(ler)” de kanuni bir organ olarak, bu ikisine eklenmiştir⁶¹. Dolayısıyla anonim ortaklıklarda, birden fazla organ bulunmakta ve doğrudan yönetim (idare) ile görevlendirilen ve bu adı taşıyan özel bir kurul-organa da sistem içinde yer verilmektedir. O zaman burada varılan sonuç, anonim ortaklıklarda “yönetim” kavramının anlamının ve içeriğinin, bu kavramın yukarıda açıklanan geniş anlamına nazaran daralmış olduğu ve ortaklık işleyişine ilişkin her türlü faaliyetin “yönetim”in kapsamına girmediğidir⁶².

Eksiksiz bir şekilde tanımının yapılması ve içeriğinin doldurulması oldukça zor olan, “anonim ortaklıkta yönetim” kavramı, esas itibarıyla ortaklık işlerinin yürütülmesini, ortaklığın amacına ulaşabilmesini sağlayacak kararların alınmasını ve ortaklığın hem pay sahipleri hem de diğer üçüncü kişilerle olan ilişkilerinin düzenlenmesini/icrasını kapsamına almaktadır^{63 64}.

Denetçiler tarafından yerine getirilen “denetim” faaliyetini kapsam dışı bırakan, ancak anonim ortaklığın temsilini de içeriğe dâhil eden bu tanım, hem yönetim kurulunun hem de genel kurulun iş ve işlemlerini içermektedir⁶⁵.

⁶¹ Esasında TK’da, anonim ortaklıkların organlarının açıkça sayıldığı bir madde bulunmamaktadır. Ancak gerek kanunun genel kurul, yönetim kurulu ve denetçileri düzenleme sistemi, gerek de TK. m. 360, 362, 435, 437, 440, 452/b. 1 hükümlerinden hareketle genel kurul, yönetim kurulu ve denetçilerin anonim ortaklıkların kanuni-mecburi organları oldukları sonucuna ulaşılmaktadır. İnc. Halil ARSLANLI, **Anonim Şirketler**, 3 c., II. Anonim Şirketin Organizasyonu, İstanbul, Fakülteler Matbaası, 1959, s. 1; ANSAY, **Anonim Şirketler**, s. 94; Sait Kemal MİMAROĞLU, **Anonim Şirketlerde İdare Meclisi Azalarının Hukuki Mes’uliyeti**, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi yay., 1967, s. 1-2.

⁶² Ancak buradan hareketle, sadece yönetim kurulunun faaliyetlerini “yönetim” kavramının içeriğine dâhil ettiğimiz sonucu çıkarılmamalıdır. Bu konuda özellikle inc. aş. Birinci Bölüm/II/B.

⁶³ Karş. ARSLANLI, C. II, s. 104; ÇAMOĞLU (Poroy/Tekinalp), **Ortaklıklar**, N. 523. “Yönetim” kavramının söz konusu geniş ve sınırlarının tespiti zor olan kapsamı karşısında *Tekil*, yönetim kurulu üyelerinin görev ve yetkileri arasında saydığı “yönetim” mefhumunun, genel anlamı ile kanunda diğer organlar için öngörülmuş görevler dışındaki olağan ve olağanüstü bütün işlemleri kapsadığını belirtmektedir. Fahiman TEKİL, **Anonim Şirketler Hukuku**, 2. Bası, İstanbul, Alkım yay., 1998, s. 166.

⁶⁴ Anonim ortaklıklara ilişkin olarak hukuk ve ekonomi bilimlerinin en güncel uğraşı alanı, anonim ortaklıklarda “yönetim”in ortaklığın faaliyetleri üzerindeki etkisine ve önemine binaen, anonim ortaklıkların nasıl yönetilmeleri gerektiği ile kimin tarafından yönetildikleri ve kontrol edildikleridir. İşte anonim ortaklıklar hukukunun, uluslararası doktrinde, en fazla yayın yapılan alanlarının başında gelen “corporate governance (kurumsal yönetim)”; anonim ortaklıkların nasıl, kim tarafından ve kimin menfaatleri/yönlendirilmesi doğrultusunda yönetildikleri ve/veya yönetilmesi gerektiği temeline oturmaktadır.

⁶⁵ *Domaniç*, en geniş anlamda anonim ortaklığın idaresinin (yönetiminin), tüzel kişinin kazanç elde etmek amacıyla esas sözleşmede yazılı konuların işlenmesi, gerektiğinde bu konuların değiştirilmesi ve genişletilmesi, ortaklığın başka bir ortaklıkla birleşmesi, icabında tasfiyeye

B. Yönetim – Mülkiyet Ayırımı

Anonim ortaklığın pay sahiplerinden ayrı bir mal varlığına sahip olması, bu mal varlığının oluşturduğu bütünde ne bireysel pay sahiplerinin ne de onların şahsi alacaklılarının talep ve böylelikle söz konusu mal varlığını dağıtma (tasfiye) haklarının bulunması kuralına, sınırlı sorumluluk ilkesinin de eklenmesi ile birlikte anonim ortaklıkta ortakların kimliği kural olarak önemsizleşmekte, bunu takiben de, özellikle ekonomik ihtiyaçlara cevaben anonim ortaklıklarda ortaklık hakkının devri serbest kılınmaktadır. İşte payların serbestçe devredilebilirliği karşısında da, anonim ortaklık organizasyon yapısında sürekliliğin sağlanabilmesi için, pay sahiplerinden ayrı bir yönetim sisteminin oluşturulması zorunluluğu ortaya çıkmaktadır^{66 67}.

Öte yandan özellikle büyük anonim ortaklıkların işgal konularının niteliği ve niceliği ile yaptıkları ticari faaliyetin ekonomik ölçeği; yönetimde uzmanlığı, hızı ve tam bir motivasyonu gerekli kılmaktadır⁶⁸. Bu zorunluluk da, en azından bu tür

gitmesi gibi nedenlerle çeşitli organlarca yapılması gerekli iş ve işlemlerin tümünü kapsadığını belirtmektedir. Yazar, bu manada idari işleri; iç idare işleri, temsille ilgili işler, denetlemeyle ilgili işler, esas sözleşme değişikliği, tahvil ihracı gibi temel muamelelerle ilgili işler ve tasfiye ile ilgili işler şeklinde bir sınıflandırmaya tabi tutmaktadır. DOMANIÇ, **Şerh II**, s. 502. Bu tanım ve sınıflandırma, yukarıda ortaklık yönetimi kavramı ile ilgili olarak yaptığımız en geniş vasıflandırma ile uyum içindedir ve denetim ile tasfiye işlemleri dahi kapsam içindedir. Yazar, denetçilerce icra edilen denetimi kapsam içine alırken özellikle yönetim kurulunun birçok faaliyetinin de “denetim” mahiyetinde olduğuna, ortaklık müdürleri ile personeli kontrol görevi ile nezaret sorumluluğunun varlığına dikkati çekmektedir. **A.e.**, s. 503-504. Yazarın bu yaklaşımı, özellikle yönetim kurulunun modern yönetim anlayışındaki gözetim görevi ile örtüşmekte ve isabetli bir temele oturmaktadır. Ancak denetimin, bir yönetim faaliyeti olup olmadığına tespitinde, yönetime hangi açıdan yaklaşıldığı önem taşımakta, yönetim kavramı ile kastedilmek istenen görev alanı belirleyici olmaktadır. En geniş anlamda yönetimin, denetimi de kapsayacağı doğru olmakla birlikte, organlar arasındaki yetki dağılımının net bir şekilde ortaya konulması amaçlanan bir yaklaşımda, yönetime bu kadar geniş anlam verilmesi yerinde olmayacaktır. Kaldı ki, yönetim kurulunun gözetim faaliyeti ile denetçilerin görevleri arasında yapılan karşılaştırmada, yönetim kurulunun gözetleyeceği, nezaret edeceği işlerin kanuni düzende icrası bakımından esas sorumlu konumunda olduğu, ancak bu sorumluluğun yönetim kurulunca belli kişilere devredildiği, buna karşılık denetçilerin hiçbir zaman bu tür icrai görevleri bulunmadığı, onların anonim ortaklık yapılanmasındaki temel ve esasen de yegâne işlevlerinin, yapılan işlemlerin denetlenmesi/incelenmesi olduğu göz ardı edilmemelidir.

⁶⁶ Doktrinde, sebep-sonuç ilişkisi açısından tersi olarak, yönetimin pay sahiplerinden ayrılmasının, ortaklığa yeni ortak girişini kolaylaştırdığı da belirtilmektedir. IMPEY/MONTAGUE, **Limited Company**, s. 8.

⁶⁷ Özellikle sınırlı sorumluluk ilkesinin bulunmaması sebebiyle, adi ortaklıklarda ortakların, günlük yönetimi kendileri dışındaki kişilere (yöneticilere) bırakmakta isteksiz oldukları ve işletmenin büyüklüğünün ayrı yöneticilerin tayin edilmesini gerektirdiği durumlarda dahi, ortakların günlük işleyişte muhtemelen aktif rol alacakları hususunda bkz. **A.e.**

⁶⁸ Paul DAVIES, **Introduction to Company Law**, Oxford – New York, Oxford University Press, 2002, s. 13.

anonim ortaklıkların pay sahiplerinden ayrı profesyonel bir yönetim kadrosu tarafından idare edilmesini ve pay sahiplerinin ortaklık işleyişindeki etkilerinin azalmasını kaçınılmaz kılmaktadır^{69 70}.

Böylelikle anonim ortaklıklarda, ortaklık sermayesini getiren ve ortaklık kârını paylaşma hakkına sahip olan pay sahipleri, yönetimden uzaklaşmaktadırlar. Anonim ortaklığı yönetme yetki ve görevi, pay sahiplerinden alınmakta ve başka kişilere verilmekte, bir başka deyişle delege edilmektedir⁷¹. Ancak bu delegasyon, tüzel kişiliğin varlığı sebebiyle, temsil anlamına gelmemekte; yöneticiler, pay sahiplerinin yönetim organındaki temsilcisi sıfatıyla hareket etmemektedirler. Yöneticilerin oluşturduğu bütün, ortaklık tüzel kişiliğinin organıdır⁷² ve yöneticilerin doğrudan sorumlulukları ortaklığa karşıdır, dolayısıyla faaliyetlerinde anonim ortaklık tüzel

⁶⁹ Burada anılan uzmanlık, hız ve motivasyon zorunluluğunun özellikle mali kapasite açısından büyük anonim ortaklıklara özgü olmasına karşılık, anonim ortaklıkların pay sahiplerinden ayrı merkezî bir kurulca yönetimi, tüm anonim ortaklıklara yönelik bir kuraldır. Özellikle payların devredilebilirliği ilkesi ve anonim ortaklıkların çok sayıda ortağının bulunması ihtimali, bu tür bir yönetim yapısını zorunlu kılmaktadır. Ayrıca anonim ortaklık modelinin esas amacının, büyük kitlelerden kaynak toplamak olduğu ve kaynak sahiplerinin yönetim yetki ve görevi ile donatılmasının sistemi işlemez kılacağı da göz ardı edilmemelidir. Anonim ortaklık ile ilgili yapılacak tüm düzenlemelerde, bu modelin temel amacı ön plana alınmalı, bu amaçtan sapma gösteren anonim ortaklık şekillerinin, sayı olarak çoğunlukta olsalar da, istisnai nitelikleri çerçevesinde hükümler konulmalı ve yorumlar yapılmalıdır.

Öte yandan bu kapsamda belirtelim ki, küçük anonim ortaklıklara yönelik olarak, birçok Amerikan eyaletinde, yönetim kurulunun bulunmamasına izin verilmektedir. Örn. Delaware General Corporation Law, § 351. İngiltere’de sermaye ortaklıkları hukukunun gözden geçirilmesi için oluşturulan özel komisyon (Company Law Review) da, bu tür bir fikir ortaya atmış, ancak bu görüş destek bulmamıştır. Bkz. A.e.

⁷⁰ *Ansay* da benzer bir şekilde, pay sahiplerinin yönetimden uzaklaşmasını, kendi ifadesi ile sermaye ile idarenin ayrılmasını, ortakların bizzat ticaret yapmak arzuları veya yeteneklerinin bulunmamasına ve şirket işlerinin ehil şahıslara bırakılmasına bağlamaktadır. ANSAY, **Anonim Şirketler**, s. 1. Aynı yönde Mehmet HELVACI, **Anonim Ortaklıkta Yönetim Kurulu Üyesinin Hukuki Sorumluluğu**, 2. Bası, İstanbul, Beta yay., 2001, s. 25.

⁷¹ GOULDING, **Company Law**, s. 1; HANSMANN/KRAAKMAN, **Corporate Law**, s. 11; Brian R. CHEFFINS, **Company Law: Theory, Structure, And Operation**, Reprinted, Oxford – New York, Oxford University Press, 2006, s. 61. Biz burada “delegasyon” kavramını, yönetimin ortaklık yapısı içinde özel bir yönetim organına “bırakılmış” olması anlamında, anonim ortaklık organları arasındaki fonksiyon ayrılığını teyit eder bir şekilde kullanmaktayız. Yoksa pay sahiplerinden oluşan genel kurulun anonim ortaklık organizasyon yapısında temel/üst organ olduğu ve yöneticilerin, esasen pay sahiplerine ait olan yetkileri, onların onayı ile kullanan temsilciler/delegeler olduğunu ileri süren “delegasyon teorisi”ni kabul etmemekteyiz. Karş. BERNS/BARON, **Company Law**, s. 237-238.

⁷² İngiliz hukukunda yönetim kurulunun organsal niteliği, -geleneksel sözleşme teorisinin de etkisiyle- göz ardı edilmekte ve ortaya çıkan sorunlara temsil kurumu ile çözüm aranmaktadır. İngiliz hukuku kapsamında bu noktadaki “organ-temsilci” değerlendirmesi için inc. FERRAN, **Corporate Finance**, s. 81 vd., 101 vd.

kişiliğinin menfaatini ön plana almak zorundadırlar⁷³. Yöneticiler, aynı zamanda pay sahibi olabilirler⁷⁴, ancak yönetici sıfatıyla yaptıkları iş ve işlemlerin, pay sahiplikleri ile bir bağlantısı yoktur. Bu anlamda onlar; önce yönetici, sonra pay sahibidirler⁷⁵.

Anonim ortaklık işleyişine, pay sahiplerinden oluşan “genel kurul” ve genel kurul tarafından seçilen üyelerin oluşturduğu “yönetim kurulu” hâkimdir. Ortaklığın idare ve temsil organı, yönetim kuruludur. Bu kurul, sürekli bir organdır ve genel kurulun kanuni ve esas sözleşmesel hükümlerle münhasır yetki alanına girmeyen her konuda, anonim ortaklık işleyişine bu organ hâkimdir. Genel kurulun gündeminin belirlenmesi ve toplantıya çağırılması noktasında da, esas yetkili organ yönetim kuruludur.

Anonim ortaklık yönetiminin delege edilmesi zarureti, yönetimin merkezî bir organ tarafından icra edilmesini beraberinde getirmektedir. Bu kapsamda ortaklığın tüm ticari faaliyetlerine ve karar alma sürecine esas itibarıyla merkezde bulunan sürekli organ niteliğindeki yönetim kurulu egemendir. Üçüncü kişiler ile ortaklık tüzel kişiliğini bağlayıcı hukuki ilişkiler içine girme konusunda ise, bu organ münhasır bir yetki ve güce sahiptir. Yönetimin bu şekilde belli kişilerden oluşan bir kurula devredilmesi, üçüncü kişilere de ortaklık adına kiminle muhatap olmaları gerektiğini göstermektedir.

Anonim ortaklık yönetimine, belli kurallara göre oluşan kurullar hâkimdir. Anonim ortaklığın, diğer ortaklık türlerine nazaran, yönetim yapısı itibarıyla temel farkını da söz konusu “kurumsal - organsal” yönetim sistemi oluşturmaktadır. Diğer ortaklıklarda da, bu tür kurulların, ortaklık anlaşması ile oluşturulması mümkündür, ancak kanunen oluşturulan kurumsal - organsal yönetim, anonim ortaklıklara özgüdür⁷⁶.

⁷³ A.e., s. 25.

⁷⁴ TK. m. 312/2’de, yönetim kurulu üyesi olarak seçilebilmek için olmasa da, göreve başlayabilmek için üyelerin pay sahibi olmaları zarureti getirilmektedir. Modern anonim ortaklık gelişimi ile uyumsuz olan söz konusu kuralın varlığı, şekli pay devirlerinin yapılması sonucunu ortaya çıkarmakta ve doktrinde eleştirilmektedir. İngiliz hukukunda ve diğer birçok batı hukukunda bu tür bir şart yoktur. İnc. FERRAN, **Corporate Finance**, s. 25. Zaten Tasarı’da da, yönetim kurulu üyesi olmak veya göreve başlayabilmek açısından, anılan yönde bir şart öngörülmemiştir (inc. m. 359).

⁷⁵ İnc. IMPEY/MONTAGUE, **Limited Company**, s. 8.

⁷⁶ HANSMANN/KRAAKMAN, **Corporate Law**, s. 11/dpn. 23.

Anonim ortaklık, belli özellikleri taşıyan yönetim kurulunun önderliğindeki, özel yönetim kadrosu tarafından idare edilir. Yönetim kurulunun dört temel özelliği bulunmaktadır. Bunlar; yönetim kurulunun, ortaklığın işletme örgütünde⁷⁷ bulunan idarecilerden farklı işlevleri olması ve onlardan bağımsız olarak yetkilerini kullanıp, görevlerini yerine getirmesi; pay sahiplerinden bağımsız (ayrı) olması; yönetim kurulu üyelerinin pay sahiplerince seçilmesi ve azledilebilmesi; ve yönetim kurulunun kural olarak birden fazla üyesinin bulunmasıdır⁷⁸.

Anonim ortaklığın işlerinin büyüklüğüne göre, yönetim yapısı farklılaşabilir. Ancak bu farklılık, ayrıntılarda kendini gösterir, yoksa temelde, kurulların yönetimi tüm anonim ortaklıklara hâkim olan bir ilkedir. Küçük anonim ortaklıklarda, genel kurulu oluşturan pay sahiplerinin, en azından çoğunluğunun yönetim kurulu üyeleri olarak kendilerini seçmesi ve ortaklığın işlerinin tamamıyla söz konusu yönetim kurulu üyeleri tarafından idare edilmesi mümkündür. Ancak bu durumda dahi, genel kurul ve yönetim kurulu ayrıdır ve ortaklık pay sahiplerince yönetilmemektedir; yönetim, bir kurul yapısı içinde yönetici sıfatını taşıyan kişilere delege edilmiştir. Bu delegasyonun derecesi, ortaklık büyüdükçe artar ve büyük, halka açık anonim ortaklıklarda zirve noktasına ulaşarak, tam bir “mülkiyet – yönetim ayrımı” ortaya çıkar. Böylelikle pay sahipleri mülkiyet hakkına sahip oldukları paylarının değerini doğrudan etkileyen anonim ortaklık yönetiminden uzaklaşırlar⁷⁹ ⁸⁰. Bu uzaklaşma,

⁷⁷ Bu konuda bkz. aş. Birinci Bölüm/II/B.

⁷⁸ **A.e.**, s. 11 vd.

⁷⁹ Organlar arası fonksiyon ayrılığı bağlamında, anonim ortaklığın yönetimine bu konuda genel yetkili organ olan yönetim kurulu egemendir. Ancak bu sonuç, ortaklığın bütünüyle/münhasıran yönetim kurulu tarafından yönetildiği anlamına da gelmemektedir. Yönetim alanında, özellikle de iç yönetim kapsamında genel kurulun temel konularda birçok yetkiye sahip olduğu hususu göz ardı edilmemelidir. Gene de anonim ortaklıklar hukukundaki yönetsel iş bölümü, bir tarafın ağırlığının bulunduğu bir paylaşımıdır. Buradaki yetkisel ağırlık, kesinlikle yönetim kurulundadır. Anonim ortaklıklar, pay sahiplerinin oluşturduğu genel kurulun bazı temel konularda söz/onay hakkını elinde bulundurduğu bir yapı içinde, yönetim kurulu tarafından idare edilmektedir. Bu anlamda yönetim, pay sahiplerinin elinden çıkmış, ancak bazı istisnai konularda pay sahiplerine geniş anlamda ortaklık yönetimine iştirak imkânı verilmiştir. Bununla birlikte genel kurula verilen yetkiler, anılan kurulun üyeleri olan pay sahiplerinin mülkiyet haklarından kaynaklanan; esas sözleşmenin değiştirilmesi, ortaklık faaliyetlerinin sona erdirilmesi, yöneticilerin seçimi gibi, ortaklık işlerinin günlük yönetiminden çok, ortaklığın genel kontrolüne yönelik, daha çok geniş anlamda yönetim kavramının içine giren alanlardadır. Yoksa ortaklık işlerinin yönetimi, esasen, genel kurulda değil, yönetim kurulundadır. Bu kapsamda anonim ortaklık “yönetim (management)” pozisyonunun, anonim ortaklığın işletmesi ve aktifleri üzerinde hâkimiyet kullanma görevi olan kişilerde olduğu ve bu anlamda yöneticilerin (managers), yönetim kurulu üyeleri ile ortaklığın üst düzey diğer

pay sahiplerinin menfaatine aykırı bir yönetim anlayışını doğurabileceği ve yatırımların anonim ortaklık modelinden kaçmasına sebep olabileceği için, anonim ortaklığı kontrol etme gücü (iktidarı), esas itibarıyla pay sahiplerine tanınmıştır.

Tüm bu bilgiler ışığı altında varılan nokta; anonim ortaklıkların, pay sahiplerince yönetilmedikleri, pay sahiplerinin yönetimden uzaklaştıkları ve bunun sonucunda “yönetim - mülkiyet” ayrışmasının, anonim ortaklık modelinin temel bir özelliği olarak ortaya çıktığıdır. Dolayısıyla hiç kimse kendisine ait olmayan bir şeyi devredemeyeceğine göre, pay sahiplerinin anonim ortaklık yönetimini devretmeleri de mümkün değildir. Bu durumda kendisinin bir hak süjesi olarak devrinin hukuken mümkün olmadığını belirttiğimiz anonim ortaklığın devralınması/devredilmesi, ortaklık yönetiminin bir kişiden bir başka kişiye geçmesi şeklinde olamaz. Anonim ortaklığın ekonomik açıdan maliki, pay sahipleri olduğuna göre, anonim ortaklığı devretme hakkının, bu konudaki belirleyici gücün sahibi de, pay sahipleri olacaktır. Zaten devir kavramı da, mülkiyet ilişkisini gerektirir. Ancak anonim ortaklık yapılanmasında mülkiyeti karşılayan menfaat grubu olan pay sahipleri, yönetime sahip değildirler. O zaman pay sahipleri, kendilerine ait olmayan yönetim yetkisini

idarecilerinden/müdürlerden (senior officers) oluştuğu hususunda bkz. BERLE/MEANS, **Modern Corporation**, s. 220, 233.

⁸⁰ Anonim ortaklık, esas itibarıyla, ilk pay sahipleri/kurucular tarafından kurulan ve iktisadi faaliyet için gerekli olan en temel şart olan sermaye tedarikinin ortaklarca karşılandığı, bir iktisadi faaliyet ve bu bağlamda firma modelidir. Tüzel kişilik, bu modelin gereği gibi işleyebilmesi için hukuk düzeni tarafından, oluşturulan yapıya sağlanan bir özelliktir. Tüzel kişilik vasfı, “hukuken” iki ayrı özelliği de beraberinde getirmektedir. İlk olarak anonim ortaklık, bir hukuki süje, bir başka deyişle hakların sahibi olarak firma dâhilindeki tüm mal varlığının sahibidir; ortakların, hukuken bu mal varlığı üzerinde bir mülkiyet hakları bulunmamaktadır. İkinci özellik ise, hukuki varlıklar, hakkın konusu değil, sahibi olabilecekleri için, anonim ortaklığın kendisinin bir hukuki işleme konu olmasının, anonim ortaklığın bir sahibinin bulunmasının, bu kapsamda devredilmesinin mümkün olmamasıdır. İşte ekonomik mülkiyet düşüncesi, hukuken yapılan bu iki tespitin ardına geçilmesini sağlamaktadır. Bu düşünceye/anlayışa/doktrine göre pay sahipleri; anonim ortaklık çatısı altında iktisadi faaliyette bulunan kişiler, esaslı risk grubu ve ortaklığın kurucuları olarak, hem hukuken ortaklığın elde ettiği yıllık kârı paylaşma hakkına sahiptirler hem de ekonomik anlamda ortaklığın, bir başka deyişle ortaklığa ait mal varlığının maliki konumundadırlar. Anonim ortaklığı kontrol etme iktidarını onlara sağlayan yetkiler, ortaklığın/firmanın sahibi/maliki konumlarından ötürü onlara verilmiştir. Dolayısıyla burada kullanılan “mülkiyet” terimi, bizzat anonim ortaklığın sahiplik/mülkiyet durumunu karşılamakta ve “mülkiyet - yönetim ayrımı” kavramı da, anonim ortaklığın iktisadi açıdan mülkiyetini elinde bulunduran pay sahiplerinin, mülkiyet hakkının özüne/niteliğine aykırı bir biçimde, sahibi oldukları ortaklığın yönetiminden uzak olduklarını, anonim ortaklığın pay sahiplerince yönetilmediği anlamına gelmektedir. Anonim ortaklığın temel özellikleri arasında sayılan “yönetimin delegasyonu” kavramı da, işte bu ayrılığı karşılamakta, mülkiyet hakkına sahip olanların “yönetim” yetki ve görevini başka birisine/birilerine bırakmalarını ifade etmektedir.

devredemeyeceklerine ve yönetimi elinde bulunduranlar da bu gücü hukuken devretme –bırakma değil- imkânına sahip olmadıklarına göre⁸¹, “anonim ortaklığın devralınması”, anonim ortaklığı yönetenlerin değişmesi, yönetimin bir elden başka bir ele geçmesi değildir. O zaman anonim ortaklık nasıl devredilebilir?⁸²

III. Anonim Ortaklıkta “Kontrol”

A. Kavram

Belli amaçları gerçekleştirmek üzere oluşturulan her türlü organizasyonda, bu amacın elde edilmesine yönelik olarak karar verme ve uygulama gücünün bulunması şarttır. Güttüğü amaca bakılmaksızın her türlü organizasyonda bulunan ikinci özellik ise, söz konusu karar verme ve uygulama gücünün elde edilmesi, bu güce hâkim olma mücadelesinin varlığıdır⁸³. Bu mücadelenin galibi/galipleri, ilgili organizasyonda iktidarı ele geçirmiş ve son sözü söyleme erkini elde etmiş olmaktadır.

İktisadi bir organizasyon çeşidi olan anonim ortaklıklarda, karar verme ve uygulama gücünü, yukarıda incelenen⁸⁴, “yönetim” kavramı karşılarken; anılan güç üzerindeki hâkimiyet, anonim ortaklığın “kontrolü”dür. Öyle ise anonim ortaklığın yönetim işlerini yönlendirme kabiliyeti, bu bağlamda anonim ortaklığın yönetimine hâkimiyet, anonim ortaklığın “kontrolü” kavramını ifade etmekte ve hâkimiyeti elinde bulunduran da, anonim ortaklığın kontrol gücüne sahip olmakta, kısaca ortaklığı kontrol etmektedir.

⁸¹ Victor MORAWETZ, **Corporations**, V. I, Section 519 (BERLE/MEANS, **Modern Corporation**, s. 238’den naklen).

⁸² Anonim ortaklığın yönetimini elinde bulunduranların, bir başka deyişle yöneticilerin değişmesi “anonim ortaklığın devralınması/devredilmesi” olarak vasıflandırılmaz. Zira anonim ortaklık, kural olarak, ancak onun ekonomik malikleri olan pay sahiplerince devredilebilir. Peki pay sahipleri, anılan şekilde devri nasıl gerçekleştireceklerdir? Bir başka deyişle hukuken hangi durumun gerçekleşmesi, neyin devredilmesi/el değiştirmesi durumunda, anonim ortaklık da devredilmiş sayılacaktır? Ekonomik malik olan pay sahiplerinin, anonim ortaklığı devretmiş olmalarını sağlayacak hukuki araç(lar) nedir?

⁸³ KARAYALÇIN, **Kontrol Satışı ve Genel Alım Önerisi**, s. 351.

⁸⁴ Bkz. yuk. Birinci Bölüm/II.

Anonim ortaklığın “kontrol” terimi, “yönetim” ve “denetim” kavramlarından farklıdır^{85 86}. En yalın açıklamaları ile “yönetim”, işlerin yürütülmesi; “denetim” ise işlerin usulüne uygun olarak yürütülüp yürütülmediğinin incelenmesidir. “Kontrol”, ise eldeki özel güce dayalı olarak işlerin belli bir yönde yürütülmesinin sağlanmasıdır. Anonim ortaklığı kontrol eden gücün, fiilen yönetime katılması veya denetim faaliyetinde bulunması gerekmez. Ancak anonim ortaklığın yönetim işlemleri, kontrolü elinde bulduranın doğrudan/dolaylı veya açık/gizli iradesi doğrultusunda yerine getirilir. Anonim ortaklık karar ve uygulamaları açısından,

⁸⁵ Doktrinde anonim ortaklık “kontrol”ünün, mülkiyet ve yönetimden farkının teorik temelleri ilk olarak ünlü Amerikalı akademisyenler *Berle* ve *Means* tarafından ortaya konulmuş ve onların kontrol kavramına yaklaşımı, kontrolün, özellikle Anglo – Sakson uygulamasında, mülkiyetten ayrılması tespiti ve bu durumun ortaya çıkardığı sorunlar, modern halka açık anonim ortaklık yönetimine ilişkin çalışmaların çıkış noktası olarak kabul edilmiştir. İnc. BERLE/MEANS, **Modern Corporation**, s. 69 vd.

⁸⁶ Hâlbuki doktrinde, “kontrol” teriminin sık sık “yönetim” veya “denetim” ile eş değer anlamda kullanıldığına rastlanılmaktadır. Bu anlamda yazarlar, bazen anonim ortaklığı fiilen yöneten gücün ortaklığı (ve/veya mal varlığını) kontrol ettiğini belirtmekte; bazen de ortaklık işlerinin denetimi veya gözetilmesi faaliyetlerini, “kontrol” işlemi olarak anmaktadırlar. Örn. bkz. POSNER, **Economic Analysis**, s. 451; Stephen M. BAINBRIDGE, **Corporation Law and Economics**, New York, Foundation Press, 2002, s. 9, 10; MORSE/GIRVIN, **Company Law**, s. 294; ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 12; BAXT, **Company Law**, s. 28, 33-34; Bilge ÖZTAN, **Medenî Hukuk Tüzel Kişilerinde Organ Kavramı Ve Organın Fiillerinden Doğan Sorumluluk**, Ankara, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi yay., 1970, s. 95 vd.; Hamdi YASAMAN, **Anonim Ortaklıkların Birleşmesi**, Ankara, BTHAE yay, 1987, s. 111; Sibel HACİMAHMUTOĞLU, “Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi Ve Ortaklık Yöneticileri Üzerindeki Etkileri”, **Batider**, 2006/XXIII-3, s. 257. Ayrıca “kontrol” anlamında “denetim” ifadesinin kullanımı için bkz. Halûk KABAALİOĞLU, “Ortaklıkların Ele Geçirilmesi Yöntemleri Ve Hukukî Düzenleme Sorunu”, **Batider**, 1980/X-4, s. 882.

Bu durum, “kontrol” kelimesinin dilbilgisi anlamında birbirine yakın, farklı anlamlarının bulunması ile açıklanabilir. Dilimize Fransızca’dan geçen, Latince kökenli bu kelimeye ilişkin olarak, TDK sözlüğünde, dört ayrı anlama yer verilmektedir: “Denetleme”, “bir şeyin gerçeğe ve aslına uygunluğuna bakma”, “yoklama, arama” ve “denetçi, kontrolör”. Bununla birlikte İngilizce dil sözlüklerinde (örn. bkz. The American Heritage Dictionary of the English Language, Fourth Edition, Houghton Mifflin Company, 2004 (çevrimiçi) <http://dictionary.reference.com/browse/control>, 16.11.2006; Dictionary.com Unabridged (1.0.1), Based on the Random House Unabridged Dictionary, Random House Inc. 2006, (çevrimiçi) <http://dictionary.reference.com/browse/control>, 16.11.2006) “control” kelimesinin karşılığı olarak verilen anlamlarda; bir şeyin üzerinde yetkili ve hükmedici, kısıtlayıcı ve yönlendirici etki kullanma, bir şeye kumanda etme özellikleri ilk önce vurgulanmakta, yönetme ve denetleme anlamlarına da ayrıca yer verilmektedir. TDK sözlüğünde tam olarak hangi anlama geldiği belli olmayan, “bir şeyin gerçeğe ve aslına uygunluğuna bakma” ifadesine örnek olarak verilen, *Necati Cumali*’ya ait “*Duygululuk olsa olsa akılla bağdaştığı, aklın kontrolünde kaldığı ölçüde bir değer taşır.*” cümlesinde kullanılan “kontrol” kelimesi, esasında, tam da bizim kullandığımız, kelimenin kaynaktaki orijinal anlamını karşılamakta ve (bir şeyin yönetimine) hâkimiyet, belirleyici etkiye sahip olma manasına gelmektedir. Ayrıca karşı. Serhat KUTLAN, “Birleşme ve Devir Almalarda (Merger’s & Acquisitions) Controlling”, ed. by Haluk SUMER/Helmut PERNSTEINER, **Şirket Birleşmeleri**, İstanbul, Alfa yay., 2004, s. 248-249/dpn. 3.

kontrolü elinde bulunduranın istedikleri olur ve/veya istemedikleri olmaz. O zaman tekraren belirtelim ki, anonim ortaklıklar hukukunda kontrol, ortaklığın fiilen yönetimi veya yönetsel işlemlerin denetlenmesi değil; yönetimin genel anlamda hâkimiyet altında bulundurulmasıdır^{87 88}.

Zaten yabancı ülkelerdeki ve ülkemizdeki yasal düzenlemelerde de, “kontrol” kavramının benzer bir içerik ile tanımlandığına rastlanılmaktadır. Örneğin AB Konseyi Birleşme Tüzüğü m. 3/2 uyarınca “kontrol”, bir teşebbüs üzerinde kesin etki (decisive influence) kullanma imkânını bahşeden haklar, sözleşmeler veya diğer araçlar vasıtasıyla tesis edilebilir. Kontrolün varlığı hususundaki değerlendirmede, hem fiilî durum hem de hukuki imkânlar göz önüne alınacaktır. Teşebbüsün mülkiyetine veya aktiflerinin hepsinin veya bir kısmının kullanma hakkına sahip olunması; veya teşebbüsün organlarının kompozisyonu (oluşumu), oylamaları veya kararları üzerinde kesin etki imkânı veren haklar veya sözleşmeler, kontrolün elde edilme araçlarına örnek olarak maddede sayılmıştır. İşte teşebbüs üzerinde kesin etki kullanma gücünü veren hakların sahibi veya sözleşmelerin tarafı olan ya da bu olmaksızın bir şekilde (fiilen) bu imkâna sahip olan kişi, ilgili teşebbüsün kontrolünü elde etmiş kabul edilir (m. 3/3).

⁸⁷ Doktrinde, kontrolün, üç ayağı bulunduğu ve bunların da, anonim ortaklığın yönetimi, anayasası ve elde ettiği gelir fazlası üzerinde olduğu belirtilmektedir. DAVIES, **Company Law**, s. 15 vd. Bizim “yönetim”, kavramına verdiğimiz daraltıcı olmayan anlam, zaten ortaklığın anayasası, bir başka deyişle esas sözleşmesi üzerindeki kontrolü, yönetimin kontrolünün içine sokmaktadır. Ancak kâr üzerindeki sahiplik, bizce “kontrol” kavramının kapsamına dâhil değildir. Kârın dağıtım şekline karar verme yeteneği, zaten yönetime hâkimiyet ile özdeşdir. Kâr payı sahipliği ise, “kontrol” sahibinin belirlenmesinde kullanılacak belirleyici/esaslı bir ölçüt değil, olsa olsa yardımcı bir unsurdur. Bkz. aş. Birinci Bölüm/III/B ve orada özellikle dpn. 120.

⁸⁸ Doktrinde *Ricketts*, “yönetim” ve “kontrol” kavramları arasındaki farka, “yönetim”in karşılığı olarak “karar verme hakkı” ifadesini kullanarak işaret etmektedir. Yazar, karar verme yetkisinin organizasyon içinde dağıtık bir şekilde bulunduğunu belirtmekte ve ortaklığın kaynaklarının en iyi şekilde kullanımında yöneticilerin ve işçilerin karar verme hakkı ile yetkilendirildiklerinin, buna karşılık kârın sahibi olan pay sahiplerinin ortaklık aktiflerinin kullanımında herhangi bir bireysel karar yetkilerinin bulunmadığının altını çizmektedir. Yazar, organizasyon içerisinde firma/ortaklık adına görüşmeler yapma ve üçüncü kişiler ile anlaşmalar akdetme yetkisi ile donatılmış birçok kişinin bulunabileceğini, bunların firmanın kontrolünü ellerinde bulundurduklarının düşünölebileceğini, ancak esasında bu gücün pay sahipleri yerine/adına kullanıldığını ve pay sahiplerinin tatmin olmadıkları vakit buradaki temsil ilişkisini sona erdirebileceklerini söylemektedir. İşte bu sebeple esas kontrol, yöneticileri atama ve azletme haklarına sahip olandadır. Zira firma adına işlemler yapanın yetkileri, onların onayı olmaksızın ellerinden alınabilir, hâlbuki onları seçen gücün bu yetkisi onların muvafakati olmaksızın bertaraf edilemez. Kontrol, firmanın nihai hâkimiyetidir. Bkz. RICKETTS, **Business Enterprise**, s. 261-262.

Alman hukukunda anonim ortaklıklardaki aleni pay alım tekliflerini düzenleyen WpÜG'ün 29. paragrafının ilk bendinde “devralmaya yönelik çağrı (Übernahmeangebot)”nın, kontrolün elde edilmesi amacıyla yönelik teklif olduğu belirtilmekte; bunu takiben maddenin ikinci bendinde ise “kontrol” kavramı, hedef ortaklıktaki toplam oy haklarının en azından % 30'unun elde bulundurulması şeklinde tanımlanmaktadır. Demek ki, WpÜG açısından, bir anonim ortaklığın genel kurulunda kullanılabilir olan toplam oy sayısının % 30 veya daha fazlasına sahip olan ya da bu oranda oyun ne şekilde kullanılacağını yönlendirme imkânını elinde bulduran kişi, bu ortaklığın kontrolüne de sahip demektir.

Türk hukukunda RK tarafından çıkarılan 1997/1 sayılı “Rekabet Kurulu’ndan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ”in 2. maddesinin ikinci fıkrasında, AB mevzuatına da paralel bir biçimde, “...kontrol, ayrı ayrı ya da birlikte, fiilen ya da hukuken bir teşebbüs üzerinde belirleyici etki uygulama olanağını sağlayan haklar, sözleşmeler veya başka araçlarla ve özellikle bir teşebbüsün mal varlığının tamamı veya bir kısmı üzerinde mülkiyet veya işletilmeye müsait bir kullanma hakkıyla veya bir teşebbüsün organlarının oluşumunda veya kararları üzerinde belirleyici etki sağlayan haklar veya sözleşmelerle meydana getirilebilir.” tanımı verilmektedir⁸⁹.

Bir anonim ortaklık olan bankaları düzenleyen 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun 3. maddesinde ise, anonim ortaklıklar hukukuna has araçlara vurgu yapılarak, “Kontrol: Bir tüzel kişinin; sermayesinin, asgari yüzde ellibirine sahip olma şartı aranmaksızın, çoğunluğuna doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması veya bu çoğunluğa sahip olunmamakla birlikte imtiyazlı hisselerin elde bulundurulması veya diğer hissedarlarla yapılan anlaşmalara istinaden oy hakkının çoğunluğu üzerinde tasarrufta bulunulması suretiyle veya herhangi bir suretle yönetim kurulu üyelerinin karara esas çoğunluğunu atayabilme ya da görevden alma gücünün elde bulundurulmasını...ifade eder.” denilmektedir.

⁸⁹ “Belirleyici etki” kavramına vurgu yapan bir başka kanuni tanım için bkz. EPK. m. 1/10.

Görüldüğü gibi yasal düzenlemelerde de, “kontrol” kavramı, kullanılan genel ifadeler ile veya özel olarak hukuki araçların sayılması suretiyle anonim ortaklık yönetimi üzerindeki hâkimiyet gücünü karşılamaktadır⁹⁰.

B. Pay Sahibi Kontrolü

Anonim ortaklıklarda yönetimin, yönetim kurulu ile genel kurul arasında paylaşıldığı, bu paylaşımın yönetim kurulu lehine ağırlıklı bir paylaşım olduğu, hatta özellikle halka açık anonim ortaklıkların yönetiminde işletme örgütünün işlevinin fazlalaştığı, bu bağlamda mülkiyeti temsil eden pay sahiplerinin yönetimden uzaklaştıkları, yönetim – mülkiyet ayrımının ortaya çıktığı, anonim ortaklıkların esasen pay sahiplerince yönetilmedikleri, organlar arası fonksiyon ayrılığı bağlamında genel yönetsel yetkilere sahip olan ve işletme örgütünün de hiyerarşik amiri konumunda bulunan yönetim kurulunun, yönetim alanındaki esas yetkili organ olduğu sonuçlarına varılmıştı⁹¹.

Anonim ortaklık aktiviteleri üzerindeki esas yönetim gücü, yönetim kurulunda olduğu için de anonim ortaklık yönetimine hâkimiyet; ancak yönetim kuruluna hâkimiyet, bir başka deyişle yönetim kurulunu yönlendirme erkine sahip olma ile mümkün hâle gelmektedir⁹². Yönetim kurulu faaliyetlerini yönlendirme gücü ise, pratik açıdan ancak bu kurulun üyelerini seçme ve/veya azletme yetkisine sahip olanda bulunabilir⁹³. Zira bu güç/yetki, beraberinde yönetim kurulunun kararlarını ve

⁹⁰ Belirtelim ki, anonim ortaklığın kontrolüne ilişkin genel geçerliliği olan yasal bir tanım bulunmadığı için, her olayda geçerli olan yasal kontrol tanımının kapsamına göre yorum yapılmalıdır.

⁹¹ İnc. yuk. Birinci Bölüm/II, özellikle II/B.

⁹² Anonim ortaklıklardaki denetim faaliyetinin, yönetim kavramının kapsamına girmemesinin dışında, özellikle pratik sebeplerle ortaklık içi denetçilerin anonim ortaklık işleyişindeki etkisizliği sebebiyle, anonim ortaklık yönetimine, daha geniş bir ifade ile anonim ortaklığa hâkimiyet, ancak yönetim kurulu üzerindeki hâkimiyet ve yönlendirme gücü ile elde edilebilir. Bu sebeple münhasıran denetçileri belirleyebilme/seçme gücü, anonim ortaklıklarda kontrolün kime ait olduğunun tespitinde belirleyici/esaslı bir etkiyi haiz değildir.

⁹³ Anonim ortaklığın kontrolünün, yönetim kurulu üyelerinin tamamını veya çoğunluğunu seçme yetkisine sahip olan birey veya grubun elinde bulunduğu ve bu bağlamda yönetim kurulu üye seçim gücünün “kontrol”e denkliği hususunda bkz. BERLE/MEANS, **Modern Corporation**, s. 69; CHEFFINS, **Company Law**, s. 61-62; E. S. HERMAN, **Corporate Control, Corporate Power**, Cambridge, Cambridge University Press, 1981, s. 54; Paul DAVIES/Klaus HOPT, “Control Transactions”, **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**, ed. by Reiner Kraakman/Paul Davies/Henry Hansmann/Gerard Hertig/Klaus Hopt/Hideki Kanda/Edward Rock, Oxford – New York, Oxford University Press, 2004, s. 157-

uygulamalarını belirleyici şekilde etkileyebilme erkini de getirecektir⁹⁴ ⁹⁵. O zaman anonim ortaklığın kontrolünün kimin elinde bulunduğu tespit edilebilmesi için,

158; RICKETTS, **Business Enterprise**, s. 262; Francesco GALGANO, “The Allocation of Power and the Public Company in Europe”, in ed. by Robert R. DRURY/Peter G. XUEREB, **European Company Laws, A Comparative Approach**, Aldershot, Dartmouth pub., 1991, s. 89-90; Graham STEDMAN, **Takeovers**, London, Longman pub., 1993, s. 15; PARKINSON, **Corporate Power**, s. 56; ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 9.

Amerikan Geçici Ulusal Ekonomik Komitesi de, “kontrol”ü, yöneticileri seçme ve değiştirme gücü şeklinde tanımladıktan sonra, bir pay sahibinin bu gücü, genel kurulda yönetim kurulu üye seçimindeki oy hakkı ile kullanacağını belirtmektedir. The Temporary National Economic Committee, **Bureaucracy and Trusteeship in Large Corporations**, Washington, US Government Printing Office, 1940, s. 27;

Chiplin/Wright, anonim ortaklık kontrolünün şirket kaynaklarının yönetiminin belirlenme hakkı olduğunu vurguladıktan sonra, örnek olarak üst düzey idarecilerin (top-level management) işe alınması, kovulması ve kazançlarının belirlenmesi hakkını vermektedirler. Burada yazarların kast ettikleri üst düzey idareciler, yönetim kurulu üyeleri ise sorun yoktur. Aksi hâlde kontrolün yönetim kurulunda olduğu sonucuna ulaşılabilecektir ki, en azından anonim ortaklık formu açısından, böyle bir kural konulamaz. Karş. Brian CHIPLIN/Mike WRIGHT, **The Logic of Mergers, The competitive market in corporate control in theory and practice**, Second impression, London, The Institute of Economic Affairs pub., 1987, s. 26.

⁹⁴ Bir faaliyette bulunacak kişilerin, kendilerini bu göreve getiren ve görevden alma gücüne de sahip olanların isteklerini göz önüne almamaları ve bu durumdan bağımsız olarak hareket etmeleri hayatın normal akışına uygun değildir. Anonim ortaklık yönetim kurulunu oluşturan üyeler de, yönetim faaliyetini icra ederken, tamamen bağımsız olarak, kendilerini seçen ve/veya görevden alabilecek olanların nihai isteklerinden soyut/bağımsız olarak davranmamaktadırlar. Anonim ortaklık uygulamasında da, özellikle de Türkiye’de, yönetim kurulu üyelerinin kendi seçim ve azil süreçlerinden bağımsız olarak, ortaklık tüzel kişiliğinin veya pay sahiplerinin genelinin menfaatlerini her durumda ön plana alarak, kendilerini seçen ve azledebilecek olanların doğrudan/dolaylı, açık/gizli talimatları ve isteklerinden arınmış bir şekilde yönetsel işlemleri icra ettikleri söylenemez. Bu anlamda yönetim üzerindeki hâkimiyet, bir başka deyişle “kontrol” kavramının, ortaklığı yönetenlerin seçim ve azil prosedüründen bağımsız olarak değerlendirilmesi isabetli değildir.

Tekinalp de, özellikle büyük pay sahibi yani yönetim kurulu üyelerini seçen kişinin, seçtiği kişi (temsilcisi) ile sürekli bir kişisel ilişki içinde olduğunu, hatta çoğu kez talimat alıp verme olgusunun olağan karşılandığını; büyük pay sahibinin temsilcisinin onun istekleri dışına çıkmasının, menfaatlerini gözetmemesinin düşünülemeyeceğini belirtmektedir. Ünal TEKİNALP, **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları**, İstanbul, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi yay., 1979, s. 103.

Kaldı ki, anonim ortaklıklarda seçim yetkisine sahip olanların, yönetim kurulu üyeliğine kendilerini veya çok yakınlarını getirmeleri de mümkündür. Zira genel kurulda oydan yoksunluk kuralları (TK. m. 374), yönetim kurulu üye seçiminde uygulama alanı bulmaz. Bkz. Ömer TEOMAN, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu**, Ankara, BTHAE yay., 1983, s. 107-108.

⁹⁵ Seçenin, seçilen üzerinde etkili olması, bu ikisi arasındaki bağılılığın ve/veya ilişkinin varlığına şarttır. Hukuki veya fiili ilişkinin yokluğu durumunda, seçme gücü, hâkimiyet sağlamayacaktır. Örneğin dağıntık pay yapısının bulunduğu anonim ortaklıklardaki durum böyledir. Bunun gibi etkinin, bizzat seçim kararının alındığı kurul aracılığıyla yani organlar arasındaki ilişki bağlamında kullanılması mümkün olduğu gibi, toplantı dışındaki talimatlarla da kullanılması olasıdır. Dolayısıyla kontrol sahibi ile yöneticiler arasındaki ilişkide bu anlamda bir gizlilik söz konusu olabilir. Bkz. GALGANO, **Allocation of Power**, s. 89.

incelenmesi gereken ilk konu; yönetim kurulu kompozisyonu, bu kurulun oluşum süreci, daha net bir ifade ile kurul üyelerinin seçim ve azil usulüdür.

Öte yandan anonim ortaklık örgütü içerisinde, yönetim üzerindeki hâkimiyetin sahibinin belirlenmesinde, yönetim kurulu üye seçimi, incelenmesi gereken yegâne ölçüt de değildir. Zira anonim ortaklık, sadece yönetim kurulu tarafından yönetilmemektedir. Yukarıda da açıklandığı üzere genel kurul da; esas sözleşmenin değiştirilmesi, feshe karar verilmesi, bilançonun onaylanması gibi, özellikle ortaklığın yapısal durumuna ilişkin temel yönetsel işlemlerde, yetki sahibidir⁹⁶. Kaldı ki, genel kurula kanunen verilen yönetsel yetkilerin, bu kurulun münhasır yetki alanına girdiği ve genel kurulun asgari yetki alanını belirlediği, ilk esas sözleşmeye konulacak hükümlerle veya esas sözleşme değişikliği yoluyla genel kurulun yönetsel yetkilerinin artırılacağı, ayrıca esasen yönetim kuruluna ait olan işletme örgütünün üst düzey görevlilerinin belirlenme yetkisinin de, yönetim kurulundan alınarak genel kurula verilebileceği hususlarının da göz ardı edilmemesi gerekir. Bu durumda anonim ortaklık yönetimine tam hâkimiyet, sadece yönetim kurulunun değil, genel kurulun da kontrolünü icap ettirmektedir. Yönetim kurulu üzerindeki hâkimiyet, anılan kurulun üyelerinin seçimi/azli yetkisine sahip olmasına bağlıken; genel kurul üyelerinin seçimi diye bir kurum bulunmadığı ve anonim ortaklığın tüm pay sahipleri genel kurulun doğal üyesi oldukları için genel kurul üzerindeki hâkimiyet; genel kuruldaki karar alma sürecindeki egemenliğe, bir başka deyişle oy gücüne dayanmaktadır.

Özetle belirtelim ki, anonim ortaklığın kontrolü, onun yönetimi üzerindeki hâkimiyet ile sağlanır. Ortaklığın yönetimi üzerindeki hâkimiyet ise, temel olarak, yönetim kurulu üzerindeki etki gücüdür. Söz konusu etki gücünü sağlayan ise, yönetim kurulu üyelerinin seçim ve azil süreçlerindeki güçtür. Demek ki, anonim ortaklık yönetim kurulu üyelerini belirleyen ve/veya azledebilen, ortaklığın kontrolünü elinde bulunduruyor demektir. Ancak bu kontrolün kapsamı, yani sınırlı olup olmadığı ve paylaşılıp paylaşılmadığı⁹⁷, kontrolü elinde bulunduranın, aynı zamanda yönetimin diğer ayağı olan genel kurulun kararlarını belirleme imkânına

⁹⁶ Bu konuda bkz. yuk. Birinci Bölüm/II/A, II/B.

⁹⁷ Bu konularda bkz. aş. Birinci Bölüm/III/C.

sahip olup olmadığı ve her iki kurul üzerindeki etkinlik oranı ile tespit edilebilir. Yönetim kurulu seçim prosedüründeki hâkim güç ile genel kurulun alacağı diğer kararlardaki belirleyici gücün farklı olması hâlinde, kontrol bu iki güç arasında paylaşıyor demektir. Paylaşımın oranı ve “ortak kontrol”ün bulunup bulunmadığı ise, sahip olunan yetkilere göre belirlenir. Bu arada işletme örgütünün ortaklık yönetiminde etkin ve bağımsız bir gücü varsa ve istisnaen olabilmekle beraber, işletme örgütünün önemli elemanları, yönetim kurulu üyelerini seçen güç veya bizzat yönetim kurulunca değil de, bir başkası tarafından belirlenebiliyorsa, işletme örgütü üzerindeki söz konusu hâkimiyet de, anonim ortaklık kontrolünün paylaşılmasında etkili olabilir.

Anonim ortaklık kontrolünün birinci ve esaslı ayağı olan, yönetim kuruluna hâkimiyeti sağlayan, yönetim kurulu oluşum sürecine dönülecek olursa – konumuz çerçevesinde - şu tespitlerin yapılması gerekmektedir:

Anonim ortaklıklarda yönetim kurulu, -göreve başlamak için pay sahibi olması gereken⁹⁸- en az üç gerçek kişi⁹⁹ üyeden oluşur. Üye sayısı, esas sözleşmeye konulacak bir hükümlerle artırılabilir gibi, esas sözleşmede gösterilen sayısal sınırlar dâhilinde genel kurulca da belirlenebilir. Yönetim kuruluna, kurul – organ niteliğini veren de, birden fazla üyesinin bulunması ve bu üyelerin yönetim kurulu sıfatı ile toplanmasına ve karar almasına ilişkin özel kuralların varlığıdır.

Yönetim kurulu üyeleri, kural olarak, genel kurul tarafından seçilir (TK. m. 312/1)¹⁰⁰. Genel kurulun söz konusu seçim yetkisi, üç yıllık zaman sınırlamasına tabi kılındığı için (TK. m. 314/1), tüm anonim ortaklıklarda, en azından üç yıllık periyotlar hâlinde genel kurulun, yönetim kurulu üye seçimini yenilemesi gerekmektedir. Bu durum, mevcut üyelerin yeniden seçilemeyecekleri anlamına gelmez (TK. m. 314/1-c.2).

⁹⁸ TK. m. 312/2’de öngörülen bu şart, Tasarı’da yer almamaktadır. İnc. Tasarı m. 359.

⁹⁹ TK. m. 312/2’de, ayrıca tüzel kişilerin yönetim kurulu üyesi olamayacakları da hüküm altına alınmaktadır. Bu konuda inc. HELVACI, **Hukuki Sorumluluk**, s. 11 vd. Tasarı m. 359’da, tüzel kişilerin yönetim kurulu üyesi olması mümkün kılındığı gibi, bir veya iki kişilik yönetim kurulu oluşumuna da olanak tanınmıştır.

¹⁰⁰ Bu kuralın üç istisnası vardır. Bunlar; yönetim kurulu üyelerinin ilk esas sözleşmede belirlenmiş olması (TK. m. 289/b.4, 292/1, 300/b.8, 303/2, 312/1), kamu tüzel kişilerinin üye ataması (TK. m. 275, 5411 sayılı BankK. m. 70, 71) ve boşalan üyelikler için bizzat yönetim kurulunca yapılan geçici atamalarıdır (TK. m. 315).

Yönetim kurulu üyeliği sıfatının en temel ve sık görülen kaybı hâllerinden biri, “azil”dir¹⁰¹. Yönetim kurulu üyeliği bir güven mevkii olduğu ve yönetim kurulu üyeleri, esasen kendilerine ait olmayan bir mal varlığını yönettikleri için, bu mal varlığının ekonomik maliki konumundaki pay sahiplerinin oluşturduğu genel kurulun, her zaman, yönetim kurulu üyelerinin hepsini veya bir kısmını görevden alma, bir başka deyişle azletme ve onların yerine yeni atama yapma hakkı vardır. Yönetim kurulu üyesinin esas sözleşme ile atanmış olması, genel kurulun azil yetkisini bertaraf etmez (TK. m. 316/1).

Genel kurulun, azil kararı alabilmesi için mazeret niteliğinde geçerli bir gerekçe göstermesi gerekmediği gibi, kanaatimizce genel kurul gündeminde bu yönde açık bir madde bulunması da şart değildir¹⁰². Öte yandan azlolunan yönetim kurulu üyesinin tazminat hakkı da bulunmamaktadır (TK. m. 316/1-c.2)¹⁰³.

Yönetim kurulu üyelerini seçim yetkisine sahip olan genel kurulun, azil yetkisine de sahip olması doğaldır ve sistemi tamamlamaktadır. Zira seçimin

¹⁰¹ Yönetim kurulu üyesinin, bu sıfatını kaybetmesine yol açan diğer hâller; üyenin ölümü, iflâsı, istifası, kısıtlanması, ağır hapis cezasına çarptırılması, kanunen belirlenmiş yüz kızartıcı suçların birinden dolayı mahkûm olması, pay sahipliği sıfatını kaybı, (tüzel kişi temsilcisi olması ihtimalinde) tüzel kişi pay sahibini temsil yetkisini yitirmesi ve görev süresinin tamamlanmasıdır. İnc. örn. ÇAMOĞLU (Poroy/Tekinalp), **Ortaklıklar**, N. 549 vd.; TEKİL, **Anonim Şirketler**, s. 164 vd.

¹⁰² Tasarı'nın 364/1. maddesinde, gündemde ilgili bir maddenin bulunması hâlinde veya önemli sebeplerin varlığı ihtimalinde gündemde madde bulunmasa bile, genel kurulun her zaman azil kararı alabileceği belirtilmektedir. Kanaatimizce tespiti oldukça zor olabilecek “önemli sebep” değerlendirmesinin genel kurula bırakılması ve ilgili anonim ortaklıkta genel kurul sonrasındaki süreçte yönetsel yetkinin kime ait olduğu probleminin ortaya çıkma potansiyelinin yaratılması yerinde değildir. Aksine çözüm, yönetim kurulu üyelerinin mazeret göstermeye gerek olmaksızın azledilebileceği kuralını işlemez hâle getirebilecek, önemli/haklı sebebin varlığının ispatı lüzumlu hâle gelecektir. Zira genel kurul gündeminin hazırlanma süreci dikkate alındığında, gündemde yönetim kurulu üyelerinin azline ilişkin açık bir maddenin yer alması pek muhtemel değildir. Dolayısıyla bu konuda gündeme bağlılık ilkesine yönelik olarak mutlak bir istisna öngörülmesi, anonim ortaklık teorisine de, pratiğine de uyumlu olan çözümdür. İnc. Komiserler Yönetmeliği m. 25/2, KoopK. m. 46/3. Bu konudaki tartışma için inc. Ömer TEOMAN, “Anonim Ortaklıkta Yönetim Kurulu Üyelerinin Seçim Ve Azillerinin Gündeme Bağlılık İlkesi İle İlişkisi -Yargıtay 11. Hukuk Dairesi'nin Bir Kararı Nedeniyle-”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku, - Tüm Makalelerim**, 2 c., C. I, 1971-1982, İstanbul, Beta yay., 2000, s. 473 vd.

¹⁰³ Tasarı'da, OR m. 705/2'ye paralel bir şekilde, görevden alınan (azledilen) yönetim kurulu üyesinin tazminat hakkı saklı tutulmuştur (m. 364/2).

ardından görev süreleri boyunca genel kurul üyelerinin, yönetim kurulu üzerindeki kontrolleri, sürekli azil tehdidinin varlığı ile işler hâle gelebilir¹⁰⁴.

Esas sözleşmede açıkça belirtilmediği veya ilgili ölçüt işaret edilmediği sürece, yönetim kurulu üyelerinin mali hakları (remuneration) konusundaki münhasır tespit yetkisi de genel kuruldadır. Genel kurul, yönetim kurulu üyelerine verilebilecek olan huzur hakkı ile, aylık veya yıllık ücretin miktarını belirleyebileceği gibi, kazanç payı oranını da tespit yetkisini haizdir¹⁰⁵. Genel kurul, yönetim kurulu üyelerinin mali hakları konusunda oldukça geniş bir takdir yetkisine sahiptir. Söz konusu yetkinin kullanımı konusundaki takdir alanı genişliği, genel kurulun yönetim kurulu faaliyetleri üzerindeki hâkimiyetinde etkendir. Dolayısıyla yönetim kurulu, seçim ve azil süreci dışında, mali haklar açısından da genel kurulun kontrolü altındadır.

Genel kurulun yönetim kurulu üzerindeki bir diğer kontrol aracı da, ibra yetkisidir. Yönetim kurulu üyelerinin, ilgili hesap dönemindeki faaliyetlerinden ötürü, anonim ortaklık tüzel kişiliğine karşı herhangi bir sorumluluklarının bulunmadığı, ortaklık tüzel kişiliğinin onlara karşı bir talep haklarının olmadığına yönelik, menfi borç ikrarı niteliğindeki ibra kararını alma ve bu konudaki anonim ortaklık iradesini açıklama yetkisi de, genel kuruldadır (TK. m. 310, 347/4, 380). İbra kararının varlığı, yönetim kurulu üyeleri açısından önemli bir rahatlama

¹⁰⁴ Tekraren belirtelim ki, sürekli tehdidin varlığı da, ancak genel kurul gündem maddelerinin çok geniş yorumlanması veya azil kararının genel kurul kararları için geçerli olan gündeme bağlılık ilkesinin mutlak istisnası olarak kabul edilmesine bağlıdır. Aksi hâlde dağınık bir pay sahipliği yapısının bulunduğu ve azınlık konumuna ulaşan blok bir pay sahibinin olmadığı bir anonim ortaklıkta, yönetim kurulunun pay sahibi kontrolünden uzaklaşması ve anonim ortaklık teorisi ile uyumsuz bir şekilde “yönetim kontrolü”nün ortaya çıkması söz konusu olabilecektir.

¹⁰⁵ Yönetim kurulu üyelerinin mali hakları konusunda belirtelim ki, yönetim kurulu üyelerine her toplantı için huzur hakkı verilebilmesi, esas sözleşmede aksine hüküm bulunmamasına bağlıdır (TK. m. 333). Esas sözleşmede yönetim kurulu üyelerinin huzur hakkı bulunmadığına ilişkin bir hüküm yoksa veya huzur hakkının miktarı açıkça öngörülmemişse, genel kurul, TK. m. 381 ve 474 denetimi altında olmak kaydıyla, huzur hakkı ödenmemesine karar verebileceği gibi, ödenmesine karar verdiği durumda da bunun miktarını serbestçe belirleme yetkisine sahiptir. Aynı kural, yönetim kurulu üyelerine verilebilecek aylık veya yıllık ücret konusunda da geçerlidir (TK. m. 369/b.3). Karş. TK. m. 441. Bununla birlikte yönetim kurulu üyelerine, ortaklık kârından pay verilebilmesi için esas sözleşmede bu yönde açık bir hüküm bulunmalıdır (TK. m. 279/2-b.5, 472, SerPK. m. 15/2). Yönetim kurulu üyelerine verilecek kâr payı oranının miktarı, esas sözleşmede gösterilmemiş olabilir. Bu ihtimalde, yönetim kurulu üyelerinin kâr payı oranını belirleme yetkisi de, gene TK. m. 381 ve 474 saklı kalmak kaydıyla, genel kuruldadır. Bunlar dışında genel kurulun, yönetim kurulu üyelerine, gösterilen başarı nedeniyle, “ikramiye” adı altında ekstra ödemeler yapması da mümkündür. Yönetim kurulu üyelerinin mali hakları hususunda inc. ve karş. örn. ÇAMOĞLU (Poroy/Tekinalp), **Ortaklıklar**, N. 559 vd.; ANSAY, **Anonim Şirketler**, s. 104-105.

sağlamaktadır. Zira bu karar, bir sorumluluk mevki olan yönetim kurulu üyelerini, ortaklık tarafından veya ortaklık tüzel kişiliği hesabına, zaman aşımı süresi içerisinde açılacak olan sorumluluk davalarından koruyacaktır. Bu tür bir ibra kararının alınıp alınmama ve bunu takiben yönetim kurulu üyeleri aleyhine ortaklık adına sorumluluk davası açma hususlarındaki karar yetkisi (TK. m. 341/1)¹⁰⁶, genel kurulun yönetim kurulu üzerindeki bir başka hâkimiyet/yönlendirme aracıdır.

O zaman buraya kadar ulaştığımız öncelikli sonuç, genel kurulun yönetim kurulu üyelerinin seçilmeleri, görevden alınmaları, mali hakları ve aleyhlerinde sorumluluk davası açılması konularındaki belirleyici karar yetkisi karşısında¹⁰⁷, yönetim kurulunun genel kurulun hâkimiyeti altında olduğudur¹⁰⁸. Yönetim kuruluna hâkimiyet, zincirleme olarak, yönetim kurulu ile aralarında hiyerarşik ilişki bulunan işletme örgütü üzerindeki egemenliği de beraberinde getirmektedir. Öyle ise anonim ortaklık yönetimini oluşturan üç unsurdan yönetim kurulu ve işletme örgütü, genel kurulun kontrolü altındadır. Üçüncü unsur ise zaten genel kurulun bizzat aldığı temel (yapısal) işlemlere yönelik kararlardır. Bu kararlar açısından genel kurul hâkimiyeti açıktır, zira kararlar bizzat genel kurulda yapılan oylama ile alınmaktadır. Bu durumda bir adım daha ileriye gidilerek varılan sonuç; anonim ortaklık yönetiminin genel kurulun hâkimiyeti/yönlendirmesi altında yürütüldüğü, dolayısıyla esasen yönetim kurulu tarafından yönetildiği belirtilen anonim ortaklıklarda, kontrolün genel kurulda olduğudur.

Böylelikle genel kurulun karşıladığı ve yönetimin yürütülmesinden uzaklaşmış durumda bulunan pay sahipleri bütünü, yönetim üzerindeki hâkimiyet sayesinde, anonim ortaklığın kontrolünü ellerinde bulundurmaktadır¹⁰⁹. Yani yöneticilerce

¹⁰⁶ Bu maddede genel kurul kararı dışında, ortaklık sermayesinin yüzde onunu temsil eden azınlık pay sahiplerinin talebi üzerine de, söz konusu sorumluluk davasının ortaklık tüzel kişiliği adına açılacağı hüküm altına alınmaktadır. Demek ki, anonim ortaklık adına yönetim kurulu üyeleri aleyhine sorumluluk davası açılması noktasında, genel kurul çoğunluğu, devredilemez ancak münhasır nitelikte olmayan bir karar verme yetkisine sahiptir.

¹⁰⁷ Burada sayılan hâkimiyet araçları arasında, yönetim kurulu üyelerinin seçilmesi ve azledilmesi, en önde gelen, hâkimiyeti sağlayıcı esas yetkidir. Genel kurulun yönetim kurulu üyelerinin mali hakları ve sorumlulukları konularındaki yetkileri, genel kurulun seçim ve azil yetkisi ile yönetim kurulu üzerinde sağladığı kontrol gücünün destekleyici unsurlarıdır.

¹⁰⁸ Yukarıda da belirtildiği üzere, buradaki “hâkimiyet”, genel kurul ile yönetim kurulu arasında üst-ast ilişkisi anlamında hiyerarşik bir yapının varlığı anlamına gelmemektedir.

¹⁰⁹ Anonim ortaklıkların pay sahiplerinin kontrolünde olması, pay sahiplerinin genel kurul üyesi olmasından kaynaklanmaktadır. Ancak bazı istisnai durumlarda, genel kurulun yönetim

yönetilen anonim ortaklıklar, pay sahiplerince kontrol edilmektedir¹¹⁰. Yönetim – mülkiyet ayrımı, kontrol – mülkiyet ayrımı sonucunu beraberinde getirmemekte; anonim ortaklıklarda mülkiyeti temsil edenler, mülkiyet konusunun kontrolünden uzaklaşmamaktadırlar^{111 112}.

Anonim ortaklık işleyişinden etkilenen menfaat grupları arasında pay sahipleri, ortaklığın ortakları [hatta İngilizce tabiriyle “üyeleri (member)”]¹¹³ olarak en önde gelen menfaat grubudur. Zira anonim ortaklığın tüzel kişilik olarak ortaya çıkışı, ortakların bir araya gelmesi ile mümkün olmaktadır. Ortaklığın kurucuları, ilk pay sahipleridir. Burada anonim ortaklığın, ticari faaliyette bulunmak isteyen kişilerin bir araya gelmelerini sağlayan bir hukuki örgütlenme şekli olduğu; yapılacak ticari aktivitenin hukuki çatısı olarak anonim ortaklık modelinin seçilmiş olduğu hususu göz ardı edilmemelidir. Dolayısıyla pay sahiplerinin, anonim ortaklık organizasyon

üzerindeki hâkimiyetinin hukuki (örn. hâkimiyet sözleşmesi) veya fiilî (örn. kontrol – mülkiyet ayrımı) araçlarla sınırlanmış olması yahut genel kuruldaki karar alma sürecine pay sahibi olmayan şahısların hâkim olmaları (örn. vekâlet toplanması/proxy) mümkündür. Söz konusu istisnai durumların varlığı, pay sahibi kontrolünün, sistemin esaslı unsurlarından biri olmasına engel değildir. Genel kurul, ortaklığın kontrolünü elinde bulundurmaktadır ve genel kurulun üyeleri de pay sahipleridir. Birçok sistemde uygulaması bulunmayan hâkimiyet sözleşmeleri bir tarafa bırakılırsa, pay sahibi olmayanların kontrolü ellerinde bulundurmaları da, ancak genel kurul üzerindeki pay sahibi hâkimiyetinin kırılması ve genel kurula hâkim olarak gerçekleşebilir. Burada yapılacak öncelikli değerlendirmede söz konusu istisnai hâller, en azından bir süre için, göz ardı edilecek ve pay sahiplerinin genel kurula hâkim olduğu temel kuraldan hareketle tespitler yapılacaktır.

¹¹⁰ Zaten doktrinde de, anonim ortaklıklar hukukundaki “kontrol” kavramının, anayasa hukukundaki/politik alandaki karşılığının “egemenlik” olduğu belirtilmektedir. BERLE/MEANS, **Modern Corporation**, s. 69. Devlet organizasyon yapısında nasıl egemenlik halka aitse, anonim ortaklıklarda da kontrol, pay sahiplerindedir.

Kontrol sahibi ile yönetim kurulu arasındaki ilişkiye bu şekilde politika dünyası ile karşılaştırmalı bir yaklaşım için bkz. GALGANO, **Allocation of Power**, s. 90-91.

¹¹¹ Karş. PASLI, **Kurumsal Yönetim**, s. 30 vd.; Philip GOLDENBERG, **Guide to Company Law**, Fourth ed., Brcester/Oxfordshire, CCH Editions Limited, 1997, s. 169. Bu son yazar, kontrol - mülkiyet ayrımını tüzel kişiliğin temel sonuçlarından biri olarak değerlendirmektedir. Hâlbuki tüzel kişilik, ortakların ne yönetimden ne de kontrolden uzaklaşmalarına yol açar. Tüzel kişiliği bulunan anonim ortaklık dışındaki ortaklık tiplerinde ortaklar, yönetimin bir parçası oldukları gibi; anonim ortaklıkta pay sahiplerinin kontrolü de kaybetmeleri, ancak ilgili anonim ortaklığın kendisine has özelliklerinden, bilhassa pay dağılım durumundan kaynaklanır, yoksa tüzel kişiliğin varlığından değil.

¹¹² Bu durum, bir Avustralya mahkeme (Yeni Güney Galler Eyaleti Yüksek Mahkemesi – The New South Wales Court of Appeal) kararında şu ifadelerle dile getirilmektedir: “*Pay sahipleri nihai kontrole sahip olabilirler, çünkü esas sözleşmeyi değiştirebilirler veya yönetim kurulu üyelerini azledebilirler, fakat burada olduğu gibi, yönetimin yönetim kuruluna bahşedildiği durumlarda, ortaklık işlerinin idaresine müdahale edemezler...*”. Wintrop Investments Ltd. V Winns Ltd (1975) 2 N.S.W.L.R. s. 683.

¹¹³ Bkz. 2006 CA m. 112 vd. Ayrıca karşı. TK. m. 360, 385, 403.

yapısındaki esaslı menfaat grubu olması doğaldır. Ticari aktivite için gerekli olan ve anonim ortaklık modelinin esasını teşkil eden “sermaye”, pay sahiplerince (ortaklarca) getirilmiş ve bu anlamda ilk ve esaslı risk altına giren pay sahipleri olmuştur. Diğer menfaat grupları, pay sahiplerince başlatılan ve belli bir hukuki kalıp içinde yapılan işlemlerden, doğrudan veya dolayısıyla etkilenmektedirler.

Pay sahipleri, bu temel rolleri ile, anonim ortaklığın olmazsa olmaz menfaat grubu olmasının ötesinde, sermaye sahibi sıfatı ile¹¹⁴, ortaklığın (mal varlığının) ekonomik mülkiyetine de sahiptirler¹¹⁵. Yukarıda açıklandığı üzere, hukuken anonim ortaklık tüzel kişiliği, kendi mal varlığının da maliki konumundadır. Pay sahiplerinin, hukuken bu mal varlığı üzerinde herhangi bir (mutlak) hakları bulunmamaktadır. Ancak anonim ortaklığın, ticari faaliyette bulunma konusundaki organizasyon şekillerinden biri –bu kapsamda bir “firma”- olduğu gerçeği ile, olaya salt ekonomik açıdan yaklaşıldığı vakit, ekonomik faaliyette bulunanın ve yapılan ekonomik faaliyet sonucunda ortaya çıkan mal varlığının temelini oluşturan sermayeyi tedarik ederek esaslı olarak işletmesel risk altına girenin de pay sahipleri olduğu görülmektedir. Sermayenin anonim ortaklık yapılanmasındaki kurucu rolü ve pay sahiplerinin “sermayedar” vasıfları göz önüne alınınca, sermayenin kullanımı sonucunda oluşan mal varlığının, –hukuken olmasa bile- ekonomik açıdan, (ortaklık oranları doğrultusunda) pay sahipleri bütününe ait olduğu, dolayısıyla pay sahiplerinin, hukuken bir hak konusu olamayacak olan anonim ortaklığa da sahip/malik oldukları sonucuna ulaşılmaktadır^{116 117 118}.

¹¹⁴ Pay sahipleri, anonim ortaklığa finans/kaynak arz eden esas katılımcı olarak, “kapitalist/sermayedar” vasfını almaktadır. BERLE/MEANS, **Public Investor**, s. 133; RICKETTS, **Business Enterprise**, s. 261.

¹¹⁵ İnc. FERRAN, **Corporate Finance**, s. 25; WEI, **Comparative Corporate Governance**, s. 33.

¹¹⁶ Ömer TEOMAN, **Anonim Ortaklıkta İntifa Senetleri**, İstanbul, İstanbul Üniversite Kitabevi, 1978, s. 56; TEOMAN, **Yoksunluk**, s. 1. *Karayalçın*, bu konuda şöyle demektedir: “Anonim şirketlerde mülkiyet (yani anonim şirketlerin sahip olduğu taşınır taşınmaz bütün mallar, haklar) esas sermayeyi temsil eden, kıymetli evrak mahiyetindeki pay senetlerinin sahiplerine aittir. Bin pay senedi çıkarmış olan bir anonim şirkette bir pay senedi sahibi o şirketin safi aktifinin binde biri üzerinde hak sahibidir. Pay senedi yasal kurallara göre, sahip değiştirebilir, fakat statüde bir değişiklik olmadıkça şirketin safi aktifinin binde biri üzerindeki mülkiyet hakkı değişmez. Pay senedinin devri, anonim şirketin sahip olduğu bütün taşınır, taşınmaz mallar ve haklar üzerinde binde bir oranındaki mülkiyetin, malî hakların –bu taşınır veya taşınmaz mallar veya haklar için ayrıca teslim, tapu siciline tescile...gerek kalmadan- devredilmesi demektir. Anonim şirketin safi aktifi üzerindeki mülkiyet hakkı bütün pay sahiplerine, payları oranında ait olduğu halde...”. KARAYALÇIN, **Kontrol Satışı ve Genel Alım Önerisi**, s. 357. Burada yazarın değindiği mülkiyetin, anonim ortaklığın tüzel kişilik özelliği karşısında, “hukuki” değil,

Anonim ortaklıklarda, ekonomik mülkiyet anlayışının iki temel sonucu vardır¹¹⁹: “Anonim ortaklığın pay sahipleri tarafından kontrol edilmesi” ve “ortaklık kârının pay sahiplerince paylaşılması”¹²⁰. “Pay sahibi kontrolü” kavramı; ortaklık

“ekonomik” olduğu açıktır. *İmregün*, anonim ortaklıkların pay sahiplerinin malı olduğunu söylemekte, *Pulaşlı* da, *İmregün*’ün bu konudaki haklılığına işaret etmektedir. Oğuz İMREGÜN, **Anonim Ortaklıklar**, 4. Bası, İstanbul, Yasa yay., 1989, s. 19; Hasan PULAŞLI, **Şirketler Hukuku**, 4. Bası, İstanbul, Karahan Kitabevi, 2003, s. 208; GEMALMAZ, **Mülkiyet Hakkı**, s. 246. Ayrıca karşı. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 1474c. Bu son yazar, bilanço değerlendirme ilkeleri arasında zikrettiği “ekonomik aidiyet”in, mal üzerinde tasarrufta bulunabilmek olanağı olduğunu söylemektedir. Pay sahiplerinin anonim ortaklık mal varlığı üzerinde sahip olduğu ekonomik mülkiyet, bu son tarif ile örtüşmemektedir. Zira pay sahiplerinin, ortaklığın mal varlığı unsurları üzerinde doğrudan tasarrufta bulunma hakları yoktur. Bkz. aş. İkinci Bölüm/dpn. 165.

¹¹⁷ İşte bu sebeple anonim ortaklık literatüründe, mülkiyet hakkını temsil eden ve devamında “malik” denildiğinde kastededilen, “pay sahipleri bütünü” olmaktadır. Zaten birçok yazılı metinde, pay sahiplerinden, “owner (malik)” şeklinde bahsedilmekte ve pay sahiplerinin anonim ortaklığa sahip oldukları belirtilmektedir. Örn. bkz. POSNER, **Economic Analysis**, s. 451; Communication From The Commission To The Council And The European Parliament, **Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward**, 21.05.2003, COM (2003) 284 final, s. 7; Tokyo District Court, 16.03.2005, Hanrei Taimuzu 1173 (2005) 140, Kin’yû Shôji Hanrei 1213 (2005) 21 (Eiji TAKAHASHI/Tatsuya SAKAMOTO, “Japanese Corporate Law: Two Important Cases Concerning Takeovers in 2005”, **Zeitschrift für Japanisches Recht - Journal of Japanese Law**, Sommer 2006/11-21, s. 233-234’den naklen); Low Chee KEONG, “Introduction – The Corporate Governance Debate”, ed. by Low Chee KEONG, **Corporate Governance, An Asia-Pacific Critique**, Hong Kong – Singapore – Malaysia, Sweet & Maxwell Asia, 2002, s. 4; Stephen M. BAINBRIDGE, **Corporation Law and Economics**, New York, Foundation Press, 2002, s. 9; FERRAN, **Corporate Finance**, s. 25. Bu son yazar, açıkça, pay sahiplerinin yönetim kurulu üyelerini atama ve azletme haklarına dayalı “kontrol” güçlerinin, mülkiyet hakkının sonucu olduğunu ortaya koymaktadır. Dolayısıyla söz konusu ekonomik anlayış, hem anonim ortaklığın devrinin/devralınmasının mümkün olmasını (“hak konusu olarak”), hem bunu devredecek olanın kim olduğunu (“kural olarak kontrole sahip pay sahipleri”), hem de devrin nasıl gerçekleşeceğini (“kontrolün devri suretiyle”) ortaya koymaktadır.

¹¹⁸ Ekonomik mülkiyet düşüncesinin varlığı, hukuki kavramların yorumlanmasında ve bunların anlamının ortaya konulmasında kullanılmalıdır, yoksa ekonomik mülkiyetin varlığı anonim ortaklığın ortaklarından ayrı hukuki varlığının bulunduğu gerçeğinin reddi anlamına gelmez. Anonim ortaklığa yapılan yatırım ile ortakların pay mülkiyet hakkına sahip olacağı ve bunun ortaklık mal varlığı üzerindeki mülkiyet hakkından farklı olduğu; sermaye sahiplerinin bu sıfatları ile ortaklık mal varlığı kalemleri üzerinde doğrudan tasarrufta bulunamayacakları, bunun yerine ancak ortaklık işleri ile ilgili kararlarda oy kullanma hakkına sahip oldukları; zaten bu oy hakkının varlığının ekonomik mülkiyeti teyit ettiği hususunda bkz. WEI, **Comparative Corporate Governance**, s. 33.

¹¹⁹ Karşı. HANSMANN/KRAAKMAN, **Corporate Law**, s. 13; DAVIES, **Company Law**, s. 15 vd., 255.

¹²⁰ “Pay sahibi kontrolü”, ortaklığın, yıllık ticari faaliyeti sonucunda elde ettiği kazancın, pay sahipleri arasında paylaşılması kuralını kapsamaz. Zira kâr sahipliği, kontrolün elinde bulundurulduğunu tek başına göstermez. Bu ikisinin birbirinden ayrılması mümkündür. Dolayısıyla kâr üzerindeki hak sahipliği, kontrol kavramının unsurlarından veya parçalarından biri değildir. Kontrol kavramı, mal varlıksal etkiden çok, yönetsel hâkimiyeti karşılamaktadır.

Öte yandan ekonomik mülkiyetten hareket edilmeksizin, pay sahiplerinin ortaklık kârından pay alma haklarının bulunması kuralı açıklanamaz. Zira tüzel kişiliğin gereği olarak, anonim ortaklık, ortaklarından bağımsız bir hukuki varlığa ve hak ehliyetine sahip olduğu, firma

işleyişindeki nihai hâkim gücün, pay sahipleri olduğu, pay sahiplerinin kararlarının ve isteklerinin ortaklığın işleyişini belirleme gücüne sahip olması anlamına gelmektedir.

Anonim ortaklığın esas sözleşmesi, yönetimi ve mal varlığı üzerindeki kontrol, pay sahiplerindedir. Kontrol, anonim ortaklık işleyişine hâkim olmayı karşılamaktadır. Pay sahipleri ortaklıkla ilgili birçok temel konunun kurallara bağlandığı kuruluş belgesini hazırlama ve değiştirme yetkisine münhasıran sahip oldukları gibi, yönetim kurulu üyelerini seçme ve azletme yetkisi de pay sahiplerine aittir¹²¹. Bunun gibi pay sahipleri; anonim ortaklığın işlerini durdurma, faaliyetini sona erdirme ve mal varlığını dağıtma yetkisine de sahiptirler. Anonim ortaklık ile ilgili birçok temel karar pay sahiplerinin oluşturduğu genel kurulda alınır ve alınan kararların uygulanmasının ortaya çıkardığı kâr veya zarara pay sahipleri katlanır. Kârın sahibi olarak pay sahipleri, ortaklığı kontrol yetkisini (gücünü) de ellerinde bulundurmaktadırlar.

Bu durumda anonim ortaklığı kontrol eden güç, pay sahipleridir. Pay sahipleri, anonim ortaklık işleyişine hâkimdirler. Bu güç, pay sahipleri arasında kural olarak sermaye oranlarına göre paylaşılmaktadır. Ancak bu gücün pay sahipleri arasında, belirli kurallar doğrultusunda paylaşımı, ortaklığın kontrolünün pay sahiplerinin geneline ait olduğu sonucunu değiştirmez¹²².

Ekonomik mülkiyet düşüncesinden hareketle anonim ortaklık mal varlığının, dolayısıyla anonim ortaklığın sahibi konumunda bulunan pay sahipleri, bu özelliklerine dayalı olarak ortaklık yönetimini yönlendirme yetkisine sahip

bünyesinde ticari aktivitenin hukuken ortaklık tüzel kişiliği ad ve hesabına yapıldığı göz önüne alınır, yıllık ticari faaliyet sonucunda elde edilen kazancın (yıllık kârın) münhasıran ortaklık tüzel kişiliğine ait olması ve ortaklık bünyesi içinde kalarak, tamamının ortaklık mal varlığına dâhil edilmesi gerekecektir. Hâlbuki pay sahiplerinin temel haklarından biri, (ortaklık oranları doğrultusunda) ortaklık kârından pay almaktır. Zaten ortaklık yapılanmasının temel amacı da, kâr elde edip, bunun paylaşılmasıdır.

¹²¹ *Cheffins*, anonim ortaklığın teorik yapısını incelediği eserinde, ortaklığın yönetim gücünün yönetim kuruluna delege edildiğini, bununla birlikte ortakların –çoğu durumda- yönetim kurulu üyeliği koltuğuna oturacak kişileri seçme yetkisini muhafaza ettiklerini, dolayısıyla pay sahiplerinin, hukuki nitelendirmede, şirket işleri üzerinde esaslı/nihai kontrol gücüne sahip olduklarını belirtmektedir. CHEFFINS, **Company Law**, s. 61-62.

¹²² Bunun gibi pay sahiplerinin tıpkı yönetimden uzaklaştıkları gibi kontrolün de dışında kalmaları ve anonim ortaklık kontrolünün pay sahibi olmayan yabancılara geçmesi, -istisnaen de olsa- mümkündür.

olmaktadırlar. Böylelikle sistem içi denge sağlanmış olmakta, mülkiyet hakkının özü ile örtüşmeyen yönetim – mülkiyet ayrımının ortaya çıkardığı/çıkarabileceği, yönetsel suistimallere dayalı sakıncalar, kontrol – mülkiyet birleşmesi ile –kısmen de olsa- giderilmiştir¹²³.

“Kontrol” kavramı, yönetsel hâkimiyeti karşıladığı için, genel kurula verilen yönetsel yetkiler ile pay sahiplerine tanınan anonim ortaklık yönetimine ilişkin bireysel/özel/imtiyazlı haklar, kontrolün belirleyici unsurlarıdır. Anonim ortaklığın kontrol edilmesi ifadesi ile, ortaklığın esasen yönetim kurulunca yerine getirilen, ancak genel kurul kararları ile tamamlanan yönetsel işlemlerini yönlendirme erki anlatılmaya çalışılmaktadır. Dolayısıyla mali haklar, özellikle de kâr payı hakkının birinci anlamını oluşturan ortaklık kârının pay sahiplerince paylaşılması kuralı, bir başka deyişle ortaklık kârının (ekonomik açıdan) pay sahiplerine ait olması, “kontrol” kavramının doğrudan kapsamına girmemektedir^{124 125}. Pay sahiplerinin en temel mali hakkı olan, kâr payı hakkının varlık gerekçesi, ortaklık kontrolünün pay sahiplerinde olması değil, ekonomik mülkiyetin pay sahiplerinde olmasıdır. Pay sahiplerinin kontrol yetkisi ile kâr payı hakları, ekonomik mülkiyetin birbiriyle ilişkili iki ayrı sonucudur¹²⁶. Teorik olarak bu ikisinin birbirinden ayrılması ve farklı

¹²³ Anonim ortaklık kontrol gücünün pay sahiplerine verilmesi, pay sahiplerinin ilgililer arasındaki esaslı risk taşıyıcısı grup, tasfiye bakiyesinden en son yararlanacak grup olmasından ve kendilerini koruyacak piyasadan kaynaklanan alternatif koruma araçları bulunmamasından da kaynaklanmaktadır. Bu durum, “riskin bulunduğu yerde kontrol de vardır” şeklinde dile getirilmekte ve bu kural, kapitalizmin altın kuralı olarak anılmaktadır. Bkz. Dennis ROBERTSON/Stanley DENNISON, **The Control Of Industry**, Cambridge, Cambridge University Press, 1960, s. 75; RICKETTS, **Business Enterprise**, s. 262-263.

¹²⁴ Pay sahipliği hakları arasında yapılan yönetsel – mal varlıksal hak ayrımı, “kontrol” kavramının özellikle özel kısmı olarak adlandırdığımız ikinci kısımda karşımıza çıkmakta; bu anlamda da “kontrol” kavramının içeriğini yönetsel haklar doldurmaktadır. Bu şekilde anonim ortaklık yapılanması içinde “kontrol” hakları ile “mali/kâr payı” hakları birbirinden ayıran bir yaklaşım için bkz. **A.e.**, s. 261.

¹²⁵ Kârın dağıtım şekline karar verilmesi, ortaklığın yönetimine ilişkin bir işlem mahiyetindedir. Dolayısıyla yönetime hâkimiyet, yönetim kurulu ve genel kurul tarafından paylaşılan bu konuda da söz sahibi olmayı sağlamaktadır. Yukarıda da belirtildiği üzere, bu söz sahipliği, kârın sahipliğinden ayrı bir konudur.

¹²⁶ Doktrinde de, ekonomik mülkiyet, sahip olunan payın getirisini elde etme olarak tanımlanmakta ve tam mülkiyetin ancak paya bağlı oy hakkının da aynı oranda varlığı durumunda söz konusu olabileceği ifade edilmektedir. Oy hakkı ile ekonomik mülkiyetin birlikteliğinin, anonim ortaklık yönetim yapısının iki temel unsurundan/kavramından biri olduğu belirtilmektedir. İnc. Frank H. EASTERBROOK/Daniel R. FISCHER, “Voting in Corporate Law”, **Journal of Law & Economics**, June 1983/26-2, s. 395, 410; Henry T. C. HU/Bernard BLACK, “Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms”, **The Business Lawyer**, May 2006-61/3, s. 1013 vd., 1022.

kişilere tahsis edilmesi mümkündür¹²⁷. Ancak bu iki kurumun ilişkisiz olduğu da zannedilmemelidir. Sonuçta yönetsel yetkilerle sağlanan kontrolün, pay sahiplerine anonim ortaklık mal varlığı üzerinde bir hâkimiyet sağladığı, örneğin pay sahiplerinin, ortaklığın faaliyetlerini durdurup, tasfiyeye karar verme ve mal varlığını kendi aralarında paylaşma yetkileri bulunduğu da göz ardı edilmemelidir.

Buraya kadar yapılan tespitler, anonim ortaklıklarda kontrolün genel anlamda hangi menfaat grubunda olduğunu ortaya koymaktadır. Geniş bir “ilgili (stakeholder)” alanı bulunan anonim ortaklıklarda, ortaklığın kontrolü, kural olarak, “pay sahipleri”ndedir. Ancak söz konusu teorik tespit; ne kontrol kavramının içeriğini, ne de hukuki ve iktisadi önemini tam olarak ortaya koymaya yetmektedir. Kontrolün genel/makro anlamda pay sahiplerinde olduğu tespitinin ardından, daha özel/mikro bir inceleme ile pay sahipleri arasında anonim ortaklığı kontrol eden özel gücün ve/veya pay sahibi dahi olmayan kontrol güçlerinin belirlenmesi gerekmektedir.

Gerçekten de pay sahipleri, blok bir menfaat grubu teşkil etmemektedirler. İlgili anonim ortaklığın özelliklerine göre, sayıları onbinleri hatta yüzbinleri bulabilen pay sahipleri arasında, farklı gruplar yer almaktadır. Pay sahiplerinin gerek sahip oldukları pay sayısına gerek bu paylara bağlanan haklara gerek de pay sahipliği ile güttükleri amaca göre, farklı sınıflandırmalara tabi tutulmaları mümkündür¹²⁸.

Ekonomik mülkiyet ile oy hakkı arasında kurulan bağ, gerçekten de oldukça isabetlidir. Payın getirisi, kâr payı hakkını; oy hakkının varlığı da ortaklığı kontrol yetkisini karşılamaktadır. Zira pay sahipleri, genel kurulda oy kullanarak, bir başka deyişle oyları aracılığıyla yönetim üzerinde hâkimiyet kurmakta, yani ortaklığı kontrol etmektedirler. Dolayısıyla ekonomik mülkiyetin yansımaları, kâr payı ve oy haklarının birleşimidir. Bu ikisinin oransal anlamda birbirinden ayrılması, anonim ortaklık yapısına ayırık durumlarda, özel ihtiyaçlar karşısında geliştirilmiş modellerde söz konusu olur. Özellikle sermaye piyasasındaki türev araçların gelişimi ile pratiği artan bu ayrışma, ekonomik mülkiyet teorisi ile uyumlu değildir ve modern anonim ortaklıklar hukukunun çözmeye çalıştığı sorunlardan birini teşkil etmektedir.

¹²⁷ Örn. oydan yoksun payların sahipleri, kârda imtiyazlı olup, ortaklık kârından esaslı bir pay alırken, genel kurulda oy kullanamayacakları için ortaklık kontrolünden uzaktırlar. Bunun gibi pay sahiplerinin bütünüyle bu ikisinden birinden ayrılması da mümkündür. Örn. bir hâkimiyet sözleşmesi ile ortaklık kontrolü pay sahibi dahi olmayan bir başka ortaklığa bırakılabileceği gibi, ortaklık paylarının tamamına sahip bir pay sahibi payları üzerinde bir üçüncü kişiye rehin hakkı tanıyıp, oyu kullanma yetkisini de rehin sözleşmesi ile rehin hakkı sahibine bırakırsa, genel ortaklığın kontrolüne sahip olan kişi ile kârını alma hakkı olan kişi ayrılmaktadır. Mülkiyet ile oy hakkının birbirinden ayrılması hususunda inc. HU/BLACK, **Ownership**, s. 1014 vd.

¹²⁸ Sahip olunan payların, toplam sermayeye oranına göre “çoğunluk pay sahibi – azınlık pay sahibi”; anonim ortaklığı yönetme veya işletme bir amacının bulunup bulunmamasına veya esasen sermaye piyasası aktörü olup olunmamasına göre “girişimci pay sahibi – yatırımcı pay

Dolayısıyla anonim ortaklık işleyişi açısından her grup pay sahibinin de, farklı menfaatleri ve düşünceleri olmaktadır. İşte bu durum, kontrolün genel olarak pay sahiplerine ait olduğu tespitini yetersiz hâle getirmekte, özel olarak hangi pay sahibinin/pay sahiplerinin veya gruplarının kontrolü ellerinde tuttuklarının belirlenmesini kaçınılmaz kılmaktadır.

Bu tespitin yapılmasını gerektiren, anonim ortaklıklara egemen olan hukuki kural ise, “çoğunluk ilkesi”dir. Bu ilke; heyet veya kurulların, üyelerinin çoğunluğunu oluşturan kişilerin istekleri kapsamında vereceği oylar doğrultusunda karar alacağı, çoğunluğun düşüncesinin topluluğun kararı olarak tezahür edeceği ve farklı yönde oy kullananları da bağlayacağı anlamına gelir. Anonim ortaklıklarda da; genel kurul, yönetim kurulu ve eğer birden fazla denetçi varsa denetim kurulunda kararlar, esasen bu ilkeye göre alınır¹²⁹.

Yönetim üzerindeki hâkimiyeti sebebiyle anonim ortaklığın kontrolü, genel kurulda, dolayısıyla genel kurulu oluşturan pay sahiplerindedir. Ancak anonim ortaklık içindeki işlevini aldığı kararlarla yerine getiren genel kurulda, bir kararın alınabilmesi, çoğunluk ilkesinin varlığı sebebiyle, kural olarak, tüm pay sahiplerinin olumlu oyuna ihtiyaç göstermemektedir. Şahıs ortaklıklarına egemen olan oy birliği esası, sermaye ortaklıklarında yerini oy çoğunluğu ilkesine bırakmıştır. Genel kurulda alınacak kararın niteliğine göre değişen farklı çoğunluk nisapları, genel kurul olarak bir kararın alınmasına yetmektedir. Genel kurulda kararlar, sermaye payı oranına göre belirlenen çoğunluk ilkesine göre alınmakta ve toplantıya katılmayan

sahibi”; tüzel kişi olup olunmamasına göre “tüzel kişi pay sahibi – gerçek kişi pay sahibi”; büyük fonların idarecisi olarak tasarrufların değerlendirilmesi amacıyla pay alınıp alınmamasına göre “kurumsal yatırımcı/pay sahibi – bireysel yatırımcı/pay sahibi”; sahip olunan paya herhangi bir imtiyaz bahşedilmiş olup olmamasına göre “imtiyazlı pay sahibi – adi pay sahibi” ayrımları, yapılabilecek sınıflandırmaların önde gelenleridir. Bunların yanında “büyük pay sahibi – küçük pay sahibi”, “devamlı pay sahibi – değişken pay sahibi”, “işletmecî pay sahibi – yatırımcı pay sahibi”, “yöneten pay sahibi - yönetilen pay sahibi” ayrımlarına da rastlanmaktadır. İnc. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 814 vd.; ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 21.

¹²⁹ Çoğunluk ilkesi hakkında inc. örn. POROY (Tekinalp/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 465; TEKİL, **Anonim Şirketler**, s. 46-47; MORSE/GIRVIN, **Company Law**, s. 337; L. S. SEALY, **Cases and Materials in Company Law**, Seventh ed., Oxford – New York, Oxford University Press, 2004, s. 476. Ayrıca çoğunluk ilkesinin İngiliz hukukundaki, ortaklığın dava hakkı olduğu veya şirket işleyişinde çoğunluk tarafından onaylandığı durumlarda özellikle azınlık pay sahiplerinin açacağı davanın dinlenmeyeceği şeklindeki genişletilmiş ve tartışmalı anlamı için bkz. Foss v. Harbottle [(1843) 2 Hare 461 vd.; MORSE/GIRVIN, **Company Law**, s. 337, 341 vd.; SEALY, **Company Law**, s. 477 vd. Ayrıca karş. Janet DINE, **Company Law**, Fifth ed., New York, Palgrave Macmillan Law Masters, 2005, s. 71.

veya katılsa da olumsuz oy veren pay sahipleri için de, geçerli bir şekilde uygulanmaktadır¹³⁰. Gerekli asgari nisapların sağlanması şartıyla, bir genel kurul kararının hangi oranda çoğunlukla alındığı, ilgili genel kurul kararının hukuki varlığı açısından önemli değildir. Genel kurulun, bir başka deyişle pay sahipleri bütününe iradesinin ortaya konulması açısından, kararın oy çoğunluğu veya oy birliği ile alınması bir fark yaratmamaktadır.

Genel kurulda bir kararın alınabilmesi için tüm pay sahiplerinin olurunun alınması gerekmediğine göre belli bir pay sahibi veya grubu, kullandığı oylarla genel kurulun karar alma sürecine hâkim olabilir. Yani tüm pay sahiplerinin aynı yöndeki ortak iradeleri değil, belli sayıdaki pay sahiplerinin istekleri, genel kurul kararı olarak tezahür etmekte, hüküm doğurmakta ve anonim ortaklık tüzel kişiliğinin iradesi hâline gelmektedir¹³¹. Öyle ise genel kurul üzerindeki söz konusu hâkimiyet, anonim ortaklık üzerindeki hâkimiyet ve kontrolü de beraberinde getirmekte ve özel/mikro anlamda, genel kurula hâkim olan pay sahibi/sahiplerinin, anonim ortaklığı kontrol ettiği sonucuna ulaşılmaktadır¹³². Dolayısıyla kontrolü elinde bulunduran söz konusu

¹³⁰ TK. m. 379: “*Umumî heyet tarafından verilen kararlar toplantıda hazır bulunmayan veyahut muhalif rey veren pay sahipleri hakkında dahi muteberdir.*”.

¹³¹ Üstelik genel kurula hâkimiyet için her durumda çoğunluk pay sahibi konumunda bulunmak dahi gerekmemekte, başka hukuki ve/veya fiilî araçlarla bu hâkimiyet sağlanabilmektedir. Öte yandan bazı durumlarda da, çoğunluk olmak kontrolü elde etmek için yeterli olmayabilmektedir. Yani salt genel kurul karar alma sürecine hâkim olan çoğunluk ilkesinden hareketle, anonim ortaklık kontrolünün kimde olduğu da gerçek anlamda tespit edilemeyebilir.

¹³² Anonim ortaklığı kontrol eden pay sahibine, yabancı doktrinde, “controller” ismi verilmektedir. Bu terim, Türkçe’ye “kontrolör” şeklinde çevrilemez. Zira “kontrolör” kelimesi, dilimizde, denetçiye aşağı yukarı eş değer bir anlam taşımaktadır. Örn. bkz. Seri: VIII, No: 51 sayılı Tebliğ m. 3/1. Dolayısıyla kontrolör pay sahibinden bahsedilemez. Bu sebeple biz, “controller” teriminin karşılığı olarak, anonim ortaklığı kontrol eden pay sahibi, kontrolü elinde bulunduran pay sahibi veya kontrole sahip pay sahibi kullanımlarını uygun bulmaktayız. Hatta pay sahibi dahi olmayan “controller” olabilir.

Bu kapsamda belirtelim ki, “controller”, “çoğunluk (majority)” pay sahibi ile de eş değer değildir. Çoğunluk, mutlaka anonim ortaklıktaki toplam payların yarısının bir adet fazlasına sahip olan ve bu şekilde genel kuruldaki oyların da çoğunluğunu kullanan kişidir. Çeşitli hukuki araçlar karşısında, çoğunluk pay sahibinin genel kuruldaki oy çoğunluğuna sahip olmaması da olasıdır. Ancak belirtelim ki, çoğunluk pay sahibi, % 51 payın sahibi anlamına gelmez. % 50’den bir adet fazla pay sahipliği yeterlidir. % 50 ile % 51 arasındaki % 1’lik oran, binlerce payı karşılayabilir.

Gerçekten de “controller” olabilmek için, anonim ortaklığın sermaye dağılım durumuna göre sermayenin % 50’sinden fazla oranda paya sahip olmak gerekemeyebilmektedir. Sermaye dağılımı oldukça yaygın olan anonim ortaklıklarda, gerek blok sermaye sahiplerinin azlığı, gerek de yatırımcı pay sahiplerinin genel kurula olan ilgisinin yetersizliği sebepleriyle, % 50’den çok daha az oranlarda paya sahip olan kişi veya kişiler, genel kurul kararları toplantıda bulunanların çoğunluğu ile alındığı için, genel kurul kararlarına, dolayısıyla genel kurula ve anonim ortaklığa

pay sahibinin/sahiplerinin dışındaki pay sahipleri, kontrolden uzaklaşmakta ve azınlık pay sahibi konumuna düşmektedirler. İşte bu husus, kontrol – mülkiyet ayrılığının (separation of ownership and control)¹³³ birinci ayağıdır: Anonim ortaklıklarda kontrol, tüm pay sahiplerince beraberce kullanılmamakta, pay sahipleri mülkiyet oranları yani pay nispetleri çerçevesinde anonim ortaklık mal varlığı üzerinde etkide bulunamamakta, hâkimiyet sağlayamamaktadırlar. Genel kurul çoğunluğu, en azından kanuni düzende, tüm karar alma sürecine hâkimdir ve söz konusu çoğunluk pay sahiplerinin anonim ortaklık üzerindeki kontrolü, “tam”dır. Bir başka deyişle belli pay sahipleri, mülkiyet oranlarından daha fazla kontrole sahipken, diğerleri mülkiyet oranlarında kontrole katılamamaktadırlar. Bazı durumlarda

hâkim olabilmektedirler. Görüldüğü gibi bu tür ihtimallerde, anonim ortaklığı kontrol eden pay sahibi, bir başka deyişle “controller” olabilmek için, payların çoğunluğunun mülkiyetine sahip olmak yani çoğunluk pay sahibi olmak gerekli değildir. Öte yandan bazı özel durumlarda genel kurula hâkim olan gücün pay sahibi dahi olmaması mümkündür. Bu durumda anılan güç/kişi, gene “controller”dır yani ortaklığın kontrolünü elinde bulundurmaktadır ancak pay sahibi değildir. Bunun gibi çoğunluk olmak da, her durumda kontrol gücünü getirmeyebilecektir. Öyle ise vardığımız sonuç, anonim ortaklıklarda “çoğunluk” olabilmek için gerekli olan, payların yarısından fazlasına sahip olmak ve dolayısıyla pay sahibi olma şartlarından ikisinin de, “controller” olmanın kaçınılmaz şartları arasında yer almadığıdır.

“Controller” dışında kalan tüm pay sahipleri “non-controller” yani anonim ortaklık kontrolüne sahip olmayan veya kontrolü paylaşmayan ortaklardır. Bunlara bireysel pay sahipliği haklarına nazaran bir takım ekstra imkânlar/haklar verilmiş olması, onların “non-controller” vasıflarını değiştirmez. Bu değerlendirme yapılırken verilen hakların alanı ve etkisi çok iyi tespit edilmelidir. Non-controller pay sahiplerinin toplam sermaye payları, “controller”dan fazla olabilir. Yani çoğunluk, non-controller durumunda bulunabilir.

Tekinalp, kontrol terimini kullanmaksızın, “yöneten pay sahibi – yönetilen pay sahibi” ayrımını yapmaktadır. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 824-825, ayrıca karş. N. 815-816.

“Controller” kavramının, anonim ortaklığın kontrolünden bağımsız olarak, belirli alacaklıların haklarının muhafazası amacıyla geliştirilmiş, ortaklık yöneticilerinin tasarruf yetkisini kısıtlayan özel bir müessesede aldığı anlam için inc. Avustralya Ortaklıklar Kanunu m. 416 vd.

¹³³ Bu ayrımı ilk defa ortaya koyan *Berle/Means*, bu duruma değinmekle birlikte, “kontrol - mülkiyet” ayrımı kavramının içeriğini, daha çok, pay sahipleri bütünüünün ortaklık kontrolüne sahip olmamaları şeklindeki ikinci ayağını ön plana alarak doldurmaktadırlar. Doktrinde de, “separation of ownership and control” kavramı, daha çok, bu ikinci unsur ile anılmakta ve bu teori çerçevesinde, çoğunluk mülkiyeti durumunda azınlığın sahip olduğu mülkiyete nazaran kontrol yetkisine sahip olmaması ve kontrolden uzaklaşması, göreceli olarak, göz ardı edilmektedir. İnc. ve karş. BERLE/MEANS, **Modern Corporation**, s. 69 vd., özellikle 90 vd.; BAINBRIDGE, **Corporation Law**, s. 8 vd.; PARKINSON, **Corporate Power**, s. 54 vd.; Brian R. CHEFFINS, “Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom”, **The University of Chicago, The Journal of Legal Studies**, June 2001/30, s. 460 vd.; ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 8 vd.; John C. COFFEE, “The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law and the State in the Separation of Ownership and Control”, **Yale Law Journal**, 2001/111, s. 1 vd.; Tara L. C. Van HO, “Comment And Casenote: Reconstructing The Marriage Of Ownership And Control: Is The SEC Missing An Important Step In Its Hesitancy To Adopt Proposed Rule 14A-11?”, **University of Cincinnati Law Review**, Spring 2005/73, s. 1211 vd.

özellikle genel kurula katılım oranına göre oluşan ilgisizlik sebebiyle, yani fiilî bir olguya dayalı olarak, kontrole katılmayan/katılmayanların oranı çok fazla olabileceği gibi, bir takım hukuki araçlarla da daha az mülkiyet ile daha çok kontrolün sağlanması mümkündür. Sonuçta genel kurulu oluşturan pay sahipleri bütünü, kural olarak, tam kontrole sahiptir, ancak bu kontrol pay sahipleri arasında mülkiyet oranları doğrultusunda paylaştırılmış değildir. Birinin sahip olduğu fazlalık, diğerinin eksikliğidir. Dolayısıyla anonim ortaklıklarda bu eksiklik anlamında, kontrol – mülkiyet ayrımı vardır.

C. Kontrol Araçları

“Kontrol aracı”, anonim ortaklıkta “controller”ın kontrolü elde etmesini sağlayan hukuki ve/veya fiili imkândır.

Kontrol, iki farklı hukuki varlık arasındaki bağımlılığı sağlar. Bu anlamda bu ikisi arasında köprüyü kuran yani bağımlılığı sağlayan, “kontrol aracı”dır. Gerçek kişiler ancak sözleşmeler yoluyla birbirine bağlanırken; anonim ortaklıklarda ve esasında diğer tüm tüzel kişilerde bağımlılığı sağlayan sözleşme dışında, başka tüzel kişiliğe özgü kontrol araçları vardır. Bu anlamda hukuken bağımsız bir varlık olan tüzel kişilerin ve bunlar içinde anonim ortaklıkların hiçbirinin, en azından iktisadi açıdan, bağımsız olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Zira anonim ortaklıkların hepsinde bir kontrol gücü vardır ve bu güce sahip olan “controller” ile ilgili anonim ortaklık arasında bir bağımlılık/kontrol ilişkisi söz konusudur. Anonim ortaklığın yapay bir varlık olmasının sonucu, onun bir kontrol aracı vasıtasıyla her zaman kontrol altında olması ve dolayısıyla bağımlılığıdır.

Anonim ortaklıkta kontrol, kural olarak pay çoğunluğuna sahip olarak elde edilebilir. Buradaki çoğunluk, toplam payların % 50’sinin bir adet fazlasıdır. Oran yükseldikçe ve tam mülkiyet durumuna yaklaşıldıkça kontrolü elinde bulunduran “controller”ın karşısında yer alabilecek ve kontrolün gücünü azaltabilecek pay sahibi kalmamaktadır. Ancak belirtelim ki, esas sözleşmesinde ağırlaştırılmış nisap kuralı bulunmayan anonim ortaklıklarda, çoğunluk kontrolü ile tam mülkiyete dayalı kontrol arasında nitelikli bir fark bulunmamaktadır. Kontrol, genel kuruldaki oy çoğunluğuna dayalı olduğu için, söz konusu oy çoğunluğunu, pay çoğunluğuna sahip

olmaksızın sağlayan hukuki araçlar da, bu hukuki araçtan yararlanan kişinin “controller” olmasına yol açabilir. Böylelikle çoğunluk mülkiyet oranına sahip olmaksızın, örneğin oyda imtiyazlı paylar ile veya pay sahipliği ya da oy sözleşmeleri ile genel kuruldaki oy çoğunluğu, dolayısıyla kontrol elde edilebilir. Hatta hiç sermayeye/mülkiyete katılmaksızın, genel kurulda oy kullanma hususundaki temsil hakkı ile veya TK. m. 360 karşısında pay üzerindeki intifa hakkı sahipliği ile de “controller” olunması mümkündür¹³⁴ ¹³⁵. Oysuz paylar da ilgili anonim ortaklıktaki sermaye – oy dengesini bozarak, sermaye çoğunluğu gerekmeksizin, genel kurulda oy çoğunluğunun elde bulundurulmasını sağlayabilir.

Bunun gibi genel kuruldaki oy çoğunluğunu sağlamadan, doğrudan yönetim kuruluna ilişkin bir ayrıcalık olan yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme imtiyazı da, bir başka kontrol aracı olarak karşımıza çıkabilir. Hâkimiyet sözleşmeleri ise, hem genel kuruldan hem de yönetim kurulundan bağımsız olarak, hedef ortaklığın kontrolüne etki eden bir hukuki araç vasfındadır¹³⁶ ¹³⁷.

¹³⁴ Pay üzerinde hapis hakkının var olduğu durumlarda da, Yargıtay’ın eleştirilen uygulaması doğrultusunda [inc. ve karşı. Yarg. 11. HD. 07.03.1996, 6475/1468 (**Batider**, 1996/XVIII-3, s. 134-139); Abuzer KENDİGELEN, “Anonim Ortaklık Payı (Pay Senedi) Üzerinde Hapis Hakkı ve Bu Hakka Konu Oluşturan Paylardan Kaynaklanan Oy Hakkının Kime Olduğu Sorunu, (Yarg. 11. HD’nin 07.03.1996 Tarih ve 95-6475/96-1468 Sayılı Kararı Üzerine Bir İnceleme)”, Ticaret Hukuku Kürsüsünde Onbeş Yıl, **Makalelerim**, C. I, İstanbul, Beta yay., 2001, s. 241 vd.; Mustafa ÇEKER, “Anonim Ortaklık Payı Üzerinde Hapis Hakkı Bulunması Hâlinde Oy Hakkı Kime Aittir? (Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Bir Kararı Münasebetiyle)”, **Batider**, 1996/XVIII-4, s. 159 vd.] oy hakkı hapis hakkı sahibince kullanılacağı için, hapis hakkı sahibinin de söz konusu hukuki araç vasıtasıyla ortaklığı kontrol etmesi mümkündür.

¹³⁵ Pay üzerinde intifa hakkı bulunması durumundan farklı olarak, TK’da payın rehni hâlinde oy hakkının kime ait olacağı ya da kullanılacağına ilişkin açık bir düzenleme bulunmamaktadır. Rehin hakkı, hak sahibine rehin konusunun kullanımı yetkisini vermediğine ve sadece teminat vazifesi göreceğine göre, rehin hakkı sahibinin –en azından kanuni düzende- paydan kaynaklanan oy kullanma yetkisine sahip olduğu söylenemez. Dolayısıyla örneğin çoğunluk payları üzerinde rehin hakkına sahip olan kişinin ilgili anonim ortaklığı kontrol ettiği de kabul edilemeyecektir. Ancak uygulamada sıklıkla rehin hakkı sahibinin, pay sahibi ile arasındaki rehin sözleşmesi ile -pay sahibinin temsilcisi olarak veya değil- paydan kaynaklanan oyu kullanma gücünü kendisine aldığı görülmektedir. İşte rehinli alacaklıya oy hakkının verildiği bu tür durumlarda, pay üzerindeki rehin hakkı sahipliği, bir kontrol aracı olarak karşımıza çıkmaktadır. Bkz. Ercüment ERDEM, **Türk Ve AT Rekabet Hukukunda Birleşme Ve Devralmalar**, İstanbul, Beta yay., 2003, s. 65.

¹³⁶ Erdem de, kontrolün sağlanması açısından kullanılacak hukuki ve fiili araçlardan bahsetmekte ve bunların başında azınlık hakları, oy sözleşmeleri, imtiyazlı paylar, pay üzerinde intifa ya da rehin hakkı kurulması, yönetim sözleşmeleri ve çağrı yoluyla vekâlet/hisse senedi toplanmasını göstermektedir. ERDEM, **Birleşme Ve Devralmalar**, s. 56.

¹³⁷ Kontrol araçlarının ilk defa ortaya çıkması veya el değiştirmesi, anonim ortaklıktaki kontrol sahibini değiştirip, ortaklığın devrini sağlayacağı için, “kontrol araçları” ile “anonim ortaklığın

Kontrolün elde edilmesi; mülkiyet, imtiyaz, intifa hakkı, sözleşme akdi gibi hukuki bir araca dayalı olmaksızın, anonim ortaklığın pay dağılım durumunun yaygınlığı gibi fiilî bir olgunun yardımı ile de mümkündür. Binlerce pay sahibi bulunan büyük halka açık anonim ortaklıklarda, güç boşluğu sorunu karşısında % 50'nin altındaki pay sahipliği ile, anonim ortaklığın en büyük pay sahibi olarak, genel kurul oy çoğunluğuna sahip olunması mümkündür. Zira genel kurulda kararlar, -kural olarak- katılanların çoğunluğu ile alınır. Bu durumda “azınlık kontrolü” söz konudur. Hatta pay sahipliğinin giderek yayılması ve atomize olması sonucunda, blok bir pay sahibinin kalmaması ve ortaklığın, yönetim kurulunun kontrolüne girmesi (“yönetim kontrolü”) de, özellikle, Anglo-Sakson ülkelerinde sıklıkla karşılaşılan bir durumdur. İşte pay sahiplerinin bir bütün olarak genel kurul hâkimiyetini kaybettikleri bu durumlarda, kontrol – mülkiyet ayrımının esas içeriğini oluşturan, kontrol – mülkiyet ayrımının ikinci ayağı ortaya çıkmakta ve kontrol “yabancı”laşmaktadır¹³⁸.

D. Ortak Kontrol

Anonim ortaklık kontrolü, elinde bulunduran “controller”ın, sahip olduğu hukuki ve/veya fiilî gücün bir üçüncü kişi yani kendisine bağlı olmayan bir yabancı/kişi ile paylaşılıp paylaşılmamasına göre, “tek başına (münferit) kontrol (sole control)” ve “ortak kontrol (joint control)” şeklinde ikili bir ayrıma tabi tutulabilir.

“Tek başına (münferit) kontrol”, anonim ortaklığı kontrol eden kişinin, kontrol gücünü kendisine bağlı olmayan, kendisi dışındaki bir başka kişi ile paylaşmadığı hâllerde söz konusu olur. Kontrol açısından klasik model budur. (A) AO'nun çoğunluk paylarına sahip olan pay sahibi (X), genel kuruldaki oy oranı ile dilediği kararların alınmasını sağladığı ve diğer pay sahipleri onun kararlarını engelleyemediği için (X), tek başına “controller”dır. Yönetim kurulu üyelerinin tamamını bu kişi seçer, esas sözleşmeyi değiştirebilir, ortaklığın tasfiyesini

devralınma yöntemleri” çakışmaktadır. Dolayısıyla bu konuda daha ayrıntılı bilgi için bkz. aş. İkinci Bölüm/IV.

¹³⁸ Aynı şekilde, çoğunluk payları üzerinde intifa hakkı veya hâkimiyet sözleşmesi ile sağlanan kontrolde de, “controller” pay sahibi olmadığı için, “yabancı kontrolü”, dolayısıyla kontrol – mülkiyet ayrımı vardır.

sağlayabilir. Anonim ortaklık hukukuna has hukuki araçlarla (X) dışındaki pay sahipleri şirket tüzel kişiliğinin ve kendilerinin menfaatlerini korumaya çalışabilirlerse de, ortaklık içinde (X), çoğunluk paylarının mülkiyetinin verdiği imkân ile hem genel kurul hem de yönetim kurulunda kararların alınma sürecine tek başına hâkim olup, kendisi dışındaki pay sahipleri veya diğer menfaat grupları ile örneğin ve en önemlisi yönetim kurulu üyelerinin belirlenmesi konusunda anlaşmaya ihtiyaç duymaz.

Öte yandan iki ya da daha fazla iktisadi açıdan bağımsız kişinin anonim ortaklığı ortaklaşa olarak kontrol ettikleri yani kontrolün paylaşılması durumunda “ortak kontrol” söz konusu olur¹³⁹. Kontrol ya eşit güce/imkânlarla sahip iki kişi tarafından paylaşılmakta¹⁴⁰ ya da “controller”lardan biri daha baskın olup, diğeri ortaklık işleyişindeki temel bazı işlemlerde söz sahibi olabilmekte yani hâkimiyeti paylaşmaktadır. Tam mülkiyete dayalı kontrol dışındaki tüm kontrol çeşitlerinde ilgili anonim ortaklıkta baskın gücün dışında bir azınlık pay sahibi vardır. İşte bu azınlığın hukuki veya fiilî olgulara dayalı gücünün/haklarının/imkânlarının kapsamı onun kontrolü paylaşıp paylaşmadığını, dolayısıyla “ortak kontrol”ün bulunup bulunmadığını belirler. Bu azınlık, sadece bireysel pay sahipliği ya da azınlık haklarından yararlanabiliyorsa, ortaklık işleyişine yönelik bir “engelleme” gücüne sahip olduğundan bahsedilemez¹⁴¹. Bununla birlikte bu azınlık, belli temel işlemlerde

¹³⁹ *Berle/Means*, “ortak kontrol” kavramına da biraz daha geniş ve farklı açıdan yaklaşmaktadırlar. Yazarlar, iki ya da daha fazla azınlık pay sahibinin kontrolü elde etmek için ortak hareket etmeleri yanında; yönetim ve azınlık kontrolünün bir arada bulunması olgusunu da “ortak kontrol”ün kapsamı içine almaktadırlar. Hukuki esaslara dayalı olmayan her iki kontrol çeşidinde, olaylara dayalı kontrol her zaman tek bir grubun elinde olmayacaktır. Birçok durumda controller olan azınlık, yönetimin iş birliğine ihtiyaç duyar ve/veya kontrolü elinde bulunduran yönetimin konumunu korumak için azınlık pay sahiplerinin taleplerini kabul ettikleri görülmektedir. İşte bu durumda kontrol bölünmekte ve ortak kontrol ortaya çıkmaktadır. *BERLE/MEANS, Modern Corporation*, s. 89.

Yazarlar, yönetim kontrolünün olduğu anonim ortaklıkların hiçbirinde % 5’den fazla paya sahip olan bir pay sahibinin bulunmadığını, pay oranı % 5 ile % 20 arasında olan bir pay sahibi bloğunun bulunduğu durumlarda -azınlık ile yönetim kurulu arasındaki ilişkiden ötürü- ilgili anonim ortaklıktaki kontrolün, genellikle, “ortak/birlikte azınlık-yönetim kontrolü (joint minority-management control)” olarak kategorilendirileceğini belirtmektedirler. *A.e.*, s. 93.

¹⁴⁰ Bu durumda hemen tüm kararlarda bu iki tarafın anlaşması şarttır.

¹⁴¹ Örneğin TK. m. 388/1 karşısında ortaklığın vatandaşlığının değiştirilmesi konusunda veto yani engelleme gücü ya da TK. m. 310 uyarınca kuruluşun doğan sorumluluktan ibraya engel olma imkânı yahut da TK. m. 377’den yararlanılarak genel kurulun bilançoğu onaylamasının bir süreliğine mani olunması, bu haklara sahip pay sahiplerini, ortaklığın temel işlemlerinde karar verici pozisyona sokmadığı için, “engelleme azınlığı” yapmaz. Olsa olsa, pay sahipliği ve

nihai engelleme gücüne sahipse, “engelleme azınlığı” hâline gelir ve bu olasılıkta kontrolü paylaşıp paylaşmadığının tespiti gerekir. Burada da öncelikli belirleyici ölçüt, ortaklığın yönetim organı olan yönetim kurulu üyelerinin seçimindeki ve devamında yönetim kurulu işlemlerindeki katılım gücüdür. Örneğin ortaklığın temel işlemlerinden olan esas sözleşmenin değiştirilmesi için esas sözleşmesinde % 75’lik olumlu oyun gerekli olduğunun yazılı olduğu bir anonim ortaklıkta ya da kanuni düzenlemelerinde belli ölçüde ağırlaştırılmış yeter sayıların bulunduğu İngiltere’de tüm anonim ortaklıklarda, örneğin % 30 oranında paya sahip azınlık, “engelleme azınlığı”dır, ancak ortak kontrole sahip değildir. Zira sadece esas sözleşmenin değiştirilmesine engel olma gücü, ortaklık yönetimine kısmen de olsa hâkim olduğu anlamına gelmez. Bununla birlikte esas sözleşmede yer alan bir imtiyaz düzenlemesi ile yönetim kurulu üyelerinin toplanmasını engelleyecek oranda üyeyi belirleme gücüne sahip olan ya da yönetim kuruluna soktuğu tek üyenin olumlu oyu olmaksızın yönetim kurulunun karar almasının mümkün olmadığı % 30 oranında paya sahip azınlık, gene “engelleme azınlığı”dır, ancak bu sefer engelleme gücünün kapsamı itibarıyla, aynı zamanda “ortak kontrol”e de sahiptir, yani “controller”dir¹⁴²

¹⁴³

Rekabet hukuku doktrininde, ortak kontrol kavramı, özellikle “ortak girişim (joint venture)” bağlamında ele alınmıştır. Zira ortak girişimlerin ayırt edici temel unsuru, ortak kontrolün varlığıdır. Bu bağlamda ortak kontrol, “iki veya daha fazla

azınlık haklarının kullanılması suretiyle sürekli olarak davalar açan bu grup, ortaklık içinde huzursuzluğa sebep olup, istikrarı tehlikeye sokabileceği için, *Karayalçın*’ın deyimi ile, “taciz azınlığı” olarak isimlendirilebilir. Bkz. KARAYALÇIN, **Kontrol Satışı ve Genel Alım Önerisi**, s. 361.

¹⁴² Kontrol, ana hatları ile ortaklığın belli bir kişinin istediği kararları alması ve/veya istemediklerini alamamasıdır. İşte ortaklığın almasının sağlandığı veya almasına engel olunan kararların kapsamı, kontrol sahibini ortaya koymaktadır. Kontrolün anılan ikinci yönü, “engelleme” gücünü karşılamakta ve “negatif kontrol” olarak vasıflandırılabilir.

¹⁴³ *Karayalçın*, her anonim ortaklıkta kontrol çoğunluğu ve engelleme azınlığının, ya ortaklık esas sözleşmesine konulacak yeter sayı hükümlerine ya kontrol amacına ya da genel kurula katılan pay sahiplerinin sayısına göre değişebileceğini belirtmektedir. KARAYALÇIN, **Kontrol Satışı ve Genel Alım Önerisi**, s. 361. Yazarın “kontrolün amacı” şeklinde ortaya koyduğu husus, kontrolün kapsamını karşılamaktadır. Yoksa kontrol, her zaman yönetim üzerindeki hâkimiyettir. Bu hâkimiyetin sınırsız olup olmaması, kontrolün kapsamını, yazarın ifadesi ile amacını göstermektedir. Örneğin payların yarıdan fazlasına sahip olan kişi, kontrole sahiptir ancak ortaklığın vatandaşlığını değiştirebilecek güçte değildir. Bu durum, onun kontrolünün kapsamının sınırı yani kapsamı ile alakalıdır. Yoksa bir anonim ortaklıkta kimin “controller” olduğunun tespiti açısından, muhtemel kontrol sahiplerinin amaçları irdelenemez. Belirli objektif kriterler, bu tespit için yeterlidir.

sayıda teşebbüsün, bir diğer teşebbüs üzerinde doğrudan ya da dolaylı bir şekilde uzun süreli olarak belirleyici etkiyi uygulama olanağına sahip olması” şeklinde tanımlanmaktadır¹⁴⁴.

Ortak kontrolün varlığından bahsedebilmek için, ortaklık yönetimi üzerinde hâkimiyet sağlayan tek bir kişinin/grubun bulunmaması, ortaklığın stratejik kararlarının alınmasında iki ya da daha fazla farklı yönde menfaat sahibi olan kişinin söz sahibi olup, anlaşmaları gerekmektedir. Controller mevkiinde bulunan birden fazla kişinin, ortaklık yönetimi açısından ortak bir politikada anlaşmalarının zorunlu olduğu hâllerde ortak kontrol vardır.

Yukarıda da belirtildiği üzere, ortak kontrol için, kontrolü paylaşan kişilerin mutlaka eşit güce sahip olmaları şart değildir. Önemli olan husus, en azından stratejik değere sahip konularda ikili anlaşmanın gerekmesi, bu tür konularda tek başına hareket kabiliyetinin bulunmaması ve uzlaşma gereğinin varlığıdır¹⁴⁵.

Ortak kontrol, çeşitli şekillerde ortaya çıkabilir¹⁴⁶ ¹⁴⁷. Anonim ortaklık paylarının % 50’lik oranda paya sahip iki pay sahibi grubu arasında paylaşılması ve

¹⁴⁴ Abdülğani GÜNGÖRDÜ/Mehmet Akif KAYAR, “AT Rekabet Hukuku Uygulamaları Işığında Ortak Girişimlerde Ortak Kontrolün Varlığının Belirlenmesi”, **Rekabet Dergisi**, Temmuz - Ağustos Eylül 2002/11, s. 78; Pelin GÜVEN, **Rekabet Hukuku**, Ankara, Yetkin yay., 2005, s. 338.

¹⁴⁵ Karş. Taslak Tebliğ m. 5. Bu konuda bkz. aş. Üçüncü Bölüm/dpn. 396.

¹⁴⁶ Doktrinde, ortak kontrolün, eşit oy hakkına sahip olma, karar alma organlarında temsilde eşitlik, veto hakları ve oylamalarda ortak hareket edilmesi şeklinde birkaç grupta toplanabileceği belirtilmektedir. ERDEM, **Birleşme Ve Devralmalar**, s. 84; GÜVEN, **Rekabet Hukuku**, s. 338. Dolayısıyla sahip olunan oy oranları dışında, imtiyazlı paylar veya yapılan pay sahipleri sözleşmeleri “ortak kontrol”ün varlığı sonucunu ortaya çıkarabilmektedir.

¹⁴⁷ RK, 18.09.2001, 01-44/433-111 (RG. 02.02.2002, 24659) : “...Ortak kontrol kısaca iki ya da daha fazla teşebbüsün bir diğer teşebbüsün karar alma mekanizmasında belirleyici etkiye sahip olması olarak tanımlanabilir. Ortak kontrol veto haklarının kullanılması oylamalarda ortak hareket edilmesi ya da fîli kontrole sahip olunması gibi çeşitli yollarla sağlanabilir. Belirleyici etki ana teşebbüslerin ortak girişimin stratejik ya da ticari faaliyetlerini ilgilendiren kararlarını veto etme hakkıdır...”. Ayrıca bkz. RK, 26.06.2001, 01-29/285-85 (RG. 17.11.2002, 24939).

RK, 15.12.2008, 08-71/1149-446 (RG. 17.02.2009, 27144) : “Ortak kontrolün meydana gelebilmesi için ana teşebbüslerin hiç birinin tek başına karar alma yetkisinin bulunmaması ve ilgili tarafların iradesinden bağımsız yeni bir iradenin ortaya çıkması gerekmektedir. Bu ise üç halde mümkün olabilmektedir:

- Ana teşebbüslerin eşit oy hakkına sahip olması veya karar organlarında eşit üyeyle temsil edilmesi,
- Ana teşebbüslerden bazılarının azınlık paylarına sahip olmasına rağmen veto haklarını ellerinde bulundurması,
- Oylamalarda ortak hareket edilmesi...”.

herhangi bir imtiyazın da bulunmaması durumunda, yönetim kurulu üye seçiminden, esas sözleşmenin değiştirilmesine kadar tüm stratejik kararlarda bu iki grubun anlaşmasının gerektiği açıktır. Her iki pay sahibi grubu da, tek başlarına genel kurulun karar almasını sağlayamamakta, ancak toplantıya katılarak diğer grubun karar almasına da engel olabilmektedir. Bunun gibi oy oranlarının (% 35 - % 35 - % 30 gibi) bireysel kontrole imkân vermeyecek şekilde birbirine yakın olması hâlinde de “ortak kontrol” söz konusu olabilmektedir¹⁴⁸.

Ortak kontrolün sıklıkla ortaya çıktığı hâl, yönetim kurulu üyeliklerinin paylaşımıdır. Anonim ortaklık, yönetim kurulu tarafından yönetilir, dolayısıyla ortaklık yönetimine hâkim olmak isteyen kişilerin, yönetim kurulu üyelerini belirleme gücüne sahip olmaları gerekmektedir. Yönetim kurulu üyelikleri, örneğin bir pay sahipliği sözleşmesi ile belli oranda paylaşılabilir ve/veya bu yönde aday gösterme imtiyazına sahip paylar yaratılabilir. Bunun gibi birikimli oy sisteminin bulunduğu anonim ortaklıklarda da yönetim kurulu üyeliklerinin paylaşılması olasıdır. Diğer hâllerde genel kurul çoğunluğu, üyelerin tümünü seçmektedir.

Yönetim kurulu üye paylaşım oranı yarı yarıya ise ortak kontrolün varlığı şüphesizdir. Buradaki sorun, taraflardan birinin daha az sayıda aday önerme imtiyazına sahip olduğu durumlarda, ne zaman ortak kontrolün varlığından bahsedilebileceğinin belirlenmesidir. Örneğin yönetim kurulu üye sayısı 7 olan ve (A) ve (B) şeklinde iki ayrı aday önerme imtiyazına sahip pay grubunun bulunduğu bir anonim ortaklıkta, (A) grubu, 4; diğeri de 3 üye seçtirme imkânına sahipse, ortak kontrol gene vardır. Zira 7 kişilik yönetim kurulunda toplantı nisabı, 5’dir ve (B) grubunun seçtiği üyelerden en az birinin katılımı olmaksızın yönetim kurulunun toplanıp karar alması mümkün değildir¹⁴⁹. Bu durumda daha az sayıda yönetim

¹⁴⁸ **A.e.**, s. 339.

¹⁴⁹ Sadece toplantı nisabı açısından bir engelleme gücüne sahip olunmasının, kontrol noktasında etkili olmayacağı, zira esas kontrol sahibinin karar nisabı açısından yeterli çoğunluğa sahip olduğu düşünülebilir. Ancak yönetim kurulu kararları açısından yazılılık şartının geçerlik koşulu olması, yönetim kurulu toplantılarında davet prosedürünün ve resmî bir memurun bulunmaması, toplantı yapılmaksızın karar alınmasının hiçbir üyenin buna itiraz etmemesi şartına bağlı olması hususları ile özellikle anonim ortaklık uygulaması göz önüne alındığı vakit, yönetim kurulu toplantı nisabına ulaşılmasını engelleme gücüne sahip tarafın, bunu kullandığı, bu şekilde yönetim kurulunu toplanamaz ve karar alamaz hâle getirebildiği, bu yolla ortaklığın infisahına ve/veya kayyum tayinine yol açabileceği, dolayısıyla yönetim kurulu kararlarının alınmasında önemli ölçüde söz sahibi olduğu ve kendi düşüncelerini/isteklerini diğer tarafa dayatma gücünü

kurulu üyesi seçtirme imkânına sahip olan (B) grubu, engelleme gücü ile “negatif kontrole” sahip olup, kontrolü paylaşıyor demektir. Bu ihtimalde yönetim kurulu üyelerinden 3’ünü belirleyen blok bir güç olmasaydı, 4 kişiyi seçtiren pay sahibi, yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunu belirleme iktidarı ile, tek başına “controller” olacaktı¹⁵⁰. Ancak bu kişinin ortaklık işleyişinde tek söz sahibi olmasını engelleme aracına sahip bir blok karşı gücün varlığı durumunda, artık, kontrol eşit güce sahip olmayan iki grupça, paylaşılıyor demektir. Dolayısıyla burada “ortak kontrol” vardır. Demek ki, yönetim kurulu üyeliklerinin belirlenmesinde söz sahibi olan, daha doğrusu belli sayıda üyeyi belirleme gücüne sahip kişinin, ortaklığın kontrolünü paylaşıp paylaşmadığı, engelleme gücüne sahip olup olmamasına ve söz konusu engelleme gücünün kapsamına bağlıdır¹⁵¹. Bu sebeple 7 kişilik yönetim kurulunda, 2 üyelik için aday gösterme imtiyazını haiz pay sahibi, diğer üyelikler belli bir kişinin/grubun yönlendirmesi altında ise, kontrolü paylaşıyor sayılmaz. Zira ortaklık işleyişini bloke etme gücü yoktur.

haiz olduğu, bu sebeple “ortak controller” olarak kabul edilmesinin isabetli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

¹⁵⁰ Bu kapsamda belirtelim ki, yönetim kurulu yapısında “bağımsız üye”nin bulunması olasılığında, bu üye, özelliği gereği herhangi bir kontrol gücüne bağlı olmayacağı için, kontrolün elde edilmesi ve şekli hesabı açısından, ne çoğunluğun ne de azınlığın seçtiği üyeler arasına katılır. Örneğin yedi kişilik yönetim kurulunda üyelerden biri bağımsız ise, kontrol çoğunluğu için gene dört üyenin seçtirilme gücüne sahip olunması lazımdır. Diğer (azınlık) kontrol gücünün iki üye seçtirme imkânı varsa, bu iki üyenin bağımsız üye ile birlikte kompakt bir yapı oluşturacakları, dolayısıyla ortak kontrolün varlığı kabul edilemez. Bağımsız yönetim kurulu üyeliği hakkında bkz. PASLI, **Kurumsal Yönetim**, s. 316 vd.; Korkut ÖZKORKUT, **Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri**, Ankara, BTHAE yay., 2007, b.a.

¹⁵¹ Burada belirtilmesi gereken husus, yönetim kurulu üye seçimindeki belirleyici gücün, bir kişiye kontrol gücünü vermesi, yönetim kurulu üyesini seçen kişi ile seçilen üyenin bağlantısının bulunması, bu bağlantının devam etme potansiyelinin varlığı yani seçenin seçileni yönlendirme erkine sahip olmasına bağlıdır. Yoksa örneğin azınlık pay sahibinin hiç tanımadığı ya da kendisi ile bir ilişkisi olmayan bir aday hakkında olumlu oy vererek bu kişinin yönetim kurulu üyesi olmasını sağlaması durumunda, ilgili adayı yönetim kurulu üyeliğinde aday gösteren diğer bir azınlık pay sahibi ile birlikte ortak kontrole sahip oldukları söylenemez. Bunun gibi yönetim kontrolünde de, yönetim kurulu üyelerini pay sahipleri seçmektedir. Ancak birbirinden tamamen kopuk, şirket işleyişine uzak pay sahiplerinin, kendilerinin aday olarak göstermedikleri kişiler lehine oy kullanmaları ve onların yönetim kurulu üyesi olmasını sağlamaları durumunda, seçen ile seçilen arasındaki bağ noksanlığı, seçenin “controller” olarak vasıflandırılmasına engeldir. Bkz. BERLE/MEANS, **Modern Corporation**, s. 86-87.

“Halk” olarak isimlendirdiği azınlıkta kalan büyük kitlelerin yönetimde temsili meselesine değinen ve bunun için birikimli oy sistemine atıfta bulunan *Tekinalp*, halkın yönetimde temsileisi bulunsa bile, yönetim kurulu üye seçiminin bitmesi ile birlikte halk paylarının sahipleri ile temsilcilerinin ilişkilerinin kesilmesine, büyük pay sahibi ile onun seçtiği temsilcisi arasındaki ilişkinin bunlarda bulunmadığına ve yönlendirme imkânının ortadan kalkmasına işaret etmektedir. **TEKİNALP, Yönetime Katılma Sorunları**, s. 103.

Yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunu¹⁵² belirleyen kişi, her zaman “controller”dır, ancak diğer pay sahiplerinin haklarının kapsamına göre, bu kişinin sahip olduğu kontrolün tek başına mı, yoksa ortak kontrol şeklinde mi olduğu belirlenir.

Engelleme gücü, yönetim kurulu içinde olabileceği gibi, genel kurulda da söz konusu olabilir. Yukarıda belirtilen oy eşitliğinde olduğu gibi, genel kuruldaki toplantı veya karar nisabının artırıldığı durumlarda, nisaba ulaşılmasını sağlayacak oranda paya sahip kişi, engelleme gücü ile, gene kontrolü paylaşıyor sayılır. Örneğin esas sözleşmesinde yönetim kurulu üye seçimindeki karar nisabının, % 75 olarak belirlendiği bir anonim ortaklıkta, % 30’luk pay oranına sahip bir kişi, genel kurulun yönetim kurulu üyesi seçmesini engelleyerek, organ yokluğu durumunu ortaya çıkarabileceği için, yönetim kurulu üyelerinin kim olacağını belirlenmesinde etken olma ve dolayısıyla kontrole katılma gücüne sahip olabilecektir.

Bunun gibi yönetim kuruluna az sayıda üye seçtiren bir kişi de, pay sahipliği sözleşmesi ve devamında esas sözleşmeye konulacak hükümlerle yönetim kurulunun vereceği esaslı kararları engelleme, bir başka deyişle veto yetkisi ile donatılmışsa gene kontrolü paylaşıyor sayılır. Burada hem genel kuruldaki oy oranlarında hem de yönetim kurulundaki temsil oranında eşitsizlik olmasına ve bu eşitsizlik, oran itibarıyla engelleme gücü de vermemesine rağmen, ortaklığın işletme politikalarına ilişkin stratejik kararların ancak yönetim kurulunda bulunan belli bir kişinin onayı ile alınabileceği kararlaştırılmışsa, bu üyeyi belirleyen ve yönlendiren kişi, veto yetkisi sebebiyle “belirleyici etki”ye katılma gücüne sahip, dolayısıyla kontrolü paylaşıyor kabul edilir. AB Komisyonu’nun “Yoğunlaşma Kavramına İlişkin Duyurusu”¹⁵³ ve

¹⁵² Yönetim kurulu üye sayısı, hemen daima tek sayı şeklinde belirlenmektedir. Bununla birlikte çift sayı şeklindeki tespite engel bir yasal düzenleme yoktur. Bu tür bir ihtimalde üyelerin yarısını belirleme gücü, bunlar olmaksızın yönetim kurulu karar alamayacağı için kontrol sahipliğini sağlayacak, ancak bu kontrol tek başına karar nisabına ulaşamayacağı için sınırlı düzeyde kalacaktır. Geri kalan yarısı belirleme gücüne sahip bir arada hareket eden belli bir kompakt/blok/grubun bulunması hâlinde ise kontrol paylaşılıyor (“ortak kontrol”) olacaktır. Demek ki, yönetim kurulu üyelerinin yarısının belirlenme gücü, bu güce sahip kişi açısından en azından ortak ve sınırlı kontrol sahipliği konumunu sağlayacaktır.

¹⁵³ OJ 02.03.1998, C 66/02. Bunun gibi Komisyon’un 139/2004 sayılı Birleşme Tüzüğü’ne ilişkin Duyurusu’nda da (OJ 16.04.2008, C 95/1-48), bir teşebbüs üzerindeki kontrole ortak olabilmek için, azınlık pay sahibinin bütçe, iş planı ve üst düzey yöneticilerin atanması başta olmak üzere, teşebbüsün işletme politikalarına ilişkin stratejik kararlarında söz sahibi olması gerektiği vurgulanmaktadır (N. 3.2./para. 65 vd.).

bu Duyuru çerçevesinde gelişen uygulamasında; işletme örgütündeki üst düzey yöneticilerin atanması, bağlayıcılık içeren bütçenin ve işletme planının tasdik edilmesi, ortaklığın pazar davranışları üzerindeki önem derecesi ve ilgili pazarın özellikleri çerçevesinde yatırım, teknoloji kullanımı ve yeni ürün gamı geliştirilmesi, üçüncü kişilere verilecek lisanslar, pazarlama politikası, kâr payı dağıtımı, yeni iş yerlerinin açılması veya kapatılması, belirli öneme sahip aktiflerin elden çıkarılması, belirli bir oranın üzerinde borçlanma, önemli mali sözleşmelerin akdi, vb. birçok konu, stratejik karar olarak değerlendirilmiştir¹⁵⁴ ¹⁵⁵. Burada ilgili kişinin engelleme gücünün kapsamı itibarıyla kontrolü paylaştığı ve “ortak controller” olduğu kabul edilmektedir¹⁵⁶.

Stratejik kararlarının bu denli geniş bir alana yayılmasına ilişkin yaklaşım, “ortak girişim”in uygulama alanının genişletilmesi ihtiyacı ile açıklanabilir. Rekabet hukukundaki bu şekilde kontrol sahiplerinin alanının genişletilmesine ilişkin yaklaşımın, kontrole özellikle anonim ortaklıklar ve sermaye piyasası hukukunda sonuç bağlandığı hâllere teşmil edilmesi kanaatimizce doğru değildir. Bu kapsamda her somut olayın ayrı ayrı değerlendirilmesi ve veto haklarının tek tek ele alınmasından ziyade, genel bir değerlendirmeye tabi tutulup, alanı itibarıyla esas kontrole sahip kişinin, gücünün ne denli sınırlandırıldığının tespiti ve buna göre kontrolün paylaşılıp paylaşılmadığının belirlenmesi gerekir. Yoksa yönetim kurulu ya da genel kurulun herhangi bir karar alabilmesini engelleme imkânına sahip her

¹⁵⁴ RK da; üst düzey yöneticilerin atanması, bütçenin onaylanması, işletme planı ve yatırımlar gibi konulardaki veto yetkilerin “ortak kontrol”ü tesis ettiği görüşündedir. Bkz. RK, 15.12.2008, 08-71/1149-446 (RG. 17.02.2009, 27144).

¹⁵⁵ Yıllık raporları veto etme yetkisinin ve sadece yıllık hasılat üzerindeki ortaklığın, rekabet hukuku anlamında dahi “kontrol” anlamına gelmediği hususunda bkz. GÜVEN, **Rekabet Hukuku**, s. 317 ve orada dñn. 78’de atıf yapılan RK kararı.

¹⁵⁶ Ayrıca inc. Kerem Cem SANLI, **Rekabetin Korunması Hakkında Kanun’da Öngörülen Yasaklayıcı Hükümler Ve Bu Hükümlere Aykırı Sözleşme Ve Teşebbüs Birliği Kararlarının Geçersizliği**, Ankara, Rekabet Kurumu yay., 2000, s. 331; GÜVEN, **Rekabet Hukuku**, s. 339 vd. AB Komisyonu, örneğin % 60 - % 40’lık oy oranına karşın, stratejik kararların oy birliği ile alınması, yürütme faaliyetlerinin her iki grup tarafından ayrı ayrı belirlenen birer yönetici tarafından icra edilmesi nedeniyle ortak kontrolün varlığı sonucuna varmıştır. Bkz. P. Pınar ERYÜREKLİ, **AB Rekabet Hukuku Kuralları Çerçevesinde Şirket Birleşmelerinin Denetlenmesi**, Ankara, STB yay., 1999, s. 49-50. Bunun gibi RK da, azınlık hissedara tanınan sermaye artırımı, şirketin faaliyet konusunun esaslı biçimde değiştirilmesi, kâr payı dağıtımı, tasfiye gibi bazı uzun vadeli stratejik kararlardaki veto yetkisini, ortak kontrolün varlığı için yeterli görmüştür. Bkz. RK, 30.05.2000, 00-20/201-110 (RG. 06.02.2001, 24310)

kişinin, kontrol sahibi olduğu kabul edilmemelidir¹⁵⁷. Engelleme gücünün kontrol sayılmasının sebebinin, çözümsüzlüğün uzlaşmayı fiilen mecbur hâle getirmesi olduğu ve veto yetkileri itibarıyla esas “controller”ın diğer grupla, ne oranda uzlaşmaya varması ve onun düşünceleri doğrultusunda ortaklık işlerini yönlendirmesi gerektiğinin belirlenmesi gerekir. Ortak kontrolden bahsedebilmek için, sahip olunan veto gücünün, ilgili kişinin sadece yaptığı yatırıma yönelik mali menfaatlerini korumanın ötesine geçmesi ve bizzat ortaklığın yönetimine müdahil olmasını sağlaması gerekmektedir¹⁵⁸. Dolayısıyla örneğin sadece ortaklığın sermaye artırımını yapmasını ya da kâr dağıtmama kararı almasını yahut da tasfiyeyi engelleyebilen bir azınlık pay sahibinin, kontrolü paylaştığı kabul edilemez¹⁵⁹.

Kontrolün paylaşılması kriteri açısından son olarak vurgulanması gereken husus, burada “controller”ın ortaklık işleyişinin yönlendirilmesinde bağımsız olup olmadığı, kontrol makamındaki iktisadi açıdan bağımsız kişi sayısının esas alınıyor olduğudur. Yoksa bir kişiye bağlı olan, örneğin onun eşi veya çocuğunun ya da kontrol ettiği ortaklığın sahip olduğu paylarla birlikte ulaşılan kontrol, “ortak kontrol” değildir. Ortak kontrol için, bir anonim ortaklığın kontrolü noktasında iktisadi açıdan birbirinden bağımsız olan iki kişinin muhtemelen bir sözleşme ilişkisi çerçevesinde birlikte hareket etmeleri gerekmektedir.

¹⁵⁷ GÜNGÖRDÜ/KAYAR, **Ortak Kontrol**, s. 86-87.

¹⁵⁸ RK dahi, vermiş olduğu bir kararında aynen şöyle demektedir: “*Hissedarlar Sözleşmesindeki ve Ana Sözleşmedeki maddelerden yola çıkarak devir işlemi sonrasında, şirketin finansal devamlılığı haricindeki bütün hususlar hem genel kurulda hem de yönetim kurulunda Yıldız Holding’in görüşü yönünde çıkabilecektir ve ne SPV’nin ne de SIF’ın herhangi bir kontrol yetkisi bulunmamaktadır. Ancak şirketin finansal durumunu ve hissedarların haklarını etkileyen konularda, yönetim kurulunda karar almada SIF’ın herhangi bir yetkisi bulunmazken, SPV’nin olumlu oyu gerekmektedir. Genel Kurul’da ise aynı tür konulara ilişkin kararlarda % 80 artı 1 hissenin olumlu oyu gerektiği için, hem SIF’ın hem, Yıldız Holding’in hem de SPV’nin olumlu oyları gerekmektedir. Bu çerçevede, hisse devri ve Hissedarlar Sözleşmesi ile SPV ve SIF’ın elde ettiği haklar, söz konusu teşebbüslere BTT üzerinde teşebbüslerin yaptıkları yatırımları koruma haricinde kontrol hakkı vermemektedir. Bu husustan dolayı, 1997/1 sayılı Tebliğ çerçevesinde kontrol değişikliğine yol açmayan bildirim konusu işlem, 4054 sayılı Kanun’un 7. maddesi kapsamında bir devralma işlemi değildir...*”. RK, 11.09.2008, 08-52/794-323 (RG., 28.11.2008, 27068). Aynı şekilde azınlığın sahip olduğu veto yetkisinin teşebbüsün ticari politikalarını belirlemekten ziyade azınlık hissedarının sermayesinin korunmasını amaçladığından hareketle, bu güce ulaşılmasını sağlayan pay devrini rekabet hukuku anlamında “devralma” kabul etmeyen bir karar için bkz. RK, 31.07.2008, 08-49/716-278 (RG., 13.10.2008, 27023).

¹⁵⁹ Karş. **A.e.**, s. 87.

Bunun gibi ortak kontrol, kontrol sahiplerine kapsam itibarıyla daha geniş veya sınırlı bir kontrol sağlayabilir. Bu, kontrolün elde edilme aracına göre değişecektir. Örneğin iki farklı grubun bir araya gelip yaptıkları oy sözleşmesi ile çoğunluk oy oranına ulaşmaları ile elde ettikleri kontrolün kapsamı daha geniştir yani bu kontrol daha güçlü olup sahiplerine ortaklık işleyişine yönelik tam bir hâkimiyet sağlayabilir. Ancak burada oy sözleşmesinin tarafı olan iki ayrı kişi, iktisadi açıdan birbirlerine bağlı olmadıkları ve kendi bağımsız menfaatlerini düşündükleri için “ortak kontrol” vardır. Buna karşılık tek bir kişinin, halka açık bir anonim ortaklıkta % 30’luk oy oranı ile elde ettiği “azınlık kontrolü”nün kapsamı daha dar olup, çoğunluk paylarının bir elde toplanması ya da beraber hareket etmesi ihtimalinde hiçbir gücü kalmayabilir. Ancak buradaki azınlık kontrolü, tek başına kontrol olup, devam ettiği süre boyunca başka bir bağımsız hukuki süje ile paylaşılmamaktadır. Görüldüğü gibi ortak kontrolün kapsamının, yani gücünün, tek başına sağlanan kontrolden daha geniş olması ya da bunun tam tersi mümkündür.

E. Dolaylı Kontrol

Kontrolün “şekli” olarak isimlendirilebilecek olan ölçüte göre, kontrolün elde edilme aracından yararlanma biçimindeki farklılık esas alınarak bir kontrol sınıflandırması yapılabilir. Buna göre bir kişi, anonim ortaklık kontrolünü sağlayan araca bizzat kendisi sahipse ortaklığı “doğrudan” kontrol ediyor demektir. Buna karşılık bir kişinin doğrudan kontrol ettiği bir başka anonim ortaklık ya da tüzel kişi, diğer bir anonim ortaklığı kontrol ediyor ise, aradaki zincirleme bağ sebebiyle, hukuki kişilik farklılığına rağmen, ilk kişinin kendisine bağımlı şirket vasıtasıyla¹⁶⁰ “dolaylı” kontrole sahip olduğu kabul edilir. Dolaylı kontrol, iki türlü olabilir: Ya kontrol edeni kontrol eden, kontrol edileni (dolaylı) kontrol ediyor sayılır; ya da kontrol eden, kontrol edilenin kontrol ettiğini (dolaylı) kontrol ediyor sayılır¹⁶¹.

¹⁶⁰ Halit AKER, “Hâkim İşletme İle Bağımlı Şirket Arasındaki Hukukî İlişki Ve Hâkim İşletmenin Sadakat Borcu”, **Batider**, 2003/XXII-2, s. 160.

¹⁶¹ BankK. m. 5/1: “Bu Kanunun uygulanmasında, gerçek kişilere ait dolaylı pay sahipliğinin belirlenmesinde, bir gerçek kişi ile eş ve çocuklarına ve bunların sınırsız sorumlulukla katıldıkları ortaklıklara veya bu kişi veya ortaklıkların ayrı ayrı veya birlikte kontrol ettikleri ortaklıklara ait paylar birlikte dikkate alınır. Tüzel kişilere ait dolaylı pay sahipliğinin belirlenmesinde, bunlara ait paylar ile bunların kontrol ettikleri ortaklıklara ait paylar birlikte

Dolaylı kontrolde, arada başka bir hukuki ilişki yardımı ile elde edilen, bizatihi anonim ortaklık “kontrol”üdür. Yoksa burada anonim ortaklık mal varlığı unsurlarına dolaylı yoldan sahip olma kastedilmemektedir.

Piramit yapılarında görülen bu durumda, kontrol ilişkisine hukuki sahipliği ve yönetimi aşar bir şekilde, iktisadi açıdan ve fiilî gerçeklik boyutuyla yaklaşılmakta, örneğin (A) şirketinin çoğunluk paylarına sahip olduğu (B) şirketi, (C) AO’da çoğunluk pay sahibi ise, (C) AO’da pay sahibi dahi olmamasına rağmen, piramit yapı sayesinde, yani bir nevi bir huukî araç yardımı ile, (A)’nın (C)’yi kontrol ettiği kabul edilmektedir. Bu duruma “dolaylı kontrol” adı verilir¹⁶² ¹⁶³. Bu şekilde zincirin son halkasındaki anonim ortaklıkta hiç veya az oranda paya sahip olan çatı ortaklık, aradaki ortaklıklardaki yönetim kurulu üyelerini atama gücü ile zincirin sonundaki ortaklığın yönetim kurulu üyelerini de genel kurul çoğunluğuna dolaylı olarak sahip olarak belirleyebilmektedir. Bu şekilde çatı ortaklık, sanki doğrudan (çoğunluk) pay sahibi imişcesine, yapının altına doğru tüm ortaklıkları kontrol eder. Bu durum, “teleskop etkisi (telescopic effect)” şeklinde de isimlendirilmektedir¹⁶⁴. Özellikle belli kritik sektörlerdeki anonim ortaklık kontrol gücünün elde bulundurulmasının izne ya da bildirim tabi olmasını sağlamaya yönelik kanuni düzenlemelerde, kontrolün doğrudan olduğu kadar dolaylı yoldan elde edilmesi de açıkça kapsam içine alınmaktadır¹⁶⁵.

hesaplanır.”. Ayrıca bkz. “Bankaların İzne Tabi İşlemleri İle Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Yönetmelik (RG. 01.11.2006, 26333)” m. 13. “Dolaylı hâkimiyet” kavramının tanımlandığı Tasarı m. 195/3’de de, bir hâkim şirketin bir veya birden fazla bağlı şirketi aracılığıyla veya onlarla birlikte, bir diğer şirkete hâkim olmasının, “dolaylı hâkimiyeti” ifade ettiği belirtilmektedir.

¹⁶² *Berle/Means*, bu sınıflandırmaya biraz daha farklı açıdan yaklaşır, yönetim kontrolüne tabi bir anonim ortaklığın pay çoğunluğuna sahip olduğu anonim ortaklıktaki kontrol şeklinin de, “yönetim kontrolü” olduğunu ileri sürmektedirler. Yazarların “immediate and ultimate control” şeklinde isimlendirdiği bu kontrol sınıflandırması ve eleştirisi için bkz. BERLE/MEANS, **Modern Corporation**, s. 93-94; J. H. FARRAR, “Ownership and Control of Listed Public Companies: Revising or Reecting he Concept of Control”, **Company Law In Change, Current Legal Problems**, Edited by B. G. PETTET, London, Sweet & Sons, 1987, s. 43 vd.

¹⁶³ Örneğin BNP Paribas şirketinin, Fortis Bank grup şirketlerini yurt dışında devralması sonucunda, Fortis grup şirketlerinin Türkiye’deki iştirakleri olan Fortis Bank AŞ., Fortis Finansal Kiralama AŞ., Fortis Portföy Yönetimi AŞ. ve Fortis Yatırım Menkul Değerler AŞ.’nin dolaylı kontrolleri BNP Paribas grubuna geçmiştir. Bkz. RK, 27.11.2008, 08-67/1085-420 (RG. 19.01.2009, 27115).

¹⁶⁴ Bkz. GALGANO, **Allocation of Power**, s. 91-92.

¹⁶⁵ Örn. bkz. BankK. m. 3; Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 5/1-a.

İKİNCİ BÖLÜM

“ANONİM ORTAKLIĞIN DEVRALINMASI”NIN AYIRICI ÖZELLİKLERİ

I. Kavram

A. Anlamı ve Konusu

Anonim ortaklığı kontrol eden kişi, kontrol çeşidine göre sahip olduğu gücün kapsamı değişmekle birlikte, kendisi dışındaki bir hukuki kişinin organlarının kimlerden oluşacağını belirleyip bu organları yönlendirerek veya doğrudan organların karar alma sürecine katılarak, ortaklık tüzel kişiliğinin ne tür kararlar alacağı, işlem ve eylemlere girişeceği ve/veya hangi kararları almayacağı hususlarında nihai belirleyici olmaktadır. Anonim ortaklık, “controller”ın istekleri ve yönlendirmesi doğrultusunda, genel kurulun da katılımı ile, yönetim kurulu ve işletme örgütü tarafından yönetilmektedir.

Tam mülkiyet durumu bir tarafa bırakılırsa, anonim ortaklıkta “kontrol”, sahip ya da sahiplerine, yaptıkları yatırım miktarından daha büyük bir değere sahip mal varlığı unsurlarını yönetme, bir başka deyişle iktisadi kaderini belirleme gücünü vermektedir. Örneğin klasik bir anonim ortaklığın paylarının yarısından bir fazlasına sahip olan pay sahibi, çoğunluk ilkesinin cari olduğu genel kuruldaki etkinliği ile, bu ortaklığın yönetim kurulu üyelerinin tamamını belirleyebileceği gibi, dilediği şekilde esas sözleşmesini değiştirebilir, şirket kârının dağıtım oran ve şeklini tespit edebilir. Yönetim kurulu üyelerinin sorumluluk hükümleri saklı kalmak kaydıyla, yönetsel faaliyetler kapsamında ortaklık aktiflerinde bulunan mal varlığı unsurlarının tamamı üzerinde hukuki işlemler aracılığıyla tasarrufta bulunabilir, örneğin ortaklığın sahip olduğu bir gayrimenkulün üçüncü kişilere kiralanmasını ya da kendisinin büyük ortağı olduğu bir başka ortaklığa, grup içi transfer şeklinde, satılmasını doğrudan ya da dolaylı olarak sağlayabilir.

% 50 + 1 paylık mülkiyet oranı, anılan kişiye ortaklık mal varlığının tamamı üzerinde hâkimiyet sağlamaktadır, yoksa pay sahipliği oranında değil. Buna karşılık % 50 – 1 paylık pay sahibi yığınının kontrolden uzaklaşması ve bu şekilde ortaya

çıkan kontrol – mülkiyet ayrımı beraberinde, % 50 + 1 paylık çoğunluğa mülkiyet oranının üstünde bir kontrol gücünü getirmektedir. Kontrol sayesinde % 50 + 1 paylık yatırım/mülkiyet miktarı ile, ortaklık mal varlığı üzerinde neredeyse % 100'lük bir iktisadi ve hukuki güç sağlanabilmektedir. İşte söz konusu ekstra güç, anonim ortaklık modelinde “kontrol” sahibi olmanın getirisi olup, kontrol sahibi olmayı cazip kılmakta; “kontrol”ün başlı başına yani bağlı olduğu hukuki araçtan bağımsız bir varlık ve mal varlığı hukuku anlamında bir “aktif (asset)” kalemi olarak, iktisadi bir değer taşımaya yol açmaktadır¹.

Kontrol'ün mülkiyet/yatırım oranını aşan güç ve bir “aktif” unsuru olarak ortaya çıkması beraberinde iki sonucu getirmektedir:

- Hem ortaklığın içinde hem de dışında kontrolün elde edilme savaşı/mücadelesi/arzusu,
- Bir mal varlığı değeri olarak kontrolün devrinin iktisaden ve hukuken (mantıklı ve) mümkün olması.

Anonim ortaklığın içindeki pay sahipleri ile yönetim kurulu üyeleri genel kurul toplantılarına katılarak ve pay sahipliği haklarından yararlanarak ortaklığın kontrolünü elde etmeye çalışırken, anonim ortaklığın dışında olan ancak ortaklığın faaliyetleri ile ilgili üçüncü kişiler hukuki ve/veya fiilî kontrol araçları vasıtasıyla ortaklığın kontrolünü ele geçirmeye uğraşmaktadırlar. Yani kontrol mücadelesi, ortaklık içindeki araçların kullanımı ile gerçekleşmekle birlikte, bu mücadeleyi verenler hem içeridekiler (insiders) hem de dışarıdakiler (outsiders) olabilir.

Kontrol sahibi, hukuken mülkiyet veya başka bir mutlak hak ilişkisi bulunmadığı anonim ortaklığa ait mal varlığı unsurlarının iktisadi kaderini yönlendirme/belirleme gücüne sahip olduğu için, hukuk düzeni, adalet düşüncesi ile kendi teorik kalıbını aşmakta ve kontrol sahibi ile anonim ortaklık ve/veya kontrol sahibi ile yönetim kurulu ve işletme örgütü arasındaki perdeyi, belli özel durumlarla sınırlı da olsa, kaldırabilmektedir. Bu kapsamda kontrol sahibi; normal bir pay sahibinden farklı olarak, anonim ortaklıklar hukuku, sermaye piyasası hukuku, rekabet hukuku, vergi hukuku gibi alanlarda özel sorumluluk mekanizmaları ile

¹ Bkz. BERLE/MEANS, **Modern Corporation**, s. 244; MANNE, **Market for Corporate Control**, s. 258; BERNS/BARON, **Company Law**, s. 363 vd.

karşılaşabilmektedir². Yani sağlanan ek güç, ek sorumluluğu da beraberinde getirmektedir. Bu kuralların uygulanması ve ortaklık ilgililerinin menfaatlerinin korunması açısından anonim ortaklığı kimin, nasıl ve ne kapsamda kontrol ettiğinin belirlenmesi gerekebilmektedir. Ancak anılan sorumlulukların varlığına rağmen, kontrolün iktisadi cazibesi/değeri o kadar fazladır ki, bugün dünyada anonim ortaklıklar hukuku alanında uygulaması en yaygın olan konu, kontrol savaşı ve bu bağlamda “kontrolün elde edilmesini sağlayan işlemler (control transactions)³”dir.

Yukarıda da belirtildiği üzere, anonim ortaklık, tüzel kişilik özelliği ile hakkın konusu değil, sahibi olabilir. Anonim ortaklık, hukuken, bir “obje” değil, “süje”dir. Süjelerin yani kişilerin devrinin mümkün olmadığı modern hukuk sistemleri açısından, “anonim ortaklığın devralınması” terimi, en azından dilbilgisi açıdan, hukuken mümkün olmayan bir işlemi karşılamaktadır. Ortaklığın değil, ortaklık paylarının bir sahibi olabilir. Hakkın konusu olabilecek mal varlığı değeri, anonim ortaklık değil, ortaklığın paylarıdır.

Ancak iktisadi bir değer olarak anonim ortaklığın kontrolünün bir sahibi olup, bu kişinin mal varlıksal bir değer olan “kontrol”ü, kontrol aracına bağlı olarak değişen bir hukuki işlem ile, başka bir üçüncü kişiye devretmesi mümkündür. İşte anonim ortaklıkta kontrolün el değiştirmesine yol açan hukuki işlem, sadece kendi dar kalıbı içinde kalmayarak, anonim ortaklığın yönetim hâkimiyetini de ilgilendirip, devralan kişinin, dolaylı olarak olsa da, anonim ortaklığın mal varlığı unsurlarını yönlendirmesini sağladığı için⁴, yapılan işlem yani kontrol devri, “anonim ortaklığın devri/devralınması” anlamına gelmektedir⁵ ⁶. Yukarıda açıklanan ekonomik mülkiyet

² Kontrol sahibinin anonim ortaklıklar hukuku açısından kullandığı oy ile azınlığa verdiği zarardan sorumluluğu gündeme gelmekte; sermaye piyasası hukuku bakımından yaptığı hisse alımları ve satımları noktasında özel kamuyu aydınlatma sorumluluğu söz konusu olmakta; rekabet hukuku açısından kontrolü devrettiğini RK’ya bildirmek zorunluluğu altında olmakta; vergi hukuku yönünden de –en azından bazı hukuk sistemlerinde- ikincil derecede de olsa kontrol ettiği ortaklığın vergi borcundan sorumlu olabilmektedir.

³ Bkz. aş. İkinci Bölüm/I/B/3.

⁴ Buna karşılık mal varlığı unsurlarının bir bütün olarak veya ayrı ayrı, cüz’i halefiyet/intikal veya külli halefiyet/intikal kuralları çerçevesinde doğrudan devri kendi özel kurallarına tabi olacaktır. Anonim ortaklık mal varlığının bu şekilde doğrudan devir hâlleri, “anonim ortaklığın devri/devralınması” olmayacaktır.

⁵ Bu yaklaşım, *Berle/Means*’in, “kontrol” fonksiyonunun değerinin anonim ortaklığa “sahip olmak” olarak kabul edilmesi gerektiği şeklindeki görüşleri ile örtüşmektedir. BERLE/MEANS,

düşüncesi⁷, “controller”ın ortaklığa sahip olması ve bu sahipliği sağlayan kontrolün el değiştirmesinin anonim ortaklığın sahipliğinin değişmesi, dolayısıyla anonim ortaklığın devredilmesi/devralınması sonucunu ortaya çıkarmaktadır⁸.

Anonim ortaklığın devralınması, anonim ortaklığın kontrolünün, devreden ve devralanın⁹ sahip olduğu ve olacakları kontrol araçlarına göre değişebilecek bir hukuki araçla, mevcut kontrol sahibince bir üçüncü kişiye geçirilmesi ve/veya mevcut kontrol sahibinin onayı/katılımı olmaksızın elde edilmesidir¹⁰.

Anonim ortaklığın devri işleminin konusu, anonim ortaklığın kontrolüdür; burada pay devri, esas sözleşme değişikliği, intifa hakkı tesisi gibi bir hukuki işlemin kendi yöneldiği hukuki sonucun dışında, yapılan söz konusu hukuki işlem neticesinde/aracılığıyla ortaklığın kontrolünün el değiştirmesi hukuki sonucu da ortaya çıkmakta, anonim ortaklığın kontrol sahibi değişmektedir. Örneğin çoğunluk paylarını konu edinen bir pay satım sözleşmesi sonucunda ilgili payların mülkiyeti el değiştirmekte; ancak ayrıca pay çoğunluğunun sahibinin değişmesi, ortaklığın kontrol konumundaki kişiyi de değiştirmektedir. Bu sebeple kontrolün el

Modern Corporation, s. 244. Ayrıca bkz. BERNS/BARON, **Company Law**, s. 363-364 ve orada dpn. 8’de anılan yazarlar.

⁶ *Tekinalp*, bu kavrama sadece anonim ortaklık değil ticaret ortaklığı açısından yaklaşmakta, “birleşme”den farka işaret etmekte, bu işlemin daha çok anonim ortaklıklar için söz konusu olduğunu belirtmekte; ancak kavramın içeriğini ortaklığın tüm paylarının veya çoğunluğunun bir ya da birkaç kişi tarafından devir alınması şeklinde yaptığı tanım ile dar tutmaktadır. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 189c. Zira buna göre kontrolün elde edildiği her durum değil, sadece çoğunluk veya fazlası oranda pay mülkiyetine dayalı kontrol iktisabı, devralma olacaktır. Yazarın tespiti, genellikle oluşan durumu ortaya koymakla beraber, anonim ortaklık kontrolünün elde edilme araçlarının çeşitliliği karşısında, en azından kavramsal açıdan bu tür bir sınırlama yapılmasına katılmamaktayız.

⁷ Bkz. yuk. Birinci Bölüm/III/B.

⁸ *Tekinalp* de, anonim ortaklığın –tamamen veya çoğunluğu elde edecek şekilde- “alınması”ndan bahsetmektedir. Bkz. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 189c.

⁹ İşlemin tarafları için bkz. aş. İkinci Bölüm/I/C.

¹⁰ Bazı durumlarda anonim ortaklık kontrolü, ortaklığın mevcut kontrol sahibinin katılmadığı bir hukuki işlem sonucunda elde edilir. Aleni pay alım teklifinde kontrol iktisabını sağlayan hukuki işlem, teklif sonucundaki pay devir anlaşmalarında olduğu gibi karşılıklı mutabakata dayansa da, burada mutabakata varan kişiler, ortaklığı devralan kişi ile mevcut “controller” değildir. Dolayısıyla kontrol iktisabı, kontrolün mevcut sahibinin katılımı/onayı olmaksızın da elde edilebilir. Ancak burada da ilgili/hedef anonim ortaklığın kontrolü devren iktisap edilmektedir. Kontrol iktisabı açısından bir kontrol satışı söz konusu olmasa da, kontrolün kazanılmasını sağlayan alttaki hukuki işlemlerde, devralan, ortaklığın küçük pay sahiplerinin paylarını ayrı ayrı yapılan sözleşmeler yoluyla satın almaktadır. Görüldüğü gibi anonim ortaklığın devralınmasındaki “devir”, geniş bir alana yayılmakta olup, hem ortaklığın kontrolünün naklini/el değiştirmesini hem de kontrol iktisabını sağlayan hukuki işlemdeki nakli/el değiştirmeyi kapsamına almaktadır.

değiştirmesini sağlayan hukuki işlemin kendi içinde var olabilecek olan aslen veya tesisen iktisap hâlleri, kontrolün “devren” iktisap edilmediği anlamına gelmez¹¹. Kontrol devrini sağlayan hukuki işlemin kendi hukuki sonucu ile kontrolün devrine ilişkin hukuki sonuç, birbirinden bağımsızdır. Biri, diğerinin ortaya çıkmasına yol açmakta olup, aralarında sebep-sonuç ilişkisi vardır.

Anonim ortaklığın devralınması işleminde, tarafların seçimine göre değişebilecek olan bir hukuki araçla ortaklığın kontrolü el değiştirmektedir. Burada kontrol sahipliği el değiştirmekte yani “kontrol” devralınmaktadır. Bu devralmada kullanılan hukuki araç, çoğunluk payları üzerindeki intifa hakkı sahipliğinde olduğu gibi, sahibine bir mülkiyet hakkı bahşetmeyebilir; ancak hukuki vasfının özelliği gereği değişen belli bir süreklilik içinde sahibine ilgili anonim ortaklığın kontrol gücünü sağlar¹². Hukuki aracın çeşidine göre değişen bir süre zarfında anonim ortaklık, artık başka bir kişinin kontrolüne geçmiştir; yani kontrolü, devralınmıştır¹³.

Bu yönüyle kontrol, tıpkı adi ortaklık ilişkisinin kurulmasında olduğu gibi, tesadüfen de elde edilebilir. Bir kişi, kontrolü elde etme amacı olmasa, yapılan hukuki işlem kontrol devrine yönelik olmasa bile, bu işlemin sonucu itibarıyla anonim ortaklığın kontrolünü elde edebilecek ise, anonim ortaklığı devralmış olur ve yapılan işlem de devralma yöntemi hâline gelir. Örneğin (A) anonim ortaklığının çoğunluk pay sahibi (P), almış olduğu borcun karşılığında payları üzerinde alacaklı (B) lehine intifa hakkı tesis etmiş ise, intifa hakkı tesisi sadece alacağın teminat altına alınması amacına matuf olsa da, kanuni düzen gereği, ortaklık kontrolü (B)’ye geçecektir. Ya da bir anonim ortaklıkta acz hâlimden kurtulmak için bir sermaye artırımını yapılır ve çıkarılan yeni paylar üçüncü kişi kamu tüzel kişisi tarafından taahhüt edilirse, sermaye artırımını işlemdeki yegâne amaç, ortaklığın ekonomik

¹¹ Örneğin pay üzerinde intifa hakkı tesisinde olduğu gibi tesisen bir hak kazanılmış ya da sermaye artırımında mevcut pay sahiplerinin rüçhan haklarının kaldırılarak ihraç edilen yeni payların mülkiyeti aslen iktisap edilmiş olsa da, ortaklığın kontrolü devren iktisap edilmiş olup, her iki durum da, anonim ortaklığın devralınmasıdır. Zira anonim ortaklığın devralınmasında, işlemin konusu, ortaklığın kontrolü olup, her iki örnekte de ortaklık kontrolü yapılan işlemde önce bir başka kişidedir ve bu kişinin onayı ile başka bir üçüncü kişi kontrolü elde etmektedir. Görüldüğü gibi kontrolün elde edilmesini sağlayan alttaki hukuki işlemde, bir aslen veya tesisen iktisap hâlinin bulunması, kontroldeki “devren” iktisap durumunu değiştirmez. Yapılan bir hukuki işlemle, anonim ortaklığın kontrolü el değiştirmektedir. Dolayısıyla anonim ortaklığın devralınmasına yönelik hukuki kurallar, bu hâllerde de uygulama alanı bulacaktır.

¹² Bu konuda ayrıca bkz. aş. İkinci Bölüm/dpn. 381.

¹³ “Devir” ile “nakil” kavramları arasındaki fark için bkz. ACEMOĞLU, **Devir**, s. 2-3.

düzen içindeki varlığını sürdürmesi olsa da, kamu tüzel kişinin taahhüt ettiği sermaye miktarına göre, ortaklığı devralmış olması mümkündür.

Bununla birlikte anonim ortaklığın devralınmasından bahsedebilmek için, yeni kontrol sahibinin, kontrolü elde etme niyeti bulunmasa bile, bir hukuki işlem yapma iradesi bulunmalıdır. Kontrolü yitiren kişinin, belli yönde bir irade açıklamasında bulunması gerekmesede, kontrolü iktisap edenin bu anlamdaki iradesi şarttır. Yoksa anonim ortaklıklar hukuku ve/veya uygulamasına has özelliklerle, bir kişi, kendisinin katılmadığı veya yönlendirmediği, tamamen kendisinin dışındaki, yani pasif olduğu bir işlem ya da işlemler serisi sonucunda “controller” hâline gelmişse, bu kişinin anonim ortaklığı devraldığından bahsedilemez. Dolayısıyla bu tür bir ihtimalde ortada anonim ortaklığın devralınması hukuki işlemi de yoktur ve bu işleme bağlanan hukuki sonuçlar da uygulama alanı bulmayacaktır. Hedef ortaklığın yaptığı ıskat veya kendi paylarını iktisap sonucunda şirketteki pay oranı artan ya da büyük ortağın kendi paylarını halka arz etmesinin ardından en büyük pay sahibi hâline gelen yahut miras yoluyla çoğunluk paylarının maliki olan veyahut da blok paya sahip ortakların ortaklık genel kurullarına olan ilgisizliği sebebiyle genel kurul karar alma sürecine egemen olan kişi, böylelikle kontrolü ele geçirmiş olsa da, anonim ortaklığı devralmış değildir. Zira onun bir hukuki işlem yapma iradesi bulunmamaktadır¹⁴.

Kontrol, sadece ortaklığın ilk kuruluşu sırasında esas sözleşmenin ticaret siciline tescili ile birlikte, “aslen” kazanılır. Burada ortaklık tüzel kişiliği yeni kurulmuş olduğu için, kontrol el değiştirmemekte olup, ortaklığın ilk kontrol sahibinin kontrolü elde etmesi, “anonim ortaklığın devralınması” değildir. Medeni hukuk teorisinde “devir” için, devir konusunun bir sahibinin olması ve –miras durumu bir tarafa bırakılırsa- bu kişinin kendi rızası ve devir amacı ile devir konusu mal varlığı değerinin mülkiyetini üçüncü kişiye geçirmesi gerekmektedir¹⁵. Anonim

¹⁴ Bu konuda ayrıca bkz. aş. Üçüncü Bölüm/IV/B/4/b/(1)/ii.

¹⁵ Bkz. Kemal T. GÜRİSOY/Fikret EREN/Erol CANSEL, **Türk Eşya Hukuku**, 2. Bası, Ankara, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi yay., 1984, s. 471-472, 670-671; M. Kemal OĞUZMAN/Özer SELİÇİ/Saibe OKTAY-ÖZDEMİR, **Eşya Hukuku**, 11. Bası, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2006, s. 569; M. Kemal OĞUZMAN/Nami BARLAS, **Medenî Hukuk**, 14. Bası, İstanbul, Arıkan yay., 2007, s. 176; ACEMOĞLU, **Devir**, s. 2-3. Ayrıca bkz. ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 25, 65.

ortaklığın devralınmasında da, devir konusu olan ortaklık kontrolünün sahipliği, bu şekilde el değiştirmektedir. Ancak farklı olarak bu el değiştirmenin her durumda, kontrol sahibinin rızasına dayanması gerekmemektedir; anonim ortaklığın devralınması bu anlamda kontrolü yitirenin de katıldığı rızai bir işlem olmayabilir¹⁶. Örneğin azınlık pay sahiplerinin ya da tamamen şirket dışındaki bir üçüncü kişinin aleni pay alım teklifi yöntemi ile ortaklık hisselerini toplaması durumunda, hisse sahipleri kendi rızaları ile paylarının mülkiyetini çağrışı yapan kişiye devretmektedirler, ancak ortaklık kontrolü bu işlemin sonucunda toplanan hisse oranına göre, mevcut kontrol sahibinin onayı olmaksızın, çağrışı yapan kişiye geçebilmektedir. Buradaki işlem de, anonim ortaklığın devralınmasıdır, zira kontrol sahibi değişmiştir. Ancak mevcut kontrol sahibi, kontrolün el değiştirmesine yol açan hukuki işlemlerin tarafı değildir¹⁷.

Yukarıda da belirtildiği üzere, anonim ortaklığın devralınması, kontrol devrine yönelik bir hukuki işlemidir. Ancak bu hukuki işlem; pay devrinden başlayarak, esas sözleşme değişikliği, bir oy sözleşmesinin akdedilmesi ve pay üzerinde intifa hakkı tesisine kadar, farklı hukuki yöntemlerden bir veya daha fazlası aracılığıyla gerçekleştirilir. Kontrol devrini sağlayan hukuki işlem, kendi kurallarına tabi olmakla birlikte, sonuç itibarıyla anonim ortaklığın kontrolünün devri sonucunu da doğurduğu için başka özel hükümlerin de uygulama alanına girecektir. Görüldüğü gibi “anonim ortaklığın devralınması” da, hukuki bir kavram olup, “birleşme”, “ticari işletmenin devri” gibi hemen hemen aynı iktisadi sonuçları doğurabilecek olan hukuki işlemlerden prosedür, tabi olunan hukuki hükümler ve doğurduğu hukuki sonuçlar itibarıyla farklılaşmaktadır.

Örneğin bir anonim ortaklığın tek payının devri ile % 51 oranında payının devri arasında, pay çeşitlerinin aynı olması hâlinde, prosedür açısından bir fark yoktur. %

¹⁶ BERNS/BARON, **Company Law**, s. 360. Dahası mevcut kontrol sahibinin ve/veya yönetimin, kontrol değişikliğine karşı mücadele vermeleri ve bunu engellemeye çalışmaları da sıklıkla görülmektedir. **A.e.**

¹⁷ Bir devren iktisap hâli olan “külli halefiyet” durumları için genelleme yapmaksızın belirtelim ki, her bir özel durum için ayrı değerlendirme yapılması gerekmele birlikte, anonim ortaklığın devrinde kontrolün cüz’i halefiyet yolu ile iktisap edilmesi kuraldır. Örneğin miras yolu ile anonim ortaklık kontrolünün elde edilmesi, “anonim ortaklığın devralınması” değildir. RKK. m. 7’de miras yoluyla iktisap, açıkça maddenin uygulama alanı dışında bırakılmıştır. Buna karşılık “controller” olan bir şirketin başka bir şirketle birleşmesi durumunda, yeni kurulan ya da devralan şirket açısından “anonim ortaklığın devri” söz konusu olabilir.

51 oranında payın devri, esasında bu orana ulaşana kadar tek tek tüm payların devrinden başka bir işlem değildir. Ancak % 51 oranında payın devri, kural olarak, anonim ortaklığın kontrolünün de, pay devri şeklindeki alttaki hukuki işlemin tarafları arasında el değiştirmesi sonucunu doğuracağı için, “anonim ortaklığın devri” anlamına gelir. Burada, kontrol devri ve beraberinde anonim ortaklığın devri, pay devri suretiyle gerçekleştirilmektedir. Dolayısıyla bu pay devri, pay devri hukuki işlemine ilişkin borçlar ve anonim ortaklıklar hukukundaki kuralların yanında, anonim ortaklığın devri hukuki kurumuna ilişkin sermaye piyasası hukukundan rekabet hukukuna ve hatta vatandaşlık/savaş hukukuna kadar, diğer tüm ilgili hukuk dallarındaki kuralların da uygulama alanı içine girecektir. Örneğin toplam 100 payı bulunan bir anonim ortaklıkta 51 payın devri, esasında tek tek 51 payın devrinin toplamı olmakla birlikte, iktisadi açıdan hemen daima, 51 pay için ödenen devir bedeli, tek pay için ödenen bedelin 51 katından fazla olacaktır. Zira % 51 payın devri işleminin içinde ortaklığın kontrolünün devri de bulunmakta yani devreden sadece belli oranda payların mülkiyetini ve bu payların sağlayacağı pay sahipliği haklarını değil, ayrıca hedef ortaklık tüzel kişiliğinin kontrolünü de devretmektedir. Kontrolün de, bağımsız bir mal varlığı değeri olarak, kendi ayrı iktisadi değeri olduğu için, devralan, devraldığı payların piyasa/cari kıymeti dışında, ayrıca “kontrol”ü iktisap edecek olmasının değerini de ödeyecektir. İşte bu değere, “kontrol primi (control premium)” denilir^{18 19 20}.

¹⁸ Bkz. örn. A.e., s. 363; Karl HOFSTETTER, “One Size Does Not Fit All: Corporate Governance for Controlled Companies”, **North Carolina Journal of International Law & Commercial Regulation**, Spring 2006/31, s. 637; Simone M. SEPE, “Private Sale of Corporate Control: Why The European Mandatory Bid Rule Is Inefficient?”, **Siena Memos And Papers On Law And Economics**, June 2006, Working Paper N. 43/06, s. 8. Kontrol priminin sadece “controller” a mı ait olacağı, yoksa eşit işlem yükümlülüğü kapsamında tüm pay sahiplerince paylaşılmasının mı gerektiği tartışması, anonim ortaklıklar hukukunun güncel sorunlarından biri olup, özellikle anonim ortaklığın devralınmasına bağlanan çağrıda bulunma zorunluluğu (mandatory takeover bid), satıp çıkma hakkı (sell out right) gibi bazı hukuki kurumların ihdas edilmesine yol açmıştır. Bu tartışmanın kaynağında da *Berle/Means*’in ilk defa ortaya koydukları kontrol kavramının anlamı ve “controller” in anonim ortaklığa sahip olduğu düşüncesi yatmaktadır. Zira kontrol sahibinin bu pozisyonu, yönetim kurulu üyesi veya Murahhas olup olmamasına bağlı olmaksızın, ona fidusiyer nitelikte sorumluluklar ve bu arada kendisi dışındaki pay sahiplerinin de, özellikle her bir payın cari/piyasa fiyatı açısından, eşit imkânlarla sahip olmasını sağlama ödevini yükleyebilmekte; takiben kontrol priminin paylaşılmasını sağlayacak mekanizmalar geliştirilmektedir. Kontrol primi hakkındaki tartışmalar için inc. William D. ANDREWS, “The Stockholders’ Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares”, **Harvard Law Review**, 1965/78, s. 505; John C. COFFEE, “Partial Justice: Balancing Fairness and Efficiency in the Context of Partial Takeover Offers”, **Company and Securities Law Journal**, 1985/3, s. 216;

Yasal düzlemde belirli bir ortak tanıma bağlanmayan “anonim ortaklığın devri/devralınması” kavramı; bizim yaklaşımımıza göre, anonim ortaklığın tüzel kişilik yapılanmasında, mal varlığı unsurlarının yani her bir aktif ve pasifinin hukuki sahibinde ve -kural olarak-²¹ mal varlıkları toplamında değişiklik olmaksızın, ortaklığın sadece kontrol sahibinin, bir hukuki işlemin ardından değişmesi hâlidir²²

23

David L. RATNER, “Section 14 (f): A New Approach To Transfers Of Corporate Control”, **Cornell Law Review**, 1968/54, s. 65 vd.; Edward R. HAYES, “Sale Of Control Of A Corporation: Who Gets The Premium”, **Journal of Corporation Law**, 1978/4, s. 243 vd.; BERNS/BARON, **Company Law**, s. 364-365.

Kontrol priminin miktarı konusundaki araştırmalar hususunda bkz. Jens DAMMANN, “Corporate Ostracism”: Freezing Out Controlling Shareholders, **University of Iowa, The Journal of Corporation Law**, Spring 2008/33, s. 700 ve orada atıf yapılan yazarlar. Ayrıca bkz. HOFSTETTER, **Controlled Companies**, s. 637; SEPE, **Private Sale of Corporate Control**, s. 8 vd.

Bu arada belirtelim ki, kontrol priminden bağımsız olarak, “controller”ın diğer pay sahiplerinden farklı bir şekilde, genel kurulda sadece kendi şahsi menfaatlerini düşünerek oy kullanamayacağı, adil/eşit işlemi göz önüne alması gerektiği ve daha da ileri giderek kullandığı oyun yarattığı sonuçlardan sorumlu olduğu düşüncesi de, kontrol sahibinin işgal ettiği pozisyona dayanmaktadır.

19 Bir anonim ortaklıkta “controller” olmayı sağlayan yatırım miktarı yani mülkiyet oranı ne kadar düşükse, sahip olunan iktisadi ekstra gücün değeri de o kadar artmaktadır. Dolayısıyla kontrol primi de, aynı oranda yükselmektedir. Örneğin büyük bir anonim ortaklığın toplam mal varlığı değeri ve buna bağlı olarak toplam piyasa ve cari fiyatı bellidir. Bu ortaklığın paylarının % 75’ine sahip olan kişi de, % 51’ine sahip olan kişi de kontrolü ele geçirecektir. Muhtemel alıcı açısından en cazip yatırım şekli, özellikle piyasa fiyatı itibarıyla çok değerli olan ve/veya belirli bir riskin bulunduğu ortaklıklarda, mümkün olan en düşük yatırım miktarı ile kontrolü elde etmektir. Bu sebeple % 51’lik iktisap oranı için ödenecek kontrol primi, % 75’lik iktisap oranına kıyasla daha yüksek olacaktır. İlgili anonim ortaklığın halka açık, borsada işlem gören bir şirket olması durumunda, kontrol için iktisap edilmesi gereken pay miktarı yani kontrol eşiği, daha da düşük olacağı için, bu tür bir şirkette örneğin % 30’luk bir blok alımda, alıcının ödeyeceği muhtemel kontrol primi daha da yükselebilecektir.

Bu sebeple Türkiye’de eleştirilmekle birlikte, ÖİB tarafından kullanılan (örn. Tüpraş ve Halkbank özelleştirmeleri) özelleştirme yöntemlerinden olan % 51’lik payın blok satışı, geri kalan payların halka arzı (veya sıra itibarıyla bunun tersi) şeklindeki özelleştirme yönteminde elde edilecek özelleştirme geliri, örneğin % 100’lük payın blok satışından daha fazla olabilecektir. Alıcının taşıdığı riskin ve yatırım maliyetinin nispeten düşük olacak olması, özelleştirme stratejisinin olumsuz bir sonucu olmayıp, bilâkis blok satış açısından muhtemel alıcıları çoğaltıp, rekabeti ve dolayısıyla ÖİB’ye ödenecek kontrol primini arttırabilecektir.

20 Anonim ortaklık devirlerinde “kontrol primi” dışında ortaya çıkan bir başka “prim” de, devralanın yani kontrolü ele geçirenin devralma sonucunda sağlayacağı menfaat/kazanç ile devir için ödediği bedel arasındaki farktan kaynaklanan menfaattir/kazançtır. KARAYALÇIN, **Kontrol Satışı ve Genel Alım Önerisi**, s. 362.

21 Burada “kural olarak” denmesinin sebebi için bkz. aş. İkinci Bölüm/dpn. 34.

22 Devre konu anonim ortaklığın bazı aktif ve/veya pasif kalemlerinin, devir öncesinde veya sırasında, ortaklığın mal varlığının dışına çıkarılması, böylelikle devralanın bu unsurların ekonomik/hukuki mülkiyetine sahip olamaması mümkündür. Bu ihtimalde, ilgili mal varlığı unsuru, zaten anonim ortaklık tüzel kişiliğinin mülkiyetinden çıkarılmış olduğu için, esasında bizzat anonim ortaklığın devir işlemi açısından, ortaklık tüzel kişiliğinin mal varlığı unsurlarının

Anonim ortaklık, üç unsurdan oluşur²⁴:

- Mal varlığı
- Ortak amaç güden veya bir şekilde bir araya gelmiş olan şahıs topluluğu
- Hakların ve borçların sahibi olan soyut varlık.

Mal varlığı (mamelek), bir hukuk süjesinin sahip bulunduğu iktisadi gücün tamamını ifade etmekte olup, para ile ölçülebilen aktif ve pasif hakların bütünü olarak tanımlanabilir. Mal varlığı, bir gerçek veya tüzel kişinin mali/ekonomik değeri bulunan hak ve borçlarının tamamıdır ve bu özelliği ile bir bütün, küldür (universitas iuris)²⁵. Bunun sonucu olarak da her kişinin, tek bir mal varlığı vardır. Her anonim ortaklık da, hesaplanabilen maliyeti olan değerlere (muhasabe açısından varlıklara) sahiptir. Aktif ve pasifi ile ortaklığın bütün varlıklarının (aktif ve pasiflerinin) toplamı, mal varlığını oluşturur. Ortaklığın binalı veya binasız taşınmazları, fabrikası, taşıt araçları, tesisleri, enerji santralleri, ticaret unvanı, marka, patent,

maliki gene aynı kalmaktadır. Anonim ortaklığın kontrol sahibini değiştiren, dolayısıyla devre yol açan işlem, ortaklık tüzel kişiliğinin mal varlığı unsurlarının hukuki mülkiyet sahibi üzerinde bir değişiklik husule getirmemektedir. İlgili aktif veya pasif kalemi, ortaklığın devri işleminden ayrı olarak, tüzel kişiliğin dışına çıkarılmaktadır.

²³ Anonim ortaklığın devrinde, devre konu yapılan anonim ortaklığın işleminden etkilenmemesi esastır. Zaten bu işlemin, bilhassa işletme devrine nazaran öncelikli avantajı da, hedef ortaklığın aktiflerinin, haklarının, borçlarının, sözleşmelerinin işleminden etkilenmemesidir. Bununla birlikte özellikli bankacılık dokümanlarında, leasing anlaşmalarında, lisans ve know-how sözleşmelerinde, “kontrol değişikliği klozları (change of control clauses/provisions)” bulunabilmektedir. Buna göre anılan kloz, sözleşmeye taraf anonim ortaklık tüzel kişiliğinin kontrol sahibinin değişmesi yani devralınması durumunda, sözleşmenin karşı tarafına, sözleşmeyi fesh etme hakkını verebilmektedir. Bkz. DROSTE, **Mergers & Acquisitions in Germany**, CCH pub., 1995, s. 46. Bu klozun devralma savunması/engeli niteliği hakkında bkz. Johannes ADOLFF/Burkhardt MEISTER/Charles RANDELL/Klaus-Dieter STEPHAN, **Public Company Takeovers in Germany**, München, Verlag C.H. Beck München City & Financial Publishing, 2002, s. 210.

²⁴ Jürg SUTER, **Die Fusion von Aktiengesellschaften und im Privatrecht und im Steuerrecht**, Zürich, 1966, s. 15 (YASAMAN, **Birleşme**, s. 20’den naklen).

²⁵ *Ayiter ve Gürsoy*, “universitas iuris” kavramını hukuki birlik anlamında kullanmaktadırlar. Yazarlar, mal varlığının, onu oluşturan unsurların birbirinden ayrı olması ve ayrı hükümlere tabi olmaları sebebiyle bir “bütün” değil, “çokluk”, fiilen bir arada bulunmadan ibaret bir yığın olduğu görüşündedirler. Bkz. Nuşin AYİTER, **Mâmelek Kavramı Üzerine İnceleme**, Ankara, Sevin. Matbaası, 1968, s. 28; GÜRSOY/EREN/CANSEL, **Eşya Hukuku**, s. 25.

Teknik açıdan düşünüldüğünde gerçekten de, mal varlığı, aynı hakka konu olma yönünden bir kül olarak özel bir hakka konu olamaz. Ancak mal varlığına dâhil unsurlar aynı kişiye ait olma yönünden, bir birlik teşkil ederek, külli halefiyet kuralları kapsamında (örn. mirasta murisin terekesi ve ortaklıkların birleşmesinde ortaklık mal varlığı) aynı işleme ve sonuca bağlı olarak intikal edebilir. TK. m. 11/2 hükmü ile Tasarı’nın 11. maddesinin kenar başlığı da, “hukuki bütün” görüşünü teyit etmektedir. Öte yandan belirtelim ki, burada varılacak sonucun pratik bir faydası bulunmamaktadır. ACEMOĞLU, **Devir**, s. 19/dpn. 24.

tasarım, know-how gibi fikrî mülkiyet hakları, başka ortaklıklardaki hisse sahipliğinden kaynaklanan iştirakleri, ortaklığa sürekli olarak gelip giden boya, iplik, kumaş, vb. ham madde kalemleri, bankada bulunan mevduatı, senede bağlanmış veya bağlanmamış alacakları ve borçları, pay sahiplerinin yaptıkları sermaye ödemeleri gibi münferit unsurlar ortaklığın mal varlığı kalemleridir/unsurlarıdır. Bu unsurlar arasında hukuki bir bağlılık bulunmasa dahi, ortaklığın tüm hak-borç/aktif-pasif/varlık kalemleri toplamda bir hukuki bütün olarak şirketin mal varlığını teşkil eder²⁶.

İşte anonim ortaklığın mal varlığının bazen bütünü, bazı durumlarda da bir parçası, “ticari işletme” olabilir. Anonim ortaklığın, diğer tüm gerçek ve tüzel kişiler gibi, tek bir mal varlığı vardır, ancak bu mal varlığı içinde birden fazla ticari işletmesi bulunabilir²⁷.

İşletme; sermaye, emek ve müteşebbis unsurları birliğinin, belirli bir organizasyon biçiminde faaliyet göstermesini ifade eden iktisadi bir kavramdır. “İşletme”, ticari, zirai veya sınai nitelikte olabilen bir faaliyette bulunmak için, ekonomik bir gelir sağlama amacıyla, bir süreklilik içinde, belli hakların ve fiilî ilişkilerin bir araya getirilmesi ile oluşan bütündür: “Ticari işletme” veya “esnaf işletmesi” şeklinde olur²⁸. Ancak bir anonim ortaklığın tacir olarak işlettiği işletmenin esnaf işletmesi niteliğinde olması pek mümkün değildir. Bununla birlikte anonim ortaklığın işletme işletmemesi de, düşük bir ihtimal olmakla birlikte, olasıdır.

Belli mal varlığı unsurlarının bir amaç doğrultusunda teşkilatlanması ve bu bağlamda tıpkı mal varlığı gibi “hukuki birlik”²⁹ niteliğindeki soyut bir kavram olan ticari işletmenin somut cephesi ise, işletmeye dâhil olan mal varlığı unsurlarıdır.

²⁶ “Mal varlığı” kavramı için bkz. ACEMOĞLU, **Devir**, s. 9 vd.; YASAMAN, **Birleşme**, s. 7 vd.; TEKİNALP (Poroy/ Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 1458 vd.

²⁷ *Acemoğlu*, tüzel kişilerin de ticari işletme sahibi olabileceğini belirtirken, böyle bir durumda tüzel kişinin mal varlığı ile ticari işletmesinin çoğu kere aynı şey olacağı, özellikle ticaret ortaklıklarındaki durumun böyle olduğu tespitini yapmaktadır. *Arıcı* da, işletmenin mal varlığının belirlenmesinin ticaret ortaklıklarında zor olmadığını, zira işletme mal varlığı ile şirketin mal varlığının aynı olduğunu ileri sürmektedir. ACEMOĞLU, **Devir**, s. 20; ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 37. Bir anonim ortaklığın birden fazla ticari işletmesi bulunabileceği varsayımının göz ardı edilmiş olması bir tarafa, bir anonim ortaklık/bir ticari işletme varsayımında, özellikle ticari işletmenin mal varlığı yönü itibarıyla bu tespite katılmak mümkündür. Karş. YASAMAN, **Birleşme**, s. 12.

²⁸ Karş. TİRK. ek m. 1.

²⁹ İnc. GÜRSOY/EREN/CANSEL, **Eşya Hukuku**, s. 27.

Ticari işletme, bu mal varlığı yönü ile “özel mal varlığı” niteliğindedir³⁰. Ticari işletme, iktisadi bir amaca yönelmiş bir organizasyonun sahip bulunduğu maddi ve gayri maddi hak ve münasebetlerin bütünüdür. TK. m. 11/1’de ticarethane, fabrika ve ticari şekilde işletilen diğer müesseselerin “ticari işletme” oldukları belirtilmiş, aynı maddenin ikinci fıkrasında da, müessesenin işletilmesine daimî tarzda tahsis olunan tesislerin, kiracılık hakkının ve fikrî mülkiyet haklarının ticari işletmeye dâhil olduğu belirtilmiştir³¹. Ticari işletme, bu özelliği ile, kendisi bir hak süjesi olmayıp; belli hak ve borçlardan oluşan ve bir kül/bütün teşkil eden özel mal varlığı topluluğudur. Anonim ortaklık tüzel kişiliği ise, bu özel mal varlığı topluluğuna dâhil olan unsurların maliki ve kullanım hakkı sahibi olarak, ticari işletmenin de sahibidir^{32 33}.

³⁰ ACEMOĞLU, **Devir**, s. 19; ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 33-34; k.g. YASAMAN, **Birleşme**, s. 9. *Yasaman*, “ticari işletme”nin özel mal varlığı olmadığını belirtirken, işletmenin hak ve borçların sahibi olduğunu belirterek, kabul edilemeyecek bir şekilde ticari işletmeye âdeta tüzel kişilik yani hak süjesi vasfı vermiştir.

³¹ Bu yönde ayrıca bkz. TİRK. ek m. 1, Tasarı m. 11/3.

³² Ancak bu sahiplik, eşya hukuku anlamında klasik ayni hak sahipliği değildir. Zira ayni hak konusunun belirli (muayyen) olması lazım gelip, kural olarak ancak bir eşya üzerinde ayni hak tesis edilebilir. Ticari işletme ise, özel mal varlığı olarak, ne bir taşınır (bkz. MK. m. 762) ne de taşınmaz eşya/şey (bkz. MK. m. 704) niteliğindedir. Bu tür eşya hukuku konularının ve borçların bir araya gelmesi ile oluşan bütündür, tıpkı mal varlığı gibi. Ancak doktrinde eşya kavramına girmeyen ayni hak konularının da bulunduğu belirtilmekte ve mal varlığı (mamelek) buna örnek olarak gösterilmektedir. OĞUZMAN/SELİÇİ/OKTAY-ÖZDEMİR, **Eşya Hukuku**, s. 6-7. Gerçekten de MK. m. 794’de bir ayni hak çeşidi olan intifa hakkının mal varlığı üzerinde kurulabileceği belirtilmektedir. Ancak bu hâlde de esasında mal varlığı bir kül hâlinde intifaya konu olmayıp, mal varlığının aktifinde yer alan her unsur üzerinde ayrı intifa hakkı cereyan edecektir. Gerek mal varlığı, gerek de özel mal varlığı olarak ticari işletme, kanunun özel olarak düzenlediği hâller dışında, bütün olarak bir tasarrufi işleme konu edilemez. Yani mal varlığı ve ticari işletme, tek bir “şey” olmadıkları için üzerlerinde tek bir taşınır veya taşınmaz eşya gibi bir kül olarak “tasarruf” etme ve mülkiyet veya sınırlı ayni hak kurmak mümkün değildir.

Bir ticari işletmenin veya mal varlığının, kapsamına giren tüm aktif ve pasifleri ile birlikte devrine ilişkin yapılan borçlandırıcı işlem BK. m. 179’un açık hükmü karşısında geçerlidir, ancak pasifler bir tarafa bırakılırsa, aktif unsurların bir kül hâlinde borçlandırıcı işlemin diğer tarafına geçmesi söz konusu olmayıp, her bir unsura ilişkin gerekli devir prosedürünün (alacaklarda alacağın temliki, taşınmazlarda tapu siciline tescil, taşınırlarda zilyetliğin nakli) yerine getirilmesi lazımdır. Cebrî icra takiplerinde de mal varlığı veya işletmeye dâhil olan beher “şey”, ayrı bir takip konusudur.

Burada karşımıza çıkan iki özellikli/istisnai hâlden biri, külli halefiyet kuralı kapsamında belli bir mal varlığına dâhil unsurların mülkiyetinin, miras veya ortaklıkların birleşmesinde olduğu üzere, bir kül hâlinde bir başka kişiye intikal etmesi; diğeri ise ticaret siciline yapılan tescil ile birlikte kurulan ticari işletme rehnidir. Gerçekten de TİRK ile özel olarak düzenlenen ticari işletme rehni, işletmeye dâhil –kanunda sayılan- unsurların her birine ilişkin olarak özel bir tasarrufi işlem yapılması gereksizdir ticari işletme kapsamındaki ticaret unvanı, işletme adı, menkul işletme tesisatı ve sınai haklar üzerinde rehin hakkı tesisi mümkündür. Esasında her iki özellikli durumda da, teknik açıdan, mülkiyet ve rehin hakkı, bütün olarak terekenin veya ticari işletmenin üzerinde değil, bunların kapsamına giren aktif unsurlarının üzerindedir. Ancak özel

Anonim ortaklık, hak sahibi olarak, kendi mal varlığında bulunan unsurlar üzerinde ayrı ayrı tasarrufta bulunabileceği gibi, BK. m. 179'un verdiği imkân ile mal varlığını veya ticari işletme ya da işletmelerini bütün olarak bir üçüncü kişiye devredebilir. Böylelikle cüz'i intikal kuralları kapsamında her bir maddi ve gayri maddi unsurun devrine ilişkin prosedürün uygulanması sonucunda anonim ortaklığın mal varlığının veya ticari işletmesinin sahibi değişecektir. Zira yapılan işlemin konusu, bizzat anonim ortaklık mal varlığıdır. Burada ortaklık tüzel kişiliği organizasyon olarak sabit kalmakta, ancak yukarıda saydığımız üç unsurdan, “mal varlığı” etkilenmektedir.

Anonim ortaklık, ayrıca, BK. m. 180 veya TK. m. 451 vd. anlamında mal varlığını başka kişilere ait mal varlıkları ile birleştirebilir. Burada mal varlığı unsurları bir kül hâlinde işlemin diğer tarafına intikal etmekte, ancak sonuçta bu unsurlar –kül hâlinde olsa da- bizzat işlemin konusunu oluşturmaktadır. Burada da

kanuni düzenleme ile, belli bir mal topluluğuna ilişkin aynı hak tesisi işlemi, yani tasarrufi muamelenin icrası kolaylaştırılmıştır.

Bu bilgiler ışığı altında esas konumuza dönecek olursa, bir ticari işletme ve/veya mal varlığı üzerinde kül hâlinde bir kişiye şahsi hak tanınması mümkün olmakla birlikte; işletme ve/veya mal varlığının eşya hukuku anlamında malikinin bulunması mümkün değildir. Ancak hem işletmeye hem de mal varlığına dâhil aktif ve pasif hak konularının maliki olan gerçek veya tüzel kişi, sonuçta ticari işletmenin veya mal varlığının da sahibi konumuna gelecektir. Özellikle TK. m. 11 vd.de ticari işletme kavramına bağlanan sonuçlar itibarıyla işletmenin bütünü itibarıyla nasıl ki bir işleteni varsa, “sahibi” de olabilmelidir.

Bu açıdan bakıldığında *Acemoğlu*'nun yaptığı ticari işletmenin, hakkın sahibi olmadığı gibi, konusu/objesi de olmadığı ve üzerinde hak kurmanın mümkün olmadığı tespiti teknik açıdan -TİRK kapsamında ticari işletme rehni kurumu bir tarafa bırakılırsa- isabetlidir. *Gürsoy* da, işletmenin ister hukuki, isterse de fiilî bir topluluk olduğu kabul edilsin, üzerinde tek bir mülkiyetin mümkün olmadığını belirtmektedir. Bkz. ACEMOĞLU, **Devir**, s. 19-20; GÜRSOY/EREN/CANSEL, **Eşya Hukuku**, s. 27. Ancak hak konusu itibarıyla, ticari işletmenin çeşitli mal varlığı unsurlarını içinde barındırması karşısında, işletme sahipliğinden bahsedilmesi en azından pratik açıdan yanlış olmayacaktır. Kaldı ki TİRK. m. 2'de “ticari işletmenin maliki”, ticari işletme rehni tarafı olarak gösterilmiştir. Aynı Kanun'un 5, 7, 9, 10, 11, 12 ve 19. maddelerinde de “ticari işletme sahibi”nden bahsedilmektedir. Zaten bizzat *Acemoğlu* da, “işletme sahibi” terimini kullanmaktadır. Örn. bkz. ACEMOĞLU, **Devir**, s. 20. Unutulmamalıdır ki, bir “şey”in sahibinin bulunması, sonuçta hakka konu olması anlamına gelebilecektir. İşte anonim ortaklık ile ticari işletme arasında burada önemli bir fark ortaya çıkmaktadır. Anonim ortaklığın kendisi hak sahibi olup, ortaklık üzerinde bir aynı veya şahsi hak sahipliğinden bahsedilemez. Dolayısıyla anonim ortaklığın devralınması olarak isimlendirilen işlem, ortaklığa dâhil mal varlığı unsurlarının devralınması değildir. Burada devralınan doğrudan ortaklığın tüzel kişilik olarak kontrolüdür.

³³ “İşletme” ve “ticari işletme” kavramları için inc. ACEMOĞLU, **Devir**, s. 16 vd.; GÜRSOY/EREN/CANSEL, **Eşya Hukuku**, s. 26-27; YASAMAN, **Birleşme**, s. 9 vd.; ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 7 vd. Ayrıca bkz. yuk. Birinci Bölüm/I/A.

hem ortaklık mal varlığı sahipliği değişmekte hem de ortaklığın tüzel kişiliği ortadan kalkabilmekte veya şekil değiştirmektedir.

“Anonim ortaklığın devralınması”nda ise, ortaklığın mal varlığı toplamında³⁴ veya mal varlığının sahipliğinde ya da mal varlığının sahibi olan soyut varlığın yani tüzel kişiliğin yapısında değişiklik olmaksızın, sadece anılan soyut varlığı kontrol eden şahıs topluluğunda bir değişiklik olmakta ve ortaklığın kontrol gücünü elinde bulunduran kişi değişmektedir. Anonim ortaklığın çoğunluk paylarının mülkiyet veya intifa hakkı sahibinin değişmesinde, çoğunluk paylarından kaynaklanan oy hakkının kullanımı hususunda vekâlet toplanmasında, yönetim imtiyazı oluşturan bir esas sözleşme değişikliğinde sadece ortaklık tüzel kişiliğini kontrol eden güç değişmekte, ortaklığın hukuki yapısında, kişiliğinde, mal varlığında ve bu mal varlığının hukuki sahibinde değişiklik olmamakta, ancak sonuçta bu mal varlığı unsurlarından ekonomik olarak yararlanan güç, sadece soyut varlık olan anonim ortaklığın tüzel kişi olarak kontrolüne ilişkin bir işlem ile değişmektedir.

Anonim ortaklık, tüm mal varlığını oluşturan işletmesini devretse veya tüm mal varlığını devrederek başka bir ortaklık ile birleşse dahi, söz konusu anonim ortaklık devredilmiş değildir. Anonim ortaklığın devralınmasında devir, ortaklığın tüzel kişilik olarak kontrolünün iktisabı suretiyle gerçekleşir, yoksa mal varlıklarının birleşmesi ile değil³⁵. Buradaki işlem, ekonomik sonuç benzerliğine rağmen, hukuki süreç ve sonuçları itibarıyla farklıdır.

Anonim ortaklığın devrinde/devralınmasında, hukuken, anonim ortaklığın işletmesi veya mal varlığı değil, tüzel kişilik özelliği ve tüzel kişilik olarak organizasyonu ön plandadır. Devre konu yapılan, bir “firma”³⁶ olarak anonim ortaklıktır. Dolayısıyla işlem, firma devridir, yoksa işletme/mal varlığı devri değil.

Anonim ortaklığın devri yöntemleri farklı olup, ticari işletmenin devri ve birleşme kendiliğinden kapsam dışında kaldığı gibi, kontrol imkânı vermeyen azınlık

³⁴ Devir yöntemlerinden, sermaye artırımı ve devralma yoluyla birleşmede, hedef ortaklığın yani kontrol değişikliğine uğrayan ortaklığın, getirilen ve bu şekilde ortaklığın sermaye yapısını değiştiren yeni sermaye kalemleri sebebiyle mal varlığı toplamı artmaktadır. Bkz. aş. İkinci Bölüm/IV/B/1, İkinci Bölüm/IV/F.

³⁵ Karş. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 189c.

³⁶ “Firma” için bkz. yuk. Birinci Bölüm/I/A.

paylarının devri gibi hukuki işlemler de, anonim ortaklığın devri sonucunu yaratamamaktadır.

Anonim ortaklığın devrinde, devre taraf olanların ve devirden etkilenenlerin mal varlıkları hukuken birleşmediği gibi, anonim ortaklığın mal varlığının hukuki sahibinde de değişiklik olmamakta yani mal varlığı devredilmemektedir. Hukuken anonim ortaklık tüzel kişiliği, mal varlığının hukuki sahibi olarak kalmaya devam etmektedir. Anonim ortaklığın devralınmasında, devre konu anonim ortaklık aynen varlığını sürdürdüğü için, ortaklığın mal varlığı unsurları ne hukuki sahiplik bakımından ne de işleme katılım bakımından etkiye maruz kalmaktadır. Ancak ekonomik açıdan ortaklığın ve mal varlığının sahibi, bu işlem sonucunda değişmektedir. Anonim ortaklığın devralınması, ortaklığın içindeki mal varlığının, hukuki ve ekonomik maliklerinin farklılığı esasına dayalı bir hukuki işlem olup, bu işlem sonucunda hedef ortaklığın mal varlığı unsurlarının hukuki değil, ancak ekonomik sahipleri değişmektedir.

Bu anlamı ile anonim ortaklığın devralınması, rekabet hukukundaki “devralma” kavramına benzetmekle birlikte, iki açıdan daha dar, bir açıdan ise daha geniş bir içeriğe sahiptir. “Birleşme veya Devralma” kenar başlıklı RKK. m. 7 ve RK tarafından çıkarılan 1997/1 sayılı Tebliğ’in “Birleşme veya Devralma Sayılan Haller” kenar başlığını taşıyan 2. maddesinin ilk fıkrasının üç bentlik düzenleniş şeklinden anlaşılabilceği üzere, *“herhangi bir teşebbüsün ya da kişinin diğer bir teşebbüsün mal varlığını yahut ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisi veren araçları devralması veya kontrol etmesi”* devralmadır. Görüldüğü gibi rekabet hukuku alanında da, devir konusunun kontrolünün elde edilmesi, “devralma”dır. Doktrinde de belirtildiği üzere, kontrolün el değiştirmesi sonucunu doğuran bütün devralmalar, rekabet hukukunda denetime tabi devralma kavramı içerisinde yer alır³⁷. Kontrol değişikliği olmaksızın, “devralma” da gerçekleşmemektedir, yani kontrol, rekabet hukukundaki devralmanın

³⁷ İ. Yılmaz ASLAN, **Rekabet Hukuku**, 2. Bası, Bursa, Ekin Kitabevi, 2001, s. 253; Pelin GÜVEN, **Türk Rekabet Hukuku ve Avrupa Birliği Rekabet Hukukunda Birleşme ve Devralmaların Denetlenmesi**, 2. Bası, Ankara, Yetkin yay., 2003, s. 115; GÜVEN, **Rekabet Hukuku**, s. 301.

da bir kurucu/tanımsal unsurdur³⁸. Görüldüğü gibi kontrol iktisabı ile devralma arasındaki özdeşlik rekabet hukuku kaynaklıdır. İşte söz konusu kontrol anlayışı gereğince azınlık hisselerinin devri, bu anlamda “devralma” olmamaktadır³⁹. Bunun gibi, devir konusunun, kontrol şeklinin değişmesi yani tek başına kontrolden ortak kontrole geçiş ya da bunun tam tersi de, bir “devralma”dır. Bu özellik, hem rekabet hukukundaki “devralmalar”da hem de anonim ortaklığın devralınmasında ortaktır. Ortak kontrolü paylaşan kişinin söz konusu konumunun bir hukuki işlem ile elde edilmesi veya münferit kontrole tabi ortaklıkta bir hukuki işlem sonrasında ortak “controller”in ortaya çıkması ya da ortak kontrol durumunun münferit kontrole dönüşmesi, “devralma”dır⁴⁰. Zira her üç durumda da, bir kontrol değişikliği söz konusudur⁴¹.

³⁸ Danıştay 10. D., 26.03.2002, 5649/846: “...rekabet hukuku açısından birleşme ve devralmada, devralmanın kontrolü ele geçirmesinin önemli olduğu 97/1 sayılı Tebliğ hükümlerinde de vurgulanmaktadır...” (GÜVEN, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 192). RK da, vermiş olduğu bir kararında [RK, 06.02.2003, 03-08/87-37 (RG. 06.10.2003, 25251)], tek bir teşebbüs niteliğine sahip ekonomik bütünlük içerisinde yer alan birimler arasında gerçekleşen birleşme/devralma işlemlerinin kontrol değişikliğinin meydana gelmemesi nedeniyle, RKK’nın uygulama alanına girmediği sonucuna varmıştır. Bu kararda RK, gerçekten de, kontrol değişikliğini rekabet hukuku anlamında devralmanın bir şartı olarak görmekle birlikte, bu kararın esas anlamı, kontrol değişikliğinin ekonomik anlamda gerçekleşmesi gerekliliğinin aranması ve hukuki bağımsızlığın yeterli bulunmamasıdır. Ayrıca bkz. RK, 30.01.2001, 01-06/53-16 (RG. 21.02.2003, 25027).

³⁹ Bkz. ASLAN, **Rekabet Hukuku**, s. 260. Erdem, kontrolün sağlanmasında kullanılan araçlar arasında, azınlık haklarını da saymakta, bu arada kanuni ve esas sözleşmesel ağırlaştırılmış nisapları da –teknik hukuki anlamda azınlık hakkı olmadığını belirtmekle birlikte- olumsuz azınlık hakları ile birlikte değerlendirmektedir. Yazar, azınlığın sulh ve ibradaki veto hakkı (TK. m. 310) ve ağırlaştırılmış nisaplar yoluyla çoğunluğun kontrolüne ortak olduğunu ileri sürmektedir. ERDEM, **Birleşme Ve Devralmalar**, s. 56 vd. Belirtelim ki, TK. m. 310’daki kurucuların sulh ve ibralarına engel olma gücünün anonim ortaklıklar hukuku uygulama ve teorisindeki etkisi, bu imkâna sahip ortakları “ortak kontrol sahibi” konumuna getirmeyeceği gibi, kanuni düzendeki ağırlaştırılmış nisap kuralları da, hemen daima, ikinci toplantıda da olsa, salt çoğunluğun karar almasına engel olmamaktadır. Dolayısıyla ancak esas sözleşme ile belirlenen ağırlaştırılmış nisap kural(lar)ı, verdiği belirleyici etkiye katılma olanağı doğrultusunda yani engelleyebildiği kararların kontrol anlamındaki gücü ile bağlantılı olarak, bu orandaki payların sahiplerini “ortak kontrol sahibi” hâline getirebilir ve bunun sonucu olarak bu payların devri, anonim ortaklığın –en azından kısmi- devri anlamına gelebilir.

⁴⁰ Bu konudaki örnek RK kararları için bkz. RK, 18.04.2000, 00-14/134-66 (RG. 22.06.2001, 24440); RK, 08.03.2000, 00-29/322-182 (RG. 13.11.2001, 24582); RK, 21.12.2000, 00-50/547-302 (RG. 04.12.2002, 24956); RK, 14.08.2008, 08-50/739-295 (RG., 14.11.2008, 27054). Aynı yönde AB Komisyonu’nun ortak kontrolden, kontrolü paylaşanlar arasındaki pay devri ile münferit kontrole geçişi denetime tabi bir konsantrasyon yani “devralma” olarak kabul eden bir kararı için bkz. Sinan ÜLGEN, **Avrupa Birliği Şirket Birleşmeleri Yönetmeliği**, İstanbul, Tüsiad yay., 1998, s. 19-20.

⁴¹ Zira “şekil değiştirme” olarak ifade edilebilecek münferit kontrolden ortak kontrole veya ortak kontrolden münferit kontrole geçiş durumlarında da, esasında anonim ortaklığın kontrolünü elinde bulunduran kişi/kişiler, dolayısıyla kontrol sahibi değişmektedir.

Öte yandan söz konusu benzerliklerin yanında, rekabet hukukunda devir konusu olan sadece anonim ortaklık değil, bunu da kapsamına alan daha geniş bir kavram olan “teşebbüs”tür. Teşebbüs, piyasada mal veya hizmet üreten, pazarlayan, satan gerçek ve tüzel kişiler ile, bağımsız karar verebilen ve ekonomik bakımdan bir bütün teşkil eden her türlü birimdir (RKK. m. 3). Teşebbüsün kapsamına anonim ortaklık yanında gerçek kişiler, tüzel kişiler, tüzel kişiliği olmayan birlikler ve işletmeler girmektedir⁴². Bizim konumuz, sadece anonim ortaklık tüzel kişiliğinin kontrolünün el değiştirmesidir.

Bunun yanında rekabet hukukundaki “devralma”nın kapsamının geniş olduğu ikinci hâl olarak belirtelim ki, bizzat RKK. m. 7 ve 1997/1 sayılı Tebliğ’deki “devralma” tanımlarında zikredilen teşebbüsün mal varlığının devralınması işlemi, “anonim ortaklığın devralınması” değildir. Anonim ortaklığın devralınmasında, devre konu olan anonim ortaklığın kontrolüdür, yoksa ortaklığın mal varlığı yapılan işlemde etkilenmemektedir. Ticari işletme (veya başka bir mal varlığı bütünü) devri, rekabet hukuku anlamında bir “devralma”dır ve diğer şartlar da varsa geçerliliği için RK’den izin alınmalıdır, yani rekabet hukukunun uygulama alanı içindedir⁴³. Ancak anonim ortaklığın ticari işletmesinin devri, anonim ortaklığın devralınması olmayıp, onun hukuki sonuçlarına tabi değildir⁴⁴.

Anonim ortaklığın devralınmasının, rekabet hukukundaki “devralma”ya kıyasla, anlamının genişlediği durum ise, “grup içi işlemleri” de kapsamına almasıdır. Ekonomik bağımsızlık düşüncesinden hareket eden rekabet hukukunda

⁴² Rekabet hukukunda “teşebbüs” kavramının nispeten geniş içeriği hakkında inc. örn. SANLI, **Rekabetin Korunması** s. 28 vd.; İ. Yılmaz ASLAN, **Rekabet Hukuku**, 2. Bası, Bursa, Ekin Kitabevi, 2001, s. 31 vd.; GÜVEN, **Rekabet Hukuku**, s. 68 vd.; POROY/YASAMAN, **Ticari İşletme**, s. 302.

⁴³ 1997/1 sayılı Tebliğ’in 2. maddesinde de belirtildiği üzere bir teşebbüsün mal varlığının devralınması, rekabet hukuku anlamında “devir”dir. Bu bağlamda RK, izin talebiyle yapılan bir başvuruda, satış anlaşması kapsamındaki fikri mülkiyet haklarının, müşteri portföyünün ve markanın kendisinin devrini, teşebbüsün mal varlığının devri, dolayısıyla izne tabi bir devralma işlemi olarak kabul etmiştir. Bunun gibi know-how devri veya varlık satın alma sözleşmesi ile teşebbüsün işlerinden bazılarının devralınması da rekabet hukuku anlamında “devralma”dır. Bkz. RK, 05.09.2002, 02-52/666-270 (RG. 03.04.2003, 25068); 27.06.2002, 02-41/472-198 (RG. 27.03.2003, 25061); 22.07.2004, 04-48/652-162 (RG. 03.05.2005, 25804).

⁴⁴ Anonim ortaklığın devri ile ticari işletmenin/mal varlığının devri arasındaki farklar için inc. aş. İkinci Bölüm/III/C.

bağlantılı teşebbüsler⁴⁵ arasında yapılan devralmalarda, devre konu teşebbüsün kontrol sahipliğinde ekonomik açıdan bir değişiklik meydana gelmeyeceği için, rekabet hukuku açısından, denetime tabi bir işlem yoktur⁴⁶. Esasında anonim ortaklığın devralınması teorisinde de ekonomik bakış açısı sıklıkla gündeme gelmekle ve kontrol ile ortaklık mal varlığı arasında bu tür bir bağ kurulmakla birlikte, grup içi bir işlem ile ortaklığın kontrol sahibinde meydana gelen değişikliğin, kapsam dışı olduğu şeklinde bir genelleme yapılamaz. Anonim ortaklığın devralınmasına bağlanan hukuki sonuçların her biri açısından ayrı değerlendirme yapılmalı ve “anonim ortaklığın devralınması”nın hukuki bir işlem olduğu gerçeği göz ardı edilmemelidir. Örneğin grup içindeki bir devir, kamuyu aydınlatma zorunluluğu doğursa da, çağrıda bulunma zorunluluğunun doğumuna yol açmayabilecektir⁴⁷.

B. Yabancı Literatürdeki Benzer Kavramlar

Yukarıda açıklanan özellikleri ile “anonim ortaklığın devralınması”, diğer benzer kavramlardan ayrılmaktadır; ve özellikle uluslararası ortaklıklar hukuku teori ve uygulamasında sıklıkla kullanılan, ancak yeknesak bir yasal tanımı bulunmayan,

⁴⁵ Bağlantılı teşebbüsler, bir gruba bağlı olan veya bir grup tarafından kontrol edilen işletmeler/ortaklıklar olarak tanımlanabilir. ASLAN, **Rekabet Hukuku**, s. 259. Rekabet Kurulu'nun 2002/2 sayılı “Dikey Anlaşmalara İlişkin Grup Muafiyeti Tebliği (RG. 14.07.2002, 24815)”nin 3. maddesinin son fıkrasında bağlı teşebbüsün belirlenmesinde 1997/1 sayılı Tebliğ m. 4/2’de yer alan hükümler esas alınacağı belirtilmektedir. Benzer atıflar, diğer Tebliğ’lerde de bulunmaktadır. Örn. bkz. 2005/4 sayılı “Motorlu Taşıtlar Sektöründeki Dikey Anlaşmalar Ve Uyumlu Eylemlere İlişkin Grup Muafiyeti Tebliği (RG. 12.11.2005, 25991)” m. 3/son; 2008/3 sayılı “Sigorta Sektörüne İlişkin Grup Muafiyet Tebliği (RG. 01.02.2008, 26774)” m. 4/c.

1997/1 sayılı Tebliğ’de yer alan anılan hükümde ise; doğrudan veya dolaylı olarak sermayenin veya ticari mal varlığının yarısından fazlasına ya da oy haklarının yarısından fazlasını kullanma yetkisine veya denetim kurulu, yönetim kurulu veya teşebbüsü temsile yetkili organların üyelerinin yarısından fazlasını atama yetkisine ya da işlerini idare etme hakkına sahip olunması ölçütleri yer almaktadır. Dolayısıyla “kontrol” kavramının “bağlı teşebbüs”ün belirlenmesinde kullanılmasının isabetli olduğu söylenebilecektir.

⁴⁶ İnc. ASLAN, **Rekabet Hukuku**, s. 257 vd.; GÜVEN, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 181 vd. Ayrıca bkz. örn. RK, 20.06.2007, 07-53/580-191 (RG. 19.09.2007, 26648); RK, 23.08.2007, 07-67/834-313 (RG. 16.10.2007, 26672). Rekabet hukuku açısından birbirlerinden bağımsız teşebbüslerin birleşmesi ve/veya birbirleri arasındaki devralmalar önem taşır. Devralma işleminin taraflarından biri diğerini kontrol ediyor veya her iki taraf da aynı kişi tarafından kontrol ediliyor ise ortada rekabet hukukunun ilgilendiği bir işlem bulunmamaktadır. Bu anlamda bağımsızlık ile kontrol kavramları arasında ters orantılı bir ilişki olduğu belirtilmektedir. GÜVEN, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 185.

⁴⁷ Bkz. aş. Üçüncü Bölüm/IV/A ve B.

benzer hatta bazen de aynı anlamlara gelen, “takeover”, “acquisition”, “control transactions” terimlerinin kapsamından daha dar bir içeriğe sahiptir.

1. Takeover

“Takeover”, yasal bir tanımı bulunmayan, dolayısıyla farklı yaklaşımların var olduğu, Anglo-Sakson hukuk sistemi orijinli, sermaye piyasası yatırımlarının tüm dünyaya yayılması ve İngiliz-Amerikan etkisinin Kıta Avrupası’ni sarması ile tüm dünyada çok meşhur hâle gelmiş bir hukuki terimdir.

“Take over” fiili kelime anlamı olarak; teslim almak, yönetimi elinde tutmak demektir. “Takeover” olarak isimleşen fiil, bu şekilde ele geçirmek manasını vermektedir. Ancak “takeover” denildiği vakit, sadece bilim dünyasında değil, uygulamada ve hatta halk dilinde ilk akla gelen anlam, özellikle hisse alımı yoluyla bir anonim ortaklığın kontrolünün elde edilmesidir. Zaten söz konusu anlam, sadece anonim ortaklıkların kontrol iktisabı ile de sınırlı olmayıp; bir ülkenin, bölgenin, siyasi bir partinin ya da başka bir organizasyonunun kontrolünün kazanılması eyleminde de “takeover” terimi kullanılmaktadır⁴⁸.

Geniş anlamı ile “takeover”, bir gerçek ya da tüzel kişinin bir anonim ortaklığın mal varlığının kontrolünü, doğrudan bu mal varlığı unsurlarının maliki hâline gelerek ya da ortaklığın yönetim kontrolünü elde ederek dolaylı yoldan iktisap etmesini sağlayan işlem veya işlemler serisi şeklinde tanımlanabilir⁴⁹. Söz konusu geniş anlamı ile “takeover”, ortaklık kontrol sahibinin değişmesine yol açan hukuki işlemleri kapsamına aldığı gibi, birleşme ve ticari işletmenin devri gibi ortaklık tüzel kişilik yapısında ve mal varlığı sahipliğindeki değişiklik hâllerini de içermekte olup,

⁴⁸ A. S. HORNBY, **Oxford Advanced Learner’s Dictionary of Current English**, Fifth ed., Oxford, Oxford University Press, 1998, s. 1218-1219; **İngilizce – Türkçe Redhouse Sözlüğü**, Ed. By Robert AVERY/Serap BEZMEZ/Anna G. EDMONDS/Mehlika YAYLALI, 31. Bası, İstanbul, SEV Matbaacılık, 2001, s. 996-997.

⁴⁹ Bkz. Laurence RABINOWITZ (M. A. WEINBERG/M. V. BLANK/A. L. GREYSTOKE), **Weinberg and Blank on Takeovers and Mergers**, Fifth Edition, London, Sweet&Maxwell, 2005, s. 1005; Pervez N. GHOURI/Peter J. BUCKLEY, “International Mergers And Acquisitions: Past, Present and Future”, in ed. by Cary COOPER/Alan GREGORY, **Advances In Mergers And Acquisitions**, V. 2, Oxford, JAI pub., 2003, s. 207. Bu son yazarlar, bir anonim ortaklığın tüm aktiflerinin devredilmesi olasılığında, “tam devralma (complete takeover)”nın söz konusu olacağını ve bu hâlde devralınan ortaklığın ortadan kalkacağını belirtmektedirler. GHOURI/BUCKLEY, **Mergers And Acquisitions**, s. 207.

“anonim ortaklığın devralınması” şeklinde isimlendirdiğimiz hukuki işlemi aşan bir anlama sahiptir. Dar anlamı ile “takeover”, anonim ortaklığın kontrolündeki değişiklik⁵⁰, bir başka deyişle bir anonim ortaklığın⁵¹ genellikle daha küçük olan diğeri üzerindeki kontrolü, -yeterli oranda pay iktisabı suretiyle- elde etmesidir⁵².

“Takeover”ın anlamı ve kapsamı, Amerika ve İngiltere’de farklıdır⁵³. Amerikan yaklaşımına göre; bir anonim ortaklığın mal varlığının doğrudan veya dolaylı sahipliğinin el değiştirmesi, bu bağlamda ortaklığın ekonomik anlamda ve/veya hukuken devralınması, “takeover”dır. Söz konusu üst kavramın içerisine, bir

⁵⁰ BERNES/BARON, **Company Law**, s. 360.

⁵¹ Bilhassa İngiliz hukuk doktrininde yapılan “takeover” tanımlarında, uygulamadaki durumun da etkisi ile, genellikle, devralanın yani teklif sahibinin de bir (anonim) ortaklık olduğu yönünde ifadeler vardır. Ancak bir anonim ortaklığı “takeover” yöntemi ile devralanın da başka bir anonim ortaklık olması şart değildir. Bu anlamda teklif sahibinin gerçek kişi, tüzel kişi, tüzel kişiliği bulunmadan bir arada hareket eden bağlantılı bireyler olabileceği hususunda bkz. Mark PINDER/Nicola S. GREEN/Richard BENNETT, **Tolley’s Company Law**, London - Edinburgh, Lexis Nexis Butterworths, 2006, T10/1; J. Scott SLORACH, **Corporate Finance, Mergers & Acquisitions**, Eight Ed., London, Blackstone Press Limited, 2001, N. 8.4.1.

⁵² Brenda HANNIGAN, **Company Law**, Oxford - New York, Oxford University Press, 2003, s. 867; MAYSON/FRENCH/Ryan, **Company Law**, s. 253; Elizabeth A. MARTIN, **A Dictionary of Law**, Fifth ed., Oxford - New York, Oxford University Press, 2002, s. 490; DINE, **Company Law**, s. 308; ADOLFF/MEISTER/RANDELL/STEPHAN, **Public Company Takeovers**, s. 104; SEALY, **Company Law**, s. 552. *Farrar/Hannigan*, “alıcı (anonim) ortaklığın bir diğer (anonim) ortaklıkta kontrolü sağlamaya yetecek oranda payı iktisap etmesi” şeklindeki tanımın, “takeover”ın geleneksel anlamını ortaya koyduğunu söylemektedirler. FARRAR/HANNIGAN (Furey/Wylie), **Company Law**, s. 588.

Şehirali Çelik, “takeover”ı “ele geçirme”nin karşılığı olarak ve hukuki bağımsızlığını devam ettiren bir hedef şirketin kontrolünün ele geçirilmesi anlamında kullanmaktadır. ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 52.

Kaya, bu kavramı, “ortaklığın devir alınması anlamına gelen nitelikte sermaye ve yönetimde çoğunluğu temin eden pay devri” olarak öngörmektedir. Arslan KAYA, “Sermaye Şirketlerinin Bölünmesi ve Hisse Değişimi Konularında 4684 Sayılı Kanunla Getirilen Düzenleme ile Oluşan Hukuki Durumun Değerlendirilmesi”, **Banka – Mali Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Ekim 2001/38-10, s. 56. *Akbilek* de, çoğunluk paylarının alınması işleminin karşılığı olarak, “take over”ı kullanmaktadır. Nevzat AKBİLEK, **Türk Ve Avrupa Birliği Hukukunda Anonim Şirket Birleşmelerinde Pay Sahibinin Korunması**, Ankara, Seçkin yay., 2009, s. 56.

⁵³ “Takeover” kavramının yasal bir tanımı bulunmayıp, yapılan tanımların kapsamı gerek ülkeler arasında gerek de aynı ülke içinde değişiklik göstermektedir. Örneğin Avustralya hukukunda “takeover” daha dar bir anlama sahip olup, kontrol işlemlerinin bir alt türüdür. Buna göre “takeover”, hedef ortaklığın mevcut pay sahiplerinin hepsinden, bazılarından ya da birinden paylarını satın alarak şirketin kontrol sahibi pay sahipliği mevkiinin elde edilmesi hâlidir. Dolayısıyla ticari işletmenin veya şirket aktiflerinin devralınması, “takeover” değildir. H. A. J. FORD/R. P. AUSTIN, **Ford and Austins’s Principles of Corporations Law**, Seventh Edition, Sydney – Adelaide – Brisbane – Canberra - Melbourne – Perth, Butterworths, 1995, s. 857. Bunun gibi İngiliz hukukunda da “takeover”ı kontrol gücü veren hisse senetlerinin devralınması işlemine hasreden yazarlar vardır. Bkz. örn. Nicholas GRIER (Stephen GRIFFIN/David CAPPER), **UK Company Law**, John Wiley&Sons, Chichester, 1998, s. 528. Ayrıca bkz. ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 52/dpn. 226.

işletmenin aktif ve pasifi ile devralınması, birleşme, bir ortaklığın önemli varlıklarının/aktiflerinin satın alınması, vekâlet/proxy toplama yoluyla kontrolün ele geçirilmesi ve tabii ki ortaklık paylarının satın alınması girmektedir. Görüldüğü gibi Amerikan hukuku, “takeover” kavramına geniş açıdan yaklaşmakta, birçok farklı hukuki işlemi özellikle ekonomik sonuç benzerliğinden ötürü “takeover” olarak vasıflandırmakta, ancak takeover’ın genel anlamından ve ortak hukuki özelliklerinden çok, yöntemi ile ilgilenmektedir.

Buradaki yaklaşım, hukuki işlem açısındandır. Çeşitli takeover metotları arasında, Amerika’da öne çıkan temel üç yöntem; genel kurulda oy kullanmak üzere vekâlet toplama, ortaklık paylarının satın alınması⁵⁴ ve “birleşme (merger)”dir⁵⁵. Bunların gerçekleştirilme süreçleri, ortaya çıkardıkları hukuki sonuçlar ve işlem maliyetleri farklıdır⁵⁶. İşte takeover’a ilişkin Amerikan yaklaşımı, ortaklık mal varlığının hukuki ve/veya ekonomik kontrolünün değişmesine yol açan/açabilecek her bir işlemin ayrı ayrı ele alınması ve düzenlenmesidir. Kavramların seçiminde ve uygulanacak kuralların belirlenmesinde işlemin sonuçları değil, asli unsurları yani yapıma şekilleri öne çıkmaktadır.

İngiliz hukukundaki, özellikle doktrindeki “takeover” tanımları incelendiğinde, bir anonim ortaklığın kontrolünün kazanılması/elde edilmesi/devralınması durumunda “takeover”ın gerçekleşeceğinin belirtildiği görülmekle ve bu açıdan bizim “anonim ortaklığın devralınması” kavramına yaptığımız tanıma benzer, hatta eş bir tanımlama yapılmakla birlikte, ayrıntıya girildiğinde durumun hiç de öyle olmadığı ve kavrama burada da daha geniş bir açıdan yaklaşıldığı anlaşılmaktadır. Zira İngiltere’de “kontrol”den anlaşılan sadece tüzel kişilik olarak anonim ortaklığın

⁵⁴ Pay alımı da üç şekilde olabilir: “Borsadan/açık piyasada alım (open market sale/transaction)” – devralınacak ortaklığın tüm ortakları ile veya sadece kontrol sahipleri ile anlaşılması suretiyle “blok alım/satım (block sale)” – “Aleni pay alım teklifi (tender offer)”. MANNE, **Market for Corporate Control**, s. 262; MARTIN, **Dictionary**, s. 490. Ayrıca bkz. aş. İkinci Bölüm/IV/A.

⁵⁵ “Merger”, Amerikan hukukunda bizdeki anonim ortaklıkların birleşmesini karşıladığı gibi, hukuki şekil önemli olmaksızın “menfaatlerin/hakların bir araya toplanması” şeklinde çevirebileceğimiz “pooling of interests” işlemlerini de ifade etmektedir. Bkz. RABINOWITZ, **Weinberg and Blank on Takeovers**, s. 1006/dpn.2; **Tolley’s Company Acquisitions Handbook, A Comprehensive guide to the legal, tax, accounting and strategic aspects of UK acquisitions**, Sixth ed., Tolley pub., Croydon, 2001, s. 441.

⁵⁶ İnc. MANNE, **Market for Corporate Control**, s. 260 vd.; Çağlar MANAVGAT, **Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer – Takeover Bid)**, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu yay., 1997, s. 8.

kontrolü değil, aynı zamanda ortaklığın mal varlığı unsurlarının da kontrolüdür. Dolayısıyla ortaklık kontrol yapısında bir değişiklik olmaksızın, ortaklığın esaslı mal varlığı kalemlerinin veya tüm ticari işletmesinin devralınması da, “takeover”dır. Bununla birlikte İngiliz hukukundaki “takeover”, Amerikan hukukuna nazaran daha dar bir içeriğe sahiptir. Amerikan hukukunda, “merger (birleşme)”, üst kavram olan “takeover”ın bir türü iken; İngiliz hukukunda her iki işlem türü (“merger” ve “takeover”) birbirinden ayrılmaktadır. İngiliz sisteminde taraf anonim ortaklıklardan bir veya daha fazlasının tüzel kişiliğini yitirmesi suretiyle gerçekleştirilen birleşme (merger), bir takeover hâli/çeşidi değildir. Ancak ne zaman “takeover”ın, ne zaman “merger”ın söz konusu olduğuna ilişkin İngiliz yaklaşımı, yapılan işlemin hukuki sürecinden çok, tarafların niyetine ve ortaya çıkan sonuca dayanmaktadır. Bu sebeple bu iki işlem arasında yapısal bir fark bulunmamaktadır. Şöyle ki, İngiltere’de, yapılan işlem sonucunda, işlemin taraflarından biri diğerini kontrol ediyorsa “takeover”ın, bunun yerine bir nevi “evlilik (marriage)” şeklinde güçlerin birleştirilmesi ve ortak kontrolün söz konusu olması durumunda ise “merger”ın varlığı kabul edilmektedir. Bu sebeple “merger”, genellikle birbirine denk kuvvetteki/değerdeki iki şirket arasında gerçekleşirken, “takeover”da kontrolü devralan taraf, genellikle diğerinden büyük olmaktadır. Bununla birlikte “merger” kavramının içindeki söz konusu güç birleştirme ve bir araya gelme unsuru sebebiyle, “merger” bilhassa uygulamada, “takeover”ı da kapsamına alan bir kavram olarak kullanılmaktadır. Görüldüğü gibi takeover – merger ilişkisi, İngiltere’de, Amerika’ya nazaran tam tersine dönmekte ve “merger”, üst kavram hâline gelmektedir⁵⁷.

2. Acquisition

“Anonim ortaklığın devralınması”na benzer yabancı kavramlar arasında zikrettiğimiz ve Amerika’dan çok İngiliz hukuk literatürüne ait bir kavram olan “acquisition”ın, sıklıkla “takeover” ile eş anlamlı kullanıldığı görülmektedir⁵⁸. Zaten

⁵⁷ Inc. RABINOWITZ, **Weinberg and Blank on Takeovers**, s. 1005; MORSE/GIRVIN, **Company Law**, s. 658, 673.

⁵⁸ Bkz. örn. N. R. A. KREEKEL/T. G. VAN DER WOERD/J. J. WOUTERSE, **Mergers - European Approach to Technique**, English Edition ed. by Margaret Allen, London, Business Books Limited, 1969, s. 6; GHOURI/BUCKLEY, **Mergers And Acquisitions**, s. 207; RABINOWITZ, **Weinberg and Blank on Takeovers**, s. 1006/dpn. 2; GHOURI/BUCKLEY,

“takeover”, bir “acquisition” hâli/yöntemi olup⁵⁹, bu anlamı ile birleşmenin karşıtı konumdadır. Birleşme sonrasında yeni ortaklığın değeri, birleşmeye taraf ortaklıkların toplam değeri iken; “takeover”da devralan şirketin değeri, bu şirketin mevcut değeri ile devralınan hedef ortaklığın değerinin toplamından devralma için ödenen bedelin düşülmesi suretiyle bulunmaktadır⁶⁰.

“Acquisition”, devren iktisap anlamına gelip, sadece anonim ortaklıklar hukukuna özgü bir kavram değildir. Herhangi bir şeyin mülkiyetinin elde edilmesini sağlayan her işlem, “acquisition”dır. “Takeover” da, esas itibarıyla anonim ortaklık payların iktisabını kapsadığı için bir “acquisition” hâlidir⁶¹.

Anonim ortaklıklar ve hatta rekabet hukuku açısından “acquisition”, Türk hukuk literatüründe de yerini alan Birleşme & Devralma (B & D) kavramındaki “devralma”yı karşılamaktadır. Âdeta logolaşan bu kullanımın uluslararası geçerliliği olan yaygın karşılığı, “M & A” yani “Merger & Acquisition”dır. Anonim ortaklığın paylarının ya da mal varlığı unsurlarının, bu arada ticari işletmesinin bir üçüncü kişi tarafından, nakit, menkul kıymet veya başka bir aktif karşılığında devralınması/satın alınması, “acquisition”dır⁶². Ortaklıkların dış büyümesi, diğer ortaklıkları/firmaları devralması suretiyle veya onlarla birleşerek gerçekleşmektedir⁶³.

Hem “acquisition”ın hem de “takeover”ın, iki temel gerçekleşme yöntemi bulunmaktadır. Bunlardan ilki, anonim ortaklık tüzel kişiliğinin taraf olduğu bir veya daha fazla sayıda hukuki işlem ile şirketin mal varlığı unsurlarının bütününe ya da bir kısmının ya da ticari işletmesinin/ticari işletmelerinin satışdır. Yani şirket

Mergers And Acquisitions, s. 207; Marco VENTORUZZO, “Europe’s Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends”, **Texas International Law Journal**, 2006, 41/2, s. 180 vd.; TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 189c; Muharrem KARSLI, **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, 5. Bası, İstanbul, Alfa yay., 2004, s. 618; Ali Haydar YILDIRIM/Olcay KOLOTOĞLU, **Anonim Ve Limited Şirketlerin Kuruluşu – Tasfiyesi Birleşmesi Devri Nevi Değişikliği Bölünme ve Hisse Değişimi (4884 Sayılı Kanunla Yapılan Değişiklikleri İçeren)**, 2. Bası, Ankara, Yaklaşım yay., 2003, s. 459.

⁵⁹ İnc. VENTORUZZO, **Thirteenth Directive**, s. 173.

⁶⁰ GRIER (GRIFFIN/CAPPER), **UK Company Law**, s. 528-529.

⁶¹ SLORACH, **Corporate Finance**, N. 8.1.

⁶² Broc ROMANEC/Cynthia M. KRUS, **Mergers and Acquisitions**, Oxford, Capstone pub., 2002, s. 7.

⁶³ GRIER (GRIFFIN/CAPPER), **UK Company Law**, s. 528. “Takeover”ın da bir işletme büyüme aracı olduğu hususunda bkz. HANNIGAN, **Company Law**, s. 867.

bilançosunun aktif kısmında yer alan kalemler satışa konu edilmektedir. Dolayısıyla bu işlem, “mal varlığı/aktif/işletme satışı (asset/business sale/purchase)⁶⁴”dır. İkinci yöntem ise, ortaklık “paylarının satılması (share sale/purchase)”dır. Burada ortaklık tüzel kişiliği, kural olarak, işlemin tarafı olmayıp, pay sahipleri pay üzerindeki mülkiyet haklarını bir üçüncü kişiye devretmekte ve ilgili üçüncü kişi, ortaklık paylarının mülkiyetini iktisap etmektedir⁶⁵.

“Acquisition” yani işletme veya anonim ortaklık devralmalarının bir başka açıdan daha iki gruba ayrılması mümkündür. Bunlar; işlemin gerçekleştirilme yöntemi olarak aleni pay alım teklifi (public takeover bid) ile özel anlaşma/işlemdir (private transaction)⁶⁶. Özel ve belli bir işleme dayalı “acquisition”da kontrol, ya hedef ortaklıktaki hisse alımı ya aktiflerin ve pasiflerin devralınması ya sermaye artırımı ve çıkarılan yeni payların iktisabı ya da devralan ve hedef ortaklıkların birleşmesi suretiyle elde edilir. Bunun karşısında yer alan aleni pay alım teklifinde ise kontrol belli bir kişi ile yapılan anlaşmaya dayanmaz ve devralan sadece kendi insiyatifi ile başlattığı sürecin sonunda satın aldığı paylarla hedef ortaklıktaki kontrolü iktisap edebilir. Bu anlamda iki “acquisition” hâli arasında aleni teklifte işbirliğinin aranmamasından kaynaklanan temel bir fark bulunmaktadır⁶⁷.

“Acquisition”, “anonim ortaklığın devralınması”ndan çeşitli açılardan ayrılmakta olup, hem geniş hem de dar bir içeriğe sahiptir. Şöyle ki, daha geniş bir içeriği vardır, zira sadece ortaklık paylarının satın alınması değil, pay satışı yanında, ortaklığın mal varlığı unsurlarının tümünün ya da bir kısmının veya ticari

⁶⁴ “Business sale” ve “asset sale” kavramlarının sıklıkla birbirlerinin yerine kullanıldığı görülmektedir. Ortaklığın aktif kalemlerinden bazılarının işleme konu edilmesi ve alıcının işletmeyi devam eden bir varlık olarak ve bir bütünlük taşımaksızın satın alması, tipik bir mal satışı olup, bir “acquisition” hâli olsa da, bizi ilgilendiren bir “devralma” değildir. Bu ikisi arasındaki fark için bkz. Gateley WAREING, **Buying Private Companies And Business Assets**, London, ICSA pub., 2004, s. 6.

⁶⁵ “Hisse satımı (share sale/purchase)” ve “aktif/işletme satımı (asset/business sale/purchase)” şeklinde iki tür “acquisition” bulunduğu hususunda bkz. örn. WAREING, **Buying Companies**, s. 1; DROSTE, **Mergers & Acquisitions**, s. 45; Ralph MALACRIDA/Rolf WATTER, **Mergers, Acquisitions & Corporate Restructuring**, V. 1, Zürich, Helbing und Lichtenhahn, 2005, s. 37; Gerhard PICOT, **Mergers & Acquisitions in Germany**, Second ed., New York, Juris pub., 1999, s. 16-18; ROMANEC/KRUS, **Mergers and Acquisitions**, s. 7.

⁶⁶ Alain P. RÖTHLISBERGER/Esther NÄGELI, **Defending Against a Hostile Bid, A Defence Support Manual for SWX Swiss Exchange Listed Companies**, Schulthess, 2004, s. 1; MALACRIDA/WATTER, **Corporate Restructuring**, s. 7.

⁶⁷ RÖTHLISBERGER/NÄGELI, **Hostile Bid**, s. 1.

işletmesinin satın alınması/devralınması da, “acquisition”dır. Ayrıca ortaklık paylarının satın alınmasının “acquisition” olarak değerlendirilmesi de, genellikle böyle olmakla birlikte, bu şekilde ortaklığın kontrolünün elde edilmesi şartına bağlı değildir. Yani kontrol değişikliği olmaksızın yapılan büyük çaplı bir pay satışı, “acquisition”dır ama anonim ortaklığın devralınması değildir⁶⁸. Bununla birlikte daha dar bir kapsamı vardır, zira belli sayıda vekâleten oy kullanma yetkisinin elde edilmesi ya da pay sahibi değişmeksizin paylar üzerinde intifa hakkı tesisinde olduğu gibi yöntemlerde “anonim ortaklığın devralınması”nın varlığı için mutlaka bir mülkiyet iktisabına gerek yokken, “acquisition” esasen bir mülkiyet iktisabı yöntemidir.

İngiliz hukukunda “acquisition”, anonim ortaklığın mevcut “controller”ı (ya da bizzat ortaklık yönetimi) ile dolaylı ya da doğrudan kontrolü devralmak isteyen üçüncü kişi arasındaki karşılıklı mutabakata dayalı olarak gerçekleştirilen devir işlemidir. Dolayısıyla “acquisition” kavramı, İngiliz literatüründe, daha çok kapalı anonim ortaklıkların devralınmasında kullanılmaktadır. Zira halka açık anonim ortaklıklarda kontrol, genellikle blok alımlar yoluyla değil, “aleni pay alım teklifi (takeover bid)” yöntemi ile ele geçirilmektedir. Böylelikle “acquisition” ile “takeover” arasında fiilî bir ayrım oluşmuş, halka açık, özellikle hisse senetleri borsada işlem gören bir anonim ortaklığın kontrol değişikliği söz konusu olduğunda “takeover”, buna karşılık kapalı ortaklıklardaki kontrol iktisabına yönelik bir işlem söz konusu olduğunda ise “acquisition” kavramı kullanılmıştır⁶⁹. Kavramsal bir sınıflandırma yapılması güç olmakla ve istisnaları bulunmakla birlikte İngiliz hukuk literatürü açısından denilebilir ki, halka açık anonim ortaklıkların, özellikle aleni pay alım teklifi yöntemi ile kontrolünün ele geçirilmesi “takeover”; kapalı ortaklıkların iki taraf arasındaki karşılıklı müzakereleri takiben blok, tek bir satış sözleşmesi ile kontrolünün elde edilmesi ise “acquisition”dır^{70 71}.

⁶⁸ “Takeover” ile “acquisition” arasındaki temel fark da, kontrol iktisabının “takeover”ın tanımsal bir unsuru olmasıdır.

⁶⁹ “Takeover”ın bir sermaye piyasası hukuku kavramı olduğu hususunda bkz. KAYA, **Bölünme**, s. 56; Tasarı Genel Gerekçe para. 36. Karş. Tasarı Genel Gerekçe para. 83.

⁷⁰ *Storach*, “acquisition”ın City Code kapsamı dışındaki ortaklıkların ve esasen de kapalı ortaklıkların aktiflerinin, işletmelerinin veya paylarının satılması ve satın alınması olduğunu belirtirken; “takeover”ın bir mal varlığı unsurunun, işletmenin veya bir anonim ortaklığın kontrolünün iktisabı olmakla beraber, esasen City Code’un kapsamına giren, halka açık anonim

3. Control Transactions

“Kontrol işlemleri” anlamına gelen “control transactions”, anonim ortaklığın gerek tüzel kişilik kontrolünün gerek de mal varlığı unsurlarının kontrolünün el değiştirmesine yönelik işlemlere verilen genel isimdir. Terimin ilk kullanılışı Amerikan ve Avustralya hukuklarına dayanmakla beraber, Kıta Avrupası hukuk literatüründe sıklıkla kullanıldığı görülmektedir⁷².

“Kontrol işlemleri” de, anonim ortaklığın devralınması yanında, birleşme, ticari işletmenin devri kurumlarını da kapsamına alan bir üst kavramdır. Ancak “kontrol işlemleri” yasal bir terimden çok, anonim ortaklığın kontrolünün el değiştirdiği işlemlere verilen genel bir isimdir⁷³. Dolayısıyla anonim ortaklığın kontrolünün gündeme gelebildiği hemen her işlem bu kavramın kapsamına girebilecektir. Örneğin Avustralya hukukunda “kontrol işlemleri”, takeover, işletmenin/aktiflerin satışı, birleşme ve hukukumuzda tam karşılığı olmayan yeniden yapılandırma (reconstruction)⁷⁴ kurumlarını kapsamına almakta; Amerikan hukukunda “sale of office” olarak adlandırılan ve ancak sözleşmesel bir iznin varlığında geçerli kabul edilen yöneticilerin yetkilerini bir üçüncü kişiye devretmeleri hâli, bir “kontrol işlemi” olarak kabul edilmekte; Avrupa’da ise bir ortaklığın kendi paylarını satın alması “kontrol işlemi” olabilmektedir⁷⁵. Görüldüğü gibi “kontrol işlemleri” kavramı

ortaklıklarla ilgili pay satışlarını ifade ettiğini vurgulamaktadır. SLORACH, **Corporate Finance**, N. 5.1., 8.1. Ayrıca bkz. S. J. BERWIN & Co, **Company Law and Competition**, London, Mercury Books/W.H. Allen & Co. Plc, 1989, s. 111; PINDER/GREEN/BENNETT, **Tolley’s Company Law**, T10/1; ADOLFF/MEISTER/RANDELL/STEPHAN, **Public Company Takeovers**, s. 104.

⁷¹ *Karayalçın*, “acquisition”ı, terimsel ve özellikle uygulamaya yansıyan anlamını aşan bir şekilde, “pay senetlerinin satın alma veya başka yollarla devralınması” şeklinde tanımlamaktadır. KARAYALÇIN, **Kontrol Satışı ve Genel Alım Önerisi**, s. 362. *Akbilek* ise, “acquisition”dan, hedef şirketin satın alınması şeklinde bahsetmektedir. AKBİLEK, **Pay Sahibinin Korunması**, s. 56.

⁷² Frank H. EASTERBROOK/Daniel R. FISCHER, “Corporate Control Transactions”, *Yale Law Journal*, 1982, 91/4, in Ed. By Richard A. POSNER/Francesco PARISI, **Law and Economics**, Volume III: Other Areas of Private and Public Law, Cheltenham/Lyme, Edward Elgar Publishing, 1997, s. 269 vd.; FORD/AUSTIN, **Corporations Law**, s. 857 vd.; DAVIES/HOFT, **Control Transactions**, s. 157 vd.

⁷³ Bkz. VENTORUZZO, **Thirteenth Directive**, s. 180.

⁷⁴ İsviçre hukukunda “yeniden yapılandırma (reconstruction)” çeşitleri için bkz. MALACRIDA/WATTER, **Corporate Restructuring**, s. 8.

⁷⁵ Bkz. EASTERBROOK/FISCHER, **Control Transactions**, s. 291 vd.; FORD/AUSTIN, **Corporations Law**, s. 857-858; DAVIES/HOFT, **Control Transactions**, s. 158.

da, inceleme konumuzu oluşturan “anonim ortaklığın devralınması”nın kapsamını aşan bir içeriğe sahiptir⁷⁶.

O zaman denilebilir ki, halka açık veya kapalı bir anonim ortaklığın tam ya da ortak kontrolünün bir üçüncü kişi tarafından elde edilmesi/ele geçirilmesi olan “anonim ortaklığın devralınması” kavramını, yabancı literatür içinde her durumda, aynen ve tam olarak karşılayan bir hukuki kurum yoktur. Bunlar içinde “takeover”, özellikle “kontrol iktisabının” tanımsal unsur olması sebebiyle öne çıkmaktadır. Hatta denilebilir ki, dar açıdan “takeover”, “anonim ortaklığın devralınması” kurumu ile örtüşmektedir. Zira bu durumda “takeover”, anonim ortaklığın kontrolünün elde edilmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Yani ortaklığın sahip olduğu mal varlığı unsurları ve ticari işletme, devre konu edilmemekte, sadece ortaklığın tüzel kişilik olarak kontrol sahibi değişmektedir. Ancak burada da literatürde birçok kez, ortaklık kontrolünden aktif kalemlerinin hukuki mülkiyetinin de anlaşıldığı veya ortaklığın kontrolünün elde edilmesinin sadece ortaklık paylarının tümünün veya büyük kısmının mülkiyetinin iktisabı hâline inhisar edildiği görülmektedir⁷⁷.

Anonim ortaklıkta kontrol, ortaklığın fiilî durumundan kaynaklanan bir sebepten ötürü de elde edilebilir⁷⁸. Örneğin genel kurula katılan pay sahibi oranı, bu bağlamda bazı ortakların genel kurul toplantısına katılmamaları, ortaklıktaki kontrol sahibinin kim olacağı hususunda belirleyici olabilir. Bir sonraki genel kurula daha fazla sayıda ortağın katılması, yönetim kontrolünün bulunduğu bir ortaklıktaki kontrolü, azınlık kontrolüne çevirebilir. Bunun gibi blok paya sahip bir ortak, bir genel kurula katılmamasına karşın, bir sonrakine katılabilir veyahut belli oranda vekâlet/proxy toplayan bir kişi, sonraki genel kurulda hiç vekâlet toplayamayabilir. Tüm bu durumlarda, ortaklıktaki kontrol sahibinin değişmesi olasıdır. Ancak bu

⁷⁶ Amerikan hukukunda kullanılan “işletme kombinasyon işlemleri (business combination transactions)” kavramı da, anonim ortaklığın devralınmasının kapsamını aşmaktadır. Aleni pay alım teklifi veya karşılıklı görüşmeler sonucunda devralma suretiyle birleşme, yeni şirket kurma yoluyla birleşme, bir ortaklığın diğerinin aktiflerinin ve pasiflerinin hemen tamamını işletme/mal varlığı devri suretiyle iktisap ettiği sentetik birleşme, hisse değişimi veya taraf ortaklık pay sahiplerinin oyları ile işlemi onayladıkları diğer bir yöntem ile iki ayrı ortaklığın işletmelerinin bir araya getirildiği tüm işlemler, “işletme kombinasyon işlemleri” olarak kabul edilmektedir. Bkz. John M. BASNAGE/William J. CURTIN III/Jeffrey W. RUBIN, “Cross-Border Tender Offers and Other Business Combination Transactions and the U.S. Federal Securities Law: An Overview”, **The Business Lawyer**, May 2006/61-3, s. 1073/dpn. 1, 1116.

⁷⁷ Bkz. örn. GRIER (GRIFFIN/CAPPER), **UK Company Law**, s. 528.

⁷⁸ Bkz. yuk. Birinci Bölüm/III/C.

hâllerde “anonim ortaklığın devralınması” söz konusu değildir. Zira “anonim ortaklığın devralınması”ndan bahsedebilmek için, kontrol sahibinin değişmesine sebebiyet veren yeni bir hukuki işlemin yapılmış olması şarttır. İşte yapılan bu yeni hukuki işlem, “devir” niteliğinde olmasa bile, kontrol sahibinin değişmesine yol açıyorsa, anonim ortaklık devralınmış demektir. Herhangi bir hukuki işlem yapılmaksızın ortaklığın kontrol sahibinin değişmesi durumunda, anonim ortaklığın devralınması kurallarının ve devralmanın sonuçlarının uygulama alanı bulması mümkün değildir.

Tekraren belirtelim ki, “anonim ortaklığın devralınması”nı sağlayan hukuki işlemin, teknik açıdan “devir” niteliğinde olmaması, herhangi bir mal varlığı unsuru üzerinde doğrudan mülkiyet hakkı sağlamaması mümkündür. Örneğin imtiyaz tesisine veya sermaye artırımı ve rüçhan hakkının kaldırılmasına ilişkin bir genel kurul kararı/esas sözleşme değişikliği ile bir anonim ortaklığın kontrol sahibinin değiştirilmesi mümkündür. Burada teknik anlamda iki taraflı bir devir işlemi yoktur, ama yapılan hukuki işlem, “anonim ortaklığın devralınması”dır.

Öyle ise, bu kapsamda vardığımız sonucu kısaca belirtmek gerekirse; “anonim ortaklığın devralınması” işleminin konusu, “anonim ortaklığın kontrolü”, anlamı ise “kontrol sahibinin bir hukuki işlem sonucunda değişmesi”dir.

C. Tarafları

Anonim ortaklığın devralınması, iki taraflı bir hukuki işlemdir. Kural olarak, işlemin bir tarafında, ilgili anonim ortaklığın kontrolünü devralan gerçek veya tüzel kişi, diğer tarafında ise kontrolü kaybeden veya diğer taraf ile paylaşmaya başlayan mevcut “controller” bulunmaktadır. Ancak aleni pay alım teklifi vasıtasıyla kontrol iktisabında olduğu gibi bazı istisnai durumlarda, devralan, anonim ortaklık kontrolünü mevcut “controller”ın rızası bulunmaksızın elde edebileceği gibi, bazen de esas sermaye artırımında olduğu gibi devralma sonucunu ortaya çıkaran alttaki hukuki işlemin tarafları/ilgilileri arasında mevcut “controller” bulunmayabilir.

Sonuçta anonim ortaklığın devralınması işleminin değişmez aktörü, ortaklık kontrolünü elde eden yeni “controller”dır⁷⁹.

Görüldüğü gibi kontrol sahibi değişikliğine maruz kalan anonim ortaklık tüzel kişiliği, anonim ortaklığın devralınması işleminin tarafı değildir. Devralma işlemi, kural olarak, ortaklığın onayı veya katılımı gerekmeksizin gerçekleşmekte ve sonuçta “controller” değişikliği suretiyle ortaklık devredilmiş olmaktadır. Bu durum, anonim ortaklığın devralınmasını, ticari işletmenin devri ve birleşme işlemlerinden ayıran en önemli hukuki özelliktir. Zira anılan diğer iki hukuki kurumda, ortaklık tüzel kişiliği işlemin tarafı olup, bizzat ortaklığın kendisi ticari işletmenin devri veya birleşme sözleşmesinin âkidi konumundadır.

Anonim ortaklığın devralınması hukuki sonucunu ortaya çıkaran, bir başka deyişle ortaklığın devri işleminin gerçekleşmesine yol açan çeşitli hukuki işlemler vardır. Bunlar, “anonim ortaklığın devralınma yöntemleri”dir. Pay devri, sermaye artırımını, pay üzerinde intifa hakkı tesisi bunlardan bazılarıdır⁸⁰. Bu yöntemlerden birinin gerçekleştirilmesi suretiyle, sonuçta anonim ortaklığın devralınması hukuki işlemi/sonucu ortaya çıkmaktadır. Anonim ortaklığın devralınması, bu özelliği ile örneğin pay devri şeklindeki alttaki hukuki işlemin yöneldiği sonuç olmanın dışında, anonim ortaklık kontrol devri şeklindeki hukuki işlemin de kendisidir. Pay devri, burada kontrol iktisabını sağlayan hukuki araç niteliğindedir. Dolayısıyla burada iki farklı hukuki sonuç/işlem söz konusudur. Alttaki hukuki işlem olan pay devri, işleme konu payların mülkiyetinin devri sonucunu doğurmakta, ancak bu durum da beraberinde yeterli oranda pay mülkiyetinin iktisabı şartıyla, ortaklık tüzel kişiliğinin kontrol sahipliğinin değişmesi/devri sonucunu getirmektedir. Her iki hukuki sonuç, tek bir hukuki işlem, örneğin yazılı temlik sözleşmesinin akdi ile gerçekleşmiş görülmekle birlikte, kontrol sahipliğinin değişmesi, farklı/ek hukuki prosedürün izlenmesini, örneğin Rekabet Kurulu’ndan izin alınmasını gerektirebileceği gibi,

⁷⁹ Sermaye artırımını veya imtiyazlı pay tesisi yoluyla anonim ortaklığın devralınması olasılığında, genel kurul kararına dayalı olarak yapılan ilk işlem, yani sermayenin artırılması veya yeni imtiyazlı payların ihracı tamamen hedef ortaklığın bir iç işlemi olmakla birlikte, devamında ortaklığı devralacak olan kişi, çıkarılan yeni payları iktisap edeceği için alttaki devralmayı sağlayan işlemin de, en azından gizli tarafı konumundadır.

⁸⁰ Devralma yöntemleri için bkz. aş. İkinci Bölüm/IV.

kontrol sahibinin değişmesi pay devrinden bağımsız hukuki sonuçların ortaya çıkmasına da yol açmaktadır.

İşte bu iki hukuki işlemin tarafları genellikle aynı olmakla birlikte, farklı da olabilmektedir. Yukarıda da belirtildiği gibi, kontrol sahipliğini devralan, her durumda her iki işlemin de “tarafı” konumunda bulunmakta, dolayısıyla yapılan hukuki işlemin adı, anonim ortaklığın “devralınması” olmaktadır, yoksa “devredilmesi” değil. Zira ortaklığın kontrolünü kaybeden mevcut “controller”, devralmayı sağlayan hukuki işlemin yani devralma yönteminin tarafı olmayabilir⁸¹.

Bizzat devralma işleminin taraflarının özelliğine göre, “anonim ortaklığın devralınması” çeşitli sınıflandırmalara tabi tutulabilir. Ortaklığın mevcut “controller”ı (ve beraberinde yönetim kurulu) işleme onay veriyorsa bu durumda “dostane devralma (friendly takeover)” söz konusu olur. Örneğin pay çoğunluğunun blok satışında durum böyledir. Yönetim kurulu önderliğinde yapılan satış görüşmeleri sonucunda mevcut kontrol sahibi ile devralan arasında imzalanan pay satışı sözleşmesi ve pay devrini gerçekleştiren tasarrufi işlemin yapılması ile ortaklık kontrolü el değiştirmiş olur. Çoğunluk kontrolüne tabi anonim ortaklıklarda görülen genel devralma şekli budur.

Bununla birlikte anonim ortaklık, ortaklığın mevcut kontrol sahibinin (ve yönetim kurulunun) onayı ve katılımı olmaksızın, onların muhalefetine rağmen devralınıyorsa, bu şekildeki devralma işlemine “düşmanca devralma (hostile takeover)” adı verilir. Azınlık ve/veya yönetim kontrolüne tabi anonim ortaklıklarda ortaklıkta zaten pay sahibi olan veya olmayan bir kişi, kamuya açık çağrı yoluyla vekâlet veya hisse senedi mülkiyeti toplayarak genel kurulda çoğunluk konumuna gelebilir ve ortaklıkta kontrolü ele geçirebilir. Bu hâlde ortaklığın mevcut kontrol sahibinin işleme katılmasına veya onaylamasına gerek yoktur. Mevcut “controller”, devralmayı sağlayan alttaki hukuki işlemin/işlemlerin tarafı konumunda değildir. Onun muhalefetine rağmen, çağrıyı yapan kişi, ortaklığın kontrolünü ele geçirebilir. İşte çağrıyı yapan kişinin kontrolü ele geçirmesini engellemeye yönelik olarak

⁸¹ Görüldüğü gibi devralma yöntemi şeklinde isimlendirdiğimiz alttaki hukuki işlemin tarafları arasında anonim ortaklığın devri sonucunda kontrolü kaybeden kişi bulunmayabilir. İşte bu devralma yöntemlerinin tarafları, aşağıda ilgili bölümde incelenecek olup, burada bu konuda ayrıntıya girilmeyecektir. Bkz. aş. İkinci Bölüm/IV.

görevlerini kaybetmek istemeyen mevcut yönetim kurulunun ve yönetim hâkimiyetini yitirmek istemeyen kontrol sahibinin ortaklaşa olarak yaptıkları eylem ve işlemler ise, uluslararası uygulamada “devralmayı engelleme araçları (anti-takeover devices)” veya “devralma savunmaları (takeover defences)” olarak adlandırılır. Bu savunma araçlarına hukuk sistemlerinin göz yumma derecesi önemli bir hukuki tartışma konusudur. Böylelikle bir “devralma savaşı/mücadelesi (takeover battle)” ortaya çıkmakta, bir grup belli hukuki ve iktisadi yöntemlerle ortaklığı devralmaya çalışırken, karşıdaki mevcut güç sahipleri devralmayı belirli şekillerde engellemeye ve/veya zorlaştırmaya çalışmaktadırlar. Bu mücadele, sık sık hukuk dışına çıkmakta, romanlara konu olan olaylarla karşılaşmaktadır⁸².

Ülkemizde anonim ortaklıklarda azınlık veya yönetim kontrolü pek görülmediği için, bu tür devralma savaşlarına nadiren rastlanmakta, ancak özellikle Anglo-Sakson sermaye piyasası ve hatta anonim ortaklık denetim sistemi, bu savaşın üzerine oturmaktadır. Kontrol ve “devral(ın)ma” mücadelesi ve/veya ihtimali, ilgili/hedef anonim ortaklık yönetiminin kendi pozisyonlarını korumak için ortaklığı daha iyi yönetmeleri hususunda en üstün gayreti göstermelerine sebep olabilmekte, bu anlamda yöneticilerin şahsi menfaatleri ile pay sahiplerinin ve daha genel bir ifade ile ortaklık tüzel kişiliğinin menfaatlerinin örtüşmesine yol açabilmektedir. Dolayısıyla anonim ortaklığın devralınması olgusu, Anglo-Sakson anonim ortaklık yönetim ve denetim sistemi (market for corporate control) açısından dahi önemli bir fonksiyon icra etmektedir⁸³.

⁸² İnc. ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 83 vd., 89 vd.

⁸³ Bu konuya değinen *Posner*, anonim ortaklık kontrolünün devri/el değiştirmesi meselesini incelerken, ortaklık yönetiminin pay sahiplerinin menfaatlerini göz ardı etmesi hâlinde ortaklık hisselerinin piyasa fiyatının düşeceğini ve bu durumun farkına varıp, daha iyi yönetim ile hisselerin piyasa fiyatının artacağını düşünen yatırımcıların üç yol izleyebileceklerine işaret etmektedir. Bunlardan ilki, bir başka anonim ortaklığın veya yatırımcının mevcut yönetim kurulunu ortaklığın kontrolünün el değiştireceği bir devralma veya birleşme işleminde iş birliği için ikna etmesi; ikincisi, yönetim kurulunun direnmesi durumunda potansiyel alıcının şirket hisselerinin çoğunluğu için aleni teklif yapması ve ardından mevcut yönetim kadrosunu değiştirmesi; üçüncüsü ise az bir miktarda hisse alımının ardından proxy toplama yoluyla yönetim kadrosunu değiştirmesidir. POSNER, **Economic Analysis**, s. 453-454. Görüldüğü gibi anonim ortaklığın devralınması olgusu veya bunun ihtimali, mevcut yönetim kurulu ve üst düzey idareciler üzerinde bir baskı görevi görerek, “denetim” fonksiyonu icra etmektedir.

Bu anlamda devralınma tehlikesinin, yönetim kontrolü olan anonim ortaklıklarda, ortaklığın kârlılığının veya ortaklık hisselerinin piyasa fiyatının artırılması yönünde yönetim üzerinde bir baskı aracı oluşturduğu yönünde bkz. SINGH, **Take-Overs**, s. 2 vd.; SINGH, **Economic Natural Selection**, s. 500. Yazar, ayrıca, bu sebeple “takeover”ın kapitalist ekonomiler

Anonim ortaklığın devralınması işlemi açısından görüldüğü gibi bir devralan her zaman vardır, ancak bazen işlemin karşı tarafında “devreden” değil “kaybeden”⁸⁴ bulunmaktadır. Zira “devreden” kavramı, rızâ bir işleme işaret etmektedir; ancak mevcut kontrol sahibinin onayı olmaksızın da bir şirketin kontrolünün ele geçirilmesi mümkün olabilmektedir.

Kontrolü devre konu yapılan anonim ortaklık tüzel kişiliği, hiçbir zaman “devralan” veya “devreden” olmayıp, “devralınan”dır. Bu özelliği ile devralınan anonim ortaklık, devralma işleminin tarafı olmayıp, uluslararası literatürde “hedef ortaklık (target company)” şeklinde adlandırılır⁸⁵.

Öte yandan dostane devir işlemlerinde bazen taraflar, devri sağlayıcı alttaki hukuki işlem olarak pay satışı yerine esas sözleşme değişikliği ve/veya bunun içinde sermaye artırımını yöntemini tercih edebilirler. Bu durumda ortaklık tüzel kişiliği genel

açısından büyük pratik öneme sahip olduğunu, takeover’ın veya tehdidinin, firmalar açısından “verimliliğin gardiyanı/koruyucusu” olduğunu ve sermaye piyasaları açısından düzen ve disiplin sağlayıcı bir etkisinin bulunduğunu belirtmektedir. SINGH, **Take-Overs**, s. 6; SINGH, **Economic Natural Selection**, s. 500. Ayrıca bkz. CHIPLIN/WRIGHT, **Mergers**, s. 26-27. Devralmaların veya bunun tehlikesinin, kaynakların verimli kullanılmasını sağlamanın ötesinde, yöneticilerin kısa dönem kârlılığa ve piyasa fiyatına gereğinden çok önem vermelerine sebep olduğu, dolayısıyla uzun dönemli yatırımlardan ve inovasyon çalışmalarından kaçındıkları şeklindeki sakınca için bkz. PARKINSON, **Corporate Power**, s. 128 vd.; FARRAR/HANNIGAN (Furey/Wylie), **Company Law**, s. 589.

Anonim ortaklığın devralınmasının, şirket yöneticileri üzerinde, “caydırıcı” ve “disiplin edici” şeklinde iki türlü etkisi vardır (deterrent effect ve disciplinary effect). Caydırıcı etki, devralma sonucunda kontrol değişikliği ile birlikte ortaklığın yeni “controller”ının şirket tüzel kişiliği ve pay sahiplerinin menfaatleri doğrultusunda çalışmayan yönetim kurulu üyeleri ile diğer üst düzey idarecilerin görevden alınmasını sağlamasıdır. Disiplin edici etki ise, kontrol değişikliği gerçekleşme bile böyle bir olasılığın varlığının şirket paylarının ve bu bağlamda ortaklık tüzel kişiliğinin değerini en yüksek düzeye çıkarma konusunda mevcut yönetim üzerinde bir baskı yaratarak, onları kendilerinin değil şirket ve pay sahiplerinin menfaatleri doğrultusunda faaliyette bulunmaya zorlaması, bu yönde disiplin etmesidir. Bkz. Frank H. EASTERBROOK/Daniel R. FISCHER, “The Proper Role of a Target’s Management in Responding to a Takeover Offer”, **Harvard Law Review**, 1981/94, s. 1171 vd.; Jo W. HACKL/Rosa A. TESTANI, “Second Generation State Takeover Statutes and Shareholder Wealth: An Empirical Study”, **Yale Law Journal**, 1988/97, s. 1200; Leo HERZEL/Richard W. SHEPRO, **Bidders and Targets: Mergers and Acquisitions in the US**, Cambridge, Basil Blackwell Ltd., 1990. s. 10; FARRAR/HANNIGAN (Furey/Wylie), **Company Law**, s. 589; HACİMAHMUTOĞLU, **Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi**, s. 259, 261 vd.

⁸⁴ *Frankel*, bu kişiye “isteksiz/gönülsüz satıcı (unwilling seller)” adını vermektedir. Michael E. S. FRANKEL, **Mergers and Acquisitions Basics, The Key Steps of Acquisitions, Divestitures, and Investments**, New Jersey, John Wiley & Sons, 2005, s. 13.

⁸⁵ Bkz. örn. RABINOWITZ, **Weinberg and Blank on Takeovers**, s. 1023; GRIER (GRIFFIN/CAPPER), **UK Company Law**, s. 528; SLORACH, **Corporate Finance**, N. 8.4.2. *Newbould*, özellikle “devralma savaşı”nı göz önüne alarak, hedef ortaklığa “kurban (victim)” ismini vermektedir. G. D. NEWBOULD, **Management and Merger Activity**, Liverpool, Guthstead, 1970, s. 25.

kurul kararı vasıtasıyla devralma yöntemini gerçekleştirebilir yani alttaki işlemin icracısı olabilir⁸⁶. Bununla birlikte ortaklık tüzel kişiliği, hiçbir zaman devralma işleminin tarafı olmayıp, ancak işlemin ilgilisi olabilir. Zira bir anonim ortaklığın kendi kendisinin “controller”ı olması mümkün değildir. Yönetim kontrolü, bu duruma istisna değildir. Bu hâlde, yönetim kurulu, kontrol gücünü şirket tüzel kişiliği adına değil, bizzat kendi konumlarından kaynaklanan bir yetki, daha doğrusu fiilî güç ile kullanmaktadır. Ortaklığın TK. m. 329 prosedürü içinde kendi hisse senetlerini iktisap ettiği istisnai hâllerde, oy hakkı donduğuna göre de⁸⁷, ortaklığın kendi kendini kontrol ettiği söylenemez.

Bu kapsamda son olarak değinelim ki, “ortak kontrol” olasılığında, devralan, ortaklığın tam kontrolünü devralmamakta, bir başka deyişle devreden kontrolü tamamen yitirmemektedir. Bu durum, iktisap edilen pay oranı ile değil, elde edilen kontrolün paylaşılıp paylaşılmadığı ile ilgilidir. Ortak kontrolün gerçekleşme yöntemi olarak, genellikle, mevcut kontrol sahibi paylarının bir kısmını üçüncü kişiye devretmekte ancak iki taraf arasında bir pay sahipleri sözleşmesi akdedilip, ortaklık kontrolüne ilişkin yönetim kurulu üyeliklerinin paylaşılması, genel kurulun ve yönetim kurulunun kritik kararlarının ağırlaştırılmış nisaplara bağlanması gibi ortak karar esasına dayalı bir sistem kurulmaktadır⁸⁸.

⁸⁶ Bu halde, mevcut kontrol sahibi, devralma yöntemine genel kurul kararındaki etkisi ile katılmakta olup, alttaki işlemin doğrudan tarafı olmasa da, esasında anonim ortaklığın devralınması işleminin tarafıdır. Burada mevcut controller, yaptığı esas sözleşme değişikliği yoluyla kontrolü bir üçüncü kişiye kendi onayı ile devrettiği için, “devreden” konumundadır. Zaten böyle durumlarda, hemen daima, sermaye artırımı, mevcut “controller” ile devralan arasındaki sözleşmede devreden “controller”ın borcu olarak yer almakta ve bu borcun ifası amacı ile gerçekleştirilmektedir.

⁸⁷ TK. m. 329/son: “...Şirketçe devralınan payların umumi heyette temsili caiz değildir.”. Kaldı ki, bu paylar oy hakkı verseydi dahi, bu hakkı şirket adına kullanacak olan yönetim kurulu, muhtemelen, zaman içinde temsil konumunu terk edecek ve yönetim kontrolü durumu ortaya çıkacaktır. Zaten TK. m. 329/sondaki “donma” düzenlemesinin amacının sermaye riski taşımayan yönetim kurulunun oy gücünü sağlamasının önlenmesi olduğu hususunda bkz. Ömer TEOMAN, “«Şirketçe Devralınan Payların Umumi Heyette Temesili Caiz Değildir» Kuralının (TK. m. 329, f. 3, c. 2) Anlamı”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku, - Tüm Makalelerim**, 2 c., C. I, 1971-1982, İstanbul, Beta yay. 2000, s. 265.

⁸⁸ Zaten ortak kontrol, genellikle, dostane devralma şeklinde, mevcut “controller”ın onayı ve “devreden” sıfatı ile yaptığı işlem sonucunda ortaya çıkmaktadır.

II. Yasal Düzenleme Şekli

Anonim ortaklığın devralınmasını karşılayan halka kapalı ve/veya açık bir anonim ortaklığın kontrol sahibinin değişmesi işleminin, hem prosedür hem de tüm hukuki sonuçları açısından genel bir yasal düzenlemeye tabi tutulmadığı görülmektedir. Anonim ortaklığın devralınması çeşitli hukuk dallarını ilgilendiren yönleri ile dağınık bir şekilde kurallara bağlanmıştır⁸⁹. Dolayısıyla anonim ortaklığın devralınmasının “yasal düzenleme şekli” denildiği vakit, hukuk kuralının konulduğu düzenlemenin adından ve birincil veya ikincil hukuk düzenlemesi olmasından, hatta bağlayıcılığı olup olmadığından bağımsız olarak, ilgili tüm hukuk dallarının irdelenmesi ve kontrol değişikliğine yönelik prosedürel kuralların ve/veya sonuçların tespiti gerekmektedir. Tüm bu dağınık yasal düzenleme, bir bütün olarak, anonim ortaklığın devralınması kurumunun yasal alt yapısını oluşturacaktır.

Kanımızca hem yabancı hukuklar hem de Türk hukuku açısından anonim ortaklıktaki kontrol değişikliğinin bu denli dağınık düzenlenmiş olması doğru değildir. Anonim ortaklığın devralınmasının -“kontrol”ün ne anlama geldiğinin de tüm hukuk dallarında geçerli olmak üzere belirlenmesi suretiyle- birleşme, bölünme, işletme devri gibi belli ve ayrı bir hukuki kurum olarak ele alınıp⁹⁰, özellikle sonuçları açısından toplu olarak düzenlenmesi isabetli olacaktır⁹¹. Böylelikle kural dağınıklığı önlediği gibi, aynı meselenin değişik yerlerde mükerrer ve bazen de farklı bir şekilde düzenlenmiş olmasından kaynaklanabilecek sakıncalar önlenecektir.

⁸⁹ Doğrudan “takeover” başlığını taşıyan yasal düzenlemlerde dahi, bu kurumun genel olarak tüm kuralları ve sonuçları ile düzenlenmediği ve hemen daima ilgili bir hukuk dalı itibarıyla kurallar konulduğu görülmektedir. Örn. bkz. İngiltere tarafından çıkarılan 2006/183 sayılı “Devralmalar Yönergesi’nin (Geçici Uygulama) Tüzüğü [The Takeovers Directive (Interim Implementation) Regulations 2006]”.

⁹⁰ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm/I/A.

⁹¹ Burada özellikle devralmanın sonuçlarından bahsedilmesinin sebebi, devralma prosedürü olarak isimlendirilebilecek olan devralma yöntemlerinin çok çeşitli olması ve esasında hepsinin farklı hukuki kurumlar olarak, tek bir yerde düzenlenmelerinin imkânsızlığıdır. Pay devir kuralları, sermaye artırımını, imtiyazlı pay veya pay üzerinde intifa hakkı tesisi gibi kurumların bir arada düzenlenmesi doğru olmayacaktır. Burada yapılması gereken husus, anonim ortaklıkta “kontrol”ün ne anlama geldiğinin yasal bir tanımlamaya tabi tutulması, ardından “kontrol işlemleri” başlığı altında sınırlandırıcı olmayan bir şekilde, anonim ortaklığın kontrolünün elde edilebileceği hukuki yöntemlerin belirtilmesidir. Bu yöntemler arasında hisse değişiminde olduğu gibi, yapısal bir konu söz konusu ve devralma prosedürüne ilişkin özel bir kural konulacak ise o da burada düzelenebilir. Ancak esas önemli olan, kontrol değişikliğinin yaratacağı hukuki sonuçların, en azından anonim ortaklıklar ve sermaye piyasası hukuku açısından bir arada düzenlenmesidir.

Örneğin hem yatırımcıların ihraççı anonim ortaklığın pay sahipliği yapısı hakkında bilgi sahibi olmasının sağlanması için sermaye piyasası hukuku içinde hem de grup ilişkisinin ortaya çıkmasının belirlenmesi noktasında anonim ortaklıklar hukuku içinde pay edinimlerine yönelik kamuyu aydınlatma yükümlülükleri vardır. Bunun tek bir yasal düzlemde, toplu olarak ve pay oranları, edinim çeşitleri ve bildirim yapılacağı yerin (ortaklık yönetim kurulu, ilgili borsa yönetim kurulu, vb.) gösterilmesi şeklinde düzenlenmesi daha doğrudur.

Anonim ortaklığın devralınması, özellikle kontrolün -yukarıda ortaya konulan önemi, etkisi ve değeri karşısında- elde edilmesi mücadelesinin hukuk dışına çıkmasının engellenmesi; ayrıca bu kadar önemli bir işlemin merkezi otoritelerin denetimi ve gözetimi altında tutulması amacıyla özel yasal kurallara bağlanmıştır. Bunun yanında hem kontrolün elde edilmesi sürecinde hem de işlemin tamamlanmasının ardından özellikle işlemin dışında kalan azınlık pay sahiplerinin ve diğer tüm ilgililerin menfaatlerinin muhafazası ve haksız zararlara maruz kalmamaları da, ancak bu işlemin özel yasal kurallar ile düzenlenmesi ve işlem ilgililerinin çeşitli yasal zorunluluklar ile donatılması ile sağlanabilecektir.

Anonim ortaklığın devralınmasının yasal alt yapısının, ilk yönü, devralmayı sağlayan alttaki hukuki işleme yani devralma yöntemine ilişkin hukuk kurallarıdır. Örneğin anonim ortaklık pay devrinin gerçekleştirilme şekilleri, sermaye artırımı kararı alınma prosedürü, pay üzerinde intifa hakkının nasıl tesis edileceğine ilişkin kurallar, bu kapsamdadır. Anonim ortaklıklar hukuku kuralları esas olmak üzere, ilgili borçlar hukuku ve eşya hukuku düzenlemeleri devralmanın bu yönünü oluşturmaktadır.

Ancak bizi esas olarak ilgilendiren yasal düzenlemeler, bunlar değildir. Anonim ortaklığın devralınması, ortaklığın kontrol şekline ve sahipliğine yönelik bir işlem olduğu için, bizatihi anonim ortaklığın kontrol değişikliğine hukuki sonuç bağlanan hâller ile, kontrol değişikliğinin gerçekleştirilmesi açısından konulan prosedürel kurallar anonim ortaklığın devralınması işleminin yasal alt yapısının ikinci ve esaslı yönünü oluşturmaktadır. Örneğin pay devrini kurallara bağlayan ve nama yazılı payların devri için pay defterine kaydı zorunlu kılan ya da sermaye artırımı için ticaret siciline tescili gerekli gören bir kanuni düzenleme, anonim

ortaklığın devralınmasını sağlayan alttaki işlemin gerçekleştirilme şeklini göstermektedir ve yukarıda anılan birinci yön olarak bizim esas inceleme alanımızın (kısmen) dışında kalmaktadır. Pay devri ile birlikte anonim ortaklığın kontrol sahibinin değişmesi sebebiyle, bu ortaklığın faaliyette bulunduğu piyasadaki rakip sayısının azalma ihtimali olduğu için, işlemin geçerliliği için RK'dan izin alınmasının gerekmesi, doğrudan anonim ortaklığın devralınması işlemine yönelik bir prosedürel kuraldır. Zira söz konusu izin gerekliliğine ilişkin kural, pay devri işlemine değil, anonim ortaklıktaki kontrol değişikliğine yöneliktir ve rekabet hukuku alanındaki bu yasal düzenleme, anonim ortaklığın devralınması işleminin anılan ikinci ve esaslı yönüne ilişkin yasal alt yapıyı oluşturmaktadır. Bunun gibi bu pay devri sonucunda gerçekleşen kontrol değişikliği sebebiyle ilgili anonim ortaklığın bir şirketler topluluğuna dâhil olması ve grup/topluluk hukukunun uygulama alanına girmesi de, anonim ortaklığın devralınmasının hukuki bir sonucunun düzenlendiği anonim ortaklıklar hukuku alanındaki bir yasal kuraldır. Söz konusu anonim ortaklıklar hukuku düzenlemesi de, doğrudan anonim ortaklığın devralınması işlemine yani kontrol değişikliğine yöneliktir⁹².

Bazen ise anonim ortaklığın devralınmasının ilk yönünü oluşturan devralma yöntemine ilişkin yasal düzenleme, önemli bir yer işgal edebilir. Bu, aleni pay alım teklifi kurumuna ilişkin bir özelliktir. Zira çağrı (aleni teklif) yoluyla ortaklık kontrolünün elde edilmesi, kontrol olgusunun doğrudan aleni teklif kurumunun kurucu/ayırıcı unsurları arasında yer almasının ötesinde, özellikle Anglo-Sakson dünyasının bu alandaki egemenliği karşısında, aleni pay alım teklifinin “devralma” denildiği vakit, öncelikle akla gelen ve ortak kurallara bağlanması gereken konu olarak ele alınması ile açıklanabilir. Dolayısıyla aleni pay alım teklifi kurumunun bir bütün olarak düzenlendiği yasal düzenlemeler, anonim ortaklığın devralınmasının her

⁹² Öte yandan tezimizin kapsamı itibarıyla işlemin anonim ortaklıkta kontrol değişikliği yaratmasından kaynaklanan prosedürel kurallar da ayrıntılı bir incelemeye tabi tutulmayacaktır. Örneğin devralmanın gerçekleşmesi için RK'dan alınacak iznin prosedürü ve şartları veya devralınan ortaklığın bir banka olması durumunda BDDK'dan alınacak izin yahut da hisseleri borsada işlem gören bir anonim ortaklığın paylarının aleni pay alım teklifi yöntemi ile toplanılmasında izlenecek süreç, aleni teklifin unsurları ve bu teklif sırasında ortaya çıkan hukuki problemler de teziminin kapsamını aşmaktadır. Biz, anonim ortaklığın devralınmasının yani kontrol değişikliğinin gerçekleşmesinin sürecinden çok, ortaya çıkardığı sonuçlar ile ilgilenmekteyiz.

iki yönünü de içeren kurallar olarak “yasal düzenleme şekli” başlığı altında özellikle zikredilmelidir⁹³.

Anonim ortaklığın devralınmasını düzenleyen yasal kurallar, ilk olarak rekabet hukuku alanındadır. Halka kapalı veya açık bir anonim ortaklığın kontrol sahibinin değişmesi, rekabet hukuku anlamında “devralma”dır. Bazı tür devralmaların geçerliliği, ilgili yasal otoriteden izin alınmasına bağlıdır. Bunun gibi hedef ortaklığın bankacılık, sermaye piyasası, enerji piyasası gibi iştegal konusu itibarıyla dâhil olduğu sektörü koyduğu kurallar ile düzenleme ve denetleme ile görevli bir bağımsız/özerk kuruluşun bulunması durumunda, anonim ortaklığın devralınmasının geçerliliği, bu sefer de, rekabet sınırlaması yaratsın yaratmasın, genellikle bu özerk kurumdan izin alınmasına bağlıdır.

Anonim ortaklığın devralınması, hedef ortaklığın bağlı şirket olarak dâhil olduğu grubun/topluluğun değişmesine ya da ilk defa bağlı şirket olarak grup hukukunun uygulama alanına girmesine yol açabileceği gibi, devreden ve devralanı da bu hukuk dalının kapsamına sokabilecektir. Dolayısıyla grup hukuku da, en azından uygulama alanı itibarıyla devralmaların yasal alt yapısına dâhildir. Öte yandan tartışmalı olmakla birlikte, yasal olarak, anonim ortaklığın devralınması işleminde devreden diğer pay sahipleri ve şirkete karşı sadakat sorumluluğunun bulunduğuna yönelik açık bir düzenleme yoktur. Bunun gibi kontrol değişikliğinin ticaret siciline tescili sistemi de esas itibarıyla bulunmamaktadır. Bununla birlikte yüksek oranlardaki devralmalarda devralana, küçük/azınlık pay sahiplerini şirketten - paylarını satın alarak- çıkarmak ve bunun izdüşümü olarak küçük/azınlık pay sahiplerine de -paylarını devralana satarak- ortaklıktan çıkmak hakkının tanındığı yasal düzenlemelere de rastlanılmaktadır.

Halka açık ve/veya sermaye piyasası mevzuatına tabi bir anonim ortaklıkta kontrol değişikliği hem işlem tarafları ve hedef ortaklık açısından kamuyu

⁹³ *Tekinalp*, anonim ortaklığın devralınmasının hukuku üç yönden ilgilendirdiğini; bunlardan ilkinin satıcının hedef ortaklığın finansal durumu, iş ilişkileri, finansal tablolarının gerçeği yansıtması ve benzeri konularda açık bir beyanı olmasa bile BK hükümleri uyarınca “mütekeffil” olup olmadığı, ayıp hükümlerinin uygulanıp uygulanmayacağı; ikincisinin halka açık anonim ortaklıklardaki kamuyu aydınlatma ve çağrıda bulunma zorunluluklarına ilişkin; üçüncüsünün ise rekabet hukuku yönünden olduğunu belirtmektedir. **TEKİNALP** (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 189d vd.

aydınlatma hem de devralan açısından azınlık pay sahiplerinin paylarının satın alınması için çağrıda bulunma zorunluluğu doğurmaktadır. Dolayısıyla devralmaların yasal olarak düzenlendiği bir diğer alan da sermaye piyasası hukukudur. Sermaye piyasası hukukunun anonim ortaklık devirleri açısından bir diğer önemli yönü, halka açık anonim ortaklıklarda çağrı yoluyla hisse senedi veya vekâlet/proxy toplama kurallarının yasal olarak düzenlenmiş olmasıdır.

Borçlar hukukunun ayıba ve zapta karşı tekeffül ile hile hükümleri de, anonim ortaklık devirlerinde, devralanın devredene karşı olan kontrol satışından doğan sorumluluğunda uygulama alanı bulabilecektir⁹⁴. Bunun gibi devralan ve/veya devreden tarafından sermaye piyasası mevzuatından doğan yükümlülüklere uyulmamasının özel hukuk açısından yaratacağı sonuçlar da, borçlar hukukunun uygulama alanına girmektedir.

Bunun dışında hedef anonim ortaklığın savaş hukuku anlamında “düşman” veya vatandaşlık hukuku açısından “vatandaş/yabancı” olarak vasıflandırılması noktasında da ortaklıktaki kontrol değişikliği işlemine yani anonim ortaklığın devralınmasına, en azından, doktriner açıdan, sonuç bağlandığı görülmektedir⁹⁵.

Anonim ortaklığın devralınması, vergi hukukunu da üç açıdan ilgilendirmektedir. Bunlardan ilki, devreden doğrudan devralma yöntemi örneğin pay satışı sonucunda elde ettiği kazancın gelir veya kurumlar vergisine tabi olması; ikincisi yapılan işlemin tabi olduğu damga vergisi; ve üçüncüsü ise vergi hukukunun bazı durumlarda devralma işlemine tanıdığı kolaylıklardır/muafiyetlerdir⁹⁶.

⁹⁴ Devralan, devreden veya seçilen devir yöntemine göre devredilen şirket tüzel kişiliğinin, devir işleminden zarara uğraması hâlinde, -devralan veya devreden de bir sermaye ortaklığı olması durumunda- işlemi gerçekleştiren yöneticilerin/müdürlerin zarar gören şirket tüzel kişiliğine karşı olan sorumluluğuna, TK. m. 556 atfı ile birlikte 336 vd. ile 342 vd. hükümlerinin uygulanması gündeme gelebilecektir.

⁹⁵ İngiliz hukukunda “kontrol testi (control test)” adı verilen kavram, bir anonim ortaklığın ve hatta daha geniş bir ifade ile tüzel kişinin vatandaşlığının ve düşman vasfında olup olmadığının, onun genel politikası üzerindeki baskın etki gücüne göre belirlenmesi anlamına gelmektedir. Bkz. John BURKE, **Jowitt's Dictionary of English Law**, V. 1 (A-K), second ed., London, Sweet & Maxwell, 1977, s. 454.

⁹⁶ Anonim ortaklığın devralınmasının, ayrıca, devralan ve devreden hedef ortaklık tüzel kişiliği ile birlikte şirket çalışanlarına karşı özel bir sorumluluğunun bulunup bulunmaması ve kontrol değişikliğinin iş sözleşmeleri üzerindeki etkisi bakımından da iş hukukunun uygulama alanı içine girmesi ihtimal dâhilindedir. Ancak belirtelim ki, İş Kanunu m. 6'da düzenlenen “işyerinin devri” kurumunun anonim ortaklık devirlerinde uygulanma kabiliyeti yoktur. İşveren anonim ortaklığın kontrol sahibinin değişmesi ile, işyeri devredilmiş olmadığı gibi iş sözleşmelerinin

Biz, işbu başlık altında, anonim ortaklığın devralınmasına yönelik karşılaştırmalı hukuk ile Türk hukukunda dağınık bir şekilde yer alan kuralları, tezimizin kapsamı itibarıyla anonim ortaklıklar hukuku ile sermaye piyasası hukuku ağırlıklı olarak zikredeceğiz. Karşılaştırmalı hukuk düzenlemeleri arasında öncelikle devralma (takeover) denildiğinde var olduğu kabul edilen iki sistemi (İngiliz ve Amerikan) inceleyip, Almanya, İsviçre ve AB düzenlemelerinin üzerinde duracağız⁹⁷. Türk hukukunda yer alan kuralları ise biraz daha kapsamlı bir şekilde ve dağınık kuralları bir araya toplayarak ortaya koyacağız.

A. Yabancı Hukuklar

1. İki Sistem: Amerika – İngiltere Karşılaştırması

Anonim ortaklık kontrolünün elde edilmesinde yönelik girişimler, bu konudaki mücadele ve kural koyucuların bu işleme müdahalesi hususunda, tüm dünyada öncülüğü Anglo-Sakson ülkeleri ve özellikle Amerika ile İngiltere yapmıştır. Anılan ülkelerde anonim ortaklıkların sayıca fazlalığının ve büyüklüğünün yanı sıra, anonim ortaklık sermaye yapılarının dağınıklığı, sermaye piyasalarının derinliği ve yatırımcı kültürünün bu tür kontrol işlemlerine yatkınlığı buna sebeptir. Ayrıca halka açık ve hisse senetleri borsada (veya teşkilatlanmış başka bir piyasada) işlem gören anonim ortaklıkların, ortaklıklar hukukuna ve sisteme egemen olmasına ve anonim ortaklık denildiğinde, öncelikle bu tür ortaklıkların anlaşılmasına ilişkin gelenek de bu alandaki öncülükte etkindir.

Bu ülkelerde halka açık anonim ortaklıkların dağınık sermaye yapısı sebebiyle yönetim ve azınlık kontrolünün esas olması karşısında, kontrolün el değiştirmesi araçları arasında, mevcut kontrol sahibinin onayının aranmadığı aleni pay alım teklifleri öne çıkmaktadır. Dolayısıyla buradan tüm dünyaya yayılan anonim ortaklık devralmalarında ve bu bağlamda özellikle “takeover” işleminde, aleni pay alım teklifi (takeover bid – tender offer) kurumu özel bir yer işgal etmekte ve “takeover”,

işveren tarafında da bir değişiklik meydana gelmemektedir. Bunun gibi bu durum, işçi ve/veya işveren açısından da iş sözleşmelerinin feshi için bir haklı sebep teşkil etmeyecektir. İnc. ve karş. Nuri ÇELİK, **İş Hukuku Dersleri**, 21. Bası, İstanbul, Beta yay., 2008, s. 60, 62; Sarper SÜZEK, **İş Hukuku**, 4. Bası, İstanbul, Beta yay., 2008, s. 132, 134, 183, 187-188;

⁹⁷ Anonim ortaklığın devralınmasının hukuki sonuçları başlığı altında (bkz. aş. Üçüncü Bölüm) bu konuda karşılaştırmalı hukuk düzenlemeleri daha kapsamlı bir şekilde incelenmektedir.

öncelikle anılan yöntemle anonim ortaklık kontrolünün ele geçirilmesi olarak anlaşılmaktadır. Bu sebeple Anglo-Sakson hukuk sisteminde “takeover regulation” yani anonim ortaklık devralmalarının yasal düzenlenme şekli de, öncelikle aleni pay alım tekliflerine yönelik yasal kurallar bağlamında incelenmektedir⁹⁸.

Amerika’da 1960’lı yılların başına gelinceye kadar hedef anonim ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesi mücadelesi, genellikle pay sahiplerinin genel kuruldaki oy hakkına ilişkin vekâlet toplanması yönteminin kullanımı suretiyle yürütülüyordu. Ancak bu şekilde genel kurul çoğunluğuna ulaşılarak elde edilen kontrolün yapılan masrafa rağmen sadece temsil yetkisi edinimine dayanması, gerçek bir mülkiyetin bulunmaması, bu sebeple sürekliliğin ve kesinliğin sınırlı olması ve her genel kurul öncesi kontrol mücadelesinin yeniden verilmesinin gerekmesinin yanında, proxy toplama usulüne ilişkin olarak yapılan ayrıntılı yasal düzenlemeler ve kamuyu aydınlatma zorunlulukları karşısında, artık kontrolün elde edilmesi için başka bir yöntemin kullanılması arayışı ortaya çıkmıştır. İşte sermaye yapısı dağınık olan ve hisse senetleri borsa türü açık bir piyasada (open market) işlem gören anonim ortaklıklarda pay sahiplerinin genel kuruldaki oy haklarının kullanım yetkisinin elde edilmesi yerine, çeşitli finans kaynaklarının bulunabildiği biraz daha fazla maliyetle, ancak gene çağrı (aleni pay alım teklifi/tender offer) yoluyla pay sahiplerinin bu sefer paylarının mülkiyetinin toplanması 1960’lı yıllarda giderek yaygın bir şekilde kullanılan bir “takeover” yöntemi olarak öne çıkmıştır. Tender offer’ın menkul kıymetlere ilişkin federal kanunların kamuyu aydınlatma hükümlerinin uygulama alanı dışında olması bu gelişimi hızlandırmış ve söz konusu boşluk, hedef ortaklık yönetimine yapılan aleni teklif hususunda pay sahiplerini bilgilendirmek için yeterli sürenin tanınmadığı, dolayısıyla bilgiye erişim açısından paylarını satacak olan pay sahiplerinin potansiyel alıcıya nazaran dezavantajlı olduğu bir sistem ortaya çıkmıştır. İşte bu gelişmeye Amerikan yasa koyucusu kısa bir süre sessiz kaldıktan sonra, hedef ortaklık pay sahiplerinin gerek bilgi eksikliği gerek yeterli düşünme süresinin bulunmaması gerek de şirket yönetiminin de pay sahipleri ile menfaat

⁹⁸ Zaten “takeover regulation”a yönelik tanımlarda da aleni pay alım teklifi kaynaklı mücadeleye işaret edilmekte ve özel bir sistem dâhilinde anonim ortaklık kontrolü için yapılacak düelloyu düzenleyen kurallardan oluşan yapı şeklinde tanım verilmektedir. Bkz. VENTORUZZO, **Thirteenth Directive**, s. 175.

çatışmasına girmesi sebepleriyle ortaya çıkan olumsuz konumlarının düzeltilmesi amacıyla, dostça olmayan (uzlaşmaz/unfriendly) yani kontrol sahibinin ve şirket yönetiminin onayının alınmadığı devralma dalgasına tepki niteliği taşıyan 1968 tarihli Williams Kanunu⁹⁹ ile SEA'ya eklediği hükümlerle aleni pay alım teklifi kurumunu –kısmen de olsa- kurallara bağlamıştır. Federal düzeydeki söz konusu yasal düzenlemenin ardından birinci, ikinci ve üçüncü kuşak eyalet düzenlemeleri gelmiştir¹⁰⁰.

Williams Kanunu ile SEA'ya eklenen 13 (d), (e); 14 (d), (e) ve (f) maddeleri ile esas olarak şirket devralmalarında şeffaflık sağlanmış ve hedef ortaklık pay sahiplerinin konumu güçlendirilmiştir. Teklif sahibi tarafından teklif öncesi doldulup SEC'e verilen ve özeti de kamuya açıklanan 14 (d)-1 formunda teklif sahibinin kimliği, mali durumu, finansman kaynakları, amacı, geleceğe dönük planları gibi hususlarda tüm ilgililere ve tabii ki en başta paylarına talip olunan hedef ortaklık pay sahiplerine bilgi verilmektedir. Pay sahiplerinin baskıdan uzak karar verebilmelerinin sağlanması için teklifin asgari 20 gün süreyle açık kalması zorunluluğu getirilmiştir. Kısmi tekliflerdeki kısıtlayıcı kuralı da, pay sahiplerinin teklif süresi boyunca düşünme imkânını teyit etmektedir. Ayrıca teklif süresi içerisinde teklif sahibinin gelişen olaylar karşısında teklif fiyatını yükseltmesi hâlinde daha öncesinde payını satma beyanında bulunan kişinin de yüksek fiyattan yararlanması, hedef ortaklık pay sahiplerini koruyan bir başka düzenlemedir¹⁰¹.

Amerika'daki duruma benzer bir gelişme İngiltere'de de görülmüş, özellikle 1960'lı yılların başından itibaren aleni pay alım teklifi, anonim ortaklık kontrolünün

⁹⁹ Bu Kanun, adını yasa teklifini hazırlayan senatörün adından almaktadır. Bkz. İlhan DİNÇ, **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, İstanbul, Legal yay., 2006, s. 30/dpn. 12.

¹⁰⁰ Amerika'da sermaye piyasası hukuku federal bir hukuk dalı iken, anonim ortaklıklar hukuku federedir. Dolayısıyla tüm ülkede geçerli bir anonim ortaklık kanunu yoktur. Federal bir kanun olan SEA ile düzenlenen aleni pay alım teklifinin eyaletler tarafından da kurallara bağlanması, bu kuralların Yüksek Mahkeme tarafından anonim ortaklıklar hukukuna dâhil kabul edilmesi ile mümkün olmuştur. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 94 vd.

¹⁰¹ Amerikan düzenlemesi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. BASNAGE/CURTIN III/RUBIN, **Business Combination Transactions**, s. 1073 vd.; MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 20 vd.; David N. KAY, "United States Of America", in ed. by Michael WHALLEY/Franz-Jörg SEMLER, **International Business Acquisitions, Major Legal Issues and Due Diligence**, Second ed., The Hague-London-Boston, Kluwer Law International, 2000, s. 372; VENTORUZZO, **Thirteenth Directive**, s. 184 vd.; ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 89 vd., özellikle 93 vd.; DİNÇ, **Çağrı**, s. 30-31.

ele geçirilmesinde oldukça yaygın bir şekilde kullanılan bir yöntem olarak ortaya çıkmıştır. Birleşme/devralma dalgası ile birlikte ilgili piyasadaki tekelleşme çabasına İngiliz yasa koyucusu, tekelleşmeye bir tepki olarak ilk olarak 1965 tarihli “Monopoller ve Birleşmeler Kanunu (Monopolies and Mergers Act)” ile cevap verdikten ve Monopoller ve Birleşmeler Komisyonu’nu (Monopolies and Mergers Commission) kurduktan sonra, 1973 yılında da “Adil Ticaret Kanunu (Fair Trading Act)” ile devralmalarda da uygulanabilecek dürüst işlem hükümlerine yer verilmiştir. İşte bu süreçte ilk defa 1968 yılında özellikle Aracı Kuruluşlar Birliği ve Bank of England önderliğinde, aleni pay alım tekliflerini ayrıntılı kurallara bağlayan ve yaygın kullanılışı “City Code” olan bir dizi davranış kuralı yayınlanmıştır. İlk düzenlendiği tarih itibarıyla yasal anlamda bağlayıcılığı olmayan, ancak kendi iç işleyişinde bir takım icrai hükümleri de içeren, sermaye piyasasında aleni pay alım tekliflerinde işleme taraf tüm kişiler (teklif sahibi, hedef ortaklık yönetimi, hedef ortaklık pay sahipleri gibi) uyulması gereken genel ilkeler ve davranış kurallarını içeren bu düzenleme, çeşitli tarihlerdeki eklemeler ve değişiklikler ile bugüne kadar gelmiştir. City Code’un 2006 tarihli bir önceki versiyonuna, 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi’ndeki gerekliliğe uyum amacıyla, 20.05.2006’da yürürlüğe giren 2006/1183 sayılı “Devralmalar Yönergesi’nin (Geçici Uygulama) Tüzüğü” ile yasal kuvvet de tanınmıştır. Takiben 2006 CA m. 942 vd. ile gerek City Code’un yasal düzlemde bağlayıcılığı gerek de City Code çerçevesinde oluşturulan ve City Code’da yer alan hükümlerin uygulamasından sorumlu olup, City Code’un yeni versiyonlarını hazırlayan “Devralmalar ve Birleşmeler Paneli (Panel on Takeovers and Mergers)”nin bağlayıcı kurallar¹⁰² koyma yetkisi teyit edilmiştir¹⁰³. İngiltere’de anılan düzenlemelerin yanında 2000 tarihli FSA ile borsa kurallarının yer aldığı “Menkul Kıymetlerin Kayıt Altına Alınması Kuralları (Admission of Securities to Listing Rules)/Sarı Kitap (Yellow Book)” da anılmalıdır.

¹⁰² CA’da Panel’e kural koyma yetkisi, aleni pay alım teklifleri, birleşme işlemleri, bunlardan ayrı olarak ortaklık mülkiyet ve kontrol yapısına doğrudan veya dolaylı olarak etki eden işlemler ile sınırlı bir şekilde verilmiştir (bkz. m. 943/2-a).

¹⁰³ Tıpkı City Code gibi mesleki disiplin kuralı niteliğinde olan ve City Code’un bir parçası olarak kabul edilen ve ortaklığın kontrolünün el değiştirmesini sağlamayan ancak müktesibin bu yoldaki niyetini ortaya koyan nispeten küçük alımlarda kamuyu aydınlatma düzenlemeleri getiren “Payların Esaslı Ölçüde İktisap Edilmesine İlişkin Kurallar (the Rules on Substantial Acquisitions of Shares in the UK)” yürürlükten kaldırılmıştır.

Öte yandan CA m. 942 vd.de takeover düzenlemeleri bulunmaktadır. Bunlar, Panel'in yasal gücünün yanında, aleni pay alım teklifinin yapılma sürecindeki kurallar ile tamamlanmasının ardından çıkma (sell-out) ve çıkarma (squeeze-out) haklarına yönelik düzenlemelerdir¹⁰⁴.

Görüldüğü gibi İngiltere ile Amerika'da en başta aleni pay alım teklifi kurumunun düzenlenme yılları örtüşmektedir. Zaten her iki ülkede de devralmaların anonim ortaklıklar hukukuna ilişkin boyutunu esas itibarıyla aleni teklif kurumunu kurallara bağlayan anılan düzenlemeler oluşturmaktadır. Aleni pay alım teklifi ile gerçekleşmeyen kontrol değişiklikleri ise, çağrı zorunluluğunda olduğu gibi, sonuçları itibarıyla anılan düzenlemelerin kapsamına girebilmektedir.

Takeover'ın anlamına ilişkin olarak yukarıda açıklanan kapsam farkının dışında¹⁰⁵, aleni pay alım teklifi bağlamında anonim ortaklık devralmalarında da Amerika ile İngiltere arasında esaslı iki fark göze çarpmaktadır. Bu durum "takeover" dünyasının Amerikan ve İngiliz sistemi şeklinde ikiye bölünmesine yol açmaktadır.

Bu iki hukuk sistemi arasındaki öncelikli fark, özellikle Amerikan eyalet ve içtihat hukukunun geliştirdiği ve SEA'da da temel bulan yönetim kurulunun devralmalardaki konumuna ilişkindir. Amerika'da yönetim kurulu müdahalesi özellikle eyaletlerin kendi menfaatleri gereği desteklenmekte iken; İngiltere'de yönetim kurulunun devralma tekliflerinde tarafsız kalması esası getirilmektedir. Gerçekten de şirket ele geçirme girişimleri karşısında hedef ortaklık yönetim kurulunun, gerek bu girişim başlamadan önceki, gerek de sonraki rolünün kapsamı meselesine anılan iki hukuk sisteminde farklı yaklaşılmakta ve bu durum, bu konuda iki ayrı sistemin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Amerikan hukuku, konuyu hedef ortaklık yöneticilerinin karar verme yetkisi kapsamında görmekte ve yönetim kurulunun savunma önlemi alabileceği sonucuna varmaktadır. Ancak devralma

¹⁰⁴ İngiliz düzenlemesi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. RABINOWITZ, **Weinberg and Blank on Takeovers**, b.a.; ed. by Gary EABORN, **Takeovers: Law and Practice**, London/Edinburgh, Lexis Nexis Butterworths, 2005, b.a.; John BIRDS/A. J. BOYLE/Iain MacNEIL/Gerard McCORMACK/Christian TWIGG-FLESNER/Charlotte VILLIERS, **Boyle & Birds' Company Law**, 5th Ed., Bristol, Jordans, 2004, s. 631 vd.; MORSE/GIRVIN, **Company Law**, s. 673 vd.; MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 22 vd.; DİNÇ, **Çağrı**, s. 31-32.

¹⁰⁵ Bkz. yuk. İkinci Bölüm/I/B/1.

tekliflerinde, yönetim kurulu ile pay sahipleri arasındaki özellikli çıkar çatışması da göz önüne alınarak, yöneticilerin şirket çıkarını gözetmeleri kuralı geliştirilmiştir. İngiltere’de (ve onu takip eden Avrupa Birliği’nde) ise, aleni pay alım teklifinin açıklanmasından itibaren kural olarak, hedef ortaklık yönetim kurulu, genel kurul onayı olmaksızın, teklifi başarısızlığa uğratacak girişimlerde bulunamaz. Zira aleni pay alım teklifleri pay sahiplerine yöneliktir ve karar verme yetkisi de münhasıran onlarda olmalıdır^{106 107}.

İngiliz ve Amerikan sistemleri arasındaki ikinci temel fark ise İngiltere’de kontrolü iktisap eden kişinin, azınlık/non-controller pay sahiplerinin paylarını satın almak üzere çağrıda bulunma zorunluluğunun bulunmasına karşın, bu tür bir zorunluluğun Amerika’da bulunmamasıdır¹⁰⁸.

¹⁰⁶ Bu konuda ayrıntılı bilgi için inc. DAVIES/HOFT, **Control Transactions**, s. 163 vd.; VENTORUZZO, **Thirteenth Directive**, s. 184 vd.; ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 92, 105 vd., 154 vd., 185 vd.

¹⁰⁷ Bugün için “takeover” dünyasındaki en önemli tartışma konularının başında, devralma girişimlerinde yönetim kurulunun yetki alanının kapsamı ve alınabilecek savunma önlemlerine izin verme derecesi gelmektedir. Uzun yıllara dayanan tecrübenin ardından mahkeme kararları ile şekillendirilen Amerikan yaklaşımı ve gene uzun yıllara dayalı uygulamaya dayanan İngiliz sistemini takip eden AB düzenlemesi, bu konuda ikili bir sistemin oluşmasına yol açmıştır. Kanaatimizce bugün için ülkemizde bu konuda bir tercih yapılması doğru olmayacaktır. AB sisteminin takibi, içinde bulunduğumuz adaylık süreci sebebiyle zorunlu imiş gibi görünse de, 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi’ndeki üye ülkelere verilen esneklik imkânlarının nasıl kullanılacağı bir başka sorun olarak ortaya çıkabilecektir. Dolayısıyla sermaye piyasası hukukuna egemen olan, kuralın uygulamayı takip etmesi sistemine, burada da riayet edilmesi ve öncelikle ülkemizdeki uygulamanın ne şekilde geliştiğinin takip edilmesi isabetli olacaktır. Türkiye’de aleni pay alım teklifi kurumu, bugün için, sermaye piyasamızın yapısı, halka açık ortaklıkların dahi paydaşılığını itibarıyla belli bir “controller”ın hâkimiyetinde bulunması ve onun onayı olmadan şirket kontrolünün ele geçirilmesinin imkânsızlığı, takiben yönetim kurulu ile controller arasında esaslı bir menfaat ihtilâfının bulunmaması karşısında, sadece zorunlu çağrı endekslisi olarak ilerlemektedir.

¹⁰⁸ Bkz. aş. Üçüncü Bölüm/IV/B. Bu konuda ayrıntıya girmeden belirtelim ki, Amerikan hukukunda aleni pay alım teklifinin tanımı, mahkeme içtihatları ile geliştirilmiştir. İşte bu kapsamda SEC’in önerisi üzerine mahkemelerce de kabul edilen 8’li Wellman faktörleri, ne zaman aleni pay alım teklifinin olduğunu göstermektedir. Söz konusu 8’li inceleme, yapılan bir devralma teklifine değişik açılardan yaklaşmaktadır. Geniş yaklaşımın sonucu, birçok durumda bir teklifin, Kıta Avrupası’nda aleni teklif olarak kabul edilmeyecek olsa da, Amerika’da “aleni pay alım teklifi” olarak kabul edilebilecek olmasıdır. Bir teklifin veya daha geniş bir ifade ile devralma girişiminin, “aleni pay alım teklifi” olarak kabul edilmesinin sonucu da, bu teklifin hedef ortaklığın tüm pay sahiplerine ilgili yasal prosedürün izlenmesi yoluyla iletilmesidir. Böylelikle pay sahipleri arasındaki eşitlik sağlanabilmekte ve hedef ortaklığın tüm ortaklarının ilgili tekliften yararlanmasının yolu açılabilir. Görüldüğü gibi aleni pay alım teklifinin ne olduğuna ilişkin genişletici yorum, Amerikan hukuku ile İngiliz ve takiben Kıta Avrupası arasındaki çağrı zorunluluğunun bulunmamasından kaynaklanacak farklılığı asgariye indirmektedir. Birinde teklif sırasında diğerinde ise teklif sonrasında pay sahipleri bütününe korunmasına yönelik bir yaklaşım göze çarpmaktadır. Wellman faktörleri ve değerlendirmesi için bkz. Oscar Franklin B. TAN, “Mandatory Tender Offers As A Tool For The

Gerek Amerika’da gerek de İngiltere’de sadece anonim ortaklık devralmaları ile sınırlı olmayan, ancak bunu da kapsamına alır bir şekilde, belirli sektörlerdeki anonim ortaklıkların kontrol iktisaplarında rekabet hukuku kurallarının yanında başka sınırlandırıcı özel kurallara da rastlanılmaktadır. Örneğin Amerika’da özel düzenlemeye tabi olan haberleşme, gemicilik, enerji ve savunma sanayi endüstrilerinde devralmayı zorlaştıran özel izin prosedürleri vardır. Bunun gibi aynı ülkede, yabancı bir ekonomik birimin bir Amerikan şirketini devralma girişiminin, Amerikan ulusal güvenliği başka bir şekilde korunamayacak ise, 1950 tarihli Savunma Üretim Kanunu’nda (Defence Production Act) 1988’de yapılan değişiklik üzerine verilen yetki ile, Başkan tarafından askıya alınması veya engellenmesi de mümkündür¹⁰⁹. İngiltere’de ise bankacılık, sigortacılık, telekomünikasyon ve yayıncılık gibi sektörlerde ticari faaliyette bulunulması “lisans” alınmasına bağlıdır. Genel bir sınırlandırıcı düzenleme bulunmamakla birlikte, lisans sahibindeki kontrol değişikliğinin ilgili lisansın iptali şartları arasında bulunması mümkündür¹¹⁰.

2. Almanya

Almanya’da anonim ortaklık devralmaları, uzun yıllar boyunca, tıpkı Türkiye’de olduğu gibi sadece ortaklığın mevcut kontrol sahibi ile yapılan anlaşma ve bu bağlamda piyasa dışında (off-market) gerçekleştirilen blok satış/alım suretiyle gerçekleştirilmiştir¹¹¹. Bunda halka açık anonim ortaklıklardaki blok pay sahibi hâkimiyeti ile bankaların küçük pay sahiplerinin özellikle oy haklarındaki egemenliği etkindir¹¹². Dolayısıyla aleni pay alım teklifi veya borsadan pay toplama suretiyle anonim ortaklıkların kontrolünün ele geçirilmesi pek mümkün değildir ve düşmanca

Democratization Of Wealth: Articulating The SEC’s Broad Precedent In Nat’s Life Ins Co. v. Cemco Holdings, Inc.”, **Philippine Law Journal**, March 2006/80-3, s. 511 vd.

¹⁰⁹ BASNAGE/CURTIN III/RUBIN, **Business Combination Transactions**, s. 1074/dpn. 2; KAY, **America**, s. 371.

¹¹⁰ John YOUNG, “England And Wales”, in ed. by Michael WHALLEY/Franz-Jörg SEMLER, **International Business Acquisitions, Major Legal Issues and Due Diligence**, Second ed., The Hague-London-Boston, Kluwer Law International, 2000, s. 75.

¹¹¹ Bununla birlikte aleni pay alım tekliflerinin hiç bulunmadığı da söylenemez. 1995 – 2001 yılları arasında bu şekilde yaklaşık 170 teklif yapılmıştır. Ancak bunların sadece yaklaşık 30 tanesi, kontrolü ele geçirmeye yönelik girişimler olup, çoğunluğu zaten “controller” olan ve mevcut pozisyonunu güçlendirmek isteyen pay sahiplerince yapılmıştır. ADOLFF/MEISTER/RANDELL/STEPHAN, **Public Company Takeovers**, s. 104-105.

¹¹² **A.e.**, s. 105; MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 29.

devralma girişimleri de yok denecek kadar azdır. Bu da, Almanya’da aleni pay alım tekliflerinin yasal bir düzenlemeye tâbi tutulması ihtiyacının ortaya çıkmamasına yol açıyordu. Diğer yöntemlerle anonim ortaklık kontrolünün ele geçirilmesinde de, ilgili yönetime ilişkin hukuki kurallar dışında kontrol devrine esas itibarıyla özel bir sonuç bağlanmış değildir. Ancak zaman içerisinde özellikle sermaye piyasalarının gelişmesi, Alman ortaklıklarına olan yabancı ilgisi, AB’nin zorlaması, pay yapılarının biraz daha dağınık hâle gelmesi, çağrı zorunluluğunun düzenlenmesi gibi sebeplerle aleni pay alım teklifi ile devralmaların da önemli bir yer işgal etmeye başladığı söylenebilir.

Almanya’da anonim ortaklık kontrolü, GWB § 35 vd., özellikle de § 37 bir tarafa bırakılırsa, bilhassa grup/topluluk/konzern hukuku bağlamında ele alınmıştır. AktG’da düzenlenen grup yapısının ortaya çıkması açısından, kontrol iktisapları bir araç oluşturmaktadır. Anonim ortaklığın devralınması, grubun ortaya çıkış araçlarından biridir. Zira bağımlı işletmenin, hâkim işletme ile birlikte bir “konzern” oluşturduğu kabul edilir ve bir işletme üzerinde belirleyici/hâkim etki uygulama imkânı, bağımlılığın varlığına karine teşkil eder. Örneğin çoğunluk paylarına sahip olunması hâlinde, aksi ispat edilebilmekle birlikte, hâkim etkinin varlığı kabul edilir. Böylelikle karineler zinciri suretiyle çoğunluk iştirakinden hâkim etkiye, hâkim etkiden bağımlılığa ve son olarak da bağımlılıktan konzerne ulaşılmaktadır¹¹³.

Konzern hukuku çerçevesinde konulan kurallar, devralma sürecine ilişkin olmayıp, devralmanın ardından oluşan yapıya yöneliktir. Özellikle pay iktisaplarına yönelik kamuyu aydınlatma kuralları, genellikle grup yapısının ortaya çıkıp çıkmadığının tespiti açısından rol oynamaktadır. AktG § 20 ve § 21 uyarınca bir anonim ortaklıkta, doğrudan veya dolaylı olarak % 25’lik pay sınırını aşığıya veya yukarıya doğru geçen veya bu oranın altında kalsa da çoğunluğu ele geçiren ortaklar, bu durumu derhâl ilgili ortaklığa bildirmek zorundadırlar¹¹⁴. Aksi taktirde iktisap ettikleri paylardan doğan hakları, yükümlülüğün ifasına kadar kullanamazlar. Buradaki bilgilendirme yükümlülüğüne ilişkin kurallar tüm anonim ortaklıklara yönelik iken, WpHG § 21’de, menkul kıymetleri organize bir piyasada işlem gören

¹¹³ Bkz. AktG § 17-18.

¹¹⁴ Ortaliğa yapılan bildirimden ardından, ortaklığın bunu ilan etmesi gerekmektedir.

anonim ortaklıklara yönelik olarak, oranlar itibarıyla daha katı bir sistem öngörülmüştür^{115 116}.

Aleni pay alım tekliflerinin yavaş yavaş gelişmeye başlaması ve özellikle 1999'da Vodafone'un Mannesmann'ı devralmasının ardından¹¹⁷, Almanya'da "takeover" kurumuna yönelik ilgi artmıştır. İngiltere'deki City Code gibi yasal bağlayıcılığı olmayan, davranış kuralları niteliğini haiz "Übernahmekodex (Devralma Kodeks'i)", Federal Finans Bakanlığı bünyesindeki Borsa Uzmanları Komisyonu (Börsensachverständigenkommission) tarafından hazırlanıp 1995 yılında yürürlüğe sokulmakla birlikte, bu Kodeks hem Alman sisteminin İngiltere'ye nazaran bu tür yasal bağlayıcılığı olmayan kurallara yaklaşım şekli hem az sayıda ortaklığın¹¹⁸ bu Kodeks'e uyum iradesini açıklamış olması hem de Almanya'daki aleni pay alım tekliflerinin sermaye piyasası işlemlerinde önemli bir yer işgal etmemesi sebebiyle gerekli başarı ve ilgi seviyesine ulaşmamıştır. Kodeks'in ardından, AB bünyesindeki Yönerge çalışmalarının da yoğunlaşması ile beraber, 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi yürürlüğe girmeden önce Almanya, aleni pay alım tekliflerini düzenleyen 20.12.2001 tarihli WpÜG'yi, 01.01.2002'den itibaren yürürlüğe girmek üzere yasalaştırmıştır¹¹⁹. Bu Kanun'un Alman anonim ortaklık devralma hukukunda taşıdığı önemi; devralma yöntemlerinden aleni pay alım teklifini ayrıntılı kurallara bağlaması, bilhassa hedef ortaklık yönetim kurulunun aleni teklif sırasındaki rolünü düzenlemesi¹²⁰, çağrıda bulunma zorunluluğunu¹²¹

¹¹⁵ Ayrıca bkz. WpÜG § 23 ve 35; GWB § 39 ve 43.

¹¹⁶ 28.10.1994 tarihli Şirket Yeniden Yapılandırılmalarının Reformu Kanunu (Gesetz zur Bereinigung des Umwandlungsrechts - UmwBerG), kısmen de olsa 3. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi'ne dayalı olarak şirket birleşmelerini, bölünmelerini ve nevi değiştirmelerini düzenlemekte olup, anonim ortaklığın devralınmasını kapsamına almamaktadır. Ancak birleşmenin çağrıda bulunma zorunluluğuna yol açması mümkündür. Bkz. ADOLFF/MEISTER/RANDELL/STEPHAN, **Public Company Takeovers**, s. 64.

¹¹⁷ Söz konusu devralma girişiminin gelişimi konusunda bkz. DINE, **Company Law**, s. 311 vd.; ROMANEC/KRUS, **Mergers and Acquisitions**, s. 62 vd.

¹¹⁸ Bkz. ADOLFF/MEISTER/RANDELL/STEPHAN, **Public Company Takeovers**, s. 105 ve orada dpn. 644.

¹¹⁹ Bu Kanun'un yasalaşma süreci hakkında bkz. **A.e.**, s. 105-106.

¹²⁰ WpÜG § 33 ile 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi'ni takiben Kanun'a eklenen § 33a, 33b, 33c ve 33d aleni pay alım teklifinin açıklanması ile sürecin tamamlanması arasındaki süreçte yönetim kurulunun yapabileceği faaliyetlerin kapsamı kurallara bağlanmıştır. WpÜG § 33'ün ilk fıkrasında aleni pay alım teklifinin ilanından itibaren hedef ortaklık yönetim kurulunun teklifin başarısını engelleyebilecek nitelikteki işlemleri yapamayacağı kuralı getirilerek, İngiliz "tarafsızlık" sistemine yaklaşılmıştır. Ancak bu kuralın uygulanmasına getirilen üç istisna,

Alman hukukuna sokması ve zaten sistemin içinde olan çıkma hakkının yanında azınlık pay sahiplerinin ortaklıktan çıkarılmasını da AktG'ye eklenen hükümler (§ 327a- 327f) ile bir hak olarak büyük ortağa (% 95 pay sahibine) vermesi şeklinde sıralayabiliriz¹²².

3. İsviçre

İsviçre anonim ortaklık devralma sistemi, Almanya'ya benzemekte, ancak bu ülkeye nazaran daha kuralsız ortamı ile, Türkiye ile örtüşmektedir. İsviçre'de dünyadaki eğilime de paralel bir şekilde 1980 ile 1990 yılları arasındaki artan devralmalar, 1991 sonunda başlayan ekonomik durgunluk ile birlikte düşmeye başlamış, ancak özellikle 2000'li yıllardan itibaren yeniden yükselişe geçmiştir¹²³.

İsviçre'de anonim ortaklıkların çoğunluğu halka kapalı olduğu ve hatta halka açık ve borsada işlem görenler dahi belli bir pay sahibi veya ailenin kontrolü altında olduğu için¹²⁴, bu kişi ile yapılan karşılıklı görüşmelere ve bireysel/blok satım sözleşmesine dayanan devralmalar egemendir. Aleni pay alım teklifi yoluyla yapılan

Alman sistemini, hedef ortaklık yönetim kurulunun aleni teklif karşısındaki konumu itibarıyla, Amerikan ve İngiliz sisteminin arasında özellikli bir konuma getirmiştir. Buna göre yukarıda zikredilen tarafsızlık kuralı, bir devralma teklifinin söz konusu olmadığı bir anonim ortaklıktaki tedbirli ve güvenilir bir yöneticinin faaliyetleri, rakip bir teklif bulmak için yapılan girişimler ve son olarak da hedef ortaklık gözetim kurulunun onay verdiği faaliyetler hakkında uygulanmaz. Maddenin ikinci fıkrasında ise genel kurulun yönetim kurulunu aleni teklif öncesinde yetkilendirmesi durumu düzenlenmektedir. 33a vd.de ise, 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi'ndeki ilgili kuralların da, Almanya'da uygulanmasını sağlamaya yönelik, hedef ortaklığın esas sözleşmesinde ayrıksı düzenleme yapmaya izin veren hükümlere yer verilmiştir.

¹²¹ WpÜG § 35 vd.de düzenlenen çağrıda bulunma zorunluluğu kuralları için bkz. aş. Üçüncü Bölüm/IV/B/3/a/(2).

¹²² Alman düzenlemesi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. DROSTE, **Mergers & Acquisitions**, b.a.; Franz-Jörg SEMLER, "Germany", in ed. by Michael WHALLEY/Franz-Jörg SEMLER, **International Business Acquisitions, Major Legal Issues and Due Diligence**, Second ed., The Hague-London-Boston, Kluwer Law International, 2000, s. 108-109, 116; ADOLFF/MEISTER/RANDELL/STEPHAN, **Public Company Takeovers**, s. 110 vd.; PICOT, **Mergers & Acquisitions**, b.a.; MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 29-30; DİNÇ, **Çağrı**, s. 32-33; ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 93, 169 vd.

¹²³ Nedim Peter VOGT/Rolf WATTER, **Mergers & Acquisitions in Switzerland**, V. 1, Second ed., Basel – Frankfurt am Main, Helbing und Lichtenhahn, 1995, s. 10-11; RÖTHLISBERGER/NÄGELI, **Hostile Bid**, s. 1.

¹²⁴ Bkz. MALACRIDA/WATTER, **Corporate Restructuring**, s. 7.

devralmalarda da kontrol sahibi ile yönetim kurulunun desteği göze çarpmaktadır¹²⁵

126

İsviçre’de, payların iktisabı, işleme konu paylar çoğunluk/kontrol sağlayan blok paylar olsa da, OR’da düzenlenen tek bir payın devri prosedürüne tabidir ve bu yönü ile anonim ortaklığın devralınması, OR’da düzenlenmiş sayılmaz^{127 128}. Anonim ortaklığın devralınması, birleşme, nevi değiştirme, işletme devri gibi benzer iktisadi işlemleri düzenleyen 03.10.2003 tarihinde kabul edilen ve 01.07.2004’de yürürlüğe giren “Birleşme, Bölünme, Nevi Değiştirme ve Aktif ve Pasiflerin Devri Hakkındaki Kanun (Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung; Birleşme Kanunu - Fusionsgesetz)”nın uygulama alanına girmez¹²⁹. Zira İsviçre hukukunda, İngiliz hukukundan farklı olarak, “takeover” kavramına hukuki süreç açısından yaklaşılmaktadır; yoksa izlenen süreçten bağımsız olarak ulaşılan sonuca göre hukuki nitelendirme yapılmamaktadır. Anonim ortaklığın kontrol iktisabı; devralanın, hedef ortaklık ile birleşmesi veya onun işletmesini devralması değildir¹³⁰.

¹²⁵ Ancak bu süreç de son yıllarda değişmeye başlamıştır. Hero, La Suisse, Sulzer gibi şirketlerin dostça olmayan yani hedef ortaklık yönetiminin onayı alınmaksızın aleni pay alım teklifi ile devralma girişimlerine rastlanılmaktadır.

¹²⁶ İsviçre’de hem 1991 değişiklikleri ile pay devir sınırlamalarının alanının daraltılması hem de sermaye piyasası mevzuatında aleni teklif ve zorunlu çağrı ile ilgili yapılan düzenlemeler karşısında İsviçre’deki halka açık anonim ortaklıklar, özellikle düşmanca devralma girişimlerine açık hâle gelmiştir. Bu yeni sistemde ilk olarak 2000 yılında düşmanca teklifler ve devralmalar gerçekleşmiştir. Bkz. RÖTHLISBERGER/NÄGELI, **Hostile Bid**, s. 2-3.

¹²⁷ RÖTHLISBERGER/NÄGELI, **Hostile Bid**, s. 2; Siegfried WYLER/Rolf WATTER/Juerg WYLER, **Swiss Company Law in the European Context, The New Swiss Company Law and the Euro-Council Directives**, St. Gallen, ReMAK Verlags AG, 1994, s. 43.

¹²⁸ Bir anonim ortaklığın devralınması için ilgili hedef ortaklığın herhangi bir işlem yapmasının gerekli olmaması sebebiyle, devralmaların OR ile kontrol altına alınmasının zorlaştığı hususunda bkz. RÖTHLISBERGER/NÄGELI, **Hostile Bid**, s. 2.

¹²⁹ Marc BAUEN/Gion JEGHER/Boris WENGER/Marie-Noelle Zen-RUFFINEN, **Merger Law, Loi sur la fusion, Fusionsgesetz, Legg sulla fusione**, Zürich – Basel – Genf, Schulthess, 2005, s. 15.

¹³⁰ Bununla birlikte İsviçre hukuk doktrininde “işletmenin dolaylı satımı” adı altında, anonim ortaklığın devralınmasının, en azından ortaklık paylarının tamamının veya çoğunluluğunun satın alınmasının, da, “işletme devri” kavramının kapsamına dâhil edildiği görülmektedir. Bkz. ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 43/dpn. 178-179’de anılan yazarlar. Aradaki hukuki süreç ve sonuç farklılıkları sebebiyle, işletme devrine ilişkin yasal kuralların, anonim ortaklığın devralınmasında uygulama alanı bulması kanaatimizce mümkün değildir. Bkz. aş. İkinci Bölüm/III/C.

İsviçre’de de, devralma yöntemleri arasında sadece aleni pay alım teklifi, kontrole yönelik bir işlem olarak özel bir yasal düzenlemeye tabi tutulmuştur. 1989 yılında İsviçre Borsalar Birliği tarafından, yasal yaptırımları olmayan, borsa üyelerinin karşılıklı anlaşmasına dayalı “Devralma Kodu (Übernahmekodex)” kabul edilmiş, takiben 24.03.1995 tarihli “Borsalar ve Menkul Kıymet Ticareti Hakkında Federal Kanun [Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG)]” ile aleni pay alım teklifleri, 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi’nin orijinal hâli ile City Code’u esas alarak¹³¹, devralma gişimlerini sınırlamaksızın adil ve eşit muamelenin sağlanması amacıyla¹³², federal anlamda yasal düzenleme kapsamına alınmıştır¹³³. Blok satım, sermaye artırımını gibi anonim ortaklıkta kontrolü sağlayabilecek diğer işlemler ise, kontrol iktisabı meselesinden bağımsız olarak, kendi özel düzenlemelerine tabidir.

Aleni pay alım teklifi, BEHG’nin 2/e maddesinde, menkul kıymetleri kısmen veya tamamen İsviçre’de bir borsada işlem gören anonim ortaklıkların paylarının veya oy hakkı veren diğer menkul kıymetlerinin sahiplerine yönelik olarak yapılan kamuya açık satın alma veya değiştirme teklifi şeklinde tanımlanmaktadır.

Aleni pay alım teklifi prosedürüne ilişkin kurallar ise Kanun’un 22 vd. maddelerinde konulmuştur. BEHG sisteminde Federal Bankacılık Komisyonu (Eidgenössische Bankenkommission), sermaye piyasasının gözetimi, ilgili ikincil mevzuatı oluşturan düzenlemeleri yapmakla, Kanun’a uygunluğu sağlamakla görevli, bizdeki SPK’ya denk Gözetleyici Kurum’dur (Aufsichtsbehörde) (m. 34 vd.). İşte BEHG m. 23 uyarınca ise Federal Bankacılık Komisyonu, borsalara da danıştıktan sonra, üst makam olarak, devralmalara yönelik olarak bir “Devralma Komisyonu (Übernahmekommission)” oluşturacaktır. Devralma Komisyonu, aleni pay alım tekliflerine ilişkin olarak Federal Bankacılık Komisyonu’nun da onayını alarak kural koyma gücüne sahip olduğu gibi, her olayda, aleni pay alım teklifine ilişkin

¹³¹ RÖTHLISBERGER/NÄGELI, **Hostile Bid**, s. 7.

¹³² **A.e.**, s. 8-9.

¹³³ İsviçre hukukunda anonim ortaklık devralmaları açısından ayrıca ikincil mevzuat anlamında; 21.07.1997 tarihli “Aleni Pay Alım Tekliflerine İlişkin Devralma Komisyonu Tüzüğü (Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote)”, 21.08.2008 tarihli “Devralma Komisyonu Yönetmeliği (Reglement der Übernahmekommission)” ile aleni pay alım teklifi ardından şirket paylarının iptaline ilişkin ayrıntılı kuralları koyan 21.07.1997 tarihli ve 3 no’lu Devralma Komisyonu Tebliği’i özellikle anılmalıdır.

hükümlere uygunluğu da sağlayacaktır. Devralma Komisyonu, bunun için teklif sahibinden ve hedef ortaklıktan ilgili ve gerekli tüm bilgi ve belgeleri talep edebilir; genel veya özel nitelikli tavsiye kararları alabilir ve bunlara aykırılık durumunda, Federal Bankacılık Komisyonu'nu durumdan haberdar eder. Bu son Komisyon da, gerekli kararı alır¹³⁴.

Kanun'da hem kamuyu aydınlatmayı hem de pay sahiplerine eşit davranılması sağlayıcı ilkelere yer verilmiş, ayrıca savunma önlemleri konusunda da genel kurul yetkili kılınmıştır. Kanun'un 29/2. madde hükmü uyarınca teklifin açıklanmasından sonuçlamasına kadar geçecek sürede hedef ortaklık yönetim kurulu, ortaklığın aktiflerini veya sorumluluklarını esaslı bir şekilde etkileyecek işlemlerden kaçınmak zorundadır. Genel kurulun alacağı kararlar, bu sınırlamaya tabi değildir.

BEHG m. 32'de çağrıda bulunma zorunluluğu¹³⁵, m. 33'de ise azınlık (% 2) pay sahiplerinin paylarının iptali kurumları düzenlenmiştir.

İsviçre'de kurulmuş olan ve menkul kıymetleri İsviçre'de bir borsada işlem gören anonim ortaklıklarda, BEHG m. 20'de belirlenmiş olan yüzde 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33.3, 50 ve 66.6'lık oy oranı sınırlarının aşağıya veya yukarıya doğru geçilmesi¹³⁶ durumunda, bu haklar kullanılabilir veya kullanılmaması durumunun hedef ortaklığa ve ilgili borsaya bildirilmesi şarttır. Grup şirketler, bildirim yükümlülüğüne bütün/grup olarak tabidirler. Payları edinilen şirket de, oy haklarında değişiklikleri kamuya açıklamak zorundadır (m. 21). Böylelikle hem halka açık anonim ortaklıkların pay sahipliği yapıları hakkındaki şeffaflık sağlanmakta hem de potansiyel müktesiplerin niyetlerinin erken dönemlerde açıklanması suretiyle gizli devralmaların önüne geçilebilmektedir^{137 138}.

¹³⁴ İnc. RÖTHLISBERGER/NÄGELI, **Hostile Bid**, s. 12; MALACRIDA/WATTER, **Corporate Restructuring**, s. 62.

¹³⁵ Bkz. aş. Üçüncü Bölüm/IV/B/3/a/(3).

¹³⁶ BEHG m. 51 uyarınca Kanun'un yürürlüğe girdiği tarihte borsada işlem gören bir anonim ortaklıkta en azından % 5 oranında paya sahip olan kişiler, bunu şirket tüzel kişiliğine ve ilgili borsaya bildirmelidir. Böylelikle herhangi bir işlem ile pay oranını artırmaları veya azaltmaları da, kamuyu aydınlatma sağlanmaktadır.

¹³⁷ RÖTHLISBERGER/NÄGELI, **Hostile Bid**, s. 10; MALACRIDA/WATTER, **Corporate Restructuring**, s. 61.

¹³⁸ İsviçre'deki anonim ortaklık devralma düzenlemesi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. VOGT/WATTER, **Mergers & Acquisitions**, b.a.; RÖTHLISBERGER/NÄGELI, **Hostile Bid**, b.a.; MALACRIDA/WATTER, **Corporate Restructuring**, b.a.

4. Avrupa Birliği

AB hukukunda da, anonim ortaklığın devralınmasını bir bütün olarak, tüm yönleri ile düzenleyen bir Tüzük ya da Yönerge bulunmamaktadır. Bununla birlikte AB bünyesinde anonim ortaklıkları ve hatta daha geniş bir Şekilde ortaklıkları ilgilendiren düzenlemeler arasında, anonim ortaklığın devralınmasını ilgilendiren üç ayrı düzenleme özellikle göze çarpmaktadır¹³⁹.

Bunlardan ilki AB Konseyi Birleşme Tüzüğü'dr. Bu Tüzük ile AB düzeyindeki belirli devralmaların geçerliliği için, Avrupa Komisyonu'nun izninin alınması sistemi getirilerek, Birlik düzeyinde rekabeti sınırlayıcı nitelikte anonim ortaklık devralmalarının engellenmesi amaçlanmıştır.

AB Konseyi'nin konsolide hesapları konu edinen 7. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi kapsamında konsolide hesap ve rapor düzenleme ve bunun açıklama zorunluluğunun kapsamına girilebilmesi açısından, aile – yavru teşebbüs ilişkisinin var olması, böylelikle bir grubun/topluluğun ortaya çıkması lazımdır (m. 1). İşte bunun için aranan kriterler kapsamında bir anonim ortaklığın bir üçüncü kişinin/teşebbüsün kontrolüne girmesi durumunda grup yapısı ortaya çıkmakta ve konsolide hesap tutma kuralının kapsamına girildiği görülmektedir. Dolayısıyla bir anonim ortaklık kendisi de mali tablo ve raporlar hazırlama sorumluluğu altındaki bir teşebbüs tarafından devralındığında, 7. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi uygulama alanı bulacaktır.

Anonim ortaklığın devralınmasını, en azından aleni pay alım teklifi yöntemi üzerinden kurallara bağlayan AB düzenlemesi, 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi'dir

¹⁴⁰. Bu Yönerge, aleni pay alım teklifi kurumunu konu edinen ye ülkelerin yasal

¹³⁹ 09.10.1978 tarihli ve 78/855 sayılı ortaklıkların birleşme işlemlerinin türlerini ve bu işlem sırasında ilgililerin korunmasını konu edinen 3. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi (OJ 20.10.1978, L 295/36 vd.) ile 17.12.1982 tarihli ve 82/891 sayılı ortaklıkların bölünmesini konu edinen ve bölünmeyi kavram ve türleri itibarıyla ortaya koyup, ilgililerin korunmasına ve sorumluluk sistemine ilişkin kurallar koyan 6. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi (OJ 31.12.1982, L 378/47 vd.), anonim ortaklığın kontrol değişikliği olan devralınmasını kapsamına almaz. AB hukukunda da birleşme, bölünme ve anonim ortaklığın devralınması farklı hukuki müesseselerdir. Bunun gibi 2005/56 sayılı sınırlı sorumlu ortaklıkların sınır aşan birleşmelerine (cross-border mergers) ilişkin 14. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi (OJ 25.11.2005, L 310/1 vd.) de anonim ortaklığın devralınmasının yasal alt yapısına dahil değildir.

¹⁴⁰ Bu Yönerge, AB düzenlemeleri arasında belki de çıkarılması en uzun süreye yayılanıdır. 1989 ve 1996 yıllarında açıklanan iki ayrı Komisyon Teklif'i de yasalaşmamıştır. Ancak bunların

düzenlemeleri gibi, sermaye piyasası mevzuatına tabi olan bir anonim ortaklığın aleni pay alım teklifi yöntemi ile paylarının bir üçüncü kişi tarafından satın alınmasının hem teklif sahibi hem de hedef ortaklık yönetim kurulu açısından usuli kuralları ile uyulması gereken ilkeleri belirlemekte hem de kontrol değişikliğinin yani devralmanın gerçekleşmesinden sonra uygulanacak bazı hukuki sonuçlara da değinmektedir.

Gerek hedef ortaklık yönetim kurulunun aleni teklif karşısındaki tarafsızlığı kuralı, gerek devralan açısından çağrıda bulunma zorunluluğu¹⁴¹ öngörülmesi gerek de çıkma ve çıkarma haklarının varlığı ile 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi, İngiliz sistemini takip etmektedir¹⁴². Bu durum, İngiltere'nin Birlik üyesi ülkeler arasında aleni pay alım teklifi kurumu açısından en zengin ve gelişmiş ülke olması ile anlaşılabilir niteliktedir.

Yönerge'nin 2. maddesinde aleni pay alım teklifi tanımlanmış¹⁴³, eşit işlem ilkesi, pay sahiplerinin korunması gereği, hedef ortaklık yönetim kurulunun şirketin menfaatine davranması ve pay sahiplerinin karar verme fırsatını engelleyici fiillerden kaçınması zorunluluğu gibi aleni teklif kurumuna ilişkin temel ilkeler belirlenmiştir. Yönerge sisteminde hedef ortaklık yönetim kurulunun tarafsızlığı esası, yönetim kurulunun genel kurul izni olmaksızın teklifi başarısızlığa uğratacak girişimlerden kaçınması kuralı ile getirilmiştir¹⁴⁴. Teklif hakkında karar verme yetkisi, genel kurulda yani pay sahiplerindedir. Hedef ortaklık yönetim kurulunun bir başka görevi

revizyonu sonucunda ancak 2004 yılında Yönerge yürürlüğe girebilmiştir. Yönerge'nin tarihsel temelleri için bkz. ADOLFF/MEISTER/RANDELL/STEPHAN, **Public Company Takeovers**, s. 106 vd.; ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 132 vd. Bunun sebebi, Yönerge'nin düzenlediği konunun, üye ülkelerdeki sistem gereği uyumlaştırılmasının çok zor olmasıdır. Zaten üye ülkelere tanınan seçimlik yetkiler ile tek düze bir uygulamanın tercih edilmemesi de, Yönerge'nin uzun pazarlıklar ve müzakereler sonucunda yürürlüğe girmiş olması ile açıklanabilir. İngiltere'de aleni pay alım tekliflerinin kontrol değişikliklerinde oynadığı temel role karşılık, kıta Avrupası ülkelerinde genellikle karşılıklı anlaşmaya dayalı devralmalar görülmektedir. Bunun gibi özellikle anonim ortaklık yönetim kurulunun yetkilerine bakış açısı ve yabancı sermayenin ülke ortaklıklarının kontrolünü ele geçirme korkusu, özellikle Almanya ile İngiltere'yi Yönerge görüşmelerinde karşı karşıya getirmiştir. Sonuç itibarıyla anılan Yönerge, İngiliz sistemini takip etmektedir, ancak Almanya'nın çekinceleri doğrultusunda anonim ortaklıklara ve üye ülkelere Yönerge'nin bazı düzenlemelerinden kurtulma imkânı tanınmıştır.

¹⁴¹ Bkz. aş. Üçüncü Bölüm/IV/B/3/a/(4).

¹⁴² ADOLFF/MEISTER/RANDELL/STEPHAN, **Public Company Takeovers**, s. 106.

¹⁴³ Bkz. aş. İkinci Bölüm/dpn. 317.

¹⁴⁴ Teklif sürecinde alternatif teklifler bulunması ve şirketin olağan iş akışı kapsamındaki işler istisna kapsamındadır.

de, teklif hakkında görüş sunmadır. Bunun gibi yönetim kurulunun tarafsızlığı ve hareketsizliği kuralı, “etkisizleştirme kuralı (breakthrough rule)” adı verilen ilke ile de tamamlanmıştır. Buna göre aleni pay alım teklifinin başarıya ulaşmasını engelleyebilecek oy hakkı sınırlamaları, imtiyazlı pay, pay devir sınırlamaları gibi anonim ortaklıklar hukukundan doğan uygulamalar etkisiz hâle gelecek yani teklif süresince ve bazen de devamında uygulama alanı bulmayacaktır. Böylelikle sermaye gücü ile kontrol gücü arasındaki dengesizlikler söz konusu olmayacak, iktisap edilen pay oranına göre ortaklıkta kontrol gücüne ulaşılması garanti altına alınmış olacaktır. Ancak opsiyon modeli ile, yönetim kurulunun teklif sırasındaki konumu/tarafsızlığı ve etkisizleştirme kuralının uygulanması üye ülkelerin insiyatifine bırakılmıştır¹⁴⁵.

B. Türk Hukuku

Anonim ortaklığın devralınması, Türk hukukunda da, prosedürü ve sonuçları itibarıyla tek bir genel yasal düzenlemeye bağlanmış değildir. Karşılaştırmalı hukuktan farklı olarak, anonim ortaklık kontrol değişikliklerinin belli bir hukuki işlem çeşidi olarak göz önüne alınmamış olması bunda öncelikli etkindir. Gerçekten de “takeover”, “acquisition”, “Übernahme” türünde belli bir hukuki terim ile bu işlemin Türkçe’de ve hukuk düzenimizde karşılandığı söylenemez. Dahası, Türk sisteminde anonim ortaklık kontrolünün el değiştirmesi de, dikkati çeken bir süreç ve sonuç değildir. Kontrolün devralma suretiyle elde edilme mücadeleleri bulunmadığı gibi, ortaklık tüzel kişiliğinin kontrolünün el değiştirmesi anonim ortaklık sistemimizde, gerçekleştirme metodundan bağımsız olarak önemli bir yer de işgal etmemişir. Dolayısıyla bu kurumun, anonim ortaklıkların birleşmesi, bölünmesi, nevi değiştirmesi gibi belli bir yasal alt yapısının bulunmaması, anılan kültürün bulunduğu yabancı hukuklara nazaran, daha da normal karşılanabilir.

Öte yandan son yıllarda gerek RKK’nın yürürlüğe girmesi ve hemen tüm anonim ortaklık devralmalarının –en azından itiyatlı davranma düşüncesi ile- belli bir

¹⁴⁵ Avrupa Birliği düzenlemesi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. VENTORUZZO, **Thirteenth Directive**, s. 191 vd.; Maarten MEVLNBELT, “European Union”, in ed. by Michael WHALLEY/Franz-Jörg SEMLER, **International Business Acquisitions, Major Legal Issues and Due Diligence**, Second ed., The Hague-London-Boston, Kluwer Law International, 2000, s. 383 vd.; ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 132 vd., özellikle 157 vd.; HANNIGAN, **Company Law**, s. 889 vd.

yasal kurumun onayına sunulması; sermaye piyasasının, hukuku ile de birlikte süratli bir büyüme göstermesi ve yabancı sermayenin ülkemize olan ilgisinin artması ile birlikte mevcut halka kapalı ve açık anonim ortaklıkların kontrolünün elde edilmesi yöntemleri ve burada seçilecek hukuki süreç önem kazanmıştır. Kontrol değişikliğine bağlanan sürece ilişkin kurallar ile bağımsız hukuki sonuçlar, gerek uygulamada gerek de hukuk sistemimizde önemli bir yer işgal etmeye başlamıştır.

Anonim ortaklığın devralınmasını sağlayan pay devri, pay üzerinde intifa hakkı tesisi, sermaye artırımını gibi hukuki işlemler yani devralma yöntemleri, anonim ortaklığın kontrolünün elde edilmesi sonucundan bağımsız olarak, kendilerine ilişkin TK, BK, MK gibi mevzuatta düzenlenmiştir. Örneğin anonim ortaklıkta tek bir hamiline yazılı payın devri usulü TK'da düzenlenmiştir¹⁴⁶. Bu anlamda devre konu payların oranı % 50'den fazla ise payları devralan, anonim ortaklığın kontrolünü iktisap etmiş ve ortaklığı da devralmış olur. Ancak TK'da devre konu payların oranı itibarıyla anonim ortaklık kontrolünün devredilmiş olması ne izlenecek prosedür ne işlemin sonucu ne de ilgililerin özel olarak korunması açısından düzenlenmiştir. Dolayısıyla anonim ortaklığın devralınmasını sağlayan yöntemi düzenlemiş olması TK'da, anonim ortaklığın devralınmasının da düzenlendiği anlamına gelmez¹⁴⁷.

Anonim ortaklığın kontrol devrinin özel düzenlemeye tabi tutulduğu öncelikli mevzuat rekabet hukukudur. RKK. m. 7/1 uyarınca diğerleri yanında, bir anonim ortaklığın devralınması, devralan teşebbüsün ilgili piyasada hâkim duruma gelmesine yol açıyor veya mevcut hâkim durumunu güçlendiriyor ise bu devralma işlemi hukuka aykırıdır. Aynı maddenin ikinci fıkrası hükmü uyarınca RK, çıkaracağı tebliğler ile hangi devralmalarda RK'ya başvurularak izin alınması gerektiğini belirler. İşte RK, bu belirlemeyi 1997/1 sayılı Tebliğ ile yapmış ve anonim ortaklık devralmalarını etkileyen rekabet hukuku kurallarını ortaya koymuştur.

Sektör ayrımı yapmaksızın tüm devralmalarda izin makamı konumundaki RK yanında, anonim ortaklığın devralınmasının geçerliliğinin, hedef ortaklığın iştegal konusuna göre değişen farklı yasal makamlardan da izin alınmasına bağlandığı görülmektedir. Özellikle yasal bir lisans alınarak anonim ortaklık olarak yapılan

¹⁴⁶ Bkz. TK. m. 415.

¹⁴⁷ Olsa olsa devralmanın yasal alt yapısının yukarıda (İkinci Bölüm/I/C) zikredilen ilk anlamına ilişkin bir düzenleme yapılmış denilebilir.

işlerde, lisans sahibi anonim ortaklıktaki kontrol değişikliği, faaliyete başlamak için alınan lisans başvurusuna benzer bir süreç izlenerek ilk lisansı veren makama bildirilmekte ve bu makamın kontrol değişikliğine izin vermesi ile devralma geçerlik kazanmaktadır¹⁴⁸.

Bir bankanın, “anonim ortaklığın devralınması” yoluyla kontrol devrinde BDDK’dan (BankK. m. 18); radyo ve/veya televizyon yayıncılığı yapan bir anonim ortaklığın devralınmasında RTÜK’den (3984 sayılı Radyo ve Televizyonların Kuruluş ve Yayınları Hakkındaki Kanun m. 29/j); yatırım ortaklığı gibi bir sermaye piyasası kurumunun devralınmasında SPK’dan (SerPK. m. 34/6); elektrik enerjisi piyasasında faaliyet gösteren bir anonim ortaklığın devralınmasında EPDK’dan (EPK. m. 8/b); bireysel emeklilik ortaklıkları ile sigorta veya reasürans şirketlerinin devralınmasında ise Hazine Müsteşarlığı’ndan (4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu m. 13; Sigorta Murakabe Kanunu m. 8/1) izin/onay alınmalıdır. Aksi hâlde kontrol değişikliği ve devralma gerçekleşmez¹⁴⁹.

Anonim ortaklığın devralınmasına ilişkin özel kurallar, bilhassa sermaye piyasası mevzuatında yer almaktadır. 29.04.1992 tarihli ve 3794 sayılı Kanun¹⁵⁰ ile SerPK’ya eklenen 16/A maddesi ile SPK’ya, halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak hisse senedi toplama girişiminde bulunulması hususunda, küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak üzere düzenlemeler yapmak görevi yüklenmiştir. SerPK. m. 22/i hükmü de, SPK’nın bu görevini teyit etmektedir. Bu bağlamda, hedef ortaklığın halka açık olması durumunda devralanın devir konusu payların dışında kalan payları da satın almak üzere çağrıda bulunma zorunluluğu SerPK. m. 16/A, 22/i hükümleri ile Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m.

¹⁴⁸ Devralmayı izne tabi tutan yasal mevzuatta bazen devralma yöntemleri arasından sadece pay devrine ilişkin bir sınırlama yani izin alma mecburiyeti getirilmekte (bkz. örn. SerPK. m. 34/6), bazen ise diğer devralma yöntemleri de izin mecburiyetinin uygulama alanına dâhil edilmektedir (bkz. örn. BankK. m. 18/4).

¹⁴⁹ Anılan yasal düzenlemelerin uygulanmasına yönelik izin makamı tarafından çıkarılan ikincil mevzuat hükümlerine de rastlanılmaktadır. Örn. BDDK tarafından çıkarılan “Bankaların İzne Tabi İşlemleri İle Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Yönetmelik (RG. 01.11.2006, 26333)” m. 11; EPDK tarafından çıkarılan “Elektrik Piyasası Lisans Yönetmeliği (RG. 04.08.2002, 24836)” m. 47.

¹⁵⁰ RG. 13.05.1992, 21227

17’de düzenlenmiştir¹⁵¹. Bu Tebliğ, aynı zamanda devralma yöntemlerinden aleni pay alım teklifi ile vekâlet/proxy toplama usullerini de kurallara bağlamaktadır. Devralma işlemine taraf devralan ve devreden ile hedef ortaklığın, bilgi açısından sermaye piyasasında işlem yapanlar veya yapabilecekler arasında bir eşitsizlik olmaması için devralma işlemi ile ilgili olarak kamuyu aydınlatma zorunluluklarının yasal alt yapısı ise SerPK. m. 16, 16/A, 22/e ile özellikle Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ’dir¹⁵².

Anonim ortaklığın devralınması, Tasarı’da da bir bütün ve özel bir işlem şekli olarak düzenlenmemiş; bu terim kullanılmadan, devralmanın şirketler topluluğu oluşturacağına ve oluşan topluluğun işleyişine ilişkin kurallar konulmuştur (m. 195 vd.). Ayrıca devralma sonrasında, grup hukukuna ilişkin çıkarma hakkına yönelik düzenleme de yapılarak (m. 208), bu kurum –anonim ortaklıklar açısından- ilk defa hukukumuzda kazandırılmaktadır.

Anonim ortaklık devralmaları açısından vergi hukuku kuralları özel bir önemi haizdir. Birleşme, bölünme, kontrol iktisabı, işletme devri gibi hukuken birbirine yakın yöntemler arasında yapılacak tercihlerde, vergi hukuku kuralları, tarafların seçimine doğrudan etki etmektedir. Öncelikle belirtelim ki, anonim ortaklığın devralınmasında devre konu anonim ortaklığın tüzel kişiliği aynen devam ettiği için hedef ortaklığın vergisel sorumluluklarında bir değişiklik olmaz. Zaten anonim ortaklık ortaklarının ve bu arada kontrol sahibinin, şirketin vergi borçlarından ötürü sorumluluğu yoktur. Ortaklık yöneticilerinin şirket borçlarına ilişkin vergisel sorumluluğu da, anonim ortaklığın devralınması kurumunun kapsamı dışındadır. Zira yönetim kurulu üye değişikliği, devralma işleminin bir unsuru veya olmazsa olmaz sonucu değildir. Anonim ortaklığın devralınmasında, devre konu ortaklığın kontrol sahibi ve/veya şekli değişmektedir. Ne devralan ne devreden ne de hedef ortaklık tasfiye aşamasına girdiği için burada tasfiyeye ilişkin vergi hukuku kurallarının uygulanması da söz konusu değildir. Bununla birlikte devreden mal varlığı içindeki bir değeri elinden çıkarması, devralanın mal varlığına yeni bir aktif kaleminin dâhil olması açısından işlemin devreden ve devralan açısından vergisel bir boyutu

¹⁵¹ Çağrıda bulunma zorunluluğu hakkında düzenlemeler için inc. aş. Üçüncü Bölüm/IV/B.

¹⁵² Kamuyu aydınlatma zorunluluğu hakkında düzenlemeler için inc. aş. Üçüncü Bölüm/IV/A.

vardır¹⁵³. Kaldı ki, kontrol devrini sağlayan hukuki işlemin icrası da ayrıca damga vergisine tabi olacaktır.

Bu kapsamda vergi hukuku açısından vurgulanması gereken husus, hisse değişimi şeklinde gerçekleşen anonim ortaklık devralma işlemindeki vergi muafiyeti düzenlemesidir. “Hisse değişimi” kavramına, vergi ve bankacılık mevzuatlarında rastlanılmaktadır. İşlemin içeriği; hedef anonim ortaklık kontrolünün, devralan anonim ortaklığın kendi hisse senetleri karşılığında satın alınması şeklinde kısaca ortaya konulabilir. Hisse değişimi, bir anonim ortaklık devralma yöntemidir. İşlemin bir tarafında devralan ortaklık, diğer tarafında ise devralınan ortaklığın kontrol sahibi bulunmaktadır. Ortaklığın mal varlığı ve tüzel kişilik yapısı etkilenmeksizin, “controller” olan kişi, kontrol hisselerini bir blok olarak devralan ortaklığa devretmekte ve karşılığında devralan ortaklığın –muhtemelen sermaye artırımını sonucunda çıkarılan yeni- hisselerini alarak, bu ortaklıkta pay sahibi hâline gelmektedir. İşlem sonucunda hedef ortaklıktaki kontrol el değiştirmekte, hedef ortaklığın mevcut kontrol sahibi, devralan ortaklığın ortağı konumuna gelmektedir¹⁵⁴. Böylelikle birleşmeye benzer bir durum ortaya çıkmakta¹⁵⁵ ancak tüzel kişilik eksilmesi ve/veya işletme/mal varlığı devri söz konusu olmamaktadır. Aslında hisse değişimi, tipik bir trampa sözleşmesidir.

Hisse değişimi, 5520 sayılı KVK. m. 19/3-c’de; tam mükellef bir sermaye şirketinin diğer bir sermaye şirketinin hisselerini, bu şirketin yönetimini ve hisse çoğunluğunu elde edecek şekilde devralması ve karşılığında bu şirketin hisselerini devreden ortaklarına kendi şirketinin sermayesini temsil eden iştirak hisselerini vermesi şeklinde tanımlanmıştır. Bu kurum ile bir sermaye ortaklığının diğer bir sermaye ortaklığının hisselerini vergisiz olarak devralabilmesi mümkün

¹⁵³ Anonim ortaklık hisse satışından doğan kazanç, “değer artışı kazancı” olarak gelir vergisine tabidir. İktisap tarihinden itibaren geçecek sürenin, hisse senedi ihraç edilmemiş olması durumunda önemi yoktur. Ancak şirketin hisse senetleri varsa ve bu hisse senetleri iktisap tarihinden itibaren iki yıl geçtikten sonra satılırsa, satıştan doğan kazanç, tutarı ne olursa olsun gelir vergisine tabi tutulmaz. Bkz. GVK. mükerrer m. 80/1.

¹⁵⁴ Hisse değişiminde devralan ortaklığın da kontrol sahibinin değişebileceği ve hedef ortaklık hâline gelebileceği hususunda bkz. aş. İkinci Bölüm/dpn. 162.

¹⁵⁵ Bu sebeple bu işleme “sözde birleşme (quasi merger/Quasifusion)” veya “birleşme benzeri bütünleşme”de denilmektedir. Bunlar ve diğer vasıflandırmalar için bkz. Hülya ÇOŞTAN, **Anonim Ortaklıklarda Bölünme**, Ankara, Turhan Kitabevi, 2004, s. 30-31; BOYACIOĞLU, **Konzern**, s. 279-280 ve orada dpn. 290. Ayrıca inc. BAUEN/JEGHER/WENGER/Zen-RUFFINEN, **Fusiongesetz**, s. 15-17.

olmaktadır¹⁵⁶ ¹⁵⁷. Yani normal şartlarda vergiye tabi olacak kontrol devri işlemi, kontrolün nakit karşılığı değil de, hisse senedi karşılığı¹⁵⁸ elde edilmesi durumunda, “hisse değişimi” adı altında vergiden muaf tutulmaktadır¹⁵⁹. Böylelikle sermaye ortaklıklarının ve bunlar arasında anonim ortaklıkların başka bir grup/topluluk bünyesinde etkin bir yönetime kavuşturularak rehabilite edilmesi, bir bakıma holdingleşme vergi avantajı ile teşvik edilmektedir¹⁶⁰.

BankK. m. 19/1’de ise Türkiye’de faaliyette bulunan bankalardan birinin; diğer bir veya birkaç banka veya finansal kuruluş ile hisse değişimi, BDDK’nın iznine tabi tutulmuştur. BankK. m. 19/2 ve 93/1-a hükümlerinin verdiği yetki ile bu konudaki ayrıntılı düzenleme, BDDK tarafından çıkarılan “Bankaların Birleşme, Devir, Bölünme Ve Hisse Değişimi Hakkında Yönetmelik”¹⁶¹de yer almaktadır. Söz konusu Yönetmeliği’n 4/f maddesinde, “hisse değişimi” işlemi, *“bir bankanın diğer bir banka ya da finansal kuruluşun hisselerini, söz konusu banka veya finansal kuruluşu kontrol edecek şekilde devralması ve karşılığında söz konusu banka veya finansal kuruluşun ortaklarına kendi sermayesini temsil eden hisse verilmesi”* şeklinde tanımlanmaktadır. Anılan Yönetmeliği’n 19 vd. maddelerinde ise hisse

¹⁵⁶ KVK. m. 20/3: “Bu Kanunun 19 uncu maddesinin üçüncü fıkrasının (b) ve (c) bentlerinde belirtilen işlemlerden doğan kârlar hesaplanmaz ve vergilendirilmez...”.

¹⁵⁷ Ersin NAZALI, **Kurumlar Vergisi Açısından Anonim Şirketlerde Tasfiye, Devir, Birleşme Ve Bölünme İşlemleri**, İstanbul, Maliye Hesap Uzmanları Derneği yay., 2008, s. 209.

¹⁵⁸ Hisse senedi ile birlikte kısmen nakit ya da tahvil, intifa senedi gibi başka finansal araçlar ile ödeme yapılması gündeme gelebilir. Ancak Kanunun verdiği özel imkân sayesinde, hisseleri devralınan hedef ortaklığın ortaklarına (mevcut kontrol sahibine) verilecek iştirak hisselerinin itibarı değerinin % 10’una kadarlık kısmının nakit olarak ödenmesi, işlemin hisse değişimi sayılmasına ve vergi avantajından yararlanmasına engel değildir. KVK. m. 19/3-c-son cümle. Gerçekten de doktrinde de belirtildiği üzere, yapılan işlemin “hisse değişimi” olması için karşılıklı trampa edilen enstrümanlar ile pay sahipliğinin el değiştirmesi gerekmektedir. Yani payları devralınan ortaklığın pay sahipleri, aldıkları karşılık ile iktisap eden ortaklıkta ortak hâline gelmelidirler. Hâlbuki intifa senedi veya tahvil gibi karşılıkların elde edilmesi, “ortak” vasfının kazanılmasını sağlamaz. Bkz. Marc AMSTUTZ, **Konzernorganisationsrecht**, Diss., Bern, 1993, s. 474/dpn. 2685 (BOYACIOĞLU, **Konzern**, s. 281/dpn.301’den naklen).

¹⁵⁹ Hisse değişiminde ve diğer anonim ortaklık devralmalarında, kontrolü devralınan hedef ortaklığın tüzel kişiliğinin devam etmesi nedeniyle (kıst) dönem kârının hesaplanması söz konusu olmadığı gibi, aynı sebeple devralınan hedef ortaklığın vergi borçlarından (müteselsilen) sorumluluğu da olmayacaktır. Ahmet KAVAK, **Sermaye Şirketlerinin Tasfiye, Birleşme, Devir Ve Bölünme İşlemleri, Vergi Hukuku Açısından Değerlendirme**, Ankara, Maliye ve Hukuk yay., 2005, s. 213.

¹⁶⁰ NAZALI, **Kurumlar Vergisi**, s. 210; Metin ULUSOY, **Son Değişiklikler Çerçevesinde Birleşme, Devir, Bölünme, Hisse Değişimi Ve İştirak Yoluyla Şirketlerin Yeniden Yapılandırılması**, Ankara, Yaklaşım yay., 2004, s. 93.

¹⁶¹ RG. 01.11.2006, 26333.

değişiminin yapılış ve BDDK'dan izin alınma şekline ilişkin prosedürel kurallar konulmuştur. Bunlar arasında özellikle her halükârda kontrolü ele geçirecek yani devralan bankanın hisse değişimi işlemine ilişkin genel kurul kararı alması ve hisse değişim sözleşmesi akdedilmesi gerekliliklerini zikrederim¹⁶².

Anonim ortaklığın devralınması işleminde uygulama alanı bulabilecek hukuki kurallar arasında; işlem sebebiyle oluşabilecek zarardan ötürü işlemi gerçekleştiren ortaklık yöneticilerinin sorumluluğu bakımından TTK. m. 336 vd.¹⁶³ ile 342 vd.; ayrıca devralanın bir “yabancı” olması durumuna yönelik olarak da DYYK hükümlerinin de zikredilmesinde fayda vardır¹⁶⁴.

III. Benzer İşlemlerle Karşılaştırma

A. Genel Olarak

“Anonim ortaklığın devralınması”na benzeyen işlemler, sonucu itibarıyla bir veya daha fazla sayıda anonim ortaklığı ilgilendiren ve mal varlığı değerlerinin bir bütün olarak menfaat/kontrol sahibinin değişmesi sonucunu doğuran hukuki işlemlerdir.

Anonim ortaklığın devralınmasında, ortaklığa ait mal varlığı değerlerinin hukuki sahibi değil, bu değerlerden ekonomik olarak yararlanan değişmekte yani bir anlamda ekonomik malik değişikliği söz konusu olmaktadır¹⁶⁵. Bu durum, ortaklık

¹⁶² Hisse değişiminde çift taraflı bir kontrol değişikliğinin gerçekleşmesi mümkündür. Şöyle ki, hisse değişimi kararını alan (A) bankası, verdiği kendi hisselerine karşılık, (B) bankasının (veya finansal kuruluşun) kontrolünü iktisap edecektir. Böylelikle (B) bankası (A) bankası tarafından, hisse değişimi yöntemi ile devralınmış olur. Bu işlemde (B) bankasının ortaklarına verilen hisse oranına göre (B) bankasındaki hisselerini devreden ortaklar, işlem sonrasında (A) bankasının kontrolünü ele geçirebilirler. Dolayısıyla hisse değişimi, (A) bankasında da kontrol değişikliği yaratabilir. Böyle bir ihtimalde BDDK'dan (A) bankasındaki kontrol değişikliğine ilişkin olarak da BankK. m. 18 uyarınca ayrı bir izin alınmalıdır. “Bankaların Birleşme, Devir, Bölünme Ve Hisse Değişimi Hakkında Yönetmelik” m. 24.

¹⁶³ Bkz. yuk. İkinci Bölüm/dpn. 94.

¹⁶⁴ İş Kanunu m. 6'nın uygulama alanı bulması gündeme gelebilirse de, bu maddenin uygulanmayacağı ve devralamanın iş sözleşmesinin feshi hususundaki etkisi konusunda bkz. yuk. İkinci Bölüm/dpn. 96.

¹⁶⁵ Bilanço kurallarından biri, aktifleştirmede ekonomik aidiyetin esas alınmasıdır. Aktifleştirme ise, anonim ortaklık tarafından yapılan bir yatırım-masrafın yani elde edilen bir varlığın, belli bir parasal değerlendirme ölçüsüne göre bilançoya geçirilmesidir. İşte söz konusu işlemin yapılmasında aktifleştirmeye konu eşyanın hukuken mülkiyetine sahip olmak gerekli değildir. Mülkiyet olmaksızın yapılan masraf da aktifleştirilebilir. Yeter ki, o eşya, ekonomik olarak anonim ortaklığa ait olsun. *Tekinalp*, “ekonomik aidiyet” kavramını mal üzerinde tasarrufta bulunabilme

mal varlığının dolaylı sahipliğinin hukuken değişmesi hâlidir¹⁶⁶. Bizzat anonim ortaklık tüzel kişiliğinin kontrol sahipliğinin devri ile, ortaklığa ait mal varlığı unsurlarının – tüzel kişilik perdesi arkasındaki - dolaylı sahipliği değiştirilmektedir.

Hem anonim ortaklığın devrinde hem de diğer benzer işlemlerde ekonomik açıdan bir mal varlığı devri söz konusudur; ancak anonim ortaklığın devrinde, hedef ortaklık mal varlığı hukuken devre konu edilmemektedir. Hâlbuki benzer işlemlerde, hedef anonim ortaklığın mal varlığı, devir anlamında işlemin konusu içindedir¹⁶⁷. Bu durum, bizim konumuzu oluşturan devralmayı diğer benzer işlemlerden ayıran en temel farktır.

Anonim ortaklığın devralınmasında hukuki işlemin konusu, ortaklığın tüzel kişilik olarak sahip olduğu değerler değildir. Burada hedef ortaklığın kontrol

olanağı şeklinde tanımlamaktadır. Bkz. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 1474 c. Ancak buradaki ekonomik aidiyet, anonim ortaklığın doğrudan mal varlığına dâhil olan ancak hukuken mülkiyet dışındaki bir hak veya imkâna dayalı olarak yararlandığı eşyanın aktif kalemi olarak şirket bilançosunda yer almasına yönelik bir kuraldır. Anonim ortaklığın devralınmasında, devralan, ortaklığın mal varlığı unsurları üzerinde hukuken hiçbir hak elde etmemektedir. Ancak ortaklığın kontrol gücü sayesinde dolaylı olarak da olsa, bu mal varlığı unsuru üzerinde tasarrufta bulunma ve bu bağlamda bu unsurdan yararlanma imkânını kazanmaktadır. Devralanın da bir anonim ortaklık olması durumunda, devre konu anonim ortaklığa ait mal varlığı unsurları devralan ortaklığın konsolide olmayan, klasik bilançosunda yer almaz. Ancak bu şekilde oluşan grup yapıları ortaya koymak üzere hazırlanan devralan ortaklığın konsolide/birleşik bilançosunda, ekonomik mülkiyet teorisine uygun olarak, devralanan anonim ortaklığın mal varlığı ve/veya ilgili hesap yılındaki faaliyetlerinin sonucu da yer alır. Bu durum, devralanan anonim ortaklığın hukuki bağımsızlığını ve varlığını aynen muhafaza etmesi, ancak ekonomik açıdan devralanın kontrolüne girmesinin sonucu olup, anonim ortaklığın devralınması işlemindeki ekonomik malik değişikliğini açıklamaktadır.

¹⁶⁶ Gerçekten de mal varlığının ekonomik açıdan devri anlayışını, dolaylı sahipliğin “hukuken” değişmesi şeklinde anlamak gerekir. Zira örneğin grup içindeki bir devir, esasında, ekonomik açıdan ortaklığın kontrol sahibinin değiştiği anlamına gelmez. Örneğin holding ortaklık, bir yavru ortaklıktaki çoğunluk paylarını başka bir yavru ortaklığına devredebilir. Burada holding şirket, devre konu ortaklığın kontrolünü dolaylı şekilde elinde tutmaya devam etmekte ve bu ortaklığın mal varlığının, hukuken çift aşamalı da olsa, ekonomik maliki olarak kalmaya devam etmektedir. Yani burada hukuken bir devir vardır, ancak ekonomik açıdan yoktur. Görüldüğü gibi ekonomik devir, hukuki devre nazaran bazen daha geniş bazen de daha dar bir kapsama sahiptir.

Anonim ortaklığın çoğunluk hisselerinin bir üçüncü kişiye satılması, hukuken bu ortaklığın mal varlığının devri anlamına gelmez; ancak ekonomik açıdan öyledir. Buna karşılık hisseleri devralan üçüncü kişi, ekonomik açıdan zaten devredene bağlıysa burada ekonomik açıdan anonim ortaklığın devrinden bahsedilmemesine karşın; hukuki açıdan bu işlem, gene de anonim ortaklığın devridir. Yani mal varlığı ve tüzel kişilik yapısına ilişkin diğer şartlar da olmak kaydıyla, bir anonim ortaklığın kontrol sahibinin devren iktisap yöntemi ile hukuken değiştiği her durumda, anonim ortaklığın devri söz konusudur. Bu konuda ayrıca bkz. yuk. İkinci Bölüm/I/A.

¹⁶⁷ Benzer işlemler de, devrin hukuki şekli ve izlenecek prosedür açısından birbirlerinden ayrılmaktadır.

mekanizmasına ilişkin bir hukuki işlem (örneğin çoğunluk paylarının devri) ile ortaklığın kontrol sahipliği el değiştirmekte, ortaklığın mal varlığı unsurları bu işlemde doğrudan değil dolaylı olarak etkilenmektedir. Zira bu unsurların (örneğin bir taşınmazın) maliki değişmemekte, ortaklık tüzel kişiliği malik olarak kalmaya devam etmektedir. Ancak söz konusu münferit mal varlığı değerinin ekonomik kaderini belirleme yetkisi, artık hukuki malik olan anonim ortaklık tüzel kişisinin kontrolünü eline geçiren kişiye ait olmaktadır. Bir tüzel kişi olarak anonim ortaklık, yapay bir kişilik olduğuna göre, anonim ortaklığa hayat verecek, onun işlemlerini yapacak ve yönlendirecek, sonuç itibarıyla ortaklığı kontrol edecek arkadaki başka şahıslara ihtiyaç vardır. İşte anonim ortaklığın devralınması, bu arka tarafa yönelik bir işlem olup, ortaklığın kontrolünü eline geçiren kişiye, ortaklığın yönetim kurulu üzerindeki hâkimiyet imkânı ile hukuken ortaklığa ait mal varlığı unsurlarının ekonomik kaderini tayin, örneğin ortaklık aktifinde bulunan bir taşınmazın istenilen bir üçüncü kişiye satılması kararını verme gücünü sağlamaktadır. Ancak anonim ortaklığın devralınması işleminin, bu taşınmazın hukuki niteliği ve sahipliği üzerinde bir etkisi bulunmamaktadır. Örneğin ortaklık paylarının % 51'inin devrine ilişkin pay satım sözleşmesinin konusu, hukuken sadece belli sayıda şirket payının devredilmesidir. Satıcı, kendisine veya üçüncü kişiye ait sözleşmede yazılı sayıda hisse senedini alıcıya (ciro ile) teslim ederek sözleşmeye ilişkin tasarrufî işlemi yerine getirmiş ve borcunu ifa etmiş olur. Bu işlem kapsamında ortaklığın sahibi olduğu taşınmazların kayıtlı olduğu tapu kütüğünde herhangi bir değişiklik/işlem yapılmaz. Zira bu taşınmazın sahibi, aynı kalmaktadır. Ancak taşınmazın maliki olan ortaklık tüzel kişiliğinin (organlarının) kontrolü yoluyla taşınmazın ekonomik sahipliği el değiştirmiş olmaktadır.

Buna karşılık anonim ortaklığın devralınmasına benzeyen işlemlerde, ortaklık tüzel kişiliğinin mal varlığı unsurları hukuken de işlemin kapsamı içindedir. Yani yapılan işlemin konusu içine, bu mal varlığı unsurları girmektedir. “Benzer işlem”, ortaklık tüzel kişiliğinin aktiflerinin sahipliğine dolaylı değil, doğrudan bir etkide bulunmaktadır. Ancak sonuçta benzer işlemlerde de anonim ortaklığın devralınmasında da, bir ortaklığa ait mal varlığı değerlerinin ekonomik ve/veya

hukuki sahipliği el değiştirmekte veya (ortak kontrol veya eşit büyüklükteki iki anonim ortaklığın birleşmesinde olduğu gibi) ekonomik malik sayısı artmaktadır.

İşte benzer işlemler olarak isimlendirdiğimiz işlem çeşitleri ile anonim ortaklığın devralınması arasındaki fark, izlenen hukuki süreç ve yapılan hukuki işlemin konusuna göre ortaya çıkmaktadır. Yapılan işlemin vasıflandırılmasında bizim için önemli olan; hukuki özellik, süreç ve ortaya çıkan hukuki sonuçtur. Yoksa örneğin İngiltere’de olduğu gibi ortaya çıkan ekonomik sonuca göre, yapılan işlemin hukuki vasıflandırılması yapılmamaktadır. Ekonomik sonuç, ancak, yapılan hukuki işleme ilişkin ortaya çıkan sorunların çözümüne kaynaklık edebilir.

Anonim ortaklığın devralınmasına benzeyen ve burada karşılaştırmalı incelemeye tabi tutulacak işlemler, “birleşme”, “mal varlığının/(ticari) işletmenin devri” ve “bölünme”dir^{168 169}.

Ana hatları ile belirtirsek, inceleme konumuz olan anonim ortaklığın devri de kapsam içinde olmak üzere, buradaki tüm işlemlerde bir anonim ortaklığa ait mal varlığı bütünüdür devri, en azından bu bütünden ekonomik açıdan yararlananın

¹⁶⁸ Anonim ortaklıkta kontrol gücünü vermeyen bireysel ve/veya azınlık paylarının blok olarak devralınmasında da, ilgili anonim ortaklığın mal varlığı devre konu edilmemektedir. Ancak bu işlem sonucunda devralan, olsa olsa, ortaklık işleyişi üzerinde bir “etki” gücü elde eder. Yapılan devralmanın, pay devri dışında bir anlamı yoktur. Hâlbuki anonim ortaklığın devralınmasında, payların satın alınması, bir aktif kalemi olduğunu belirttiğimiz, “kontrol”ün de iktisabı anlamına gelir. İşte bu son iktisap, yapılan işlemi, bir “kontrol işlemi” olarak özellikli kılar.

¹⁶⁹ Gerek yabancı düzenlemelerde (örn. Japon Ortaklıklar Kanunu, İsviçre Birleşme Kanunu) gerek de vergi mevzuatımızda tıpkı birleşme, bölünme gibi bir yeniden yapılandırma modeli olarak ele alınan “nev’i değişikliği (değiştirme)”, bir ortaklığın tasfiye edilmeksizin ekonomik, hatta hukuki özdeşliğini koruyarak aynı veya temelde aynı ortaklarla mevcut hukuki biçiminden yani ortaklık çeşidinden kanunun izin verdiği başka bir hukuki biçime geçirilmesi işlemidir. Bkz. Abuzer KENDİGELEN, “Ticaret Şirketlerinde Nev’i Değiştirme – Ticaret Kanunumuzun Düzenlemesi - Tatbikat ve Doktrinin Tutumu”, **Ticaret Hukuku Kürsüsünde Onbeş Yıl - Makalelerim**, 2 c., C. I, İstanbul, Beta yay., 2001, s. 15-16. TK. m. 152’de düzenlenen nevi değişikliğinde, kural, “şekil değiştirici nevi değişikliği”dir. Bu yöntemde “devir” yoktur. Burada hukuki şekli/biçimi/türü değiştirilecek olan ortaklık, aynı tüzel kişi olarak yani hukuki ayniyetini koruyarak kesintisiz devam etmektedir, dolayısıyla bu işlemde bir kişilik ikileşmesi bulunmamaktadır. Takiben mal varlığının birbirleri arasında devredildiği iki ayrı kişi yoktur. Zaten nevi değişikliğinin anlamı bir firmanın üzerine giydiği elbiseyi değiştirmesidir; dolayısıyla işlemin özünde birden fazla firma yoktur. Benzer işlemlerde ise hep başlangıçta veya sonradan en azından iki firma işlemin içinde ve bu firmaların mal varlıklarının bir araya gelmesi veya ayrıştırılması ya da mal varlığının birinden diğerine intikali söz konusudur. Nevi değişikliğinin bir mal varlığı devrini içerdiği yegâne durum, sistemimizde, anonim ortaklığın limited ortaklığa çevrilmesi hâlidir. Bkz. TK. m. 439/1, 553 vd. Bunda dahi esasında devir, bir anonim ortaklığın ortaklık çeşidinin değiştirilmesi işlemi içinde izlenen sürecin özelliğinden kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla nevi değişikliği işleminin, anonim ortaklığın devralınmasından yapısal bir farklılığı bulunmakta olup, benzer işlemler arasında incelenmesine lüzum yoktur.

değiştirilmesi amaçlanmaktadır. İşte bu devir işlemi, ya anonim ortaklığın bir diğer ortaklık ile birleştirilmesi, ya mal varlığının/ticari işletmesinin devredilmesi, ya bölünmesi, ya da anonim ortaklığın devri yoluyla yapılır. Diğer hepsinde aktif ve pasiflerden oluşan mal varlığı bütünüünün hukuki sahibi cüz’i veya külli intikal yoluyla değişirken; anonim ortaklığın devrinde, diğerlerinden farklı olarak devre konu anonim ortaklığın mal varlığının hukuki sahibi değişmez. Yapılan işlem ile hedef anonim ortaklığın sadece “controller”ı değişmektedir¹⁷⁰. Bunun gibi anonim ortaklığın devrinde, bölünme ve birleşmeden farklı olarak, tüzel kişilik artması veya azalması da söz konusu olmaz.

Mal varlığının doğrudan işlemin konusunu teşkil ettiği “benzer işlemler”, anonim ortaklığın “yeniden yapılandırılması (reconstruction)”dır¹⁷¹. *Kaya*’nın ifadesi ile, “*yeniden yapılanmadan kasıt ortaklık yapısının değiştirilmesi, birden fazla faaliyet konusunun ayrıştırılması, mevcut varlıkların tamamen veya kısmen elden çıkartılması, şirketin tipinin değiştirilmesi gibi şirketlerin idari veya sermaye yapılarında, çeşitli ekonomik veya idari amaçlarla gerçekleştirilen değişikliklerdir*”^{172 173}. Yeniden yapılanma, tasfiyeye yönelik bir işlem

¹⁷⁰ Bir anonim ortaklığın kontrol sahibinin değişmesi, birleşme ve bölünmede de gözükülebilir. Ancak birleşme ve bölünmedeki kontrol sahibi değişikliği, devrolunan veya bölünen yani mal varlığı devre konu olan hedef ortaklıkta değil, devralan ortaklıkta (yapılan sermaye artırım sonucunda) veya tamamen işlemin dışındaki ortaklıkta gerçekleşebilir. Bu hâllerde birleşme ve bölünme, kontrol değişikliğine uğrayan anonim ortaklık açısından bir devralma yöntemi olarak ortaya çıkmaktadır. Bu konuda bkz. aş. İkinci Bölüm/IV/F.

¹⁷¹ Anonim ortaklığın devrinin bir çeşidi olabilen “hisse değişimi”, vergi hukukumuzda birleşme ve bölünmenin yanında, başka bir “yeniden yapılanma” şekli/modeli olarak kabul edilmektedir. Bkz. yuk. İkinci Bölüm/II/B. Bunun gibi 01.05.2006 tarihinde yürürlüğe giren Japonya Ortaklıklar Kanunu’nda da, Amerikan Model Anonim Ortaklık Kanunu’nu (American Model Business Corporation Act) takiben, yeniden yapılandırma çeşitleri arasında, birleşme, bölünme ve nev’i değiştirmenin yanında, hisse değişimi (kabushiki kôkan) işlemi de sayılmaktadır (m. 2/26). Zira hisse değişimi, bir holdingleşme yöntemi olarak yapısal bir işlem olarak ele alınmakta ve pay sahiplerinin nitelikli çoğunluk ile onaylamaları ile gerçekleşebilmektedir. İnc. Moritz BÄLZ, “Liberalized Rules for the Restructuring of Japanese Companies: Mergers, Demergers, and Share Exchanges under the New Company Law, *Zeitschrift für Japanisches Recht-Journal of Japanese Law*, Sommer 2006/11-21, s. 21, 23.

¹⁷² KAYA, **Bölünme**, s. 52/dpn. 1.

¹⁷³ Doktrinde *Çoştan*, bir sermaye ortaklığının bir işletmeyi veya kişi ortaklığını devralma yolu ile ikisap etmesinin ya da mal varlığının bir kısmını diğer bir ortaklığa devretmesinin ekonomik anlamda yeniden yapılanma olduğunu; birleşme, bölünme, mal varlığı devri gibi hukuken özel olarak düzenlenmiş yeniden yapılanma modellerinin, ekonomik anlamda da yeniden yapılanma niteliğinde olduğunu, uygulamada hukuken ayrıca düzenlenmemiş yeniden yapılanmaların da ortaya çıkmasının mümkün olduğunu belirtmektedir. ÇOŞTAN, **Bölünme**, s. 8-9. *Akuğur* da, genel olarak sermaye ortaklıklarının faaliyet alanlarında ve yapılanmalarında gerçekleştirilen

olabilmekte ve ortaklığın işletme ya da mal varlığı bütünü yahut unsurlarının devrini gerektirmekte; ortakların ve alacaklıların haklarını ve menfaatlerini doğrudan etkileyebilmektedir¹⁷⁴. Hâlbuki anonim ortaklığın devrinde/devralınmasında, devre konu hedef anonim ortaklığın mal varlığı bütünü/unsurları yahut işletmesi devredilmemekte; mülkiyeti ortaklık tüzel kişiliğine değil, ortaklığın “controller”ına ait olan “kontrol” aktifi işleme konu edilmekte, dolayısıyla özellikle kontrol dışında kalan ortaklar ile alacaklıların özel bir sistem ile korunmaları gereği ortaya çıkmamaktadır. Anonim ortaklığın mal varlığı unsurları ve bu arada işletmesi/işletmeleri, bu işlemde hukuken değil, ortaya çıkan ekonomik sonuç itibarıyla etkilenmektedirler. Zira yeni kontrol sahibi, anonim ortaklığın mal varlığı unsurlarının ekonomik kaderini belirleme/yönlendirme gücüne erişebilmektedir. Dolayısıyla anonim ortaklığın devri, hedef ortaklık (ve taraf ortaklıklar) açısından bir yeniden yapılandırma şekli olmamakla birlikte, ekonomik olarak ortaya çıkan sonucun örtüşmesi sebebiyle, mal varlığı/işletme devirlerini konu edinen yeniden yapılandırma modellerine benzemektedir¹⁷⁵.

İşte söz konusu benzer işlemlerde, anonim ortaklığın devrinden farklı olarak, biri veya daha fazlası, belki de hepsi gerçekleşmek üzere; işleme taraf ortaklıkların en azından birisinin tüzel kişilik yapısı işlemde doğrudan etkilenmekte, ortaklığın mal varlığı yapısı, aktif ve pasif kalemler tamamen veya kısmen farklılaşmakta ve tasfiyesi gerekmekte, sermaye azaltımı veya artırımı yapılmakta, ortaklığın organları ve unvanı farklılaşabilmektedir. Mal varlığının ortaklık dışına çıkması da değişik hukuki şekillerde olmaktadır. Birleşmede ortaklığın mal varlığı bir bütün hâlinde

değişikliklerin, yeniden yapılandırma olarak tanımlandığını vurguladıktan sonra; birleşme, nevi değişikliği, hisse değişimi ve bölünmenin yeniden yapılandırma modelleri olduğuna işaret etmektedir. Mehmet AKUĞUR, **Türk Hukukunda Anonim Ortaklıkların Bölünmesi**, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2005, s. 4. Ayrıca söz konusu yeniden yapılandırma modellerinin ortak nedenleri hususunda bkz. A.e., s. 4-5.

¹⁷⁴ FARRAR/HANNIGAN (Furey/Wylie), **Company Law**, s. XXII, 589; BIRDS/BOYLE/MacNEIL/McCORMACK/TWIGG-FLESNER/VILLIERS, **Boyle & Birds' Company Law**, s. 645, 685; DINE, **Company Law**, s. 314; SEALY, **Company Law**, s. 544.

¹⁷⁵ Sermaye ve yönetimde kontrolü sağlamak amacıyla bütün payların veya payların çoğunluğunun devir alınmasının, bir yeniden yapılandırma aracı olduğu hususunda bkz. KAYA, **Bölünme**, s. 52. Özellikle “hisse değişimi” kurumu, gerek mevzuatta gerek de doktrinde, bir yeniden yapılandırma modeli/aracı olarak görülmektedir. Ancak belirtelim ki, bir trampa sözleşmesine dayalı olan hisse değişimi, içinde bulunan sermaye artırımı işlemi dışında, taraf ortaklıkların mal varlıklarını devre konu yapmamasından ve/veya yeni tüzel kişi(ler) ortaya çıkarmamasından ötürü, gerçek anlamda bir yeniden yapılandırma değildir.

devralan veya yeni kurulan ortaklığa külli halefiyet esasına göre geçerken; bölünmede mal varlığı öncelikle gene bir bütün oluşturacak şekilde (işletme olarak veya değil) parçalanmakta, bundan sonra her parça kısmi veya tam bölünme esasına göre ancak gene külli halefiyet kuralı kapsamında devralan ortaklıklara intikal etmektedir. Mal varlığının devrinde ise ortaklığın mal varlığı veya özel bir mal varlığı teşkil eden ticari işletme cüz'ü halefiyet esasına göre tek tek aktiflerin devri yöntemi ile devredilmektedir. İster külli halefiyet isterse de cüz'ü halefiyet olsun, sonuçta devredilen ortaklığın mal varlığının hepsi veya bir bütün teşkil eden (aktif ve pasifleri içeren) parçasıdır.

İşlemin yapılış şekline yani mal varlığının intikali biçimi ve karşı edimin çeşidine göre anonim ortaklığın tüzel kişiliği işleminden etkilenmektedir. İstisnaları bulunmakla birlikte; işlemlerin gerçekleşmesinin ardından birleşmede tüzel kişilik sayısı azalmakta; bölünmede artmakta; mal varlığının/işletmenin devrinde ise sabit kalmaktadır.

Mal varlığının devrinde karşı edim alacaklısı gene anonim ortaklık olurken; birleşme ve bölünmede ortaklığın pay sahipleri, şekli belli olan karşı edimin (ortaklık payı) alacaklısıdırlar.

Görüldüğü gibi, yeniden yapılandırma modellerinde ortaklığın mal varlığı veya bütünlük arz eden parçası bir şekilde devre konu edilmekle birlikte, bunun şekli ve kuralları değişmektedir. Anonim ortaklığın devrinde/devralınmasında ise, ortaklık mal varlığı bir bütün olarak, ticari işletme gibi belirli parçaları ile ya da her bir münferit unsur ile devir işlemine konu edilmemektedir.

Şimdi bir anonim ortaklığın yeniden yapılandırması modeli olan ve anonim ortaklığın devrine benzer nitelikteki işlemlerin incelenmesine geçelim:

B. Birleşme

“Birleşme”, ortaklıklar hukukuna ilişkin teknik bir terimdir. Teknik-hukuki anlamda “birleşme”, iki veya daha fazla sayıda ticaret ortaklığının taraf olduğu, bunlardan en az birinin tüzel kişiliğini kaybedip, bütün mal varlığının tasfiye olunmaksızın içlerinden bir diğerine veya yeni kurulan ortaklığa geçtiği işlem türüdür.

TK. m. 146/1’de kavramı tanımlayan ayırt edici özellikler gösterilmeden, birleşme türleri açıklanmıştır. Hüküm şu şekildedir:

“Birleşme, iki veya daha fazla ticaret şirketinin birbiriyle birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurmalarından veya bir yahut daha fazla ticaret şirketinin mevcut diğer bir ticaret şirketine iltihak etmesinden ibarettir.”

Buna göre iki tür birleşme vardır; “devralma suretiyle birleşme (iltihak - absorption)” ve “yeni ortaklık kurulması suretiyle birleşme (kombinasyon – combination/amalgamation)”. Devralma suretiyle birleşmede birleşmeye taraf ortaklıklardan biri, diğerini (veya ikiden fazla ortaklık bulunması durumunda diğerlerini) birleşme hukuku hükümleri dairesinde devralır. Bu ortaklık, bünyesinde birleşme gerçekleşen ve birleşme işlemleri öncesinde zaten var olan ortaklıktır. Devralan/katılan/iltihak olunan ortaklık, varlığını sürdürür; devrolan/katılan/iltihak eden ortaklık ise mal varlığını bir bütün hâlinde devralan ortaklığa devrederek, tüzel kişiliğini yitirir. Devrolan ortaklığın pay sahipleri, devralan ortaklığın pay sahibi hâline gelirler. Yeni ortaklık kurulması suretiyle birleşmede ise, iki veya daha fazla ortaklık birleşerek yeni bir ortaklık meydana getirir. Burada birleşmeye taraf tüm ortaklıklar infisah edip, tüzel kişiliklerini yitirir; buna karşılık onların mal varlıklarının ve pay sahiplerinin bir araya gelmesi ile yeni bir ortaklık kurulur. Her iki tür birleşme de, bir tasfiyesiz infisah hâlidir. Birinci türde en az bir; ikincisinde ise en az iki ortaklık infisah edip, tüzel kişiliğini yitirir yani sicilden terkin edilir.

TK. m. 146/2’de, çeşitli ticaret ortaklıklarına ilişkin özel hükümler saklı kalmak kaydıyla, ticaret ortaklıklarının birleşmesi hakkında TK. m. 146 vd. hükümlerinin uygulanacağı hüküm altına alınmıştır. Anonim ortaklıkların birleşmesi, TK. m. 451 vd.de bir tasfiyesiz infisah hâli olarak özel olarak düzenlenmiştir. Bir anonim ortaklık, TK. m. 147 karşısında ancak bir başka anonim ortaklık (veya sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklık) ile birleşebileceği için bir anonim ortaklığın taraf olduğu birleşme işleminde, öncelikle TK. m. 451 vd., ardından da TK. m. 146 vd. uygulama alanı bulacaktır¹⁷⁶.

¹⁷⁶ Burada altının çizilmesi gereken husus, aktif ve pasiflerin ticari bütünlük oluşturmak kaydıyla sadece bir kısmının devrinde veya TK’daki birleşme şartlarına uygun olmayan mal varlığı birleşmelerinde (örneğin bir limited ortaklığın tüm mal varlığının bir anonim ortaklığa devri) BK. m. 179-180’in uygulama alanı bulacağıdır. BK. m. 179’da mal varlığı veya ticari işletmenin

Birleşme işleminin prosedürüne ilişkin ayrıntılara girmeden, anonim ortaklığın devralınması ile birleşme işlemleri arasındaki ortak ve ayrık yönleri açıklayalım:

Her iki işlemde de, bir anonim ortaklığın mal varlığının ekonomik sahipliğinde değişiklik meydana gelebilmektedir. Anonim ortaklığın devralınmasında, ortaklığın kontrol gücü değiştiği için, ortaklığın mal varlığının ekonomik maliki de el değiştirmektedir. Anonim ortaklıkların birleşmesinde de, en azından bir ortaklığın mal varlığı unsurlarının hem hukuki hem de ekonomik maliki işlem sonucunda değişmektedir. Örneğin devrolunan ortaklığın mal varlığı unsurlarının hukuki maliki, devralan ortaklık olduğu gibi, bu unsurların ekonomik kaderini belirleme gücü de, birleşme sözleşmesi ve değiştirme oranı saklı kalmak kaydıyla, devralan ortaklığın kontrol sahibi ortaklarına geçmektedir¹⁷⁷.

Birleşmede de, anonim ortaklığın devralınmasında da ekonomik güç, farklı hukuki şekillerde de olsa merkezileşmekte yani konsantrasyon gerçekleşmektedir¹⁷⁸. Zaten bu sebeple ekonomik sonuç odaklı rekabet hukuku, her iki işleme de aynı şekilde yaklaşmakta (RKK. m. 7; 1997/1 sayılı Tebliğ); BDDK, EPDK gibi özerk nitelikteki merkezî/kamusal bir otoritenin düzenleyip, denetlediği sektörlerde hem

devri; BK. m. 180’de ise iki işletmenin karşılıklı aktif ve pasiflerin devralınması suretiyle birleşmesi düzenlenmektedir.

BK. m. 180’de düzenlenen işlem, hem birleşmeden hem de anonim ortaklığın devralınmasından farklıdır. TK. anlamında “birleşme”de sadece iki mal varlığı birleşmemekte, bu mal varlıklarının ekonomik ve hukuki sahipleri de bir araya gelmektedir. Hem tüzel kişilik sayısı azalmakta hem de tüzel kişiliği sona eren ortaklığın ortakları, belirlenen değiş-tokuş ölçüsü çerçevesinde, mal varlığının sahibi hâline gelen ortaklığın pay sahibi olmaktadır. BK. m. 180 ise, esasen BK. m. 179’un bir çeşidi olup, tek taraflı değil, çift taraflı ticari işletme devri hâlidir. Zaten BK. m. 180 düzenlemesi de, BK. m. 179’un burada da uygulanacağına yöneliktir. BK. m. 180 düzenlemesinin inceleme konumuzu oluşturan anonim ortaklığın devralınmasından farkı da açıktır. BK. m. 180’de doğrudan doğruya mal varlıkları birleştirilmekte ve mal varlığı sahipliği değişmektedir. Bizim konumuzda ise, mal varlığının hukuki sahipliğinde bir değişiklik olmamaktadır. BK. m. 179-180’nin “birleşme” ile olan ilişkisi için inc. YASAMAN, **Birleşme**, s. 15 vd.

¹⁷⁷ Öte yandan örneğin yukarıda bahsi geçen grup içi pay devirlerinde, bir anonim ortaklığın çoğunluk payları devredildiği için ortaklığın kontrol gücü değişse de, payları devralan tüzel kişi de devreden de aynı ekonomik yapıya dâhil oldukları için, işlem sonucunda anonim ortaklığın mal varlığının ekonomik malikinin değiştiği söylenemez. Aynı olasılık, grup için şirketler arasındaki birleşme işleminde de geçerlidir. Ayrıca belirtelim ki, anonim ortaklığın devralınması veya birleşme sonucunda “ortak kontrol” durumu da söz konusu olabilir. Bu hâlde ekonomik mülkiyetin el değiştirmesinden çok, ekonomik malik sayısının artmasından bahsedilmelidir

¹⁷⁸ Bkz. Ünal TEKİNALP, “Özel Ekonomik Gücün Merkezileşmesinin Kanuni Düzenlemesi”, **İkt. Mal.** XII/8, s. 298; YASAMAN, **Birleşme**, s. 1.

birleşme hem de anonim ortaklığın devralınması işlemleri ilgili kamusal otoritenin iznine bağlanmaktadır (örn. bkz. BankK. m. 18, 19; EPK. m. 8/b).

Anonim ortaklığın devralınması ile birleşme arasındaki bir başka ortak yön, her iki işlemde de taraflar arasında uzun görüşme safhasının ve due diligence çalışmasının/aşamasının ve bu arada muhtemelen niyet mektubu (letter of intent) teatisi ve gizlilik sözleşmesi (confidentially agreement) akdinin varlığıdır¹⁷⁹. Anonim ortaklıkların karmaşık yapıları ve devralmada devir fiyatı ile birleşmede değiş-tokuş oranının belirlenmesi uzun ve teknik bilgiyi gerektiren bir çalışmanın ürünüdür. Dolayısıyla hazırlık aşaması, en azından anonim ortaklığın devralınmasının görüşmeli olması yani düşmanca bir devralmanın bulunmaması hâline yönelik olarak, her iki işlemde de, benzer bir çalışmanın ve şirket/firma değerlemelerinin yapılmasını gerektirmektedir¹⁸⁰.

Öte yandan “birleşme”, çeşitli açılardan anonim ortaklığın devralınmasından ayrılmaktadır. Her iki işlem türünün özellikleri açısından, söz konusu farklılıkları şu şekilde sıralayabiliriz:

1) Birleşme, belli bir hukuki işlem çeşidi olarak; tanımı, sürece ilişkin kuralları, hukuki sonuçları ve ilgililerin korunması açılarından, TK. m. 146 vd. ile 451 vd.de ve ayrıca taraflarından en azından birinin halka açık anonim ortaklık olduğu birleşme işlemlerine ilişkin olarak da Seri: I, No: 31 sayılı Tebliğ’de genel bir düzenlemeye tabi tutulmuştur. Bu anlamda ortaklık birleşme hukukunu oluşturan kurallar, toplu olarak yasal düzenlemeye bağlanmış durumdadır¹⁸¹. Buna karşılık anonim ortaklığın devralınması, bu şekilde ne tanımı ne yöntemleri ne de sonuçları bakımından genel bir yasal düzenlemeye bağlanmıştır¹⁸². Anonim ortaklığın

¹⁷⁹ Bu süreçte imzalanan anlaşmalar konusunda bkz. ROMANEC/KRUS, **Mergers and Acquisitions**, s. 10-11; Necip KOCAYUSUFPAŞAOĞLU (HATEMİ/SEROZAN/ARPACI), **Borçlar Hukuku Genel Bölüm, Birinci Cilt: Borçlar Hukukuna Giriş, Hukukî İşlem, Sözleşme**, 4. Bası, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2008, s. 110-111; R. Cem DİNAR, **Niyet Mektubunun Hukuki Niteliği Ve Bağlayıcılığı**, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2008, b.a.,özellikle 13 vd.

¹⁸⁰ Ayrıca bkz. aş. İkinci Bölüm/III/C.

¹⁸¹ Aynı usul, Tasarı’da da devam etmektedir. Bkz. Tasarı m. 136 vd.

¹⁸² Anonim ortaklığın devralınmasının karşılaştırmalı hukukta ve Türk hukukundaki yasal düzenleme şekli hakkında inc. yuk. İkinci Bölüm/II.

devralınması, daha çok, başka hukuki kurumların sonuçlarından biri şeklinde ele alınmıştır.

2) Anonim ortaklıkların birleşmesi, bir tasfiyesiz infisah hâli olarak, birleşme işlemi sonucunda birleşmeye taraf ortaklıklardan hepsinin veya en azından birinin sona ermesine ve tüzel kişiliğini yitirmesine yol açar. Dolayısıyla bu ortaklığın veya ortaklıkların ticaret sicilindeki kayıtları da terkin edilir.

Buna karşılık anonim ortaklığın devralınmasında devre konu ortaklığın tüzel kişilik yapılanmasında hiçbir değişiklik olmaz ve bu ortaklık, tüzel kişiliğini aynen muhafaza eder¹⁸³; sadece kontrol sahibi değişir. Böylelikle ekonomik gücün merkezileşmesi yani konsantrasyon; anonim ortaklığın devralınmasında merkezi yapının yani grubun içinde yer alan ortaklıkların/teşebbüslerin/firmaların hukuki bağımsızlıklarını korumaları suretiyle gerçekleşirken; birleşme şeklindeki merkezileşmede/konsantrasyonda ekonomik güçler aynı çatı altına, ancak hukuki bağımsızlıklarını/varlıklarını yitirerek gelirler.

3) Birleşmede en az iki anonim ortaklık bulunmakta ve bu ortaklıkların mal varlıkları külli halefiyet ilkesi çerçevesinde bir araya gelmektedir¹⁸⁴. Mal varlıklarının birleşmesi, anonim ortaklıkların birleşmesinin temel unsurudur. Devralma suretiyle birleşmede devrolunan, yeni kuruluş suretiyle birleşmede ise her iki ortaklığın mal varlığı unsurlarının hukuki maliki değişmektedir. Devralan veya yeni kurulan ortaklık, külli halefiyet kuralları kapsamında, mal varlığına dâhil olan taşınır – taşınmaz mallar, alacak ve borçlardan oluşan bütünün yeni sahibi hâline gelir.

Buna karşılık anonim ortaklığın devralınmasında, ortaklığın mal varlığı bütününün ve her bir unsurun hukuki anlamda sahibinde değişiklik olmamakta, ortaklık tüzel kişiliği malik olarak kalmaya devam etmektedir. Yani burada mal varlığının devamlılığı yanında, sahipliğinde “ayniyet” de söz konusudur. Anonim

¹⁸³ Bununla birlikte anonim ortaklığın devri sonucunda şirket kontrolünü eline geçiren kişinin, sonrasında TK. m. 434/b.9 kapsamında ortaklığın feshi, tasfiyesi ve sicilden terkinini yoluna gitmesi mümkündür. Ancak unutulmaması gereken husus, anonim ortaklığın devri işleminin bu sonucu ortaya çıkarmadığıdır.

¹⁸⁴ Birleşmeye katılıp infisah eden ortaklıkların mal varlıkları tasfiye edilmez ve bir bütün hâlinde, her bir unsurun intikaline ilişkin tasarruflı işlemlerin yapılması gerekmeksizin, bünyesinde birleşilen veya yeni kurulan ortaklığa geçer. Buna, “mal varlığında devamlılık ilkesi” denilir. Bkz. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 142b.

ortaklığın devrine taraf olan kişilerin veya devralan ile devre konu ortaklığın mal varlıklarının birleşmesi durumu söz konusu değildir. Anonim ortaklığın devralınmasında hukuken, işleme konu tarafların mal varlıkları birleşmediği gibi, ortaklığa ait ticari işletme veya mal varlığı unsurlarının sahibi de değişmemektedir. Sadece bunların sahibinin soyut varlığından ötürü, kontrol gücü değişmektedir. Dolayısıyla burada olsa olsa, mal varlığının –hukuki değil- ekonomik birleşmesinden veya el değiştirmesinden söz edilebilir¹⁸⁵.

4) Birleşmenin taraflarının her ikisi de anonim ortaklıktır¹⁸⁶ ve yapılan işlemin tarafları, birleşecek anonim ortaklık tüzel kişilikleridir. En az iki ortaklığın tüzel kişilik olarak yaptıkları işlemler sonucunda ortaklıklar, mal varlıklarının birleşmesi suretiyle teknik anlamda birleşirler.

Anonim ortaklığın devralınmasında, devredilen anonim ortaklık işlemin tarafı olmadığı gibi, işlemin taraflarının kimliği açısından da bir sınırlama yoktur. Yani anonim ortaklığı devreden veya devralan, bir gerçek kişi olabileceği gibi, ortaklık vasfını taşımayan bir tüzel kişi, meselâ Özelleştirme İdaresi Başkanlığı gibi bir kamu tüzel kişisi de olabilir. Birleşmede işlemin süjesi olan anonim ortaklık, burada - teknik anlamda olmamakla birlikte- işlemin “objesi/konusu” konumundadır.

5) Birleşme, kendisine has kuralları olan ve kanuni bir düzene bağlanmış özel bir hukuki modeldir. Anonim ortaklığın devralınması ise, ortaklık kontrolünün mevcut sahibinin onayı ile veya rızası hilâfına ele geçirilmesidir. İşte bu ele geçirme, mevcut “controller”ın onayı ile kontrol satışı/devri şeklinde gerçekleşse bile, kontrol sahibi değişikliği, başka bir bağımsız hukuki işlemin sonucu şeklinde tezahür eder. Bu özelliği ile, anonim ortaklığın devralınması; hem belli özelliklere sahip pay devri,

¹⁸⁵ *Tekinalp* de, anonim ortaklığın devralınmasında teknik anlamda birleşmeden söz edilememesinin sebebi olarak, devrin mal varlıklarının birleşmesi değil, satın alma yoluyla gerçekleşmesini göstermektedir. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 189c.

¹⁸⁶ Birleşmenin, iki (veya daha fazla) ticaret ortaklığı arasındaki bir işlem olduğu TK. m. 146’da açıkça belirtilmiştir. TK. m. 147’de ise bu işleme taraf olabilecek ticaret ortaklıklarının aynı nev’iden olması gerektiği kuralı getirilmiştir. Dolayısıyla bir anonim ortaklık, ancak diğer bir anonim ortaklık ile birleşebilecektir. Bu konudaki istisna, TK. m. 147’de birleşme kurumu açısından anonim ortaklıklar ile sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların aynı nev’iden sayılmasıdır. Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların sayıları itibarıyla göz ardı edilebilecekleri şüphesiz olup, “birleşme” denilince mutlaka iki anonim ortaklığın, TK. m. 146 vd.deki genel ve aynı Kanun’un 451 vd. hükümlerindeki özel hükümler çerçevesinde tüm aktif ve pasiflerinin yani mal varlıklarının bir araya gelmesi işlemi anlaşılacaktır. Ayrıca bkz. yuk. İkinci Bölüm/dpn. 176.

esas sözleşme değişikliği, vekâlet toplanması gibi çeşitli hukuki işlemlerin ortak sonucu hem de kontrolün bir aktif kalemi olmasından ve sağladığı hak ve imkânlardan ötürü kendisine has özel hukuki sonuçlar ortaya çıkaran bağımsız bir hukuki işlemdir. Örneğin payların devri işlemi, pay mülkiyetinin ve pay sahipliğinin değişmesi hukuki sonucunu ortaya çıkarmakta, ancak işleme konu payların toplam paylara oranı itibarıyla bu işlem, anonim ortaklığın kontrol sahibini değiştirmekte ve “anonim ortaklığın devralınması” şeklinde adlandırdığımız bu değişiklik, çağrıda bulunma zorunluluğu veya kamuyu aydınlatma yükümlülüğü gibi ek bazı hukuki sonuçların uygulama alanı bulmasına yol açmaktadır.

6) Birleşme işleminin temelinde mutlaka, işleme taraf anonim ortaklık tüzel kişiliklerince akdedilen ve hukuki niteliği tartışmalı olan¹⁸⁷ bir birleşme sözleşmesi bulunmakta ve birleşme için işleme taraf ortaklıkların mutabakata varmaları yani anlaşmaları zorunluluk teşkil etmektedir.

Anonim ortaklığın devralınmasında ise, farklı hukuki işlemlerin ortaya çıkardığı sonuç olması itibarıyla, kontrol değişikliği iki taraf arasındaki pay üzerindeki mülkiyetin devri veya intifa hakkı tesisi gibi akdi bir ilişki sonucu gerçekleşebileceği gibi, hedef ortaklığın esas sözleşmesinin değiştirilmesi gibi tek taraflı bir hukuki işleme de dayanabilir. Kaldı ki, mutlaka pay satımı, genel kurul kararı, vekâlet/temsil yetkisi verilmesi gibi bir hukuki işlem ile anonim ortaklığın devralınması gerçekleştirilmekle birlikte, bu hukuki işlemin, çağrı yoluyla vekâlet veya hisse toplanmasında olduğu gibi, ortaklığın mevcut kontrol sahibi ile devralan arasında vuku bulması da şart değildir. Anonim ortaklığın devralınmasının, kontrolün “ele geçirilmiş” olması hâli, ortaklığın mevcut kontrol sahibinin onayı olmaksızın, düşmanca (hostile) yapılan devralmalara yöneliktir. Yani anonim ortaklığın devralınmasında, devir konusu olan “kontrol”, mevcut sahibinin onayı olmaksızın dahi el değiştirebilir¹⁸⁸.

7) Hem devralma suretiyle birleşmede hem de yeni kuruluş usulünde mahkeme incelemesi ve mahkemenin bilirkişi tayin etmesi zaruridir. Zira devralan ortaklığın yapacağı sermaye artırımının karşılığını devrolunan ortaklığın mal varlığı

¹⁸⁷ Çeşitli teoriler için bkz. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 156; YASAMAN, **Birleşme**, s. 39 vd.

¹⁸⁸ Bkz. AKBİLEK, **Pay Sahibinin Korunması**, s. 56.

ve bunun gibi yeni kurulan ortaklığın sermayesini de birleşen ortaklıkların mal varlıkları oluşturmaktadır. Aynı sermayeye değer biçme kuralları kapsamında mahkemeye başvurulması ve bilirkişi tayini talebinde bulunulması gerekmektedir. Ayrıca TK. m. 149 uyarınca bir ara birleşme bilançosu ve infisah eden ortaklıkların borçlarının ödenme usulüne ilişkin bir beyanname düzenlenir ve hem bilanço hem de beyanname ilan olunur.

Bilirkişi birleşmeye taraf ortaklıkların mal varlığı değerini, özsermaye durumlarını inceleyerek, değiş-tokuş ölçüsünü belirler.

Anonim ortaklığın devralınmasında ise mahkeme aşaması bulunmadığı gibi, ara bilanço ve beyanname düzenlenmesi de söz konusu değildir. Devir bedelinin ne kadar olacağı hususunda taraflar, yöneticilerin sorumluluk hükümleri saklı kalmak kaydıyla, tamamen muhayyerdir.

Görüldüğü gibi firma değerlemesi noktasında yolları kesişen birleşme ve anonim ortaklığın devralınması, değerlemenin yapılma şekli hususunda da ayrılmaktadır. Birleşmede mahkemece atanan bilirkişiler, bu değerlemeyi yapıp, değiş-tokuş ölçüsünü belirlerken; anonim ortaklığın devralınmasında bu işlemin yapılması için resmî bir mercie değil, genellikle özel danışmanlık şirketlerine başvurulmaktadır. Ancak sonuçta devir bedelinin ne kadar olacağı, taraflar arasındaki anlaşmaya bağlı olup, serbest piyasa ekonomisinin kuralları (ve genellikle pazarlık usulü) uygulama alanı bulacaktır.

8) Birleşme, birleşmeye taraf anonim ortaklıkların genel kurul kararı olmaksızın gerçekleşmez. Birleşme sözleşmesinin düzenlenmesi ve imzalanmasından sonra, birleşecek anonim ortaklıkların genel kurulları, birleşme sözleşmesinin onaylanması niteliğindeki bir karar alırlar (TK. m. 148, 452/2-b.2). Dolayısıyla birleşme, pay sahipleri tasarrufu olarak kabul edilebilir. Bu kararın, esas sözleşme değişikliğine ilişkin usul ve şartlar dairesinde alınması lazımdır¹⁸⁹.

¹⁸⁹ Esasında birleşme de, anonim ortaklığın devralınması da, esas sözleşme değişikliği niteliğindeki işlemler değildir. Birleşme de, yukarıda da belirtildiği üzere, birleşmeye taraf anonim ortaklıkların genel kurullarının karar alması şarttır, ancak bizzat birleşme kararı, bir esas sözleşme değişikliği değildir. Devralınan şirketin genel kurulunun birleşme kararı, şirketin infisahi kararıdır; devralan şirketin birleşme kararının kendisi esas sözleşmeyi değiştirmemekte, bu karar ile birlikte yapılan sermaye artırımı ile esas sözleşme değişmektedir. Yeni kuruluş suretiyle birleşmede ise, yeni kurulan şirketin bir genel kurul kararı alması söz konusu olmadığı

Anonim ortaklığın devralınması ise, kural olarak, devre konu anonim ortaklık dışındaki bir işlem ile gerçekleştiği için anonim ortaklığın genel kurulunun veya yönetim kurulunun bir karar alması gerekmemektedir. Ayrıca devralan veya devreden bir anonim ortaklık olması hâlinde de, bu işlem, ilgili taraf anonim ortaklığın esas sözleşmesinde aksine bir düzenleme bulunmadıkça, devreden veya devralan şirketin herhangi birinin yönetim kurulu veya genel kurul kararı almasını gerektirmemektedir¹⁹⁰. Şirketleri temsile yetkili kişiler, temsil yetkileri kapsamında yaptıkları muameleler ile başka bir anonim ortaklığın kontrolünü devredebilirler veya devralabilirler. Yani bir anonim ortaklığın devralınması veya kontrol sahibi açısından devredilmesi, bunlar için de, kural olarak, bir pay sahipleri aksiyonu/işlemi değildir¹⁹¹ ¹⁹². Bunun gibi devralan ve/veya devreden gerçek kişi olması hâlinde, onun adına devir işleminin temsilen yapılması da, temsilcinin özel yetki ile donatılmış olmasını gerektirmez (BK. m. 388/3). Öte yandan tıpkı ticari mümessilin yetkilerine tacirin kişiliğine özgü sebeplerden ötürü getirilen sınırlamalarda olduğu üzere¹⁹³, yapılan devralma veya devir, temsil olunan gerçek veya tüzel kişi açısından

gibi, birleşen ortaklıkların birleşme kararları da, esas sözleşmelerini değiştirmemekte, esas sözleşmeleri devralınan ortaklık gibi âdeta ortadan kaldırmaktadır. Ancak kanun koyucu, tüm ticaret ortaklıklarının birleşmelerinde uygulama alanı bulacak olan TK. m. 148'de "*Birleşme için ilgili şirketlerin, mukavelelerinin değiştirilmesi hakkındaki usul ve şartlar dairesinde, ayrı ayrı karar vermeleri...gerekir*" hükmü ile birleşme konusundaki ortaklık kararlarının ve bu arada anonim ortaklık kararının, esas sözleşme değişikliği usulünde alınmasını öngörmüştür. Birleşme zaten esas sözleşme değişikliği olsaydı, kanun koyucunun bu hükmü vaz etmesine gerek olmaz veya birleşmenin, esas sözleşme değişikliği niteliğinde olduğu açıkça belirtilirdi. Hâlbuki görüldüğü gibi burada, birleşmeye esas sözleşme değişikliği prosedürünün uygulanması öngörülmektedir; tıpkı esas sözleşme değişikliği niteliğinde olmayan TK. m. 389 (imtiyazlı pay sahipleri genel kurul kararı), 423 (tahvil ihracı), 434/b.9 (ortaklığın feshi), 443/2 (tasfiyede aktiflerin toptan satışı) hükümlerinde belirlenen işlemlerde esas sözleşme değişikliğine ilişkin TK. m. 388 hükmünün uygulanması gibi.

Anonim ortaklığın devralınması da, bir esas sözleşme değişikliği olmamakla birlikte, seçilen yöntemin esas sözleşme değişikliği olması ihtimalinde, hem genel kurul kararına hem de esas sözleşme değişikliğine ilişkin diğer prosedürün uygulanmasına ihtiyaç olacaktır.

¹⁹⁰ Hisse değişimindeki istisnai durum için bkz. "Bankaların Birleşme, Devir, Bölünme Ve Hisse Değişimi Hakkında Yönetmelik" m. 19/1.

¹⁹¹ Bununla birlikte devralan veya devreden ortaklığın yönetim kurulunda veya genel kurulunda bu konunun görüşülmesi ve karara bağlanması mümkündür. Bizim burada altını çizmeye çalıştığımız husus, devralma veya devretme yönündeki bir karar eksikliğinin, yapılan devir işlemi geçersiz kılmayacağıdır.

¹⁹² Devreden veya devralanın limited şirket olması durumunda da, şirket müdürü bu konuda yetkili olup, ortaklar kurulu kararı alınması zaruri değildir.

¹⁹³ Bkz. ARKAN, *Ticari İşletme*, s. 163-164; TEOMAN (Ülgen, *Ticari İşletme*), N. 1717-1718.

bir temel işlem niteliğindeyse gerçek kişinin özel yetki vermesi, tüzel kişinin de ortaklar/üyeler kurulu kararı alması gereği söz konusu olabilir^{194 195 196}.

Öte yandan devir yöntemi çerçevesinde, devrin sağlanması için devre konu anonim ortaklığın genel kurulunda bir karar alınması ve esas sözleşmesinin değiştirilmesi gerekebilir. Ancak esasında anonim ortaklığın bu kararı, devir tarafları arasındaki önceki anlaşmanın ifası aşamasına yönelik bir işlem olup, devrin tamamlanmasını sağlayan muameledir. Genellikle ortak kontrol hâlinde başvuru bu yöntemde örneğin anonim ortaklığın mevcut kontrol sahibi ile devralan arasındaki anlaşma uyarınca devir konusu anonim ortaklık genel kurulunda bir sermaye artırımı kararı alınır ve artırılan sermaye, mevcut ortakların rüçhan hakları kaldırılarak veya sınırlandırılarak devralan kişiye tahsis edilir.

Bunun gibi, örneğin nama yazılı hisse senetlerinin devri yönteminde, anonim ortaklığın devralınmasının gerçekleşmesi, hedef ortaklık yönetim kurulunun bir karar alıp, hisse senetlerini ciro ile tesellüm eden kişiyi pay defterine kaydetmesine bağlıdır. Zira TK. m. 416/2-c.2 ve 417/4 hükümleri karşısında nama yazılı paylar açısından pay sahipliği, kural olarak, ancak pay defterine kayıtlı kazanılabilmektedir. Görüldüğü gibi burada anonim ortaklık kontrolünün elde edilmesi, devre konu anonim ortaklığın yönetim kurulunun bir işlemine bağlı olup, pay defterine yazım konusundaki yetki genişliği, önemli bir devralma engeli (takeover defence) olarak karşımıza çıkabilmektedir.

¹⁹⁴ Örneğin armatör olan bir kişi, gemi taşımacılığı faaliyetini hisselerinin hemen tamamına malik olduğu bir anonim ortaklık çatısı altında yapıyor ise, bu kişinin verdiği genel temsil yetkisine binaen temsilcinin, onun hisselerini bir üçüncü kişiye satması mümkün olmamalıdır. Durumun özelliği, şirket kontrolünün değeri, temsil olunanın ticari faaliyetinin kapsamı gibi spesifik koşullara göre her somut olayda kontrol satışının (veya alımının), temsil olunan için temel işlem niteliğinde olup olmadığı belirlenmelidir.

¹⁹⁵ İngiltere’de halka açık anonim ortaklıklara yönelik kurallar arasında Yellow Book’da, özellikle imparatorluk binası kurma (empire building) teorisi uyarınca optimal noktanın ötesinde, ne olursa olsun büyüme hırsı ile devralmalar yapan anonim ortaklık yöneticilerine karşın sadece kamuyu aydınlatma kuralları ile yetinilmesinin doğru olmayacağı düşüncesi ile özellikle devralan açısından büyük çaplı devralmalarda yani hedef ortaklığın değerinin devralana denk veya yakın olması hâllerine yönelik olarak, devralan yönetiminin kararının/işlemlerinin yeterli olmayacağı ve devralan şirket pay sahiplerinin onayı ile devralmanın -daha doğrusu aleni pay alım teklifi prosedürünün başlatılmasının- mümkün olduğu kuralı getirilmiştir. Bkz. Yellow Book para. 10.4, 10.31 vd., 10. 37 vd.

¹⁹⁶ Bkz. aş. İkinci Bölüm/III/C.

9) Anonim ortaklıkların birleşmesinde, ticaret siciline yapılan tescil, kurucu etkiyi haizdir. Tescil ve ilan, işlemin asli unsuru niteliğindedir. Devralma suretiyle birleşmede birleşen ortaklıkların genel kurullarının birleşme kararının tescil ve ilanının dışında, devrolan ortaklığın bu şekilde infisahı da ticaret siciline tescil edilir. Devrolan ortaklığın mal varlığının birleşme sonrasında belli bir süre ayrı yönetimi sonrasında borçların ödenmesinin veya temin edilmesinin ardından ticaret sicilindeki infisaha ait kayıt da silinir ve durum ilan olunur (TK. m. 451/b. 7). Yeni kuruluş şeklindeki birleşmede de, hem infisah eden ortaklıkların birleşme kararlarının tescil ve ilanı hem de birleşen ortaklıkların birleşme sözleşmesini tasdik eden kararlarıyla tamamlanan yeni ortaklığın esas sözleşmesi tescil ve ilan olunur (TK. m. 452/2-b.3).

Anonim ortaklığın devralınması için ise, ticaret sicili nezdinde bir işlem yapılması, kural olarak, zaruri değildir. Örneğin -en sık görülen- pay devri yoluyla ortaklığın kontrolünün elde edilmesi usulünde, devralan kişinin pay defterine kaydının dışında, durumun ticaret sicili nezdinde tescili ve TTSG ile ilanı söz konusu değildir¹⁹⁷. Çıplak ve nama yazılı paylarda dahi, ticaret siciline yapılacak tescil, pay devri prosedürüne dâhil değildir. Bununla birlikte esas sözleşme değişikliği suretiyle kontrol devri gerçekleştirilecek ise, söz konusu değişikliğin yürürlüğe girmesi tescile (ve ilana) bağlıdır.

Öte yandan sermaye piyasası mevzuatında, anonim ortaklığın devri/devralınması işlemlerine ilişkin olarak özel kamuyu aydınlatma yükümlülüğü getirilmiştir¹⁹⁸. Bu yükümlülük, halka açık anonim ortaklıkların taraf olduğu birleşme işlemlerinde de uygulama alanı bulacaktır¹⁹⁹.

¹⁹⁷ Öte yandan uygulamada bazı durumlarda, hedef ortaklık esas sözleşmesinin –bulunması hâlinde- ortakları gösteren maddesinin pay devrinin ardından değiştirildiğine ve sözleşmesinin bu son şeklinin tescil ve ilan edildiğine rastlanılmaktadır. Önemle belirteyim ki, pay devrinin gerçekleşmesi bakımından bu tür bir işlem yapılması gerekmemektedir. Esas sözleşme bu şekilde değiştirilecek ise de, standart esas sözleşme değişikliği prosedürünün izlenmesi zorunluluğu yoktur. Pay devri ile birlikte zaten esas sözleşmenin ilgili maddesi “değişmiş” kabul edilebilir. Karş. DOMANIÇ, **Şerh II**, s. 941.

¹⁹⁸ İnc. aş. Üçüncü Bölüm/IV/A.

¹⁹⁹ Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü anonim ortaklıkların birleşmesinde de uygulama alanı bulan bir kurumdur. Bkz. SerPK. m. 16/A, Seri: I, No: 31 sayılı Tebliğ m. 12, Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ m. 5/c-6, 14; 5/h-3.

10) Birleşmede karşılık, devralan veya yeni kurulan ortaklığın paylarıdır²⁰⁰ ve bu karşılık, birleşme sonucunda infisah eden ortaklığın pay sahiplerine verilir. Söz konusu pay sahipleri, infisah eden ortaklıktaki mali ve yönetsel ortaksal haklarını yani pay sahipliklerini yitirmekte, ancak karşılığında başka bir ortaklıkta gene pay sahipliği elde etmektedirler. Birleşmedeki karşılığın pay sahiplerine verilmesi, esasında ekonomik mülkiyet anlayışının sonucudur. Zira devralan veya yeni kurulan ortaklığın külli halefiyet ilkesi çerçevesinde elde ettiği mal varlığının ekonomik maliki, infisah eden ortaklık tüzel kişiliğinin pay sahipleridir.

Birleşme sonucunda hukuki varlığını sürdüren ortaklığın ne miktarda paylarının, infisah eden ortaklığın pay sahiplerine verileceği birleşmeye taraf ortaklıkların mal varlıklarının ekonomik değerlemesi yapılmak suretiyle belirlenir. Böylelikle bir değiş-tokuş ölçüsü/değiştirme primi tespit edilir ve bu ölçüye göre her bir pay sahibine devralan veya yeni kurulan ortaklık paylarının mülkiyeti verilir. Bu şekilde infisah eden ortaklığın/ortaklıkların pay sahipleri, birleşmenin gerçekleşmesi ile geride kalan ortaklığın, ipso iure, pay sahibi hâline geldikleri için “pay sahibi” sıfatını ara vermeksizin sürdürürler. Buna “pay sahipliğinin devamlılığı ilkesi” adı verilir²⁰¹.

Anonim ortaklığın devralınmasında ise, ortaklığın devralınmasına karşı gelen edim belli bir miktar nakit olabileceği gibi, başka bir ortaklığın payları veya her ikisi birden olabilir. Bu paylar, bizzat devralan ortaklığın²⁰² veya başka bir anonim ortaklığın olabilir. Karşı edimin nakit olduğu bir işlemin, birleşme olması mümkün değildir.

Anonim ortaklığın devralınmasında karşı edimin alacaklısı, kural olarak, ortaklığın içindeki kontrol sahibidir. Kontrol devredildiği için, kontrolün sahibi karşı edimin lehdarı olacaktır. Burada birleşme ile kısmi bir benzerlik söz konusudur. Zira

²⁰⁰ Karş. Tasarı m. 140/2, 141.

²⁰¹ TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 144; YASAMAN, **Birleşme**, s. 32.

²⁰² Hedef ortaklık “controller”ına, devir bedelinin, devralan ortaklığın kendi hisse senetleri şeklinde ödenmesi durumunda ortaya çıkan sonuç, hedef ortaklığın tüzel kişiliğinin sona ermemesi ve hukuki bağımsızlığını sürdürmesi ile mal varlığı devri bulunmaması dışında, “birleşme” ile örtüşmektedir. Bu durum, “hisse değişimi” yöntemi ile gerçekleştirilen anonim ortaklığın devralınması hâlidir ve “birleşme” kavramını içerir tanımlamalara da tabi tutulmaktadır. Bkz. yuk. İkinci Bölüm/dpn. 155. Bu durumda birleşme ile anonim ortaklığın devralınması kurumları, devir karşılığının çeşidi anlamında özdeştir.

birleşmede de karşı edimin sahibi, ortaklık içindeki pay sahipleri yığını olmaktadır. Tam mülkiyete dayalı kontrol ihtimalinde birleşme ve anonim ortaklığın devralınmasındaki devir konusunun karşılığında ödenen bedelin alacaklısı, aynı kişiler olmaktadır. Kontrolün yabancılaşmadığı yani pay sahibi kontrolünün bulunduğu her hâlde, karşı edimden yararlananların sayısı ve oranı azalmakla beraber, gene bir benzerlik söz konusudur. Birleşmede karşı edimin tüm pay sahiplerine verilmesi lazımdır. Anonim ortaklığın devralınmasında ise sadece kontrol sahibi bu edimden yararlanmaktadır²⁰³. Karşı edim muhatapları açısından söz konusu olan bu benzerlik, ekonomik mülkiyet anlayışının bir sonucudur. Zira ekonomik açıdan, birleşmede de anonim ortaklığın devralınmasında da, esasında devredilen aynı şeydir; ortaklık mal varlığından yararlanma yetkisi/gücü.

11) Yukarıda da belirtildiği üzere, birleşme, birleşecek ortaklıkların genel kurul kararına duyulan ihtiyaç sebebiyle bir “pay sahipleri tasarrufu/işlemi”dur. Birleşme kararının hukuka aykırı olması mümkündür. Birleşme işlemine taraf anonim ortaklıkların pay sahipleri, genel hükümler kapsamında birleşme kararının yokluğunun veya butlanının tespitini talep edebilecekleri gibi, TK. m. 381 prosedürü içinde kanuna, esas sözleşmeye veya dürüstlük kurallarına aykırılık sebebiyle birleşme kararının iptalini de talep edebilirler. Ortaklığın ve/veya doğrudan kendilerinin birleşme sebebiyle zarara uğradıklarını iddia eden pay sahiplerinin belirlenen değiş-tokuş ölçüsüne itiraz etme imkânları olduğu gibi, TK. m. 336 vd. uyarınca yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu yoluna başvurmaları da mümkündür.

Anonim ortaklığın devralınması ise, bir pay sahipleri tasarrufu olmayıp, genel kurul kararının iptali yoluna ancak, devralma yöntemi olarak bir esas sözleşme değişikliğinin yapılmasında başvurulabilecektir. Devre konu ortaklığın yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu, ancak pay defterine kaydedilmemesi gereken bir kişinin kaydedilmesi ve böylelikle ortaklığın kontrol sahibinin değişmesi hâlinde söz konusu olabilir. Zira pay defterinin gerçeğe ve usulüne uygun olarak tutulması,

²⁰³ Anonim ortaklığın devralınmasının sonuçları bahsinde incelenen, çağrıda bulunma zorunluluğu, vb. pay sahipleri arasındaki fırsat eşitliğinin sağlanması anlayışına dayalı sonuçlar, işte bu dengesizliğin giderilmesi amacına yöneliktir. Yani bu sonuçlar da, esasında ekonomik mülkiyetin, hukuki düzleme yansıtılması çabasıdır.

yönetim kurulunun sorumluluğu altındadır. Bu hâllerde yönetim kurulu üyelerinin bazı pay sahiplerine (gerçekte kontrol sahibi olması gereken) verdikleri doğrudan zarardan bahsedilebilir²⁰⁴.

12) Birleşmede, devrolunan veya yeni kurulan ortaklık çatısı altında birleşen anonim ortaklıklar, tasfiye aşamasına geçmeden sona erdikleri, yapılan işlemler sonucunda ticaret sicilindeki kayıtları terkin edilerek tüzel kişiliklerini yitirdikleri için, anonim ortaklık modeline hâkim olan tüzel kişilik ve sınırlı sorumluluk ilkeleri karşısında, söz konusu ortaklıkların alacaklılarının birleşme işlemi sonucunda zarara uğramaları ihtimali ortaya çıkar. Bu yüzden de öngörülen kurallarla alacaklıların korunması yoluna gidilmiştir.

Öncelikle devralan veya yeni kurulan anonim ortaklığın yönetim kurulu, dağılan ortaklığın alacaklılarını tasfiye hakkındaki hükümlere (TK. m. 445) göre alacaklarını bildirmeye çağırır (TK. m. 451/b.1). Vadesi gelen alacaklar ödenir, vadesi gelmeyenler ve ihtilafli olanlar güvenceye bağlanır. Alacaklıların diğer bir yönden korunması da, infisah eden ortaklığın mal varlığının, bu ortaklığın mevcudunun pay sahiplerine dağıtılmasının caiz olduğu ana²⁰⁵ kadar ayrı yönetilmesidir (TK. m. 451/b.2, 6)²⁰⁶. Ayrı idareye tabi olan mallar, infisah eden ortaklığın malları sayılır; devralan veya yeni kurulan ortaklık bu süre içerisinde iflâs ederse bu mallar, ayrı bir masa teşkil eder ve sadece infisah eden ortaklığın borçlarının ödenmesi için kullanılır (TK. m. 451/b.5)²⁰⁷. Bunların yanında

²⁰⁴ Öte yandan pay sahiplerini koruyucu esas düzenleme, sermaye piyasası mevzuatında halka açık anonim ortaklıklara yönelik olarak getirilmiş ve halka açık bir anonim ortaklığın kontrolünün elde edilmesi hâlinde, devralana geri kalan tüm pay sahiplerine paylarını satın almak üzere çağrıda bulunma zorunluluğu öngörülmüştür (SerPK. m. 22/i, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17). Bu konuda inc. aş. Üçüncü Bölüm/IV/B.

²⁰⁵ Üçüncü ilandan sonra bir yıl geçmesi ile borçların tediye veya temini ve TST. m. 80-81'e uygun olarak bu durumun ispatı.

²⁰⁶ Devralan veya yeni kurulan anonim ortaklığın yönetim kurulu üyeleri, alacaklılara karşı mal varlığının ayrı yönetilmesini temin hususunda şahsen ve müteselsilen sorumludurlar (TK. m. 451/b.3).

²⁰⁷ Dağılan ortaklığın mal varlığı; alacaklıların hakları ödeninceye veya temin edilinceye ya da alacaklılar, BK. m. 173-177 çerçevesinde borcun nakline muvafakat beyanında bulununcaya kadar (alacaklıların borçlu olarak devralan veya yeni kurulan ortaklığı kabul etmeleri, bu ortaklıkları güvence vermek ve mal varlığını ayrı yönetmek yükümlülüklerinden kurtarır) devralan veya yeni kurulan ortaklık tarafından ayrı olarak idare edilmesi ve bu mal varlığının alacaklıların haklarına hasredilmesi sebeplerine binaen, ticaret ortaklıklarının birleşmesi hususundaki genel hüküm olan TK. m. 150'nin aksine, anonim ortaklıkların birleşmesinde alacaklılara mahkemeye başvurarak birleşmeye itiraz hakkı tanınmamıştır. DOMANIÇ, **Şerh II**,

alacaklıları koruyan bir başka düzenleme de, birleşmeye katılan ortaklıkların unvanlarının ticaret sicilinden ancak borçların ödenmesi veya teminat altına alınmasından sonra silinebileceği ve durumun ilan olunabileceğidir (TK. m. 451/b.7).

Anonim ortaklığın devralınmasında ise, devre konu anonim ortaklığın tüzel kişilik yapılanmasında ve mal varlığında bir değişiklik, en azından azalma söz konusu olmadığı için, şirket alacaklılarının bu işlem sebebiyle özel bir zarara uğrama ihtimalleri yoktur. Dolayısıyla alacaklıların devralmaya itiraz etme hakları da bulunmamaktadır. Alacaklılar, zaten ortaklık tüzel kişiliğinden olan alacakları için, kural olarak, kontrol sahibine başvuramayacakları için, kontrol sahibinin değişmesi onların durumuna etki etmez. Bununla birlikte üçüncü kişilerin, ortaklığın kontrol sahibinin yapısına ve kimliğine, bu bağlamda ortaklığın dâhil olduğu gruba güvenmiş olmalarından ötürü ortaklık tüzel kişiliği ile hukuki ilişkiye girmiş olmaları ve ortaklığa kredi açmış, mal satmış veya başka bir hizmette bulunmuş olmaları olasıdır. İşte bu şekilde kontrol sahibinin kimliğine güvene bir hukuki sonuç bağlanıp bağlanmaması, aşağı yukarı aynı esasa dayalı olan ve pay sahiplerini koruyan çağrıda bulunma zorunluluğuna benzer bir özel müessesenin oluşturulup oluşturulmaması tartışmaya açık bir konudur²⁰⁸. Özellikle halka açık ve hisse senetleri de borsada işlem gören anonim ortaklıklar açısından, kontrolden uzak, yatırımcı niteliğindeki pay sahipleri ile şirket alacaklıları arasında önemli bir fark yoktur. Ortaklık tüzel kişiliği ile kurdukları ilişki açısından ikisi de pasif ve güvenen konumundadırlar. Üstelik borsada satış aracılığıyla likide dönme açısından avantajlı olan tarafa çağrıda bulunma zorunluluğu benzeri bir koruyucu mekanizmanın öngörülmesine karşın, diğerinin bu açıdan korumasız bırakılması tutarlı/adil değildir²⁰⁹.

s. 1509; Gönen ERİŞ, **Açıklamalı-İçtihatlı En Son Değişikliklerle Birlikte Türk Ticaret Kanunu**, 3 c., C. I: Ticari İşletme ve Ticaret Şirketleri, 3. Bası, Ankara, Seçkin yay., 2004, s. 1374-dpn. 1; Hikmet Sami TÜRK, **Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesinde “Nevilerin Aynı Olması” Koşulu**, Ankara, BTHAE yay., 1986, s. 208 vd.; YASAMAN, **Birleşme**, s. 98-99. K.g. ARSLANLI, **C. II**, s. 262; TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 161.

²⁰⁸ Tasarı'nın 209. maddesinde grup şirketler açısından çatı ortaklığa getirilen itibar sorumluluğunun, ortaklığın devri durumunda, belirli bir süre ile de sınırlı olsa, devam etmesi öngörülebilir.

²⁰⁹ Biz, çağrıda bulunma zorunluluğu kurumunun varlık sebebine katılmamaktayız. Bkz. aş. Üçüncü Bölüm/IV/B/2. Bununla birlikte bir hukuk sisteminde bu zorunluluktan yararlanma imkânı, kontrol değişikliklerine yönelik olarak, azınlık pay sahiplerine tanınıyor ise, benzer durumdaki alacaklılara da bazı koruyucu haklar getirilmesi ile tutarlılık sağlanabilecektir.

Alacaklılar bakımından vurgulanması gereken bir diğer konu da, anonim ortaklığın devralınmasında, devralanın veya devredenin alacaklılarının da, devre müdahale hakkını haiz olmadıklarıdır. Taraflardan birinin anonim ortaklık olması ve devrin devreden veya devralan ortaklık açısından zarar doğurması ihtimalinde, TK. m. 336 vd. hükümlerine göre, devir işlemini gerçekleştiren yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu yoluna gidilebilir.

C. Mal Varlığının / Ticari İşletmenin Devri

Özel bir mal varlığı olan ticari işletmenin bir bütün olarak yani içerisine dâhil olan tüm aktif ve pasifler ile birlikte devir, rehin, hasılat kirası, intifa, sigorta, bir ticaret ortaklığına sermaye olarak konulma gibi çeşitli hukuki işlemlere/sözleşmelere konu olabileceği hususunun üzerinde daha önce durulmuştu. Bu hukuki işlemler arasında, uygulama sıklığı ve anonim ortaklığın devri ile olan bağlantısı sebebiyle “ticari işletmenin devri” öne çıkmaktadır.

Ticari işletmenin devri; taraflar arasındaki borçlandırııcı sözleşme, bu sözleşmeden doğan borçların ifası ve bunun alacaklılara ihbarını içine alan bir hukuki işlemdir. Ticari işletmeyi devir borcu doğuran işlem; satım, trampa, bağışlama, ölünceye kada bakma gibi bir sözleşme olabileceği gibi, aleni mükâfat vaadi gibi tek taraflı bir hukuki işlem de olabilir. Ancak bir anonim ortaklığın sahibi olduğu ticari işletmenin devrinde, devir borcu doğuran işlem, hemen daima satım veya bazen de sermaye taahhüdü ya da trampa sözleşmesi olabilecektir.

Burada anonim ortaklığa ticari işletmenin mülkiyeti, bütünlük arz etmeyen bir mal varlığı unsuru gibi, ivazlı olarak, bir üçüncü kişiye devredilmektedir. Bir satım sözleşmesi yapılmakta ve bu sözleşmenin konusunu yani satılan malı, ortaklığa ait ticari işletme bütünü teşkil etmektedir. Anonim ortaklık ise, karşı edim olarak belli bir miktar nakit veya nakdi bir değeri olan hisse senedi gibi başka bir mal varlığı unsuru elde etmektedir. Satım konusu olan işletmenin maliki anonim ortaklık tüzel kişiliğidir ve bunun sonucu olarak hem devir/satım sözleşmesinin tarafı hem de karşı edim alacaklısı bizzat anonim ortaklıktır.

Bu işlem sonucunda anonim ortaklık kural olarak infisah etmemekte, tasfiyeye tabi tutulmamakta ve tüzel kişiliğini de yitirmemektedir. Ayrıca işletmesini devreden

ortaklığın pay sahipleri de, bu işlemde ötürü doğrudan bir etkiye maruz kalmamakta; yarar görmemekte veya zarara uğramamaktadırlar. Zira pay sahiplerinin ellerindeki mal varlığı değerleri olan şirket payları işlemin konusunu teşkil etmediği gibi, karşı edimin varlığı sebebiyle ortaklığın mal varlığı toplamında ve değerinde de bir değişiklik olmamakta; sonuçta en azından teorik açıdan, payların değeri de sabit kalmaktadır.

Devredilen ticari işletmenin, anonim ortaklığın toplam mal varlığını oluşturması hâlinde, yapılan işlem “mal varlığının devri” niteliğini alacak, BK. m. 179’da düzenlenen dış münasebet açısından bir farklılık olmamakla birlikte, devir kararını alan anonim ortaklık işleyişi içerisinde farklı bir prosedürün izlenmesi gerekebilecektir. Bunun gibi devredilen ticari işletme olmaksızın, geri kalan mal varlığı unsurları ve kaim değer ile iştiğal konusu dâhilinde ticari faaliyet yapılamayacak olması hâlinde de, ortaklık içi ilişkide farklı prosedürün uygulanması söz konusu olabilecektir²¹⁰.

Bir gerçek veya tüzel kişinin para ile ölçülebilen yani mali/ekonomik değeri bulunan hak ve borçlarının bütününe şeklinde tanımladığımız²¹¹ ve anonim ortaklığı oluşturan üç unsurdan biri olan mal varlığının bir bütün olarak devir işlemine konu edilmesi mümkündür. Mal varlığının devri ile birlikte tıpkı devralma suretiyle birleşmede olduğu gibi devreden/devrolunan ortaklığa ait mal varlığı bütününe oluşturan unsurların hukuki sahibi değişmekte ve bu mal varlığı, devralanın mal varlığı ile bir araya gelmektedir. Mal varlığının devrinin her iki tarafının da bir anonim ortaklık olması hâlinde mal varlığı bütünleşmesi açısından oluşan ekonomik sonuç, “birleşme”ye özdeştir; ancak en azından devir işlemi açısından devreden ortaklık tüzel kişiliğini kaybetmemekte, isteği doğrultusunda yapacağı bazı değişiklikler ile faaliyetine devam edebilmektedir. Dolayısıyla mal varlığı ve bu kapsamda işletmenin maddi varlığı boyutu açısından gerçekleşen birleşme, kişiler bakımından gerçekleşmemekte, her iki taraf anonim ortaklık kendi pay sahipleri ve

²¹⁰ Bkz. aş. İkinci Bölüm/III/C.

²¹¹ Bkz. yuk. İkinci Bölüm/I/A.

tüzel kişiliklerini muhafaza ederek hukuk hayatında kalmaya devam edebilmektedirler²¹².

Belirtelim ki, ticari işletmenin devri ile mal varlığının devrinin BK. m. 179'da aynı hükümde ve aynı şekilde düzenlenmiş olması sebebiyle, beraber ele alınmaları mümkündür.

Bir anonim ortaklığın kendisine ait mal varlığını devretmesi (asset sale) ile anonim ortaklığın devralınması ve bunun içinde özellikle ortaklık hisselerinin devredilmesi (share sale) karşılaştırıldığında her iki işlem ile oluşan ekonomik sonucun özdeş olduğu görülmektedir. Zira bir ortaklığa ait menkuller, gayrimenkuller, fikri mülkiyet hakları, müşteri çevresi, borçlar, vb. mal varlığı unsurlarından ekonomik açıdan faydalanma yani bunların sahipliği; mal varlığı devrinde doğrudan, anonim ortaklığın/hisse devrinde ise arada hukuki sahip olarak bir tüzel kişilik olması sebebiyle dolaylı yoldan el değiştirmektedir. Burada anonim ortaklığın tüzel kişiliğinde ve hukuki yapısında değişiklik olmamakta, ancak hukukten satım konuları farklı iki satım sözleşmesi ile özdeş ekonomik sonuçlara²¹³ ulaşılmaktadır. Bu ekonomik sonuç özdeşliği, her iki işlemin görüşme aşamasında da aynı işlemlerin yapılmasını, ortaklığın mal varlığı yapısının ayrıntılı olarak hukuki, finansal ve ekonomik incelemeye tabi tutulmasını (due diligence benzerliği) ve değerlendirme (valuation) yapılmasını gerektirmektedir²¹⁴. Zaten genellikle alıcının

²¹² Devralanın da bir anonim ortaklık olması hâlinde, devre konu mal varlığının/ticari işletmenin karşılığında devreden anonim ortaklığa devralanın payları verilmiş ve devreden ortaklık işlemin akabinde TK. m. 434/b.2 kapsamında infisah etmiş ise ortaya, aşamalı olarak da olsa, birleşmeye benzer bir durum çıkacaktır. Bu ihtimalde tasfiyeye girecek olan devreden ortaklığın aktifinde bulunan devralan payları devreden şirketin pay sahiplerine dağıtılacak ve sonuçta hem iki ortaklığın mal varlıkları devralan ortaklık nezdinde bir araya gelmiş olacak hem işleme taraf ortaklıklardan biri hukuk hayatından çıkacak yani tüzel kişiliğini kaybedecek hem de devralan ortaklığın paylarının devreden pay sahiplerine ait olması sebebiyle şahıs birleşmesi/pay sahipliğinin devamı da sağlanmış olacaktır. Ancak iktisadi ve/veya hukuki sonuç benzerliği, işlemin yürütülmesi aşamasının yani prosedürel işlemlerin de aynı olması sonucunu doğurmaz.

²¹³ Bu sonuç, bir anonim ortaklığa ait mal varlığı bütünü kontrolüdür.

²¹⁴ Gerçekten de gerek birleşme gerek de işletme veya anonim ortaklık devralma işlemlerinin başarıyla gerçekleştirilmesinin, ne bir sanat ne de bir bilim olmayıp, bunlar yerine bir "süreç (process)" olduğu tespiti, bu işlemlerdeki uzun görüşme ve özellikle due diligence aşamalarına işaret etmektedir. ROMANEC/KRUS, **Mergers and Acquisitions**, s. 6. Karşılıklı görüşmeye dayalı devralmalarda, ön görüşme aşamasını takiben, sözleşme görüşmelerine geçilir, sözleşmelerin imzalanmasının ve gerekli resmi izinlerin alınmasından sonra ifa/kapanış işlemleri ile süreç tamamlanır. Ön görüşme safhasında alıcının, devre konu mal varlığı değeri olan anonim ortaklık ya da onun işletmesi hakkında yeterli bilgi sahibi olabilmek ve ortaklığın mali, operasyonel, hukuki durumunu ve risklerini tespit için inceleme yapar. İşte satıcının alıcıya

hangi yolu tercih edeceği yani anonim ortaklığı mı yoksa mal varlığını/işletmeyi mi devralacağı bu ön hazırlık aşamasındaki incelemeler sonucunda belirlenmektedir.

Ekonomik sonuç yaklaşımı rekabet hukukunda bir teşebbüsün (konumuz açısından anonim ortaklığın) hem mal varlığının hem (tamamen veya kısmen) ortaklık paylarının hem de yönetiminde hak sahibi olunmasını sağlayan araçların iktisabı, “devralma”dır (RKK. m. 7)²¹⁵. Bir anonim ortaklığın devralınması da, onun mal varlığının ya da işletmesinin devralınması da, aynı kavramın farklı uygulanma araçları olarak kabul edilmekte, dolayısıyla aynı hükümlere ve sonuçlara bağlanmaktadır.

Anonim ortaklığın devri de mal varlığının/ticari işletmenin devri de, ulaşılan sonucu ifade etmekte ve işlemler serisi sonucunda ortaya çıkan durumu göstermektedir. Mal varlığının/işletmenin devrinde, borçlandırıcı işlem niteliğindeki devir sözleşmesinin ardından mal varlığına/işletmeye dâhil olan aktif unsurların mülkiyetinin kendi özel kuralları uyarınca işlemin karşı tarafına intikal etmesi ile mal varlığı/işletme devri tamamlanmış olur. Anonim ortaklığın devrinde de, genellikle yazılı olarak yapılan ancak yazılılığın geçerlik şartı olmadığı²¹⁶ taraflar arasındaki

sunduğu imkânlar dâhilinde yapılan bu inceleme aşamasına, uluslararası literatürde “due diligence” adı verilir. Due diligence süreci, satıcının dokümanları, sözleşmesel ilişkileri, işletmesel geçmiş ve organizasyon yapısı hakkında hukuki, finansal ve stratejik incelemeyi içerir. Due diligence, aynı zamanda devir konusunu cazip kılan faktörlerin gerçeği yansıtip yansıtmadığı hususundaki bir “gerçeklik testi” niteliğindedir. Due diligence sonrasında alıcı, devre konu ortaklığın özelliklerini ayrıntısı ile öğrenerek, hem devralıp devralmama hem devralma yöntemi hem de fiyat konusundaki nihai kararını verir ve sözleşme görüşmeleri bu doğrultuda devam eder. Due diligence, alıcının potansiyel devir konusu hakkında layıkıyla bilgilendirilmesini ve gerçekten neyi aldığını anlamasını sağlar. İnc. FRANKEL, **Mergers and Acquisitions Basics**, s. 153 vd.; ROMANEC/KRUS, **Mergers and Acquisitions**, s. 100, İsmail G. ESİN/S. Tunç LOKMANHEKİM, **Uygulamada Birleşme ve Devralmalar**, İstanbul, Beta yay., 2003, 15 vd.; Michael

²¹⁵ Aynı yönde bkz. “devralma” sayılan durumların gösterildiği (bu tespit için bkz. GÜVEN, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 115) ve Rekabet Kurulu tarafından yayınlanan 1997/1 sayılı Tebliğ m. 2/b.

²¹⁶ Mal varlığının/ticari işletmenin devrinde de söz konusu borçlandırıcı işlem aşamasının geçerliliği, kural olarak herhangi bir yazılılık şartına bağlı değildir. Ancak buradaki borçlandırıcı işlem ile anonim ortaklığın kontrolünden farklı olarak, ortaklığa ait münferit mal varlığı unsurlarının mülkiyetinin devredilmesi taahhüt edildiği için, devir taahhüdü de özel şekle bağlı olan taşınmaz (MK. m. 706), motorlu taşıt araçları (KTK. m. 20/1-b, d), telif hakları (FSEK. m. 52) gibi aktiflerin devri borcunun geçerli biçimde doğması ilgili yasal düzenlemedeki geçerlik şartına uyulmasına bağlıdır. Bununla birlikte anonim ortaklık kontrolünün fiilen devri hemen daima özel bir şekli işlemi gerektirmekle beraber, buradaki devir taahhüdü aşaması özel bir şekil kuralına tabi değildir.

borçlandırıcı muameleyi takiben seçilen devir şekline göre gerekli tasarruflı işlemin örneğin payların mülkiyetini geçiren ciro + teslimin yapılması ve pay defterine yapılan kayıtla anonim ortaklık devralınmış olmaktadır.

Bununla birlikte anonim ortaklığın devralınmasına, mal varlığı/işletme devrini düzenleyen BK. m. 179 hükmünün uygulanması mümkün değildir²¹⁷. Zira anılan hüküm, hem alacaklıların haklarının devir yapılmamış gibi elde edebilmelerinin sağlanması, böylelikle devir sebebiyle zarar görmelerinin önlenmesi hem de borçların naklinin kolaylaştırılması amacına yöneliktir. Hâlbuki anonim ortaklığın devralınması işleminde, hedef ortaklığın mal varlığı içindeki alacaklar ve borçlar işleme konu edilmemektedir. Kaldı ki, daha da önemlisi, anonim ortaklığın devralınmasında, ne devralanın, ne devredenin, ne de hedef ortaklığın mal varlığı/işletmesi devredilmektedir. Yeniden yapılandırma bağlamında, konumuzu oluşturan devralmada sadece kontrol sahipliği el değiştirmektedir; yoksa mal varlığı devri²¹⁸ veya mal varlıklarının birleşmesi söz konusu olmamaktadır²¹⁹. Dolayısıyla anonim ortaklığın devrinde, bir işletme veya mal varlığı devredilmemektedir ki, BK.

Öte yandan hem mal varlığı/işletme devri hem de anonim ortaklığın devri açısından geçerli olmak üzere belirtelim ki, devir borcunu doğuran hukuki işlemin niteliğinden ötürü bir resmî veya adi yazılılık şartı gündeme gelebilir. Devir borcunu doğuran işlem, satım veya trampa dışında, örneğin bağışlama veya ölünceye kadar bakma sözleşmesi ise, bunun, BK. m. 238 veya BK. m. 512 kapsamında sırası ile adi ve resmî yazılı şekle uygun olarak düzenlenmesi şarttır.

²¹⁷ *Arıcı*, bir anonim ortaklığın paylarının devrinin, işletme mal varlığı ile bunun sahibi arasında bir değişiklik yaratmayacağını; devralanın pay devri ile birlikte ortaklığa hâkim olmasının bunu değiştirmeyeceğini, bu hâlde BK. m. 179'un -kesinlikle- uygulanmayacağını belirttikten ve ticari işletmenin devri ile ortaklık haklarının devri arasındaki nitelik farkına değindikten sonra, ticari işletmenin devrinin ortaklıklar hukuku alanında da uygulanması mümkün bir reorganizasyon (yeniden yapılandırma) modeli olduğunu söylemektedir. **ARICI, Ticari İşletmenin Devri**, s. 43. Belirtelim ki, işletme devri ile anonim ortaklıklar hukuku arasındaki bağlantı, işletmeyi devralanın (veya devredenin) bir anonim ortaklık olması hâline yönelik olup, sonuçta uygulanan kurallar, işletme devrine has düzenlemelerdir. Yoksa işletme devri, anonim ortaklıklara özgü bir yapılanma modeli değildir. "İşletme devri" ile "anonim ortaklığın -tüzel kişilik ve ortaklık olarak- kontrolünün devri", hukuken tamamen farklı kurumlar olup, hem süreç hem de sonuçlar itibarıyla ayrıdır.

²¹⁸ Devralan, bir aktif kalemi olduğunu belirttiğimiz "kontrol"e sahip olmakta ve devreden veya kaybeden, söz konusu aktifin mülkiyetini yitirmektedir. Bu işlemde hedef anonim ortaklığın mal varlığı devre konu edilmemekte, dolayısıyla bir mal varlığı bütünüünün devri söz konusu olmadığı için, bu işlem "yeniden yapılandırma" da teşkil etmemektedir.

²¹⁹ *Yasaman*, anonim ortaklık pay devri açısından konuya yaklaşmakta ve anonim ortaklığın (çoğunluk veya bütün) paylarının devrinin BK. m. 179 ile ilgisinin olmadığını, pay devrinin, pay sahipliğinde değişiklik yarattığını, yoksa pay ile birlikte mal varlığının devredilmiş olmadığını belirtmektedir. **YASAMAN, Birleşme**, s. 17/dpn. 49.

m. 179'un uygulanması ihtimali olsun²²⁰. Bu işlemde ne şirket alacaklılarının özel bir sistem ile korunması ne de özel bir borç nakli sisteminin kurulması gerekmektedir. Devre konu yapılan anonim ortaklığın alacaklıların güvencelerini, sadece şirket mal varlığı oluşturmaktadır ve devrin ardından hukuken bu mal varlığının sahibi değişmediği gibi, mal varlığı toplamının azalması da söz konusu olmamaktadır^{221 222}. Anonim ortaklıktaki kontrol; hukuken, ne bir işletme ne de mal varlığı bütünüdür.

Anonim ortaklığa ait ticari işletmenin/mal varlığının devri ile anonim ortaklığın devri/devralınması arasındaki farkları şu şekilde ortaya koyabiliriz:

1) Ticari işletmenin devri işleminin konusu bir mal varlığı bütünü olan işletmedir. Mal varlığının devrinde de, ortaklığa ait mal varlığı bir bütün olarak devir sözleşmesine konu edilmektedir. Bunun gibi yukarıda incelenen birleşmede de anonim ortaklıkların işletmeleri/mal varlıkları bir bütün olarak işleme konu olmaktadır. Zaten birleşme; devir suretiyle birleşmede devrolunan, yeni kuruluş yönteminde de her iki anonim ortaklığın tüzel kişiliğini kaybettiği mal varlığı devridir.

Yapılacak işletme devri sözleşmesinin aktiflerin yanı sıra, pasifleri de kapsamına alması lazımdır²²³. Sadece aktiflerin devrini öngören bir sözleşme, BK. m. 179 karşısında devralanı, pasifler/borçlar sebebiyle de üçüncü kişi alacaklılara karşı sorumlu hâle getirecektir; tabii ki devreden ile devralan iç ilişkide devir şartlarını diledikleri şekilde düzenleyebilirler²²⁴.

²²⁰ Alman ve İsviçre hukuk doktrinlerinde, söz konusu iki işlem arasındaki -bizim de andığımız- ekonomik sonuç benzerliğinden/özdeşliğinden hareketle, pay satışı ile işletme satımını hukuken de özdeş kılan yorumlar için bkz. ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 43/dpn. 178-179. İngiliz hukukunda da, "takeover" kavramının -en azından geniş anlamının- her iki işlemi (pay ve işletme devrini) de kapsadığını hatırlatalım. Bkz. yuk. İkinci Bölüm/I/B/1.

²²¹ Bkz. ACEMOĞLU, **Devir**, s. 70-71. Anonim ortaklığın devralınmasında, hedef ortaklık alacaklıların konumu için ayrıca bkz. yuk. İkinci Bölüm/III/B.

²²² İsviçre Federal Mahkemesi de, vermiş olduğu bir kararda; "...Anonim bir şirkette hissedar ve idareciler, onun gayri şahsi mahiyeti icabı her zaman değişebilir. Alacaklı, bu değişikliği, önceden hesaba katmalıdır..." demektedir. Karar için bkz. ACEMOĞLU, **Devir**, s. 71.

²²³ Bu konudaki görüşler ve hâkim fikrin eleştirisi için bkz. ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 75 vd., özellikle 79-81, 140 vd.

²²⁴ Hem birleşmede hem de mal varlığının devrinde, devreden anonim ortaklık mal varlığının tümünü devretmektedir. Mal varlığı unsurlarının bir kısmının kapsam dışında bırakılması mümkün değildir. Bununla birlikte ticari işletmenin devrinde, devreden mal varlığının tümünün devri gereksizdir bütünlük arz eden bir mal varlığı parçası, BK. m. 179 sistemi içinde devredilebilmektedir. Bunun gibi işletmeye dâhil olan aktif kalemlerinden bazılarının da

Bununla birlikte anonim ortaklığın devralınmasında işlemin konusu, tüzel kişilik yapılanması içinde ortaklığın kontrolüdür. Ortaklığın mal varlığı değerlerinin sahibi değişmemekte, hatta sermaye artırımı yoluyla yapılan anonim ortaklığın devri bir tarafa bırakılırsa, anonim ortaklığın mal varlığı işlemde dolayı hiçbir hukuki etkiye maruz kalmamaktadır. Sadece bu mal varlığının ekonomik sahipliği, hukuki sahibinin “controller”ının değişmesi sebebiyle el değiştirmektedir. Ticari işletmenin devrinde ise, anonim ortaklığın sahip olduğu ticari işletmenin hukuki sahibi, devir sonrasında değişmekte ve devralan, işletmenin/mal varlığının maliki olmaktadır. Yoksa devralanın, devreden ortaklığın kontrolü üzerinde herhangi bir etkisi yoktur.

Anonim ortaklığın devri ile ticari işletmenin/mal varlığının devri arasındaki fark, anonim ortaklığın yukarıda incelenen tüzel kişilik özelliğinden kaynaklanmaktadır. Anonim ortaklığın devri, tüzel kişilik yapılanması içindeki, tüzel kişilik olmasından kaynaklanan özel bir devir hâlidir; buna karşılık diğeri tüzel kişiliğin, tıpkı bir gerçek kişi gibi, taraf olduğu hukuki işlemlerden biridir.

2) Ticari işletmenin devrinde, satım veya trampa niteliğindeki borçlandırıcı işlemin ardından işletmeye dâhil unsurların mülkiyetinin karşı tarafa geçmesi için, cüz’i halefiyet/intikal kuralı kapsamında, her bir mal varlığı unsurunun mülkiyetinin geçişi için gerekli işlemin ayrı ayrı yapılması lazımdır. Borçlar ise bir kül hâlinde devralana geçer²²⁵. Yani külli halefiyet/intikal, ancak pasifler açısından söz konusudur. Anonim ortaklığın devrinde ise, bu tür bir külli veya cüz’i halefiyetten bahsedilemez. Zira devralanın, devraldığı husus ortaklık kontrolüdür. Kontrol de,

devir işleminin dışında bırakılması mümkündür, yeter ki geri kalan aktif ve pasifler ile ticari işletmenin faaliyetine devam edebilmesi mümkün olsun. Anonim ortaklığın devrinde ise, mal varlığı bütünlüğü zaten devre kou edilmediği için bu şekilde bir ayırım yapılmamaktadır. Ancak ortaklık devredilmeden önce, devir işleminden bağımsız bir hukuki işlem ile, hedef ortaklığın mal varlığında bulunan bazı aktif ve/veya pasif unsurların ortaklık dışına çıkarılması mümkündür. Hatta ortaklık içinde bırakılan mal varlığı unsurlarının sadece pasifler olması veya ortaklık varlıklarından en değerli olanların ortaklıktan çıkarılıp, ortaklığın sonradan devredilmesi mümkündür. Bu anlamda ticari işletmenin devrinde söz konusu olan kısıtlamaların burada uygulama kabiliyeti yoktur.

²²⁵ Zaten bu sebeple esasında ticari işletmenin/mal varlığının devri, esasında bağımsız tek bir mülkiyet konusunun devri değildir. BK. m. 179 olmasaydı da, ticari işletmeye dâhil unsurların bir bütün hâlinde satım veya trampa gibi bir borçlandırıcı işleme konu edilmesi mümkün olurdu. Yasal düzenleme, sadece borçların devri ve dolayısıyla borcun nakli kurumu açısından bir özellik taşımaktadır. Zaten maddenin Kanun içindeki sistematik yeri de bu durumu teyit etmektedir. BK. m. 179 sayesinde borçlar alacaklıların rızası olmaksızın tek bir işlemle (devir ardından alacaklılara yapılan ihbar veya ilan) işletmeyi devralana geçmekte, bu arada devreden de iki yıl süreyle müteselsilen borçlu kalmaya devam etmektedir.

mal varlığı veya ticari işletme gibi çeşitli hak ve borçların (aktif ve pasiflerin) bir araya gelerek oluşturdukları bir bütün değildir. Anonim ortaklığın devrinden yani tasarruf işleminin gerçekleşmesinden sonra dahi ortaklığa ait mal varlığının ve işletmenin sahibi değişmez.

Yukarıda da belirtildiği üzere, ekonomik açıdan bakıldığı vakit, anonim ortaklığın devralınmasında da, onun mal varlığının/işletmesinin devralınmasında da, ekonomik sonuç özdeştir. Her iki işlem sonucunda da belli mal varlığı unsurlarına hâkimiyet ve yararlanma hakkı elde edilmektedir. Üstelik mal varlığı/işletme devrinde bu hak doğrudan; anonim ortaklığın devralınmasında ise dolaylı yoldan kazanılmaktadır. Buna rağmen ticari işletmenin/mal varlığının devri yerine, çoğunlukla anonim ortaklığın devrinin tercih edilmesinin en önemli sebeplerinden birisi, anonim ortaklığın devrinde çok sayıda işleme gerek olmaksızın, örneğin sadece ortaklık paylarının devralınması ile (üstelik organizasyona dokunulmaksızın) kontrolün yani yararlanma gücünün kazanılmasıdır. Ticari işletmenin/mal varlığının devrindeki cüz'i intikal sorunu, hukuken, anonim ortaklığın devralınması kurumu ile aşılmıştır. Bir anonim ortaklığın tüm mal varlığının ayrı ayrı yapılacak işlemler ile devralınmasındansa, bu ortaklığın paylarının satın alınması çok daha pratik bir seçenektir²²⁶.

3) Anonim ortaklık, kendisine ait bir ticari işletmeyi herhangi bir yönetim kurulu veya genel kurul kararı olmaksızın dahi devredebilir. Zira bu işlem, genel kurulun münhasır yetkisine girmediği gibi, yönetim kurulunun da bu işlemin ifası için karar alması gerekliliğine yönelik bir yasal düzenleme bulunmamaktadır. Şirketi temsile yetkili kişiler, temsil yetkisi kapsamına girmek şartıyla, bu işlemi gerçekleştirebilirler. Esas sözleşmede bulunacak aksine bir düzenleme de, olsa olsa, iç ilişkide yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu açısından işleve sahip olup, dış ilişkide esas sözleşmeye aykırı olarak yapılan işlemin geçersizliği, TK. m. 321/4 saklı kalmak kaydıyla, işlemin karşı tarafı olan devralana karşı ileri sürülemez.

²²⁶ Üstelik anonim ortaklığın devralınmasında devralan, ortaklık paylarının tümünü değil, kendisine tüzel kişiliğin kontrolü imkânını verecek çoğunluğunu, hatta belki de daha azını satın alarak, ortaklığın tüm mal varlığı unsurlarının, hukuki olmasa da, ekonomik mülkiyetini elde edebilmektedir. Yani ekonomik açıdan özdeş bir sonuca, daha az/düşük bir finansman ve risk ile ulaşılabilmektedir.

Devredilen işletme, ortaklığın tüm mal varlığını teşkil ediyorsa yapılan işlem, mal varlığının devridir. Tüm mal varlığının devri ise, karşı edim nakit ise ortaklığın aktiflerinin/mal varlığının paraya çevrilmesi niteliğinde olduğu için tasfiye hükümlerinin uygulanmasını; karşı edim başka bir ortaklığın hisse senedi ise de ortaklığı bir holding ortaklığı hâline getireceği ve/veya iştigal konusunu değiştireceği için genel kurul kararı alınmasını gerektirmektedir. Unutulmamalıdır ki, gerek tasfiye (TK. m. 434/b.9) ve tasfiye sırasında aktiflerin toptan satışına karar verme (TK. m. 443/2) yetkileri, gerek de iştigal konusu değişikliği genel kurulun münhasır yetkisi dâhilindedir.

Devredilen ticari işletme olmaksızın anonim ortaklık, esas sözleşmesindeki iştigal konusu çerçevesinde faaliyette bulunma imkânını yitirecekse, TK. m. 434/b.2 uyarınca ortaklık maksadının elde edilmesi imkânsız hâle geleceği ve tasfiyenin başlaması gerekeceği için, tıpkı mal varlığı devrinde olduğu gibi anonim ortaklığın ticari işletmesinin devrinin de dış ilişkide geçerliliği, genel kurulun bu yönde bir karar almasına ve tasfiyeye veya iştigal konusu değişikliğine gidilmesine bağlıdır²²⁷.

Bu arada belirtelim ki, mal varlığının devrinin, anonim ortaklığın devri ile örtüşmesi veya onu içine alması da mümkündür. Örneğin mal varlığı içinde (X) anonim ortaklığının çoğunluk paylarının mülkiyet hakkı bulunan (Y) anonim

²²⁷ Bu konuda ayrıntılı bilgi ve değerlendirmeler için bkz. TÜRK, **Nevilerin Aynı Olması Koşulu**, s. 376-377; Ömer TEOMAN, **Yaşayan Ticaret Hukuku**, Hukukî Mütalâalar, C. I, Kitap 9: 1998-1999, İstanbul, Beta yay., 2000, s. 94 vd.; BOYACIOĞLU, **Konzern**, s. 242 vd.; Mehmet Fatih ARICI, "Ticaret Ortaklığınca Avukata Vekâlet (Temsil Yetkisi) Verilmesi ve Bu Vekâlete, Organ Temsilcinin Yetkisinin Sona Ermesinin veya Sınırlanmasının Etkisi", **Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan**, C. I, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2007, s. 149-150; ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 109 vd.

Yarg. 11. HD., 17.01.2000, 8298/19: "...dava konusu satış, Ltd. Şti.nin tek malvarlığı olduğu iddia edilen ve üzerinde fabrika kurulu arsa satışına ilişkin olduğuna göre, dışardan atanan müdürün tek başına temsil yetkisine dayanarak bu taşınmaz ortaklardan birine satması TTK.nun 542. maddesi yollaması ile aynı Kanun'un 321. ve şirketin tüm malvarlığının elden çıkarılması da yine limitet şirketlerde de uygulanması mümkün olan TTK. nun 443/2. maddesi hükmü de dikkate alınarak inceleme yapılmak gerekirken...". (YKD., Haziran 2000/26-6, s. 895).

Yarg. 11. HD., 13.02.2006, 1362/1253: "...Ana sözleşme ve açıklanan yasa hükümlerine göre, kural olarak şirketi temsile yetkili müdürün şirkete ait bir malvarlığı üzerinde tasarrufta bulunabileceğinin kabulü gerekir. Ancak bu malvarlığının, şirketin sahip olduğu tek malvarlığı olduğunun veya şirketin varlığını sürdürebilmesi için hayati önemi haiz bulunduğunun belirlenmesi halinde bu kez, anılan devir yönündeki taahhüdün geçerli olabilmesi için limited şirketlerde de uygulama alanı bulan TTK.'nun 443/2. maddesi uyarınca ortaklar kurulunun bu konuda anılan maddede açıklanan çoğunlukla karar alması gerekmektedir....". (YKD., Haziran 2006/32-6, s. 915).

ortaklığı, mal varlığının bir bütün olarak devri hususunda bir üçüncü kişi olan (Z) ile anlaşılrsa, bu anlaşmanın ifası noktasında sahip olunan (X) anonim ortaklığı payları (Y) tarafından (Z)'ye devredilir. İşte söz konusu pay devri, (Y)'nin mal varlığının devri işlemi içinde yapılan (X)'in devri (anonim ortaklığın devri) işlemidir ve her iki işleme de kendi bağımsız sonuçları uygulanır.

Anonim ortaklığın devrinde, devre konu anonim ortaklığın bir karar alması, kural olarak, söz konusu olmamaktadır. Devreden veya devralanın anonim ortaklık olması hâlinde ise, kural olarak devre taraf ortaklıkların temsilcilerinin herhangi bir özel organ kararına gerek olmaksızın işlemi yapmaları mümkündür. Ancak yukarıda ticari işletmenin devri konusundaki karar alma bahsinde belirtildiğine benzer bir şekilde, devralan veya devreden ortaklık açısından yapılan işlem, esas sözleşmenin dolaylı olarak değiştirilmesi veya ortaklığın tasfiyeye girmesi veyahut da amacının elde edilmesinin imkânsızlaşması sonuçlarından birini doğuruyorsa, genel kurulun bir karar alması, böylelikle pay sahiplerinin işleme onay vermeleri gerekebilir. Örneğin bir saf holding anonim ortaklık elindeki tüm iştirak paylarını satacak ise veya bir anonim ortaklığın bir diğerindeki kontrol gücünü yitirmesi sahip olduğu enerji piyasası faaliyetlerinde bulunma lisansını kaybetmesine sebep olacak ise bunların kontrol ettikleri anonim ortaklığı devretmeleri için genel kurul kararına ihtiyaç bulunabilir. Bunun gibi örneğin bir anonim ortaklık iktisap edeceği paylar ile holding hâline gelecek veya esas sözleşmesinde zikredilmeyen yeni bir sektörde faaliyete başlayacak ise devralma, -esas sözleşme değişikliğini gerektireceği için- genel kurul kararına ihtiyaç gösterir. Ayrıca devralmanın, kanunen bir organ kararına bağlanmış olması da mümkündür. Örneğin bir bankanın hisse değişimi yoluyla bir başka finansal kuruluşu devralması için, banka genel kurulunda karar alınmalıdır²²⁸.

4) Ticari işletmenin/mal varlığının devrinde alacaklıların korunması meselesi, BK. m. 179'da özel bir sisteme bağlanmıştır. Burada kurulan sistem, borcun nakli kurumundan iki açıdan ayrılmaktadır²²⁹. İlk olarak işletmeye/mal varlığına dâhil olan borçların alacaklılarının elinden, tek bir borcun alacaklısından farklı olarak, borçlularının değişmesine onay verip vermeme yetkisi alınmaktadır. Yani

²²⁸ Bkz. yuk. İkinci Bölüm/dpn. 190.

²²⁹ “Borcun nakli” ile “işletme devri” kurumlarının karşılaştırması için bkz. ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 40 vd., özellikle 42.

alacaklıların rızası aranmaksızın borçlu değişmekte, işletmeyi/mal varlığını devralan kimse, külli halefiyet esasına uygun bir şekilde, kapsam içindeki tüm borçlardan, - alacaklılar ile- münferit borcun nakli işlemleri yapılması gerekmeksizin sorumlu hâle gelmektedir. BK. m. 179’da sorumluluğun başlangıç yani devralanın borçlu hâline gelmesi anı, devrin alacaklılara ihbar veya gazetelerle ilan edildiği tarih olarak belirlenmiştir. Bununla birlikte BK. m. 179 sisteminde alacaklıların borcun nakline engel olma imkânına sahip olmamaları hususu, işletmeyi/mal varlığını devreden kişinin yani önceki/ilk borçlunun, devralan ile birlikte iki yıl süreyle²³⁰ müteselsilen borçlu kalmaya devam etmesi ile dengelenmiş, böylelikle gene borcun nakli kurumundan farklı olarak, sınırlı bir süre ile de olsa “borçlu çoğalması” öngörülmüştür²³¹.

Anonim ortaklığın devralınmasında ise; hem borcun nakli kurumu uygulama alanı bulmamakta hem de alacaklıların korunması gerekmemektedir. Zira devre konu anonim ortaklığın pasifinde yer alan borçların borçlusu, devre rağmen değişmemekte, anonim ortaklık tüzel kişiliği borçlu olarak kalmaya devam etmekte, devralan, hedef ortaklığın borçlarının borçlusu hâline gelmemektedir.

Tüzel kişilik ilkesinin yanında, sınırlı sorumluluk kuralı alacaklıların devirden etkilenmemeleri durumunu tamamlamaktadır. Zira anonim ortaklık modelinde ortakların (ve bu bağlamda kontrol sahiplerinin), tüzel kişiliği bulunan şahıs ortaklıklarından farklı olarak, -ikinci dereceden dahi olsa- şirket alacaklılarına karşı sorumlulukları bulunmamaktadır. Devamında kontrol sahibinin değişmesi, alacaklıların konumuna etki etmemekte, onların başvurabilecekleri mal varlığı değerlerinde bir değişiklik meydana getirmemektedir. Hâlbuki işletme/mal varlığı devirlerinde, devre konu borçların alacaklıları, sınırlı sorumluluğun cari olmaması sebebiyle, borçlunun kişisel mal varlığına da müracaat edebilecekleri için, borçlunun değişmesi ile (iki yıllık süre geçse dahi) tatmin olabilecekleri mal varlığı unsurları

²³⁰ Söz konusu iki yıllık sürenin başlangıcı, muaccel borçlar için ihbar veya ilan tarihi; müeccel borçlar için ise ilgili borcun muacceliyet tarihidir.

²³¹ İki yıllık süre ile eski borçlunun borçlardan sorumlu kalması kuralı gereğince mal varlığını/işletmesini devreden anonim ortaklığın, gerekli koşullar oluşsa bile, tasfiye olup, ticaret sicilinden terkin olamayacağı, anılan süre boyunca, tasfiye hâlinde dahi olsa, hukuk hayatında kalmaya devam etmesi gerektiği savunulmaktadır. Bkz. TÜRK, **Nevilerin Aynı Olması Koşulu**, s. 185.

değişecektir. Zira alacaklıların başvurabilecekleri aktif kalemleri, sadece işletmeye/mal varlığına dâhil olanlar değildir. Anonim ortaklığın devrinde ise, anonim ortaklıklara hâkim olan sınırlı sorumluluk ilkesi gereğince, devir açısından ortaklık alacaklılarının koruyucu özel bir düzenleme yapılması gerekli değildir²³².

Ayrıca belirtelim ki, İİK. m. 280/3’de alacaklıları korumak üzere getirilen işletmenin devrinde borçlunun alacaklıları ızzar kastıyla hareket ettiği ve devralan üçüncü kişinin de bu kasıttan haberdar olduğu, dolayısıyla devir işlemini İİK. m. 277 vd. uyarınca iptal ettirebileceğine ilişkin karine, anonim ortaklığın devrinde uygulama alanı bulmaz.

5) Hem işletmenin/mal varlığının hem de anonim ortaklığın devralınmasında, tescil kurucu etkiyi haiz değildir. Gerekli tasarruflı işlemlerin yapılması ile devir tamamlanır, ancak anonim ortaklığın devrindeki yöntem esas sözleşme değişikliği ise, prosedür ancak tescil ile tamamlanacağı için, devralan kontrolü ancak tescil anında iktisap edebilir.

6) Ticari işletmenin devrinin, devreden açısından temel sonuçlarından biri, tek işletmesinin bulunması durumunda, tacir sıfatının yitirilmesidir. Zira işletme sahibi, devir ile birlikte ticareti terk etmekte ve ticari işletme işleten vasfını kaybetmektedir. Ancak bizim incelediğimiz konu, bir anonim ortaklığa ait ticari işletmenin devri olduğuna göre belirtelim ki, ticari işletmesini devreden anonim ortaklık tacir sıfatını yitirmez. Yukarıda belirtildiği üzere, bu devir sebebiyle sona erme ve tasfiye tehlikesi ile karşı karşıya gelebilecek olan anonim ortaklığın tacir sıfatı, ticaret sicilindeki ortaklık kaydının terkinine kadar devam edecektir. Unutulmamalıdır ki, bir tüzel kişi ve ticaret şirketi olarak anonim ortaklığın tacir sıfatı, ticari işletme işletmesinden kaynaklanmamaktadır. Ticari işletmesi bulunsun veya bulunmasın, tüzel kişiliğini koruduğu sürece ve dolayısıyla işletmesini devretse de anonim ortaklık tacirdir. Dolayısıyla İİK. m. 44’de öngörülen ticareti terk eden tacirin bildirim yükümlülüğü ve iflasa tabi olma süresine ilişkin kural, işletmesini devreden anonim ortaklığa uygulanmaz. Tacir sıfatının yitilmesi anonim ortaklık açısından ancak hukuk hayatından çıkmak ile mümkün olduğuna göre, bu andan sonra zaten alacaklıların iflas yoluyla takip edebilecekleri bir “kişi” karşılarında yoktur.

²³² Bu konuda ayrıca bkz. yuk. İkinci Bölüm/III/B.

7) Anonim ortaklık mevcut kontrol sahibinin onayı olmaksızın devralınabilirken; mal varlığının/ticari işletmenin sahibinin yani ortaklık tüzel kişiliğinin rızası olmaksızın devralınması mümkün değildir²³³. Düşmanca (hasmane) devralma, anonim ortaklığın devralınmasına özgüdür²³⁴.

8) Ticari işletmenin devri hâlinde söz konusu olan devreden MK. m. 2'den kaynaklanan rekabet etmeme ile ayıba ve zapta karşı sağlama (tekeffül) yükümlülükleri, bazen farklı bazen de aynı esaslara tabi olmak kaydıyla anonim ortaklığın devralınmasında da uygulama alanı bulabilecektir. Söz konusu hukuki sonuç benzerliğinin sebebi, her iki kurumun ekonomik açıdan aynı sonuca yönelmiş olmalarıdır²³⁵.

Bu bilgiler ışığı altında birleşme, mal varlığının/ticari işletmenin devri ve anonim ortaklığın devrinin özellikleri şu tabloda özetlenebilir:

	Birleşme	Mal Varlığının / İşletmenin Devri	Anonim Ortaklığın Devri
Mal Varlığı Unsurlarının Birleşmesi	+	+	- ²³⁶
Mal Varlığı Unsurlarının Hukuki Sahibinin Değişmesi	+	+	-

²³³ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm/III/B.

²³⁴ Cebrî icra yoluyla mal varlığının/işletmenin mülkiyetinin elde edilmesi, düşmanca devralmanın mümkün olduğu anlamına gelmez. Unutulmamalıdır ki, cebrî icra yoluyla edinim, tüm mal varlığı konularına yönelik olup, istisnai bir durumdur. Burada “düşmanca devralma”dan kasıt, anonim ortaklığın normal işleyişi sırasında sahibi olarak adlandırılabilir olan kişinin yani kontrol sahibinin, devralma işleminin gerçekleşmesine bir başka deyişle hukuken sahibi olduğu kontrolün kendi elinden çıkmasına engel olamamasıdır.

²³⁵ İnc. aş. Üçüncü Bölüm/II.

²³⁶ Anonim ortaklığın devrinde hukuki açıdan mal varlığı birleşmesi söz konusu değildir. Yani ne devralan ile devreden ne de devralan ile devre konu anonim ortaklığın mal varlıkları bir araya gelip, nihai olarak tek bir mal varlığı hâline gelmektedir. Ancak ekonomik açıdan devralan ile devir konusu anonim ortaklığın mal varlıklarının birleşmesi, bunların aynı grup içinde kabul edilmeleri ve devamında her iki mal varlığının da tek bir (konsolide) bilançoda gösterilmeleri mümkündür. Anonim ortaklığın devralınması işlemini fiilen gerçekleştiren taraflar olan devreden ile devralanın mal varlıkları ise, ekonomik açıdan dahi bütünleşmemektedir.

Tüzel Kişilik Kaybı	+	-	-
Tüzel Kişilikte Kontrol Değişikliği	- /+ ²³⁷	-	+

D. Bölünme

Bölünme de, tıpkı birleşme gibi, (bölünen) bir anonim ortaklık tüzel kişiliğine ait mal varlığının tamamının veya bir kısmının kül hâlinde devrini içeren ve yeni tüzel kişiliklerin ortaya çıkmasına yol açabilen, anonim ortaklığın devralınmasına benzeyen, ancak farklı hukuki özellikleri olan bir yeniden yapılandırma modelidir²³⁸.

Bölünme, anonim ortaklıklara özgü bir işlem olmamakla birlikte, tıpkı birleşmede olduğu gibi, uygulama sıklığı göz önüne alınırsa, “bölünme” denildiği vakit, anonim ortaklıkların bölünmesi akla gelmektedir. Zaten inceleme konumuz açısından önemli olan husus, bir anonim ortaklığın mal varlığının devri şekilleri olduğu için, burada tanımsal açıklamayı da anonim ortaklıklar üzerinden yapmayı uygun bulmaktayız. Bununla birlikte belirtelim ki, birleşmeye özgü “nev’ilerin aynı olması” koşulu bölünmede geçerli olmadığı için, bir anonim ortaklığın bölünen mal

²³⁷ Birleşmenin kontrol değişikliği yaratarak bir anonim ortaklığın devri yöntemi olması hususunda bkz. aş. İkinci Bölüm/IV/F.

²³⁸ Bölünme, anonim ortaklığa ait mal varlığı bütününe (tamamen veya kısmen) devri işlemini barındırması sebebiyle, anonim ortaklığın devrine benzemekle beraber, esasında özellikle yapıma sebepleri göz önüne alındığı vakit, anonim ortaklığın devrinden uzaklaşmaktadır. Bölünme, birleşmenin tersidir ve iktisadi açıdan bakıldığı vakit, anonim ortaklığın devrini karşılayan özdeş hukuki kurum “birleşme” olabilir; zira her ikisinde de güçlerin bir araya getirilmesi vardır. Hâlbuki bölünmede tam tersine, var olan güç parçalara ayrılmaktadır.

Bölünme ile anonim ortaklıklar, bazı durumlarda bazen kendi başına iktisadi bütünlük ve bağımsızlık arz eden faaliyetlerini mal varlıklarından ayırarak asıl veya istedikleri faaliyetlerine odaklanabilirler (divestiture), bazen icra edilmiş ancak olumlu sonuç vermemiş bir birleşmeden dönülmesi ihtiyacını karşılayabilirler (demerger), bazen de bu yolla riski dağıtmış olabilirler. Bölünme sebepleri için bkz. ÇOŞTAN, **Bölünme**, s. 23 vd.; AKUĞUR, **Bölünme**, s. 13 vd.; Mehmet HELVACI, **Anonim Ortaklıkların Bölünmesi, (Yeniden Yapılandırma Modeli Olarak Bölünme)**, İstanbul, Beta yay., 2004, s. 9 vd. Ancak bölünme açısından özellikle vurgulanması gereken husus şudur ki; ekonomik açıdan küçülme ihtiyacı içinde bulunan bir anonim ortaklığın bunu gerçekleştirebilme araçlarından biri, bölünmedir. Buna karşılık gerek birleşme gerek de anonim ortaklığın devralınması, ekonomik açıdan dışsal bir büyüme çeşididir. Yani büyümek isteyen devralır; küçülmek isteyen bölünür.

varlığını devralan ortaklığın, anonim ortaklık olması zorunluluğu bulunmamaktadır²³⁹.

Bölünme; bir anonim ortaklığın mal varlığının tamamını ya da bir bütün teşkil eden bağımsız bölümlerini, tüm ilgililere yönelik özel koruma sistemi çerçevesinde, bir veya daha fazla sayıda önceden veya yeni kurulmuş sermaye ortaklıklarına devretmesi karşılığında, devreden anonim ortaklığın pay sahiplerinin devralan ortaklıklarda ortak olmaları, bu arada devreden ortaklığın bütün mal varlığını devretmesi durumunda tasfiyesiz olarak infisah etmesidir²⁴⁰.

Bölünmenin anonim ortaklıklar hukuku açısından yasal bir dayanağı bulunmamakla birlikte, ilgili olduğu alanlara yönelik olarak vergi hukuku mevzuatında, SPK düzenlemelerinde ve Bakanlık(lar) Tebliğ'inde düzenlendiği görülmektedir²⁴¹.

Bölünmenin esas olarak iki türü vardır: “Tam bölünme” – “Kısmi Bölünme”.

Tam bölünmede; bölünen ortaklığın mal varlığının tümü taksim edilip, mevcut ve/veya yeni kurulan ortaklıklara devrolunur. Bölünen ortaklık, tasfiyesiz olarak infisah eder ve ticaret sicilinden terkin olunur. Kısmi bölünmede ise; bölünen ortaklığın mal varlığının bir veya birden fazla kısmı ortaklıktan ayrılmakta, mevcut ve/veya yeni kurulan ortaklıklara devrolunmakta ve bölünen ortaklık kendisinde kalan mal varlığı ile yaşamaya devam etmektedir. Her iki tür bölünmede de, bölünen ortaklığın devrolunan mal varlığına karşılık olarak, bu ortaklığın pay sahipleri, mal varlığını devralan ortaklığın/ortaklıkların paylarını iktisap etmektedirler²⁴².

²³⁹ Bununla birlikte hakların geçişinin mümkün olması için “sermaye ortaklığı tipi”nin zorunlu olduğu belirtilmektedir. Bkz. ÇOŞTAN, **Bölünme**, s. 20-21; AKUĞUR, **Bölünme**, s. 79, 120; HELVACI, **Bölünme**, s. 34. Aynı yönde bkz. KVK. m. 19/3-a ve b; Ortak Tebliğ m. 1/1; Tasarı m. 160.

²⁴⁰ HELVACI, **Bölünme**, s. 36-37.

²⁴¹ Bölünmeye ilişkin birincil ve ikincil mevzuat için bkz. PASLI, **Kurumsal Yönetim**, s. 227-dpn. 299 ve orada anılan yazarlar. Ayrıca bkz. Tasarı m. 159 vd.

²⁴² Teorik açıdan bir bölünme çeşidi olup olmadığı tartışmaya açık olmakla birlikte *Tekinalp*, hem yasal düzlemde hem de Tasarı'da (m. 159/b) ifadesini bulan, “yavru ortaklık kurma” türünden bahsetmektedir. Bkz. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 189h. Burada bölünen anonim ortaklığın mal varlığının bir kısmı parçalara ayrılarak mevcut veya yeni kurulan ortaklığa/ortaklıklara devrolunur, karşılığında bu ortaklıktaki/ortaklıklardaki payları bizzat bölünen anonim ortaklık tüzel kişiliği iktisap eder. Böylelikle edinilen pay oranına göre devralan ortaklık/ortaklıklar, bölünen ortaklığın yavru şirketi hâline gelir. Bu usulde görüldüğü gibi mal varlığı karşılığını, tıpkı mal varlığının devrinde olduğu gibi bölünen ortaklık tüzel kişiliği elde etmekte ve mülga 5422 sayılı KVK. m. 38/b.2'de olduğu gibi kısmi bölünme, aynı sermaye

Görüldüğü gibi, bölünme ile birleşme arasında önemli benzerlikler söz konusudur: Anonim ortaklığın mal varlığı devredilmekte, devir hem aktif hem de pasif kalemler açısından külli halefiyet/intikal kuralları kapsamında gerçekleşmekte, devir karşılığını bir başka ortaklığın payları teşkil etmekte ve bu karşılıktan mal varlığını devreden ortaklık tüzel kişiliği değil bu ortaklığın pay sahipleri yararlanmaktadır. Ancak bölünme ile birleşme arasındaki temel fark, birleşmede mutlaka tüzel kişilik sayısının azalmasına rağmen, bölünmede tüzel kişilik sayısı ya artmakta ya da sabit kalmaktadır. Bunun gibi bir diğer temel farklılık da, birleşmede mal varlığının parçalara ayrılmaması, bir bütün olarak işleme konu olmasıdır. Hâlbuki bölünmede anonim ortaklığın kendisi değil ancak mal varlığı bir bütün teşkil edecek şekilde parçalara ayrılıp, istenilen parça bölünmeye taraf diğer ortaklıklara devredilmektedir. Bu şekilde anonim ortaklığın tüm mal varlığı parçalara ayrılmış ise, tam bölünme söz konusu olmakta ve bu parçalar mutlaka en az iki ortaklığa devredilmektedir. Demek ki, bazen birbiriyle iç içe geçebilen²⁴³ bölünme ile birleşme arasındaki temel farkı, bölünmede anonim ortaklık mal varlığının parçalara ayrılması ve işlem sonrası geriye kalan tüzel kişilik sayısı teşkil etmektedir²⁴⁴.

Bölünme, esasen BK. m. 179'da düzenlenen mal varlığının devrinin yarattığı zorlukların aşılması suretiyle, ortaklıklar arasında mal varlığı transferini ve yeniden yapılanmayı sağlamaktadır. BK. m. 179 sisteminde bir anonim ortaklığın kendi mal varlığını başka bir sermaye ortaklığına nakit karşılığı satması veya aynı sermaye olarak koyması mümkündür. Ancak "bölünme" kurumu çeşitli açılardan bu işlemin

konulması ile çakışmaktadır. Yürürlükteki 5520 sayılı KVK. m. 19/3-b'de, aynı sermaye olarak konulmadan değil, devirden bahsedilmektedir. STB ile Maliye Bakanlığı tarafından ortaklaşa olarak çıkarılan "Anonim ve Limited Şirketlerin Kısmi Bölünmelerine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ" m. 1'de de, devralan şirketin iştirak hisselerinin bölünen ortaklık tüzel kişiliğine verilmesi işlemi, kısmi bölünme olarak ele alınmaktadır. KVK. düzenlemesinin eleştirisi için bkz. HELVACI, **Bölünme**, s. 21-dpn. 44.

²⁴³ Bkz. Ayşe ODMAN, "Ticaret Ortaklıklarının Bölünerek Ve/Veya Birleşerek Yeniden Yapılandırılması", **40. Yılında Türk Ticaret Kanunu**, İstanbul, Hukuk Fakültesi yay., 1997, s. 50; Hamdi YASAMAN, "Şirketlerin Birleşme ve Bölünmeleri", **Bilgi Toplumunda Hukuk – Ünal Tekinalp'e Armağan**, C. I, İstanbul, Beta yay., 2003, s. 703-704.

²⁴⁴ Birleşmede iki anonim ortaklık işlem sonrasında bir anonim ortaklığa dönüşmektedir. Üç ortaklığın taraf olduğu devralma suretiyle birleşmede de, bir anonim ortaklık diğer ikisinin mal varlığını devraldığı için geriye tek bir ortaklık kalmaktadır. Söz konusu iki ortaklık mal varlıklarının bir kısmını devretmek istiyorlarsa, kısmi bölünme kurumu kullanılır ve mal varlığının devri işleminin cüz'i halefiyetten kaynaklanan zorlukları aşarak mal varlığı parçaları devralan ortaklığa verilir. Bu durumda işlem sonrasında geride gene üç ortaklık kalmaktadır ve yapılan işlem, birleşme değil bölünmedir.

yapılışını anonim ortaklık için kolaylaştırmakta ve avantajlı kılmaktadır. Bunlardan ilki, bölünmeye hâkim olan külli halefiyet/intikal kuralıdır. Bu kural, BK. m. 179'dan farklı olarak anonim ortaklığın aktiflerinin bir kül hâlinde devralacak ortaklığa intikaline imkân vermekte, böylelikle her bir aktif kalemi için ayrı ayrı tasarruf işlemlerinin yapılması külfetinden ve masrafından kurtulunmaktadır. İkinci olarak BK. m. 179 sisteminde bir anonim ortaklık ancak tüm mal varlığını ya da mal varlığının ticari işletme niteliği taşıyan bir parçasını devretme ve bu kapsama giren borçların külli geçişini sağlama imkânını haizdir. Hâlbuki anonim ortaklığın kısmi bölünmesinde mal varlığı parçalara ayrılırken, her bir parçanın bağımsız bir ticari işletme niteliği taşıması gerekmeyip, kendi içinde aktif ve pasifleri barındırması ve bir bütün teşkil etmesi yeterlidir²⁴⁵. Dolayısıyla kısmi bölünme kurumu, mal varlığını devretmek isteyen anonim ortaklığa önemli bir taksim kolaylığı sağlamaktadır. Üçüncü olarak belirtilmesi gereken husus da, BK. m. 179 uyarınca yapılacak devirde devredilen mal varlığının karşılığını mutlaka anonim ortaklık tüzel kişiliğinin alması gerekirken; burada bu karşılığın pay sahiplerine devralan şirket hisseleri şeklinde verilmesi ve sermaye azaltımı suretiyle (atıl kalan) ortaklık mal varlığının ortaklara dağıtılması noktasında, ortaklığa farklı bir yapılanma imkânı sağlandığıdır.

İşte anonim ortaklığın devralınması ile bölünme arasındaki farklar, inceleme konumuzu teşkil eden devralmanın, birleşme ile olan farkları gibidir. Temel olarak arada bir yapısal hukuki farklılık bulunmakta olup, daha önce de belirtildiği üzere, bölünmeden farklı olarak anonim ortaklığın devrinde, ortaklığa ait mal varlığı devre

²⁴⁵ HELVACI, **Bölünme**, s. 106. Bununla birlikte Ortak Tebliğ m. 1'in ikinci fıkrasında, (mülga) KVK. m. 38/b.2'nin bir nevi açıklaması yapılmaya çalışılmış, ancak anılan yasal düzenlemede bulunmayan bir şart ihdas edilmiştir. Şöyle ki, anılan maddede "...Kısmi bölünme işlemi, bir üretim tesisi veya işletmenin parça parça elden çıkarılarak şirketin üretim ve hizmet ifası faaliyetinden alıkonulması sonucunu doğurmamalıdır. Bu nedenle ki, Kurumlar Vergisi Kanununun 38 inci maddesinin birinci fıkrasının 2 numaralı bendinde, üretim tesisleri ve hizmet işletmelerinin aynı sermaye olarak konulmasında, bu faaliyetlerin ifası için gerekli olan unsurlarında, bir bütünlük içinde dikkate alınması öngörülmek suretiyle işletme bütünlüğünün korunması esas alınmıştır." denilmek suretiyle aynı sermaye olarak konulacak (yani bölünmede devredilecek) her bir mal varlığı parçasının "işletme" niteliğinde olması gerektiği izlenimi yaratılmış, üstelik bunun (mülga) KVK. m. 38/b.2'de esas alındığı ileri sürülmüştür. Hâlbuki (mülga) KVK.'nın anılan hükmünde böyle bir şart bulunmamakta, aksine hizmet işletmeleri yanında üretim tesislerinden, ayrıca bir sermaye şirketinin bilançosunda yer alan taşınmazların ve iştirak hisselerinin kısmi bölünme çerçevesinde aynı sermaye olarak konulmasından bahsedilmektedir. Demek ki kısmi bölünmede devredilecek mal varlığı parçasının bir bütünlük taşıması gereği, bölünme kurumunun doğasından kaynaklanan vazgeçilmez bir şart olmakla birlikte, bunun "işletme" veya "ticari işletme" niteliğinde olması, olmazsa olmaz şart değildir. Karş. 5520 sayılı KVK. m. 19/3-b'in ilk ve ikinci cümleleri.

konu teşkil etmemekte, bunun gibi tüzel kişilik yapılanmasında bir farklılık meydana gelmemektedir. Bölünmede ise, ortaklığın mal varlığı parçalara ayrılıp, külli halefiyet kuralları çerçevesinde âdeta paylaşılırılmaktadır.

Bölünme, tıpkı birleşme gibi, hukuken belirlenmiş bir prosedürün taraf ortaklıklarca yürütülmesinin şart olduğu, formel bir işlemdir. Ana hatları²⁴⁶ ile belirtmek gerekirse bölünmede öncelikle bir bölünme sözleşmesi veya²⁴⁷ planı hazırlanır ve imzalanır, alacaklıları korumaya yönelik işlemlerin yapılması için gerekli ilanlar yapılır²⁴⁸, gerekiyorsa²⁴⁹ ara bilanço düzenlenir, bunu takiben bilirkişi raporu alınır, genel kurullarda sermaye artırımı ve azaltımı kararları alınıp²⁵⁰, bölünme sözleşmesi onaylanır ve son olarak da bölünmenin onaylanmasına ilişkin genel kurul kararının tescili ile birlikte mal varlığı külli halefiyet ilkesine²⁵¹ göre

²⁴⁶ Türk hukukunda bölünme ile ilgili mevzuat yaygın bir alana dağılmakla birlikte, bunlar içinde özellikle bu kurumu vergi hukuku açısından düzenleyip, öngörülen şartlar dairesinde devre konu mal varlığı ile ilgili kazancı vergiden muaf tutan 5520 sayılı KVK ile sadece kısmi bölünmeyi (Tasarı'ya yakın bir şekilde) düzenleyen, bu tür bölünmeyi KVK ile benzer bir tanıma bağlayan, ancak kısmi bölünme işlemlerini tüm anonim ortaklıklara (ve limited ortaklıklara) yönelik olarak ve tüm yönleri yani ilkeler, prosedür ve ilgililerin korunması açısından düzenleyen Ortak Tebliğ öne çıkmaktadır. Ayrıca bkz. yuk. İkinci Bölüm/dpn. 241. Dolayısıyla biz de, burada bölünme kapsamında yapılması gereken işlemleri, anılan Ortak Tebliğ çerçevesinde zikredeceğiz.

²⁴⁷ Prosedür; bölünen ortaklığın mal varlığını devralacak ortaklık yeni kuruluyorsa bölünme planı; zaten mevcutsa bölünme sözleşmesi ile başlar.

²⁴⁸ Özellikle belirtelim ki, bölünmeye katılan ortaklıkların alacaklıları iki şekilde korunur: Alacaklarının ödeneceğine dair teminat + bölünmeye katılan tüm ortaklık tüzel kişiliklerinin borçtan sorumlulukları. Alacaklıların korunma ihtiyacı ve yöntemleri hususunda bkz. HELVACI, **Bölünme**, s. 122 vd.; PASLI, **Kurumsal Yönetim**, s. 227 vd.

²⁴⁹ Devre konu mal varlığı değerleri mukayyet (defter) değerleri üzerinden devredileceği için, buradaki ara bilanço, TK. m. 324/2'dekine benzer bir bilanço değildir. Bölünmede, bölünmeye esas alınan bilanço tarihi ile bölünme sözleşmesinin onaylandığı nihai genel kurul tarihi arasında 6 aydan fazla bir zaman bulunması hâlinde ancak söz konusu ara bilançonun tanzimi zarureti doğar.

²⁵⁰ Devredilen mal varlığı bütünü karşısında bölünen ortaklık (veya pay sahipleri) devralanın paylarını iktisap etmelidir, yoksa (KVK. m. 19/3-a'daki %10'luk nakit istisnası saklı kalmak kaydıyla) başka bir ivaz alınmaz. İşte bu payların verilmesi için, gelen mal varlığına karşılık olarak devralan ortaklıkta sermaye artırımı yapılır. Sermaye artırımı yapacak olan ortaklık/ortaklıklar, bölünme öncesinde zaten var olan şirketler olup, yapılan işlem "devralma suretiyle bölünme"dir. Elde edilen paylar, TK. m. 404'deki devir yasağına tabi değildir.

Öte yandan kısmi bölünmede, devredilen mal varlığı kısmına denk gelecek oranda, bölünen ortaklığın ise, mal varlığı kaybına karşılık olarak, bir sermaye azaltımı yapması lazımdır. Söz konusu sermaye azaltımı, "basit veya açıklayıcı azaltma" olarak da anılan yöntemle yapılacaktır.

²⁵¹ Buradaki külli halefiyet, kısmi külli halefiyet değildir. Yani bölünmedeki külli halefiyet ile birleşmedeki külli halefiyet arasında fark yoktur. Aradaki nüans, bölünmede külli halefiyet gereğince intikal gerçekleşmeden önce bölünen anonim ortaklığın mal varlığının, kendi içinde bütünlük arz edecek ve bu bağlamda bir üretim tesisinin veya işletmenin parça parça elden çıkarılması niteliğinde olmayacak bir biçimde, parçalara ayrılması ve ancak bu andan sonra her bir mal varlığı parçasının kül hâlinde devralan ortaklıklara (yani farklı kişilere)

intikal eder ve bölünme tamamlanır²⁵². Anonim ortaklığın devrinde, bölünme prosedürü çerçevesindeki özel ilanlar, bilirkişi raporu, alacaklıların korunması gereği, sermaye azaltımı/artırımı, genel kurul kararı, külli intikal, tescil gibi hemen hiçbir işlem/kurum uygulama alanı bulmaz. Anonim ortaklığın devri; ortaklığın tüzel kişilik yapılanmasında ve ortaklığa ait mal varlığının sahibinde değişiklik olmaksızın ve kural olarak mal varlığı bütünü miktar olarak da sabit kalarak, sadece ortaklığın kontrol sahibinin değişmesidir²⁵³.

IV. Anonim Ortaklığın Devralınma Yöntemleri

Anonim ortaklığın devralınma yöntemleri, devralmayı sağlayan hukuki araçları karşılamaktadır. Anonim ortaklıktaki kontrol sahipliğini değiştiren hukuki işlem, devralma yöntemi olmaktadır. Dolayısıyla “devralma yöntemleri” ile “kontrol araçları”²⁵⁴ çakışmaktadır. Zira kontrolü sağlayan aracın el değiştirmesi, bir başka deyişle bundan yararlananın değişmesi ile anonim ortaklığın devri gerçekleşmiş olmaktadır.

Kontrol aracından yararlanmada hukuki sahiplik esastır. Örneğin bir anonim ortaklığın aktifindeki kontrolün bu ortaklığın kontrolündeki bir başka ortaklığa devredilmesi hâlinde olduğu üzere, ekonomik mülkiyet açısından bir değişiklik olmasa da, anonim ortaklık devredilmiş olmaktadır. Ancak ekonomik mülkiyet

devredilmesinden kaynaklanmaktadır. Birleşmede bu şekilde bir mal varlığı parçalanması yoktur. İşte her bir devre konu parçanın intikali açısından her iki kurum arasında fark bulunmadığı için, bölünmede kısmi külli halefiyet bulunduğu yönündeki teori isabetli değildir. Söz konusu tespit için bkz. HELVACI, **Bölünme**, s. 102 vd., özellikle 105-106.

²⁵² Bölünme sonucunda kurulan yeni ortaklığın paylarına sahip olan bölünen ortaklık pay sahipleri (veya yavru ortaklık kurma türünde bölünen ortaklık tüzel kişiliği) bu ortaklığın kontrolünü de iktisap etmiş olurlar. Ancak bu işlem, anonim ortaklığın devralınması değildir. Buradaki kontrol iktisabı, yapısal değişiklikleri içeren bir yeniden yapılandırma modelinin parçası olmasının yanı sıra, zaten tıpkı kuruluş ve yeni kuruluş türü birleşmede olduğu gibi aslen kazanım niteliğindedir. Zira kurulan ortaklıkların önceki kontrol sahipleri yoktur. Anonim ortaklığın devrinde, mevcut kontrol sahibi, işleme taraf ortaklıklarda yapısal bir değişiklik olmaksızın sahip olduğu kontrolü, herhangi bir hukuki araç yardımıyla bir üçüncü kişiye devretmekte, dolayısıyla kullanılan araç, bir aslen iktisap hâlini içerse de, kontrol devren kazanılmaktadır.

²⁵³ Burada özellikle belirtilmesi gereken husus, en azından işlemin vergilendirilme boyutu açısından, KVK. m. 19/3’de bölünme ile birlikte anonim ortaklığın bir devir şekli olarak isimlendirebileceğimiz “hisse değişimi” kurumunun, farklı tanımlara bağlanmakla beraber, bir arada ve –en azından kısmi bölünme ile- aynı şekilde düzenlenmiş olduğudur. KVK. m. 20/3-ilk cümle uyarınca kısmi bölünme ve hisse değişimi işlemlerinden doğan kârlar hesaplanmaz ve vergilendirilmez. Bkz. yuk. İkinci Bölüm/II/B.

²⁵⁴ Kontrol araçları kavramı için bkz. yuk. Birinci Bölüm/III/C.

değişikliğinin gerçekleşmemesi, devralmanın bazı sonuçlarının uygulanmasına engeldir. Bu olasılıkta devralan açısından çağrı zorunluluğu gündeme gelmeyebilecek, bunun gibi RK'dan devir için izin alınması gerekmeyecektir.

Anonim ortaklığın devralınmasını, bir başka deyişle ortaklıktaki kontrol sahipliğini değiştiren yöntemler arasında, yeterli oranda pay mülkiyetinin iktisabı ve bunu sağlayan metodlardan “pay devri” önde gelmektedir. Pay devri, anonim ortaklıkta kontrolü sağlayacak oranda payın mülkiyetinin iktisabı işlemini ifade etmektedir.

Gerçekten de TK. md. 269'un açık hükmü gereğince, anonim ortaklık esas/kayıtlı sermayesi, “pay”lara bölünmüştür. Her bir payın belli bir itibari (nominal) değeri vardır ve payların söz konusu itibari değerlerinin toplamı, şirketin esas/kayıtlı sermaye miktarını vermektedir. TK'da bazen “hisse senedi” ile de eş anlamlı olarak kullanılan “pay”, anonim şirketler hukukunun temel kavramı niteliğindedir. Ortaklık mevkiini temsil eden pay, anonim ortaklıklar hukukundaki hakların kaynağıdır ve payın sahibi, bu paya bağlanmış olan kâr payı, oy kullanma, tasfiye bakiyesine katılma gibi tüm ortaksal hakların da sahibi konumundadır. Dolayısıyla anonim ortaklıklar hukukunda “ortak” kavramı, payın sahibini ifade etmektedir.

Anonim ortaklıkta pay mülkiyeti yoluyla, kontrolün ve dolayısıyla ortaklığın devralınabilmesi, özel kurallara bağlanmış olan pay iktisap kurallarına riayet edilmesi ile mümkündür.

Türk hukukunda anonim şirket pay sahipliği iki şekilde kazanılabilir: “Payın aslen iktisabı” ve “payın devren iktisabı”.

Aslen iktisap, payların oluşumunun ardından doğrudan doğruya şirketten kazanılması anlamına gelmektedir. Burada payın iktisabından önce, ilgili payın başka bir sahibi bulunmamaktadır. Aslen iktisap; anonim ortaklık payının kuruluşta ya da esas sermayenin artırımı sırasında taahhüdü²⁵⁵ yoluyla gerçekleşebileceği gibi, -

²⁵⁵ Kayıtlı sermaye sistemini benimseyen anonim ortaklıklarda yönetim kurulu tarafından ihraç edilen hisse senetlerinin mevcut pay sahipleri ya da yatırımcılarca (satın) alınması da asli iktisap şeklidir.

tartışmalı olmakla birlikte– anonim ortaklıkların birleşmesinde, bölünmesinde ve nev’i değiştirmede de söz konusu olabilmektedir²⁵⁶.

Anonim ortaklık hissesinin aslen iktisap yolları dışında bir şekilde kazanılması hâlinde, “devren iktisap” söz konusu olur. İktisap edilen şirket hissesinin önceden başka bir sahibi varsa, pay devren kazanılmış olur. Burada pay mülkiyeti, bir hukuki işlem sonrasında ilk sahibinin ardından gelen kişilere geçmektedir. Devren iktisap, geniş ve dar olmak üzere iki farklı anlamda kullanılmaktadır. Geniş anlamda devren iktisap, payın başka bir kişiden kazanıldığı tüm hâlleri kapsamına alır ve devir sözleşmesi yanında, payın cebrî icra, miras, mahkeme kararı veya mal rejimi hükümleri gibi çeşitli yollarla iktisabını da ifade eder. Bununla birlikte dar anlamda devren iktisap, payın önceki sahibinden bir devir sözleşmesi hükümleri çerçevesinde kazanılmasıdır²⁵⁷. Biz, hemen aşağıda incelenen “pay devri” kavramını öncelikle dar anlamda kullanmaktayız.

Anonim ortaklığın devralınması, kontrol değişikliğini karşıladığı için, kontrol sahipliğinin pay devri yanında aslen iktisap suretiyle el değiştirmesi, örneğin yapılan sermaye artırımını ile bir kişinin belli oranda şirket payını aslen iktisap etmesi de, ortaklıktaki kontrol sahibinin değişmesi sonucuna yol açabilir. Bu hâlde pay mülkiyeti anılan kişi tarafından aslen iktisap edilmiştir, ancak yapılan işlem, bir anonim ortaklık devralma yöntemidir. Bunun gibi pay üzerinde bir sınırlı aynı hakkın “tesisen iktisap” yoluyla elde edilmesi ile kontrolün ele geçirilmesi de, bir “devralma yöntemi” olabilmektedir. Önemli olan, yapılan işlem ile hedef ortaklıktaki kontrol sahipliğinin değişip değişmediğidir²⁵⁸.

²⁵⁶ Bu konuda bkz. İMREGÜN, **Anonim Ortaklıklar**, s. 274; TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 827; PULAŞLI, **Şirketler Hukuku**, s. 572; Reha TANÖR, **Türk Sermaye Piyasası**, 2 c., C. II (Halka Arz), İstanbul, Beya yay., 2000, s. 89-90; Ali Murat SEVİ, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, Ankara, Seçkin yay., 2004, s. 28; Nihat TAŞDELEN, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliği Sifatının Kazanılması**, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2005, s. 59 vd. Aslen iktisap (edinim)” terimi yerine “birincil iktisap (edinim)”in daha uygun olacağı hususunda bkz. Alihan AYDIN, **Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi**, İstanbul, Arıkan yay., 2008, s. 32.

²⁵⁷ Payın devren iktisabı hakkında bkz. Halil ARSLANLI, **Anonim Şirketler**, 3 c., I. Umumî Hükümler, 3. Bası, İstanbul, Fakülteler Matbaası, 1960, s. 144-145; TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 828 vd.; SEVİ, **Devir**, s. 30 vd.; TAŞDELEN, **Pay Sahipliği Sifatının Kazanılması**, s. 107 vd.; AYDIN, **Kendi Paylarını Edinmesi**, s. 33.

²⁵⁸ Bu konuda bkz. yuk. İkinci Bölüm/I/A.

Anonim ortaklık modelinin temel özelliklerinden birinin, “pay sahibi kontrolü” olması sebebiyle, kontrol sahipliği için pay sahibi ve bu arada çoğunluk ortak olunması asıdır. Kontrolün elde edilmesi açısından, kontrol konusu olan anonim ortaklığın ekonomik açıdan mülkiyetini karşılayan payların hukuki mülkiyetinin devralınmasının olağan ve en sıklıkla başvuru yöntem olması doğaldır. Ancak yukarıda da incelendiği üzere, anonim ortaklıkta kontrol araçları pay mülkiyeti ile sınırlı değildir. Dolayısıyla işbu araçların kontrolünün elde edilmesi ile de hedef ortaklıkta kontrol el değiştirebilir. Üstelik bu hâllerde yapılacak işlemin maliyeti, devralan açısından muhtemelen, pay devrine nazaran, çok daha düşük olabilecektir.

Öte yandan kontrolün fiilî olgulara dayalı olarak elde edilmesi, anonim ortaklığın devralınması değildir. Örneğin anonim ortaklığın 2007 yılı genel kurul toplantısına katılımın çok düşük düzeyde kalması ile yönetim kurulunun ortaklığın yönetim hâkimiyetine sahip olmasının ardından, bu genel kurula katılmayan blok bir pay sahibinin 2008 yılı genel kurul toplantısına katılarak ve mevcut yönetim kurulu üyelerini azlederek azınlık kontrolünü sağlaması, anonim ortaklığın devralınması değildir. Devralma, mevcut “controller”ın iştiraki olmasa bile, bir hukuki işlem sonrasında hedef anonim ortaklığın kontrolünün elde edilmesidir²⁵⁹.

İşte şimdi devralmayı sağlayabilecek olan söz konusu hukuki işlemleri ana hatları ile inceleyelim:

A. Pay Devri

Yukarıda da belirtildiği üzere, en sıklıkla görülen devralma yöntemi, hedef ortaklık paylarının mülkiyetinin, pay devri yoluyla iktisap edilmesidir²⁶⁰. Ancak her

²⁵⁹ İnc. yuk. İkinci Bölüm/I/A..

²⁶⁰ Örneğin Türkiye’de yapılacak özelleştirme işlemleri için Özelleştirme Kanunu m. 18’de beş ayrı özelleştirme yöntemi (satış, kiralama, işletme hakkının verilmesi, sınırlı ayni hakların verilmesi, gelir ortaklığı modeli) belirlenmiş olmasına karşın, bunlar arasında satış ve satış yöntemi içinde de pay satışı önde gelmektedir. Mesela elektrik özelleştirmesinde, anayasal kaygıların da etkisi ile, işletme hakkı devri yöntemi esas alınmakla birlikte, uygulanan özelleştirme yöntemi gene pay satışlarıdır. Ancak burada, işletme hakkını devralan anonim ortaklıkların payları (blok olarak) satılmaktadır. Görüldüğü gibi anonim ortaklıkların paylarının mülkiyetinin devredilmesi/devralınması, en cazip devralma ve özelleştirme yöntemidir. Doktrinde de, gerçek bir özelleştirmeden bahsedilebilmesi için kamu şirketlerinin en az % 51 payının devredilmesi gerektiği belirtilmektedir. Bkz. Mustafa Birol ÇAPANOĞLU, **Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Genel Olarak Menkul Kıymet Borsaları**, İstanbul, Beta yay., 1993, s. 85.

türlü pay devri değil, müktesibe hedef ortaklıkta kontrolü sağlayacak orandaki payın devralınması, anonim ortaklığın devralınması sonucunu/işlemini ortaya çıkaracaktır. Hangi oranda pay iktisabının kontrolü sağlayacağı, hedef ortaklığın özel durumuna göre belirlenecektir.

Anonim ortaklıklar hukukuna egemen olan çoğunluk ilkesi sebebiyle, ana kural, % 50'nin üzerinde payın devralınmasının gerektiği şeklinde konulabilir. Ancak azınlık kontrolünün söz konusu olduğu ortaklıklarda % 50'den daha düşük orandaki pay iktisabı, kontrolün elde edilmesi için yeterli olabilecektir. Bunun gibi kontrolün mülkiyet dışındaki hukuki araçlardan oy imtiyazına ya da yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme imtiyazına dayalı olduğu bir ortaklıkta, ilgili imtiyazlı payların toplam sermayeye olan oranı % 50'nin altında da olsa, bu tür payların devralınması da, kontrolün ve dolayısıyla anonim ortaklığın devralınması anlamına gelecektir²⁶¹. Ancak bu tür imtiyazlı payların bulunduğu ortaklıkta, adi pay şeklindeki çoğunluk hisselerinin devralınması, kontrolü sağlamayacağı için “anonim ortaklığın devralınması yöntemi” olmayacaktır.

Bu ön bilgiler ışığı altında dar anlamda kullandığımız pay devri işleme dönülecek olursa, belirtelim ki, pay devrinden kastımız, yeterli oranda payın mülkiyetinin, en az iki taraf arasındaki bir hukuki işleme dayalı olarak devredenden, devralana geçirilmesi işlemidir. Pay mülkiyetinin kazanılmasına neden olan hukuki işlem; satım, bağışlama, trampa, ortaklık²⁶² veya isimsiz herhangi bir sözleşme

²⁶¹ Örneğin RK'nın önüne gelen bir olayda, bir anonim ortaklığın paylarının % 25'lik kısmını temsil eden ancak sahiplerine şirketin sevk ve idaresi ile ilgili genel kurul kararlarını engelleme, murahhas ve genel müdür tayinlerinde onama ve ayrıca 8 kişilik yönetim kurulunda 3 üye ile temsil edilme gücünü veren (B) grubu paylar devre konu edilmektedir. Bu işlem, % 50'nin altındaki bir pay devri olmasına rağmen, alıcıyı ortak kontrol sahibi hâline getiren bir devralmadır. Bkz. RK, 30.01.2001, 01-06/54-17 (RG. 16.05.2001, 24404).

²⁶² Anonim ortaklığın kontrol hisselerinin, bir başka ortaklığa, ortaklığın kuruluşu veya sermaye artırımını sırasında aynı sermaye taahhüdü yoluyla konulması mümkündür. Bu olasılıkta ortak, ilgili anonim ortaklık paylarını yeni kurulan veya sermayesini artıran ortaklığa devretmeyi taahhüt etmektedir. Dolayısıyla bu taahhüt aşaması, borçlandırıcı işlemidir ve taahhüdün ifası ve devir ile birlikte kontrol hisselerinin maliki olan yeni kurulan veya sermayesini artıran ortaklık, ilgili anonim ortaklığın kontrolünü ele geçirerek, bu ortaklığı devralmış olacaktır. Bu yönde bir örnek olay için bkz. 2006/12 sayılı SPK Haftalık Bülten (20.03.2006-24.03.2006), s. 3 vd. TK. m. 140 ve 285 kapsamında yeni kurulan veya sermayesini artıran ortaklığın pay mülkiyetini daha önceden, tasarruf işlemine gerek olmaksızın, hemen taahhüt aşamasında elde ettiğinin kabul edilmesi (bu konudaki tartışma için bkz. M. Fatih ARICI, **Alacak Hakkının Anonim Ortaklığa Sermaye Olarak Taahhüdü**, İstanbul, Beya yay., 2003, s. 100 vd.), aynı sermaye taahhüdünü farklı bir devralma yöntemi hâline getirmez. Sonuçta anonim ortaklığın mevcut

olabilir. Bunlar arasında görülme sıklığı itibarıyla satım ve kısmen de trampa sözleşmesi öne çıkmaktadır. Dolayısıyla bizim esas aldığımız pay devri yöntemi, pay sahibinin paylarını bir üçüncü kişiye satması ve satım sözleşmesindeki borcunu ifa amacıyla pay mülkiyetini karşı tarafa geçirmesidir. Pay iktisabını sağlayan alttaki borçlandırıcı işlemin satım sözleşmesi niteliğinde olması ve devralınan paylara karşılık payların mevcut malikine satım bedeli olarak belli bir miktarda nakdin ödenmesi kural olmakla birlikte, trampa sözleşmesi niteliğindeki bir işlem ile, devre konu hisseler karşılık olarak devralanın kendisinin sahip olduğu başka hisse senetlerinin mülkiyetini karşı tarafa geçirmesine de rastlanılmaktadır. Hedef ortaklığın mevcut hisse malikine verilen hisselerin, devralan anonim ortaklığın hisse senetleri²⁶³ olması durumunda hedef ortaklık ile devralan ortaklık arasında birleşmeye benzer bir durum ortaya çıkar. Bu işleme, “hisse değişimi” adı verilmektedir²⁶⁴. Bu işlem ile klasik hisse satım sözleşmesinin bir arada uygulanması yani hisse bedelinin hem nakit hem de hisse senedi şeklinde ödenmesi de mümkündür²⁶⁵.

Türk hukukunda payın devri, iki aşamalı bir hukuki işlemdir. İlk aşama, mülkiyeti devir amacına yönelik ve bu yönde bir taahhüt içeren satım, trampa, bağışlama, vb. bir sözleşmenin akdedilmesi ile gerçekleşir²⁶⁶. Bu sözleşmelere binaen devreden, pay sahipliği mevkiini ve paya bağlı olan hakları (ve varsa borcu)

“controller”ı aynı sermaye taahhüdü yoluyla ilgili anonim ortaklık paylarını başka bir ortaklığa devretmektedir ve yapılan işlem, pay devridir. Aksi hâlde pay devir borcunun doğduğu her işlemin, ayrı bir “devralma yöntemi” olarak kabul edilmesi gerekirdi. TK. m. 140 ve 285, pay mülkiyetinin geçiş anına ilişkin özel düzenlemelerdir, yoksa yapılan işlemi geniş ve hatta dar anlamda pay devri olmaktan çıkarmaz. Karş. DİNÇ, **Çağrı**, s. 256.

²⁶³ Burada kast edilen, devralan anonim ortaklığın kendi paylarıdır, yoksa maliki olduğu ve portföyünde bulunan diğer ortaklık hisseleri değil.

²⁶⁴ Hisse değişimi kurumu için bkz. yuk. İkinci Bölüm/I/B/1; İkinci Bölüm/II/B.

²⁶⁵ Hisse değişimi, birleşmeye nazaran hem işleme taraf ortaklıkların tüzel kişiliklerini yitirmemeleri sebebiyle maddi ve gayri maddi mal varlığı değerlerinin aynen korunması hem birleşme formalitelerinden kurtulması hem de yapılan işlemin esasında pay devri/devralınması olması sebebiyle özel bir sorumluluk rejimine ihtiyaç bulunmaması itibarıyla caziptir. Bkz. BOYACIOĞLU, **Konzern**, s. 282.

²⁶⁶ Söz konusu hisse satış sözleşmesi, şekil açısından herhangi bir geçerlik şartına tabi değildir. Tarafların anlaşmaları (taraf iradelerinin uyuşması), sözleşmenin kurulması için yeterlidir. Bununla birlikte özellikle büyük çaplı pay devirlerinde, söz konusu ön aşamaya ilişkin sözleşmenin yazılı şekilde ve ayrıntılı kuralları içinde barındıracak biçimde yapılması, ulusal ve uluslararası uygulamada neredeyse istisnası bulunmayan bir gelenektir. Mergers & Acquisitions hukuku da esasen işte bu aşamada sözleşmeye konulacak, özellikle satıcının vereceği garantilere yönelik kuralları eksiksiz bir şekilde belirleme çabası içindedir.

devretme hususunda bir taahhütte bulunur. Bu sözleşmenin akdi, borçlandırıcı işlem aşamasıdır ve ileride gerçekleştirilecek payın mülkiyetinin devrini sağlayacak tasarrufî işlemin hukuki sebebini teşkil eder. Her türlü anonim şirket payının devrinde, bu aşama vardır. Hisse satış sözleşmesi ile, devir (tasarrufî işleminin) öncesi ve sonrasındaki döneme ilişkin olarak tarafların aralarındaki ilişki kurallara bağlanabilir; alıcı ve satıcının borçları ve hakları belirlenir; borca aykırı davranışın yaptırımları tespit edilebilir.

Borç doğurucu bir etkisi olan ve hisselerin mülkiyeti üzerinde bir değişiklik yaratmayan²⁶⁷ hisse satış sözleşmesinin akdinin ardından, doğrudan doğruya payın devrini sağlayan tasarrufî işlem aşamasına gelinir²⁶⁸. Bu aşamada yapılan işlemler sonucunda devralan, pay sahipliğini ve dolayısıyla paydan doğan hakları, takiben de ortaklık kontrolünü iktisap eder.

Bu aşama, payın hisse senedine bağlanıp bağlanmamasına; bağlanmışsa senedin türüne göre farklılık arz eder.

Anonim ortaklık payının herhangi bir senede (hisse senedi veya ilmühaber) bağlanmadığı yani çıplak payın söz konusu olduğu durumlara yönelik olarak, TK'da bu tür payların nasıl devredileceklerine ilişkin bir kural bulunmamaktadır. Ancak buna dayanılarak, bu tür payların devredilemeyeceği sonucuna da varılamaz. Genel hükümler, bu konuda belirleyici olmaktadır.

Türk hukukunda, bedelinin (kendisine düşen sermaye borcunun) tamamı ödenmiş çıplak pay, BK. m. 162 vd. hükümleri uyarınca alacağın temliki hükümlerine göre devredilir²⁶⁹. Alacağın temliki, tasarrufî bir işlem olduğundan temlik ile birlikte çıplak payın mülkiyeti devralana geçer. Alacağın temliki, BK. m. 163/1'de yazılı şekil şartına bağlandığı için çıplak payın devrinde de, yazılılık, bir

²⁶⁷ Bu sebeple sözleşmenin akdine rağmen, sözleşmede devreden olarak gözüken tarafın, pay sahipliği sıfatı devam eder. Bu arada pay sahipliği haklarını kullanacak örneğin, genel kurula katılıp oy kullanacak olan, devreden taraftır.

²⁶⁸ Hisse satış sözleşmesinin, alacağın temliki niteliğindeki hükümleri de barındırması mümkündür. Bu durumda eğer satışa konu şirket hisseleri, çıplak pay niteliğindeyse yani herhangi bir senede bağlanmamışsa, sözleşmenin akdi ile beraber hisselerin mülkiyeti de, en azından taraflar arasındaki ilişki açısından, sözleşmenin devralan tarafına intikal eder.

²⁶⁹ ARSLANLI, C. I, s. 149; TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 767-767a; PULAŞLI, **Şirketler Hukuku**, s. 572; SEVİ, **Devir**, s. 254.

geçerlik şartıdır. Çıplak payın devri, yazılı bir temlik beyanının devralana verilmesi suretiyle gerçekleştirilir^{270 271}.

Şirket payı, hisse senedine bağlanmışsa, devir, kanunun özel olarak hisse senetlerinin devrine yönelik hükümlerine uyulmak suretiyle gerçekleştirilir. Hisse senedinin devri, payın da devri anlamına gelir.

Hamiline yazılı hisse senedinin devri için, senedin devralan üçüncü kişiye teslimi (zilyetliğinin devri) yeterlidir (TK. m. 415). Borçlandırııcı işlem niteliğindeki satım sözleşmesini takiben, hamiline yazılı hisse senetlerinin teslimi ile devir prosedürü tamamlanmış olur. Pay defterine kayıt ya da başka bir resmî kurum onayı söz konusu değildir. Zaten sermaye borcu tamamen ifa edilmedikçe hamiline yazılı hisse senedi çıkarılamayacağı için (TK. m. 409/3), burada ortaklığın bir zarara uğrama ihtimali yoktur.

Nama yazılı hisse senedi, ciro edilmiş senedin devralana teslimi ile devredilir (TK. m. 416/2-c.1)²⁷². Ancak ciro + teslimden oluşan bu işlem, sadece kıymetli evrak olarak hisse senedinin mülkiyetini devredici niteliktedir. Bunun yanında şirket tüzel kişiliğine karşı pay sahipliği sıfatının iktisabı, hisse senedinin devri işleminin pay defterine kaydına bağlıdır. TK. m. 416/2’de aynen şöyle denilmektedir: “*Devir ciro edilmiş senedin devralana teslimi ile olur. Şu kadar ki; devir şirkete karşı ancak pay defterine kayıtlı hüküm ifade eder.*”. TK. m. 417/4’deki şirkete karşı ancak pay defterinde kayıtlı bulunan kişinin ortak sıfatını haiz olduğuna ilişkin kural da, pay defterine tanınan yukarıda anılan fonksiyonu teyit etmektedir.

Geçici nitelikteki senetler olan ilmühaberlerin devir şekli de, ilmühaberinin çeşidine göre değişmektedir. Nama yazılı hisse senetlerinin yerine çıkarılan (nama

²⁷⁰ SEVİ, **Devir**, s. 254.

²⁷¹ Öte yandan bedeli hiç veya tamamen ödenmemiş olan çıplak payın devri ise, hakların iktisabı dışında, devralan kişinin borç yüklenmesi niteliğinde de olduğu için, yazılı bir devir beyanı dışında alacaklı sıfatıyla anonim şirketin onayının alınması ile gerçekleşir. Zira payları devredilen anonim ortaklık tüzel kişiliği, sermaye borcunun alacaklıdır ve payın devri suretiyle gerçekleşen borç nakli durumuna muvafakat vermezse pay devri gerçekleşmiş olmaz (BK. m. 173). Anonim ortaklığın muvafakati ile birlikte devreden, (TK. md. 419/2’deki istisna saklı kalmak kaydıyla) borcundan kurtulur. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 1032 vd.; SEVİ, **Devir**, s. 256-257.

²⁷² Bu açıdan nama yazılı hisse senedinin, esasen emre yazılı bir kıymetli evrak olduğu, doktrinde tartışmalı olmakla birlikte, kabul edilmektedir. Tartışma için inc. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 1128 vd.

yazılı) ilmühaberler, tıpkı nama yazılı hisse senetleri gibi devrolunur (TK. m. 411/1). Dolayısıyla senet üzerindeki ciro işlemi ve senedin teslimi ile birlikte, pay defterine kayıt da gerekmektedir. Hamiline yazılı hisse senetlerinin yerine çıkarılan nama yazılı ilmühaberler ise, ancak alacağın temlik hakkındaki hükümlere göre devrolunur. Bu halde devir, şirkete karşı ancak şirkete yapılan ihbar tarihinden itibaren hüküm ifade eder (TK. m. 411/2).

Kaydi hâle getirilen ve borsada işlem gören payların devri, Takas Merkezi ve Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdindeki hesaplardaki değişikliklerle, aracı kurumlar aracılığıyla ve tamamen bilgisayar ortamında, aracı kuruluş hesaplarından yatırımcı hesaplarına yapılan aktarımlar ile gerçekleştirilir. Üzerinde zilyetlik tesis edilecek bir senet ihraç edilmediği için, kıymetli evrak hukukuna özgü devir şekillerinin uygulanması zaten beklenemez²⁷³. Öte yandan ortaklık tüzel kişiliğinin, nama yazılı paylar için, Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdindeki kayıtlara ulaşarak hak sahipliği ile ilgili pay defterini güncellemesi gerekecektir²⁷⁴.

Anonim ortaklığın devralınması, hedef ortaklığın kontrol iktisabına ilişkin bir işlem olduğu için, sadece pay devir sözleşmesinin imzalanması veya kıymetli evrak olarak hisse senedinin teslim edilmesi, ortaklık devri için yeterli olmayıp, kontrolü sağlayacak pay sahipliği haklarının sahibi konumuna gelmesi lazımdır. Bu da, hamiline yazılı paylar bir tarafa bırakılırsa, ancak pay defterine yapılan kayıt anı itibarıyla gerçekleşecektir. Dolayısıyla pay devir prosedürü tamamlanıp, ortaklığa karşı pay sahipliği sıfatı kazanılmadıkça, devralmaya has hukuki sonuçlar, örneğin çağrıda bulunma zorunluluğu uygulama alanı bulmayacaktır²⁷⁵.

²⁷³ Bunların kıymetli evrak olmadıkları hususunda bkz. Ali PASLI, “Türk Hukukunda ‘Menkul Kıymet’ Kavramı”, **Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan**, C. II, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2007, s. 1549 vd.

²⁷⁴ Kaydi değer hâline getirilen anonim ortaklık paylarının devir prosedürü hakkında inc. TAŞDELEN, **Pay Sahipliği Sıfatının Kazanılması**, s. 194 vd.

²⁷⁵ İnc. DİNÇ, **Çağrı**, s. 252. Tabi ki, bunun devralan tarafından kötüye kullanılması ihmalinde veya kontrolün fiilen elde edilmesi durumunda farklı bir sonuca varılabilir. Örneğin ortaklığın defterlerinin tutulma sistemi, genel kurulun yapılma düzeni, vb. etkenlerle pay devri pay defterine kaydedilmese de, hisse senetlerinin zilyetliğine ya da pay devir sözleşmesine dayalı olarak devralan, genel kurula katılıyor, hazirun cetveli buna göre düzenleniyor ve devralan kullandığı oylar ile yönetim kurulu üyelerini belirleyebiliyor ise, devralma tamamlanmış demektir.

Pay devrine dayalı kontrol iktisabı, üç şekilde gerçekleşmektedir. Bunlar; “blok alım/satım”, “aleni pay alım teklifi” ve “münferit alım/satım”dır. Özellikle yabancı literatürde, birçok hâlde, bu üç işlemden “takeover yöntemleri” olarak söz edilmekte²⁷⁶ ve hedef ortaklık kontrolünün elde edilmesi yolu olarak, sadece bu üç hâl sayılmaktadır. Bu bile, satım sözleşmesine dayalı pay iktisabı yönteminin en yaygın devralma metodu olduğunu ortaya koymaya yetmektedir²⁷⁷.

1. Blok Alım

Blok alım, hedef ortaklığın mevcut kontrol sahibi ile devralan arasında yapılan satım sözleşmesi ile devralanın kontrolü sağlayacak oranda şirket payını toplu olarak satın alması işlemidir²⁷⁸ ²⁷⁹. Bu işlem, en azından Türkiye ve Kıta Avrupası

²⁷⁶ Örn. bkz. ve karşı. RABINOWITZ, **Weinberg and Blank on Takeovers**, s. 1006; VENTORUZZO, **Thirteenth Directive**, s. 181; MANNE, **Market for Corporate Control**, s. 262; DAVIES/HOFT, **Control Transactions**, s. 158; ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 58 vd.

²⁷⁷ Bu yönde bkz. ROMANEC/KRUS, **Mergers and Acquisitions**, s. 7.

²⁷⁸ “Blok alım veya blok satım” teriminin kullanımı için bkz. BOYACIOĞLU, **Konzern**, s. 260; Mehmet ÖZDAMAR, **Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi (TK. md. 329)**, Ankara, Yetkin yay., 2005, s. 134; Melikşah YASİN, **Uygulama ve Yargı Kararları Işığında Özelleştirmenin Hukuki Rejimi**, İstanbul, Beya yay., 2006, s. 110; DİNÇ, **Çağrı**, s. 250. Bu son yazar, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ kapsamında çağrıda bulunma zorunluluğunun doğumuna sebep olan kontrol oranlarının aşılmasını sağlayacak yöntemleri incelerken, ilk olarak “blok ya da münferit alımlar”ı irdemiştir, ancak blok alım ile münferit alım arasındaki farka değinmemiştir. Yazar, devamında ise bir başka devralma (kontrol oranının aşılması) yöntemi olarak, taraflar arasında yapılan müzakereler neticesinde imzalanan “hisse alım/satım alma sözleşmesi”ni göstermiş ve bu yöntemi daha çok Türkiye’de yatırım yapmak isteyen yabancı ortaklıkların kullandığını vurgulamıştır. Yazarın belirttiği hisse alım sözleşmeleri, esasında, “blok alım”dan başka bir yöntem değildir. Yazarın ifadelerinden -tam olarak belli olmamakla birlikte- anlaşılabilir husus, özelleştirme kapsamındaki toplu devralmaların, “blok alım”, bunun dışındakilerin de “hisse alım sözleşmesi” olduğudur. Hâlbuki, blok alım, hisse alım sözleşmesinin bizzat kendisidir. Blok alım, hisse alım sözleşmesinin akdedilmesi ve devamında pay devir prosedürünün (ciro, alacağın temlik gibi) izlenmesi ile gerçekleşmektedir. Dolayısıyla bu ikisi, devralma yöntemleri açısından birbirinden ayrılmaz.

²⁷⁹ Doktrinde *Saka*, blok alım tabiri yerine, “toplu alım” ifadesini kullanmakta ve *Yasaman*’a atıfla, blok alımın, ortaklığın bütün pay sahiplerine yöneltilmiş teklif ile payların belirtilen fiyattan alma taahhüdü olduğunu ileri sürmektedir. Bkz. Hamdi YASAMAN, **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, İstanbul, Kazancı yay., 1992, s. 232 vd.; Zafer SAKA, “Çağrı Yoluyla Pay Toplanması”, **Yasa Hukuk Dergisi**, No: 259, Mart-Nisan 2005, s. 16, 17. Gerçekten de *Yasaman*, “borsada blok alımlar” terimini kullanmakta ancak bunun takeover bid/tender offer işleminin karşılığı olduğunu belirterek, blok alım başlığı altında anılan kurumu anlatmaktadır. *Saka* da, çağrı yoluyla pay toplama girişimi ile blok alımın aynı kavramlar olduğu görüşündedir. Hâlbuki takeover bid/tender offer, aleni pay alım teklifidir ve gerek uygulama gerek de doktrin, blok alım/satım ile aleni teklifi ayırmaktadır. Ortaklıktaki tüm paylara yönelik teklif, blok teklif değil, aleni tekliftir. Hedef ortaklığın tüm pay sahiplerine yönelik teklif ile ortaklık paylarının satın alınması, aleni teklif ile devralmadır ve bu kurum, blok alımdan kesinlikle farklıdır. Aleni teklifin (çağrının) zaten ortakların hepsine açık olması, eşitlik ilkesi gereğince, zorunludur. Aleni

açısından, anonim ortaklığın devralınmasının en klasik ve yaygın yöntemi olup^{280 281}, devralan ile ortaklığı kontrolünü elinde bulunduran devreden arasındaki satım sözleşmesi ile sonuçlanan müzakerelere dayanmaktadır^{282 283}. Bu sebeple “birebir (doğrudan) müzakere(ler) yoluyla alım (privately negotiated purchase)” şeklinde de isimlendirildiği görülmektedir²⁸⁴. Bu müzakereler sonucunda satım sözleşmesi imzalanmaz ve pay mülkiyetini geçiririci işlemler icra edilmezse, devralma gerçekleşmez. Devralan ortak kontrolü elde ediyorsa, hemen daima taraflar arasında bir de hedef ortaklığın yönetimine ilişkin bir pay sahipleri sözleşmesi akdedilir.

Ancak mevcut kontrol sahibinin onayı ile devralma gerçekleşeceği için²⁸⁵, bu tür devralmaları önlemeye yönelik özel savunma araçlarının geliştirilmesi gerekli değildir. Zaten bizzat devralmayı sağlayan iki taraflı hukuki işlemin tarafı, hedef ortaklığın mevcut kontrol sahibidir.

teklif kısmi olabilir ama buradaki “kısmi”lik, pay sahiplerine değil satın alınacak paylara yöneliktir. Tam tersi blok alımda, bütün pay sahiplerine yöneltilmiş bir alım teklifi bulunmamaktadır. Teklif, sadece kontrolü elinde bulunduran büyük pay sahibine yapılmakta ve görüşmeler de satım konusunun sahibi olarak onunla sürdürülmektedir. Doktrinde bu sebeple blok alımda, alıcının, alım teklifini tüm ortaklara yöneltmek için yapması gereken masraflardan ve tanınması gereken süreden kurtulacağı, takiben hızlı bir şekilde devralmanın gerçekleştirilebileceği vurgulanmaktadır. Bkz. AYDIN, **Kendi Paylarını Edinmesi**, s. 64-65.

“Blok alım” terimi, aleni tekliften farklı bir satın alma yöntemi olarak yabancı literatürde de zikredilmekte ve karşılıklı pazarlığa dayalı ortaklık paylarının belli bir kişiden toplu olarak satın alındığı işlemleri karşılamaktadır. Bkz. örn. MANNE, **Market for Corporate Control**, s. 262. Dolayısıyla “toplu alım” ifadesi ile “blok alım” arasında kavramsal bir fark bulunmadığı gibi, doktrinde “paket alım” tabirinin kullanıldığına da rastlanılmaktadır. Bkz. KARSLI, **Sermaye Piyasası**, s. 618; BOYACIOĞLU, **Konzern**, s. 260. “Borsa dışı alım” tabiri için bkz. ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 60.

²⁸⁰ Bkz. örn. ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 61.

²⁸¹ 1986-2008 yılları arasında Türkiye’de yapılan özelleştirmelerin yöntem itibarıyla % 56’sı blok satış ile gerçekleştirilmiştir. Tesis ve varlık satışının da bir özelleştirme yöntemi olduğu, yani anonim ortaklığın devri dışındaki özelleştirmelerin de bulunduğu göz önüne alınırsa, blok satışın bir devralma ve özelleştirme yöntemi olarak, tercih sıklığı daha iyi anlaşılacaktır. İstatistikî bilgi için bkz. http://www.oib.gov.tr/program/uygulamalar/yillara_gore.htm, 06.10.2008.

²⁸² SEPE, **Private Sale of Corporate Control**, s. 6; VENTORUZZO, **Thirteenth Directive**, s. 181/dpn. 42.

²⁸³ Devir müzakereleri ve prosedürün fiili uygulama şekline ilişkin olarak ayrıntılı bilgi için bkz. örn. Maurice DWYER/the team at Wragge & Co, **Private Equity Transactions**, London, Sweet & Maxwell, 2001, s. 2001 vd.; Ian PATERSON, **Private Company Share Sale Manual**, London, Longman pub., 1988, b.a.; ESİN/LOKMANHEKİM, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 8 vd.

²⁸⁴ Bkz. ÖZDAMAR, **Kendi Paylarını İktisap**, s. 130, 134; AYDIN, **Kendi Paylarını Edinmesi**, s. 56, 64.

²⁸⁵ Lucian Ayre BEBCHUK, “Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control”, **Quarterly Journal of Economics**, 1994/109, s. 957.

Burada tam veya çoğunluk mülkiyeti ya da imtiyazlı pay sahipliği gibi başka bir hukuki araca dayalı olarak kontrolü elinde bulunduran kişi, kendisine kontrolü sağlayan pay mülkiyetinin tamamını ya da bir kısmını ortaklığın ortağı olan ya da olmayan bir üçüncü kişiye devretmektedir. Dolayısıyla devredilen hem payların mülkiyeti hem de ortaklığın kontrolü olmaktadır. Bu sebeple bu işleme, “kontrol satışı (sale of control)” da denilmektedir²⁸⁶.

“Blok alım”, tek bir hisse satım sözleşmesi çerçevesinde, mevcut “controller”ın şirket paylarının mülkiyetini toplu olarak ve gerekli pay devir prosedürüne uyarak devralana geçirmesi, borçlandırıcı işlem niteliğindeki satım sözleşmesinin akdinin ardından yapılan tasarrufi nakil muamelesi ile birlikte hem pay mülkiyetinin hem de şirket kontrolünün devralana/yeni “controller”a geçmesi işleminin genel adıdır. Burada devre konu yapılan payların, ortaklığın sermayesine olan oranı, ortaklığın kontrol çeşidine göre değişir. Çoğunluk kontrolünün bulunması durumunda % 50 + 1 paylık (ya da daha fazla)²⁸⁷, azınlık kontrolü hâlinde ise örneğin % 30’luk bir pay devri söz konusudur²⁸⁸. Hatta imtiyazlı pay devrinde bu oran daha da aşağıya düşebilmektedir²⁸⁹. Ortak kontrolün blok alım yöntemi ile elde edilmesine de sıklıkla rastlanılmakta olup, çoğunluk kontrolü bulunsa dahi, yönetim imtiyazına sahip

²⁸⁶ Kahen MARCEL, “Sales of Corporate Control”, **Journal of Law, Economics and Organization**, Oxford University Press, October 9/2, s. 368 vd.; BEBCHUK, **Sales of Corporate Control**, s. 957; Yedidia Z. STERN, “The Private Sale of Corporate Control: A Myth Dethroned”, **Journal of Corporate Law**, 1999-2000/25, s. 511-512; SEPE, **Private Sale of Corporate Control**, s. 6; KARAYALÇIN, **Kontrol Satışı ve Genel Alım Önerisi**, s. 362; DİNÇ, **Çağrı**, s. 250. *Karayalçın*, “kontrol satışı” kavramını, “bir anonim şirkette egemenliği sağlayacak tutarda pay senetlerinin, blok halinde alım-satımı işlemi” şeklinde tanımlamakta ve kontrol satışının düzenlenmesinde önemli olacak esas problemin hangi sayıda pay senedinin satışının, blok/kontrol satışı sayılabileceği olduğunu ileri sürmektedir. KARAYALÇIN, **Kontrol Satışı ve Genel Alım Önerisi**, s. 362-363. Belirtelim ki, burada ölçüt hedef ortaklıktaki kontrol çeşidine göre değişebilecektir. Önemli olan, tek bir toplu işlem ile ortaklık kontrolünün el değiştirip değiştirmediği, mevcut kontrol sahibin bu yolla (muhtemelen kontrol primi de alarak) kontrolü devredip devretmediğidir. Vurgulayalım ki, mevcut “controller”ın tek başına kontrolden, ortak kontrole geçişi de kontrol satışındır.

²⁸⁷ Örn. bkz. RK, 28.04.1999, 99-21/166-85 (RG. 31.05.2000, 24065); 29.08.2000, 00-32/334-188 (RG. 13.11.2001, 24582); RK, 14.08.2008, 08-50/725-284 (RG., 06.11.2008, 27046); 27.11.2008, 08-67/1088-422 (RG. 19.01.2009, 27115); RK, 04.12.2008, 08-69/1125-441 (RG. 17.02.2009, 27144).

²⁸⁸ Ortak kontrolden münferit kontrole geçişi ya da ortak kontrolün kurulmasını sağlayan % 50’lik “devralma” niteliğindeki blok alımlar da görülmektedir. Örn. bkz. 18.04.2000, 00-14/134-66 (RG. 22.06.2001, 24440). % 25’lik blok pay devri ile ortak kontrolden münferit kontrole geçiş örneği için bkz. RK, 08.03.2000, 00-29/322-182 (RG. 13.11.2001, 24582).

²⁸⁹ Bu kapsamda “blok”un anlamı için karşı. DAMMANN, **Corporate Ostracism**, dpn. 88.

örneğin % 20'lik, belki de daha az bir pay bloğunun satın alınması da, bu kapsamdadır²⁹⁰. Devralanın zaten hedef ortaklıkta pay sahibi olması durumunda da, devralmayı sağlayan blok pay miktarı azalmaktadır²⁹¹.

Blok alımı, diğer yöntemlerin ayıran en önemli özellik, mevcut kontrol sahibi ile yapılan görüşmelere ve onun onayına dayanması, ayrıca kontrolü sağlayan payların toplu olarak/bir arada ve tek bir satıcıdan²⁹² devralınmasıdır.

Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ'in 17. maddesinde devralma yöntemleri arasında sayılan ve çağrıda bulunma zorunluluğunun doğumuna yol açabileceği belirtilen "blok alım" kavramı²⁹³, 4046 sayılı "Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun"²⁹⁴un 18/A maddesinde bir özelleştirme yöntemi olan satış çeşidi olarak "blok satış" ismiyle anılmaktadır^{295 296}. Ancak hem sermaye piyasası hem de özelleştirme

²⁹⁰ Örnek olaylar için bkz. RK, 28.01.1999, 99-3/32-10 (RG. 08.09.1999, 23810); RK, 30.01.2001, 01-06/54-17 (RG. 16.05.2001, 24404); RK, 30.10.2008, 08-61/993-385 (RG. 07.01.2009, 27103).

²⁹¹ Örneğin Porsche Automobil Holding SE'nin, Volkswagen AG'deki hisse oranını % 50'nin üzerine çıkararak anılan şirketi devralmasını sağlayan pay oranı, Porsche'nin zaten Volkswagen'de pay sahibi olması sebebiyle, % 20 civarındadır. RK, 24.07.2008, 08-47/662-256 (RG. 13.10.2008, 27023). Ayrıca bkz. RK, 25.12.2008, 08-75/1190-459 (RG. 27.02.2009, 27154).

²⁹² Yapılan blok satım sözleşmesinin satıcı tarafında bazen birden fazla hukuki kişilik bulunabilir. Ancak bunlar, hedef ortaklığın kontrolüne doğrudan veya dolayısıyla sahip olan ana ortaklığın kontrolünde olan ve/veya onunla aynı grupta yer alan bağlı ortaklıklardır. Bazen de ortak kontrolü paylaşan iki ortağın, bir arada paylarını blok olarak satmaları durumunda, satıcı tarafında birden fazla kişi bulunabilir. Burada satıcının tek bir kişi olmasından kasıt, kompakt bir satıcı grup ile alıcı arasındaki müzakereler sonucunda işlemin tamamlanmasıdır. Satıcıların, ortaklar veya ortak grupları olacağı hususunda bkz. ÖZDAMAR, **Kendi Paylarını İktisap**, s. 134. Satıcıların az sayıda etkili/önemli pay sahibi olacağı hususunda bkz. DAVIES/HOPT, **Control Transactions**, s. 158.

Öte yandan belirtelim ki, satıcılar birden fazla kişi de olsalar, hemen daima onlar adına satış müzakerelerini sürdüren danışmanlar ortak olmaktadır. Satış müzakereleri, iki grup danışman tarafından yürütülür. Danışmanlar, hukuk, finans, vergi gibi çok çeşitli alanlara yayılabilir. Ancak bir grubu, alıcıyı; diğeri de satıcıyı temsil eder.

²⁹³ Bkz. aş. Üçüncü Bölüm/IV/B/4/b/(1)/ii.

²⁹⁴ RG. 27.11.1994, 22124.

²⁹⁵ Kanun hükmü şu şekildedir: "...a) Satış; Kuruluşların aktiflerindeki mal ve hizmet üretim birimleriyle varlıklarının mülkiyetinin kısmen veya tamamen bedel karşılığında devredilmesi ya da bu kuruluşların hisselerinin tamamının veya bir kısmının...yurt içi ve yurt dışında, halka arz, gerçek ve/veya tüzelkişilere blok satış, gecikmeli halka arzı içeren blok satış ... yoluyla bedel karşılığında devredilmesidir."

²⁹⁶ Günal, blok satışın, borsanın olağan hisse senedi alım satım rakamlarının üzerinde büyük miktarlarda yapılan devirleri ifade ettiğini vurgulamaktadır. Vural GÜNAL, **Hukuki Açından Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar - Kurumlar)**, İstanbul, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası yay., 1997, s. 503. Yazarın bu noktada sermaye piyasası mevzuatında yaptığı atfın İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği'ne (RG. 19.02.1996, 22559) değil, İstanbul

mevzuatında zikredilen “blok alım”ın yasal bir tanımı ve kendisine özgü izlenmesi gereken bir prosedürü bulunmamaktadır²⁹⁷. Hukuki süreç açısından, tek bir hisse satım sözleşmesi ve devri nasıl yapılması gerekiyorsa, blok alımda da aynı yol izlenecektir. Ancak doğal olarak, işlemin finansal büyüklüğü ve sonuçta ortaklığın kontrolünün elde edilecek olması sebebiyle, prosedür fiilen farklılaşmakta, alıcı/devralan hedef ortaklığın mali, finansal, hukuksal, vergisel, vb. her türlü işletmesel pozisyonunu kavrayabilmek için due diligence çalışması yapmaktadır²⁹⁸. Unutulmamalıdır ki, devralmayı sağlayan blok satım sözleşmesinin teknik anlamda konusunu, hedef ortaklık kontrolünü sağlayan payların mülkiyeti oluşturmakla birlikte, esasında bu işlem ile satılan/devredilen bizatihi üzerinde kontrol sağlanması arzulan anonim ortaklıktır²⁹⁹. Bu işlem ile kontrol devralındığı için alıcı, beher hisse bedelinin yanı sıra kontrol primi de ödemek zorunda kalmaktadır.

Blok alımda, avantajlı konumda olan satıcıdır. Zira satıcı, hedef ortaklığın mevcut “controller”ı olarak, ortaklığın içinde bulunduğu durumdan öncelikle haberdar olan taraftır. Alıcı, özellikle satıcının kendisine sağladığı bilgiler çerçevesinde değerlendirme yapabilmektedir. Dolayısıyla bu türlü blok alım/satım

Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği’nin “toptan alış-satış işlemleri” kenar başlığını taşıyan (RG. 19.02.1996, 22559) 28. maddesine yönelik olması lazımdır.

²⁹⁷ Özelleştirme doktrinde blok satış işlemine yönelik, bizim yukarıda yaptığımız tanımlara benzer açıklamalara rastlanılmaktadır. *Baytan*, özelleştirme programında bulunan bir kuruluştaki kamu paylarının tamamının veya bir kısmının grup hâlinde satışa çıkarılmasının “blok satış” olduğunu belirtirken, *Yasin* de, blok satış yönteminde özelleştirme programındaki kamu hisselerinin tamamının veya bir kısmının grup hâlinde tek bir yatırımcının eline geçtiğinden bahsetmektedir. İlhan BAYTAN, **Özelleştirme**, Ankara, y.y., 1999, s. 289; YASİN, **Özelleştirme**, s. 110.

Vurgulayalım ki, özelleştirme açısından alıcı tarafındaki yoğunluk bakımından bir sınıflandırma yapılabilir. Yani örneğin blok satışta kamu payları tek bir alıcının eline geçerken; halka arz yöntemi ile yapılan satışta, alıcılar çok fazla sayıda olmaktadır. Özelleştirme işleminde kamu, her zaman tek başına kontrol sahibi ve devreden konumdadır. Anonim ortaklığın pay devri şeklindeki devralma yöntemlerinde ise durum farklıdır. Yöntemlerden blok alım ile diğerleri arasındaki temel fark, blok alımda tıpkı özelleştirme işlemlerinde olduğu gibi, kontrol sahibinin tek bir işlem ile kontrolü devretmesi, buna karşılık aleni pay alım teklifi ve münferit alımlarda satıcı tarafın çok sayıda ve kontrolden uzak kişiler olmalarıdır. Bir başka deyişle devralma yöntemleri bakımından ayırıcı özellik, satıcı taraftaki kişi sayısı iken; özelleştirme yöntemlerinde farkı, işlem sonrasındaki alıcı taraftaki kişi sayısı oluşturmaktadır.

²⁹⁸ Bkz. yuk. İkinci Bölüm/III/B ve C.

²⁹⁹ BOYACIOĞLU, **Konzern**, s. 260. Yazar, bu nedenle, hâkimiyeti el değiştirecek olan ortaklığın beklentilere uygun nitelikte olup olmadığını önem taşıdığını, hedef şirkete ait işletmenin aktif ve pasiflerinin durumu ile bunlara biçilen değer gerçeği yansıtıp yansıtmadığının yanı sıra işletmenin verimlilik ve kârlılığın ilişkin bilgilerin alıcı açısından belirleyici rol oynadığının üzerinde durmaktadır. **A.e.**, s. 260/dpn. 202.

sözleşmesi görüşmelerindeki en önemli konuların başında gelen ödenecek bedel, yani değerlendirme (valuation) konusunda satıcı, daha bilinçli olabilmekte ve daha rasyonel kararlar verebilmektedir. Zaten satıcının tek olmasına karşın, alıcılar arasında bir rekabet ortamının oluşturulması mümkün olduğu için hisse fiyatı yukarıya çıkabilecektir. Hisse fiyatı konusundaki en son takdir yetkisi, genellikle, satıcıdadır^{300 301}.

Gerek alıcının gerekli bilgilere ulaşmasının sağlanması noktasındaki görevleri, gerek de kontrol sahibinin değişecek olmasından ötürü görevlerini kaybetme potansiyelinin bulunması hedef ortaklık yönetim kurulu üyelerini ve işletme örgütündeki diğer üst düzey idarecileri, hedef ortaklık satın sözleşmesinin tarafı olmasa da, işlemin ilgilisi hâline getirmektedir. Kontrol sahibi ile yönetim arasındaki fiili bağ zayıfladıkça yönetimin satın alma işlemine karşı etkileyici tavır alma ihtimali artacaktır. Ancak özellikle Türkiye gibi çoğunluk mülkiyetine dayalı kontrolün öne çıktığı ülkelerde, hedef ortaklık yönetim kurulu üyelerinin blok satın alma prosedüründeki etkileri sınırlıdır. Örneğin Turkcell şirketinin yönetim kurulu üyesi ve genel müdür olan kişi, anılan şirketin yabancı bir ortaklık tarafından devralınmasının gündeme geldiği bir tarihte, bir televizyon programındaki konuşmasında, satın alma görüşmelerinin tamamen kendilerinin dışında cerayan ettiğini söyleyebilmektedir. Böyle bir durumun, özellikle Anglo-Sakson piyasalarında görülmesi pek olası değildir ve şirket yönetiminin sözleşme görüşmeleri sırasında, çeşitli ihtimaller dâhilinde alıcıdan ya da satıcıdan yana tavır alması mümkün olabilmektedir³⁰².

³⁰⁰ Blok satışlarda satıcının avantajlı konumu hususunda inc. ve karş. BOYACIOĞLU, **Konzern**, s. 260-261.

³⁰¹ Blok alımın alıcı açısından avantajlı yönleri, işlemin kısa sürede ve dikkat çekmeksizin gerçekleştirilebilmesi, muhatap alınacak kişi sayısının azlığı; dezavantajı ise ödenecek kontrol priminin miktarının belirlenmesinin ve satış sürecinin esas itibarıyla satıcının insiyatifinde olmasıdır. Bkz. ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 60-61.

³⁰² BOYACIOĞLU, **Konzern**, s. 260.

2. Aleni Pay Alım Teklifi

Aleni pay alım teklifi (takeover bid/takeover offer/tender offer³⁰³), bir anonim ortaklığın kontrolünü elde etmek isteyen kişinin, bunu sağlamak üzere, ortaklığın tüm pay sahiplerine açık bir çağrı ile belirli bir fiyattan onların paylarını satın alma teklifinde bulunmasıdır. “Hisse senetlerinin toplanması yoluyla şirkete hâkim olma”, “genel alım önerisi”, “çağrı yoluyla hisse senedi toplanması”, “halktan talep” gibi çeşitli isimlerle³⁰⁴ anılan aleni pay alım teklifi, *Manavgat*, tarafından, bir anonim ortaklığın paylarını satın almak üzere tüm ortaklara açık bir teklif yapılması, bu teklif sonucunda satın alınan paylarla ortaklıkta önemli bir pay sahipliği oranına ulaşılması ya da kontrolün ele geçirilmesi şeklinde tanımlanmaktadır³⁰⁵. Bunun dışında “*kapalı olmayan bir anonim ortaklığın kontrolünü sağlayacak yeteri miktarda payın elde edilmesi amacıyla, ortaklığın tüm pay sahiplerine yönelik, payların iktisap edilmesi teklifi*”³⁰⁶; “*halka açık anonim ortaklıkların paylarında ve yönetiminde denetimi sağlamak amacıyla, bireysel olarak veya topluca tüm pay sahiplerine açık (aleni) bir satın alma önerisinde (icap) bulunularak, hedef ortaklığa ilişkin payların toplanması girişimi*”³⁰⁷ gibi tanımlara da rastlanılmaktadır^{308 309}.

Aleni pay alım teklifinde, teklif sahibi, ilgili mevzuatta öngörülen kurallara riayet ederek alenileştirdiği/kamuya açıkladığı bir teklif ile, belirli bir süre içerisinde, belirli bir halka açık anonim ortaklıkta kontrolü sağlayacak tutarda payları ya da tüm payları nakit veya başka bir menkul kıymet ile değiştirme karşılığı belirli bir bedel üzerinden satın alma niyetini açıklamaktadır. İcap niteliğindeki bu teklifin pay

³⁰³ Aleni pay alım teklifi kavramının, İngiliz hukukundaki karşılığı “takeover bid”, Amerikan hukukundaki karşılığı da “tender offer” olmakla birlikte, “tender offer” terimi İngiliz sisteminde, kısmi aleni tekliflerin bir çeşidi olarak hedef ortaklığın oy haklarının % 30’a kadarki kısmını ihtiva eden paylar için yapılan çağrı anlamına gelmektedir. Yani “tender offer” İngiltere’de – Amerika’ya kıyasla- anlam daraklımasına uğramıştır. STAMP (DAWSON/ELLIOTT), **Corporate Transactions**, s. 414.

³⁰⁴ Bu konudaki terminolojinin listesi için bkz. DİNÇ, **Çağrı**, s. 66-67.

³⁰⁵ MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 7.

³⁰⁶ RABINOWITZ, **Weinberg and Blank on Takeovers**, s. 1007.

³⁰⁷ SAKA, **Çağrı**, s. 15.

³⁰⁸ Başka tanımlar için bkz. DİNÇ, **Çağrı**, s. 65; Sibel HACİMAHMUTOĞLU, “AT Komisyonu’nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme”, **Batider**, 2001/XXI-1, s. 95-96.

³⁰⁹ Aleni pay alım tekliflerinin farklı açılardan sınıflandırılmaları için bkz. MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 10 vd.; DİNÇ, **Çağrı**, s. 76 vd.; ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 62 vd.

sahiplerince kabul edilmesi ve payların satılması zorunluluğu yoktur. Ancak işlemin mantığı gereği, hemen daima ortaklık hisselerinin cari piyasa/borsa fiyatının üzerindeki bir bedel teklif edildiği için, bu tür aleni teklifler, ortaklar açısından cazip olabilmektedir³¹⁰. Teklifin belirlenen süre içinde kabul edilmesi ile satıcı pay sahipleri ile alıcı aleni teklif sahibi arasında münferit pay satım sözleşmeleri kurulmuş olur ve mevzuatta belirlenen prosedüre uygun olarak tarafların yükümlülüklerini (bedelin ödenmesi ve hissenin teslimi) yerine getirmesi ile, alıcı, kabul edilen oranda payı iktisap eder. Böylelikle belli oranda payın mülkiyetini kazanan alıcı, pay devri suretiyle anonim ortaklık kontrolünü elde etmiş olur. Dolayısıyla, aleni pay alım teklifi, anonim ortaklığın devralınma yöntemlerinden biri olmaktadır^{311 312}.

Mevcut kontrol sahibi de, çağrıya uyarak paylarını teklif sahibine devredebilir. Ancak hemen daima böyle bir duruma rastlanılmamaktadır. Alıcı, ortaklığın mevcut kontrol sahibinin kontrol devrine onayı bulunmasa bile, yaptığı aleni teklif sayesinde topladığı paylar ile ortaklık kontrolünü elde etmeyi amaçlamaktadır. Dolayısıyla yeterli oranda kabulün gelmemesi durumunda, payların hiçbirinin satın alınmaması şartının öngörülmesi mümkündür; sonuçta bu işlem bir devralma yöntemi olarak hedef ortaklığın kontrolünü elde edebilmek amacıyla yapılmakta ve bunu sağlamak için, beher hisse için piyasa fiyatının üzerinde bir bedel, yani bir nevi kontrol primi

³¹⁰ Borsa fiyatının üzerindeki teklifin, kabul konusundaki cazibeyi yarattığı hususunda bkz. AYDIN, **Kendi Paylarını Edinmesi**, s. 58/dpn. 10.

³¹¹ *Hacimahmutoğlu, "takeover bid ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesini sağlayan bir yol ya da tekniktir."* demektedir. HACİMAHMUTOĞLU, **13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi**, s. 95.

³¹² Londra borsasında işlem gören Castrol şirketinin hisselerinin BP Amoco şirketi tarafından aleni pay alım teklifi yöntemi ile satın alınması işlemi geçerlilik için RK'nın önüne gelen devralma örneklerinden biridir. RK, 03.08.2000, 00-29/329-185 (RG. 24.01.2002, 24650). Diğer örnek olay ve kararlar için bkz. RK, 04.07.2000, 00-25/262-144 (RG. 16.02.2001, 24320); 30.01.2001, 01-06/53-16 (RG. 06.10.2003, 25251); RK, 11.09.2008, 08-52/788-317 (RG., 25.11.2008, 27065); RK, 12.11.2008, 08-63/1049-408 (RG. 07.01.2009, 27103); RK, 20.11.2008, 08-66/1063-418 (RG. 17.02.2009, 27144).

Bu arada bir aleni pay alımı teklifi öncesinde, teklif sahibi şirket ile hedef ortaklık (yönetimi) arasında imzalanan "birleşme protokolü"nü, devralacak tarafın hisseleri satın alma konusundaki niyet beyanından öteye gitmediği, pay sahiplerinin hisselerini satma konusundaki iradelerini içermediği, zaten içermesinin de fiilen mümkün olamayacağı, dolayısıyla bu protokolün kendisinin bir devralma yöntemi olmadığı hususunda bkz. RK, 04.10.2007, 07-77/934-361 (RG. 04.12.2007, 26720).

de ödenmektedir. Burada kontrol primi, satış teklifini kabul eden pay sahipleri yığınca paylaşılmaktadır.

Bu özelliği ile aleni pay alım teklifi, blok bir pay sahibi veya grubu tarafından hukuki bir araca dayalı olarak kontrol edilmeyen anonim ortaklıklarda mümkündür. Zira bu tür ortaklıklarda kontrol, ancak söz konusu “controller”ın onayı; bu kapsamda onunla yapılacak görüşmeler ve anlaşma ile devralınabilir. Blok bir pay sahibi grubu tarafından kontrol edilmeyen, halka açık konumdaki bir anonim ortaklıkta kontrolün her an yapılacak bir pay toplama girişimi ile üçüncü kişiler tarafından elde edilmesi ihtimal dâhilindedir³¹³. Bu ihtimalin varlığı, Anglo-Sakson sisteminde destek görmektedir, zira anonim ortaklık yöneticileri üzerindeki denetimin esası, piyasadaki söz konusu devralma tehlikesine dayanmaktadır. Devralmanın ardından yöneticiler muhtemelen yeni kontrol sahibince azledilecekleri için ortaklığın devralınmasını istemeyecekler ve bunun için daha iyi çalışıp, ortaklığın piyasa fiyatının yüksek seviyede olmasını sağlamaya özel gayret göstereceklerdir. İşte bu durum, hukuki bir araca dayalı olmayan kontrol yapısının ve dağınık mülkiyet yapısının bulunduğu halka açık anonim ortaklıklarda üç taraflı bir kontrol mücadelesini ortaya çıkarabilmektedir. Devralma savaşı (takeover battle) olarak da adlandırılabilir bu durumda, ortaklık yönetim kurulu üyeleri ve diğer üst düzey idareciler bir tarafta, ortaklığın içinde yer alan pay sahipleri bir tarafta ve ortaklık kontrolünü ele geçirmeyi arzulayan üçüncü kişiler bir taraftadır. Söz konusu üçüncü kişiler, yapacakları aleni pay alım teklifi ile ne ortaklığın yöneticilerinin ne de azınlık konumdaki içerideki kontrole yakın ya da kontrolü fiilen elinde bulunduran pay sahiplerinin onayı olmaksızın, ortaklığın dağınık sermaye/mülkiyet yapısından yararlanarak topladıkları payların verdiği oy gücü ile kontrolü elde edebilir, böylelikle anonim ortaklığı devralabilirler. Dolayısıyla düşmanca (hostile) devralmalar ve hatta bu tür devralmaların varlığı potansiyeli buna uygun anonim ortaklıkları barındıran Anglo-Sakson sisteminde -ve son yıllarda istisnaen de olsa

³¹³ Halka arz işlemi, hem bizatihi arz sırasında anonim ortaklıkta kontrol değişikliğine yol açabilmekte hem de halka arzın ardından halka açıklık oranına göre aleni pay alım teklifi veya açık piyasa işlemleri ile kontrolün ele geçirilmesi ihtimalini ortaya çıkarmaktadır. Anonim ortaklığın kontrolünün el değiştirmesi tehlikesini ortaya çıkarması, doktrinde, halka arzın –en azından mevcut controller bakımından- olumsuz sonucu olarak ele alınmaktadır. Tolga AYOĞLU, **Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı Ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2008, s. 105.

Kıta Avrupası'nda- gerçek anlamda kontrol savaşlarını ortaya çıkarmaktadır. Kontrolün elde tutulması ve ele geçirilme savaşı, savaşın tüm taraflarınca çeşitli araçların kullanılmasına sebep olmakta ve devralmayı sağlayan aleni pay alım tekliflerine karşı, kontrolün ele geçirilmesini engelleyici araçlar, yani savunma yöntemleri (takeover defences/anti takeover devices) geliştirilmektedir. Amerikan hukuku ve uygulamasını takiben tüm dünyada, devralma savunmaları, savaş terminolojisine de paralel isimlerle anılmaktadır^{314 315}.

İşte bu mücadele sırasında çok çeşitli menfaat ihtilafları, ortaklığın zararına durumlar ve haksız zarara uğrayanlar bulunabilir. Bu sebeple aleni pay alım teklifi kurumunun hem izlenecek sürecin ayrıntıları hem de bu süreç sırasındaki sorumluluk kaynakları açısından yasal bir düzenlemeye bağlanması zarureti görülmüştür³¹⁶.

Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ'de halka açık anonim ortaklıklarda vekâleten oy kullanılması, vekâlet toplanması ve hisse senedi toplanması şeklindeki üç ayrı işlem

³¹⁴ BERNIS/BARON, **Company Law**, s. 360. Bunun gibi teklif sahibine verilen yağmacı (raider), köpek balığı (shark), yırtıcı hayvan (predator) veya saldırgan (aggressor) ile teklife konu ortaklığa verilen kurban (victim) veya hedef (target) gibi isimler de, anılan terminolojinin ürünüdür. Bkz. A.e.; GHAURI/BUCKLEY, **Mergers And Acquisitions**, s. 207; GRIER (GRIFFIN/CAPPER), **UK Company Law**, s. 528.

³¹⁵ Savunma önlemleri, hedef ortaklık tarafından bazen teklif ortaya çıkmadan bazen de teklifin ardından alınmaktadır. Birçok çeşidi olan savunma önlemleri arasında, ortaklık tüzel kişiliği ile pay sahipleri arasında imzalanan ve kontrol devri hâlinde uygulama alanı bulan sözleşmelere konulan ortaklığın karşı tarafına çeşitli mali haklar sağlayan sözleşmeler (zehirli haplar - poison pills); buna benzer şekilde ortaklık tüzel kişiliği ile şirketin mevcut yöneticileri arasında akdedilen sözleşmeler ile yöneticilere yüksek miktarda görevden ayrılma tazminatı ödenmesinin kararlaştırılması (altın paraşüt - golden parachute); esas sözleşmeye konulan kayıtlarla yöneticilerin değiştirilmesinin güçleştirilmesi veya pay devrinin sınırlanması ya da ortaklık çalışanları için pay fonları kurulması (köpek balığı savuşturması - shark repellent), yönetim ile uzlaşmadan düşmanca yapılan teklif üzerine, ortaklık yönetiminin onayladığı rakip bir teklifte bulunulması ve bu teklif ile ilk teklif sahibinden kurtulunması (beyaz şövalye - white knight); hedef ortaklığın değerini artıran önemli/cazip varlıklarının satılması (saray mücevherlerinin satılması - sale of the crown jewels) ya da bu varlıklar veya şirket payları üzerinde belirli bir üçüncü kişiye şarta bağlı alım hakkı tanınması (lockups - cezaevleri savunması); teklif sahibinin payları için hedef ortaklığın karşı teklif yapması (pac-man savunması) savunma önlemleri hususunda öne çıkanlardır. Ancak bunlar dışında dahi uygulamanın geliştirdiği birçok savunma aracı vardır. Özellikle Türk sermaye piyasasında aleni pay alım teklifi yoluyla kontrolün iktisap edilmesinin pek mümkün olmaması sebebiyle, ortaklıkların bu türden savunma araçları geliştirmeleri lüzumu da hissedilmemektedir. Dolayısıyla bunların ayrıntılı incelemesini, tezimizin kapsamına almamaktayız. Devralma savunmaları ve çeşitleri konusunda ayrıntılı bilgi için inc. BERNIS/BARON, **Company Law**, s. 360; POSNER, **Economic Analysis**, s. 455 vd.; VENTORUZZO, **Thirteenth Directive**, s. 182 vd.; ROMANEC/KRUS, **Mergers and Acquisitions**, s. 98-99; MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 129 vd.; DİNÇ, **Çağrı**, s. 196 vd.; ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 191 vd.

³¹⁶ Yabancı yasal düzenlemeler hakkında bkz. yuk. İkinci Bölüm/II/A; ayrıca Türk mevzuatı için bkz. yuk. İkinci Bölüm/II/B.

grubu bir arada kurallara bağladığı çıkarmıştır. Bu Tebliğ'in üçüncü bölümünde "pay sahiplerine çağrıda bulunarak hisse senedi toplanmasına ilişkin esaslar" açıklanmıştır. Tebliğ'de örneğin 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi'nin aksine aleni pay alım teklifine ilişkin bir tanım verilmemiş³¹⁷, aleni pay alım teklifine ilişkin süreç üç maddede anlatılmış (m. 14-16) ve ardından da aleni pay alım teklifi yapılmasının zorunlu olduğu hâller düzenlenmiştir (m. 17).

Buna göre sermaye ve yönetimde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak hisse senedi toplama girişiminin, bu Tebliğ ekinde yer alan bilgi formunun da ekleneceği bir teklifle yapılması lazımdır. Yeterli, dürüst ve açık bilgi verecek şekilde düzenlenen bilgi formu, halka yapılacak çağrıdan en az 30 gün önce SPK'ya gönderilir ve SPK'nın uygun görüşü alındıktan sonra³¹⁸, yurt çapında yayın yapan en az iki gazetede ilan edilir. Satın alma süresi, en fazla 30 gün olabilir ve satımdan sonra da bazı hususlar hakkında hem SPK'ya hem de ilgili borsaya bilgi verilir (m. 14). Alım işlemleri, çağrıda bulunacaklar adına bir banka ya da aracı kurum tarafından yapılır (m. 15). Yapılan çağrı üzerine hisse senetlerini satma kararı alan pay sahipleri, teklif sahibi adına hareket eden ve münferit devir işlemlerine aracılık yapan banka ya da aracı kuruma bilgi formunda belirtilen çerçevede ve genel hükümler dairesinde paylarını satarlar. Böylelikle bu hisselerin mülkiyeti, teklif sahibine geçer ve yeterli oranda hisse iktisap eden teklif sahibi, hedef ortaklığın kontrolünü elde edebilir. Kontrolü sağlayacak oranda hisse edinen teklif sahibi, aleni pay alım teklifi yöntemi ile, ilgili anonim ortaklığı devralmış olur³¹⁹.

Tebliğ düzenlemesi, özellikle aleni teklif sırasında yönetim kurulunun izleyebileceği tutum, sınırlamalar, özel sorumluluk mekanizması, savunma önlemlerine izin verme ölçüsü, kısmi teklif, vb. birçok konuda, yabancı mevzuat ile kıyaslandığında eksiktir ve bu açıdan Türk hukuku özellikle yasal düzelemde

³¹⁷ 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi m. 2/1-a'da, "takeover bid" kavramı, ortaklığın pay sahiplerine paylarının tamamının veya bir kısmının iktisap edilmesi suretiyle, ulusal hukuklar uyarınca hedef ortaklığın kontrolünün elde edilmesini takiben veya bu amaçla, ihtiyarî veya zorunlu olarak, yapılan kamusal teklif şeklinde tanımlanmaktadır. Ancak hedef ortaklığın bizzat kendisinin kendi paylarının iktisabı için yaptığı teklifler, kapsam dışı bırakılmıştır.

³¹⁸ Yapılacak olan her türlü ilan, reklâm ve duyurularla ilgili metinler hakkında da önceden SPK'nın uygun görüşünün alınması şarttır (m. 14/son)

³¹⁹ Söz konusu Tebliğ düzenlemesi hakkında bkz. Doğan KÜTÜKÇÜ, **Sermaye Piyasası Hukuku**, C. II, İstanbul, Beta yay., 2005, s. 20.

tamamlanmaya muhtaç durumdadır. Tabi ki, bu eksiklikler, bugün için ülkemizde aleni pay alım tekliflerinin –hemen tüm kapalı ve açık anonim ortaklıklarda “controller” olarak bir pay sahibi bloğunun bulunması sebebiyle- kayda değer bir devralma yöntemi olmamasından ötürü hissedilir düzeyde değildir. Ancak ilerleyen süreçte yabancı sermaye yatırımlarının ve halka açık anonim ortaklık sayısının artması, bunu takiben halka açıklık oranlarının da yükselmesi ve aile şirketlerindeki kuşak değişiklikleri ile birlikte düzenleme gerekliliği kaçınılmaz olacaktır. Zaten AB hukukuna uyum açısından da, en azından 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi hükümlerine uygun düzenlemeler yapılması lazımdır³²⁰.

3. Münferit Alım

Münferit alım, blok alımın karşıtı olup³²¹, esas itibarıyla borsa/açık piyasa işlemleri ile yapılan alımları ifade etmekle birlikte, halka açık olmayan ortaklıklardaki blok nitelikte olmayan, yani tek başına kontrolü sağlamaya yetmeyecek oranda payın satın alınmasını da kapsamına almaktadır. Zira bizim anladığımız anlamı ile blok alım, kontrolü sağlayan payların toplu olarak satın alınmasıdır. Tek başına kontrolü sağlamayan ancak toplu olarak nitelendirilebilecek miktarda payın tek bir işlem ile devralınması durumunda, devralan kendisinin zaten sahip olduğu paylarla birlikte kontrolü ele geçirecek ise, burada münferit alım yoluyla anonim ortaklık devralınmaktadır. Yani münferit alımdan kasıt, ortaklığın tek bir payının satın alınması değildir. Örneğin bir anonim ortaklıkta % 49 oranında iki pay sahibi grubu varken, bunlardan birinin % 2’lik küçük pay sahibinin paylarını satın alması, münferit alım ile gerçekleşen bir devralmadır³²².

Burada devralan, nihai olarak hedef ortaklığın kontrolünü elde etmeyi planlamakta, ancak bunun için ortaklığın mevcut “controller”ı ile anlaşmak veya tüm

³²⁰ Bu düzenlemenin yapılmasında tercih edilecek sistem açısından uygulamanın beklenmesi gerektiği hususunda bkz. yuk. İkinci Bölüm/dpn. 107.

³²¹ Nitekim Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/1’de çağrı zorunluluğunun doğumuna sebep olan işlemler sayılırken, “*blok veya münferit alımlar*” ifadesi kullanılmıştır.

³²² Bunun gibi örneğin bazı stratejik kararların alınmasına ilişkin % 75’lik nisabın arandığı bir anonim ortaklıkta, % 24 oranında paya sahip olan bir ortağın, % 1 oranında adi payı satın alması, münferit alım yolu ile ortak kontrolün elde edilmesi, dolayısıyla anonim ortaklığın devralınmasıdır. Örnek olay için bkz. RK, 30.10.2008, 08-61/995-387 (RG., 31.12.2008, 27097).

pay sahiplerine açık aleni bir teklif yapmak yerine, borsadan ufak oranda payları toplayarak ya da azınlık paylarını satın alarak kontrol için yeterli orana ulaşmaktadır.

Pay sahipliği yapısı dağınık olan bir anonim ortaklıkta kontrolü ele geçirmeyi amaçlayan bir kişi, yavaş yavaş borsada pay toplamaya başlar³²³. İlk alımlar, ele geçirme teşebbüsüne hazırlık niteliğindedir (emekleyen aleni teklif - creeping tender offer)³²⁴. Bu türlü müferit alımlar ile kontrolün elde edilmeye çalışılmasına, kontrol primi ödenmemesi ve ayrıca bazı hâllerde gizlice şirketin devralınması için başvurulmaktadır. Kontrol primi ödenmemektedir, zira alımlar, piyasa/borsa fiyatı üzerinden yapılmaktadır³²⁵. Gizlice kontrolün ele geçirilmesi mümkün olabilmektedir, zira borsa işlemlerinde satıcılar karşısındaki alıcının kimliğinden bihaber durumdadır ve küçük alımlar ile zaman içerisinde kontrol eşğine ulaşılabilir. Ancak bu iki düşünce de yerinde olmayabilir. Yapılan küçük alımlar, zaman içerisinde hedef ortaklık paylarına olan talebin artması sebebiyle borsa fiyatının yapay bir şekilde yükselmesine sebep olabilir³²⁶ ve orta veya uzun vadeye yayılan münferit alımlar için ödenen bedelin toplamı itibarıyla alıcı için kontrol primi ödenmesine kıyasla ekonomik açıdan olumsuz bir durum ortaya çıkabilir. Gizlilik içinde devralma da, gerek müşteri adına saklama sisteminin gelişmesi gerek de halka açık bir anonim ortaklıktaki pay sahipliği oranının basamaklı bir sistem içerisinde kamuya açıklanması zorunluluğunun ülke

³²³ Türkiye’de 1976-1977 yıllarında iki ayrı holding, Garanti Bankası’nın kontrolünü ele geçirmek için banka hisselerini toplama yarışına girişmişlerdir. O zaman ülkemizde işleyen bir borsa olmadığı için bu operasyonlar, borsa dışı piyasada ilanlı ve ilansız şekilde gerçekleştirilmiştir. Ancak birkaç yıl sonra bir blok alım ile bankanın pay sahipliği yapısı konsantre bir hâle gelmiş ve belli bir pay sahibi “controller”, şirket yönetimi üzerinde hâkim olmuştur. Bkz. KARSLI, **Sermaye Piyasası**, s. 618.

³²⁴ Karş. ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 58-59.

³²⁵ *Aydın*, münferit alımda, payımı elinden çıkaran pay sahibinin alıcının kim olduğunu bilmediğini, bunun doğal sonucu olarak aleni pay alım teklifi yoluyla satımdan farklı olarak, pay sahibine, payın borsa değerini aşan bir fark (prim) ödenmediğini belirtmektedir. Bkz. AYDIN, **Kendi Paylarını Edinmesi**, s. 57-58. Hâlbuki münferit alımda ekstra primin ödenmemesinin sebebi, alıcının gizliliği değil, yapılan işlemin zaten adi piyasa işlemi olmasıdır. Yoksa satıcı pay sahibi, alıcının kim olduğunu bilse de, işlem gene borsa fiyatı üzerinden yapılacaktır. Ancak zaman içerisinde bir kişinin ortaklıkta kontrolü ele geçirme amacı ile alımlar yaptığının ortaya çıkması ve/veya doğrudan yapılan münferit alımların etkisi ile hedef ortaklık hisselerinin borsa fiyatı yükselebilecektir. Aleni pay alım teklifinde teklif fiyatının borsa fiyatından fazla olmasının sebebi, yapılacak alım-satım işleminin, borsa işlemi niteliğinde olmaması ve satıcıların bir şekilde ikna edilmesi gereğidir.

³²⁶ Anonim ortaklıkların münferit alımlar yoluyla kendi paylarını edinmeleri ve bu şekilde payın borsa değerinin yönlendirilmesi (manipüle edilmesi) ihtimali hakkında bkz. **A.e.**, s. 58.

mevzuatlarındaki yerini alması ile pek mümkün olamamaktadır. Kaldı ki, aleni pay alım teklifinde alıcının, kontrolü sağlayacak şekilde gerekli oranda kabulün gelmemesi durumunda, kabul eden azınlık pay sahiplerinin paylarını satın almaktan vazgeçmesi imkânına karşılık, münferit alımlarda yapılan küçük çaplı alımlara rağmen kontrolün elde edilememesi durumunda ekonomik açıdan zarar görmeksizin yapılmış olan alımlardan geri dönülmesinin imkânsızlığı sebebiyle münferit alım yöntemi risk taşımaktadır. Ancak prosedürel kolaylık, münferit alımların aleni tekliflere nazaran, alıcı açısından avantajlı bir yanıdır³²⁷.

Öte yandan münferit alımın kapalı bir anonim ortaklıkta azınlık pay sahiplerinin payları için yapılması durumunda, satıcı alıcının konumunu ve kontrolü elde etme ihtimalini biliyorsa, alıcının kontrol primine benzer bir şekilde hisselerin cari fiyatının üzerinde bir bedel ödemesi gerekebilecektir.

B. Esas Sözleşme Değişikliği

Anonim ortaklıkta yapılan geniş anlamda bir esas sözleşme değişikliği ile ortaklıktaki kontrol sahibinin (veya şeklinin) değişmesi mümkündür. Dolayısıyla esas sözleşme değişikliği de, kontrol sahipliğine yaptığı doğrudan etki ile, bir devralma yöntemidir.

Şirket esas sözleşmesinde yapılan her türlü değişiklik, TK anlamında “esas sözleşme değişikliği”dir. Bu da, esas sözleşmeye yeni hüküm(ler) konulması, var olan bir hükmün kısmen veya tamamen çıkarılması yahut içeriğinin ya da ifadesinin değiştirilmesi şeklinde görülebilir. Kısacası, esas sözleşmedeki mevcut hükümlerin “değiştirilmesi”, “kaldırılması” veya “yeni hükümler getirilmesi”, esas sözleşme değişikliği manasına gelir. Bu sebeple tescil edilmiş esas sözleşme metninin mevcut hâlinde yapılan her türlü değişiklik/farklılık, ancak, TK. md. 385 vd.de yer alan “esas sözleşme değişikliği” prosedürünün uygulanması (ve gerekli yasal izinlerin alınması) ile gerçekleştirilebilir³²⁸.

³²⁷ Hâkimiyeti sağlamak amacıyla münferit payların satın alınması hususunda bilgi için bkz. BOYACIOĞLU, **Konzern**, s. 258-259. Bu yöntemin alıcı için taşıdığı avantajlar ve riskler için bkz. ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 59-60.

³²⁸ Bu konudaki istisnalar için bkz. DOMANIÇ, **Şerh II**, s. 941.

Esas sözleşmenin tüm hükümleri genel kurul tarafından değiştirilebilir. Genel kurulun bu yetkisinin sınırını, gene esas sözleşmede bulunan aksi yönde bir hüküm (TK. m. 385/c.1), pay sahiplerinin vazgeçilemez ve müktesep hakları (TK. m. 385) ve iptal sebepleri (TK. m. 381) oluşturur³²⁹. Yönetim kurulunca değişik metnin hazırlanıp, söz konusu metnin mevcut metinle beraber ilan ve tebliğinin ardından (TK. m. 386), değişikliğin genel kurulda karara bağlanması ve bu kararın tescil ve ilan (TK. m. 390) edilmesi ile esas sözleşme değişikliği prosedürü tamamlanmış olur³³⁰. Bununla birlikte genel kurulca esas sözleşmenin değiştirilmesine dair verilen karar, imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlâl edecek nitelikte ise, genel kurulun değişiklik kararı, söz konusu pay sahiplerinin özel bir toplantıda (imtiyazlı pay sahipleri genel kurulu) verecekleri bir karar ile tasdik edilmedikçe infaz edilemez, yani ticaret siciline tescil edilip yürürlüğe girmez (TK. m. 389).

Konumuz açısından esas sözleşme değişikliğinden kasıt, sadece esas sözleşme değişikliğine ilişkin bir genel kurul kararı alınması ve bunun ticaret siciline tescil ettirilmesi ile sözleşme değişikliğinin hukuken yürürlüğe girmesi değil, esas sözleşme değişikliğinin yapılma amacına paralel bir şekilde tescilin ardından kontrol değişikliğini sağlayan tamamlayıcı işlemin de gerçekleştirilmesidir. Bu sebeple, esas sözleşme değişikliğine geniş açıdan yaklaşmaktadır.

İki türlü esas sözleşme değişikliği ile, kontrol sahibinin değiştirilmesi amacına ulaşılabilir. Bunlar, esas sermaye artırımı ile imtiyazlı pay tesisi veya kaldırılmasıdır. Sermaye artırımı işleminin bizatihi kendisi değil, sonrasındaki tahsis, kontrol değişikliği yaratırken; imtiyazı yaratan esas sözleşme değişikliğinin yürürlüğe girmesi ile imtiyaza sahip payın maliki (ya da pay sahibinin onayı ile bu payın verdiği hakları kendi adına kullanma hakkını haiz kişi), ortaklığı devralmış

³²⁹ TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 1352.

³³⁰ Yargıtay, bu sıraya uyulmadan yapılan değişikliğin hüküm ifade etmeyeceğini belirtmiştir. Yarg. 11. HD. 08.11.1979, 4665/5114 (Erdoğan MOROĞLU/Abuzer KENDİGELEN, **Notlu – İctihatlı Türk Ticaret Kanunu Ve İlgili Mevzuat**, 8. Bası, İstanbul, Beya yay., 2004, s. 355). 11.06.2003 tarihinde kabul edilen 4884 sayılı Kanun ile TK. m. 273 ve 386’da yapılan değişiklikten önce her türlü esas sözleşme değişikliğinde STB’nin izninin alınması gerekiyordu. Bugün itibarıyla kural olarak söz konusu izin mecburiyeti kalkmıştır. Ancak STB, TK. m. 273’ün verdiği yetkiyi kullanarak yayınladığı “Anonim ve Limited Şirketlerin Kuruluş ve Ana Sözleşme Değişikliği İşlemlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (İç Ticaret 2003/3 – RG. 21.07.2003)” m. 5 ile bankalar, özel finans kurumları, sigorta şirketleri, holdingler, SerPK.’ya tabi ve halka açık anonim ortaklıklar gibi bazı özellikli anonim ortaklıkların kuruluşlarında ve esas sözleşme değişikliklerinde hâlen STB izninin aranacağını hüküm altına almıştır.

sayılabilir. Tabii ki, her sermaye artırımını veya imtiyazlı pay tesisi değil, kontrol sahipliğine etki eden bu tür işlemler, bir devralma yöntemi olarak kabul edilebilecektir.

1. Sermaye Artırımı

Anonim ortaklıklar, kural olarak, “esas sermaye” sistemine tabidir. Esas sermaye, pay sahiplerinin ortaklığa getirmeyi taahhüt ettikleri mal varlığının toplamı ve bunun nakit olarak ifadesidir³³¹. Değiştirilmesi artırma ve azaltma işlemlerinin yapılmasına bağlanmıştır. Pay sahiplerinin sermaye taahhütlerinin tamamı, esas sermayeyi oluşturur. Esas sermayenin artırılması, özel bir esas sözleşme değişikliğidir ve TK. m. 391 vd.da yer alan hükümler uyarınca, genel kurul kararına dayanılarak yapılır³³². Artırım yönündeki genel kurul kararı da, tescil ve ilan edilir.

Kayıtlı sermaye³³³ sistemini kabul eden anonim ortaklıklarda, sermayenin artırılması yani esas sermaye sistemindeki esas sermayenin artırılmasını karşılayan işlem, yönetim kurulunca çıkarılmış sermayenin³³⁴ yükseltilmesidir. Bu sistemde, sermaye artırımını, esas sözleşme değişikliği niteliğinde değildir³³⁵. Dolayısıyla bu işlem, pay sahipleri kararına dayanmaz, çıkarılmış sermayenin artırılmasına,

³³¹ İnc. Erdoğan MOROĞLU, **Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Artırımı**, 2. Bası, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2003, s. 1; ARICI, **Alacak Hakkı**, s. 3 vd.

³³² Esas sermaye artırımını, TK. m. 388/1 ve 2'nin kapsamına girmeyen bir esas sözleşme değişikliği olduğu için, toplantı ve karar nisapları açısından TK. m. 388/3 ve 4 hükümlerine tabidir. Bununla birlikte halka açık anonim ortaklıklarda, esas sözleşmede aksine bir düzenleme yoksa TK. m. 372, yani olağan toplantı nisabı kuralı uygulanır (SerPK. m. 11/7).

³³³ Kayıtlı sermaye, hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulan veya kurulmuş olup da sermaye artırmak suretiyle hisse senetlerini halka arz edecek olan anonim ortaklıkların, SPK'dan izin almak ve esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile TK.'nin sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın hisse senedi çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren, genel kurul tarafından artırılabilen, ticaret siciline tescil edilmiş sermayeleridir (SerPK. m. 3/d, 12).

³³⁴ Çıkarılmış sermaye, kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkların satışı yapılmış hisse senetlerini temsil eden sermayeleridir (SerPK. m. 3/f).

³³⁵ Kayıtlı sermaye sistemindeki sermaye artırımını işlemi, esas sözleşme değişikliği teşkil etmese de, sermaye artırımının gerek TK'daki düzenleniş şekli, gerek de özel bir esas sözleşme değişikliği olarak kabul edilmesi sebebiyle, kayıtlı sermaye sistemindeki sermaye artırımını işlemi de esas sözleşme değişikliği üst başlığı altında incelemekteyiz. Zaten devralma açısından esas sermaye sistemindeki sermaye artırımını ile kayıtlı sermaye sistemindeki sermaye artırımını işleminin ayrı incelenmesi doğru olmayacaktır. Anonim ortaklığın devralınması bakımından önemli olan, sermaye artırımını ile ortaklığın sermaye yapısının ve sahipliğinin değiştirilmesidir.

münhasıran yönetim kurulu yetkilidir. Pay sahipleri, ancak SerPK. m. 12/6 hükmü uyarınca yönetim kurulu kararının iptalini mahkemeden talep edebilirler³³⁶.

Hem esas hem de kayıtlı sermaye sistemlerindeki sermaye artırımı işlemi ile ortaklığın sermaye yapısının ve sahipliğinin değiştirilmesi, böylelikle kontrol sahipliğinin el değiştirmesi mümkündür. Sermaye artırımı, bu özelliği ile, bir devralma yöntemi olmaktadır.

Sermaye artırımının devralma yöntemleri arasında öne çıkan özelliği, doğrudan doğruya bir hedef ortaklık işlemine dayanıyor olmasıdır. Devralan ile devreden arasındaki bir anlaşma bulunabilmekle birlikte, bu anlaşmanın ifası aşamasında devralmayı sağlayan tasarruflı işlem, devreden değil, hedef ortaklığın irade açıklaması ile gerçekleşmektedir. Dolayısıyla genellikle bu devralma yöntemine, devralan ile devreden ortak kontrol sahibi hâline gelecekleri devralmalarda başvurulmaktadır. Zira kararın hedef ortaklık tüzel kişiliğinin bir organı (genel kurul veya yönetim kurulu) alınmasının dışında, devir bedelini de hedef ortaklık tüzel kişiliği almaktadır. Bu da, anonim ortaklığın devralınması açısından istisnai bir özellik taşımakta ve ortaklık tüzel kişiliğinin devralma sonrasında mal varlığının artmasına yani ortaklık mal varlığının işlemde bir şekilde etkilenmesine yol açmaktadır.

Anonim ortaklığın kontrol sahibi ile devralma niyetinde olan kişi arasındaki görüşmeler sonucunda, devralma yöntemi olarak alıcı tarafından kontrol sahibinin paylarının devralınması yerine, hedef ortaklığın sermaye artırımı yapması ve ihraç edilen yeni payların devralan tarafından (aslen) iktisap edilmesi tercih edilebilir. Bu yöntemde –sıklıkla görüldüğü üzere- öncelikle mevcut kontrol sahibi ile devralan arasında ortaklık sözleşmesi niteliğinde bir sözleşme akdedilmekte, bu sözleşme ile kontrol sahibi hedef ortaklığın sermaye artırımı yapmasını taahhüt ettikten başka, işlem sonrasında kontrolü paylaşacak iki grup arasında ortaklık yönetim ilkeleri tespit edilmektedir. Ancak kontrolün paylaşılması şart değildir. Taraflar arasındaki anlaşmanın akdinin ardından kontrol sahibi, hedef ortaklıktaki yönetim hâkimiyetini

³³⁶ Öte yandan kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklığın, kayıtlı sermaye tavanını (ister kayıtlı sermaye tavanına ulaşılmasından önce isterse de sonra) yükseltmesi, sermaye artırımı niteliğinde olmamakla birlikte, bir esas sözleşme değişikliği olarak genel kurul kararı ile gerçekleşebilir.

kullanarak hedef ortaklık genel kurulunda veya kayıtlı sermaye sistemi açısından yönetim kurulunda sermaye artırımı ve mevcut pay sahiplerinin rüçhan haklarının sınırlanması/kaldırılması kararlarının³³⁷ alınmasını sağlar. Bu kararların ardından ihraç edilen yeni paylar, kontrolü devralacak alıcı tarafa tahsis edilir³³⁸ ve bu kişinin yeni paylara ilişkin sermaye borcunu taahhüt etmesi ve/veya gerekli sermaye ödemesini yapması ile, ihraç edilen yeni payların mülkiyeti devralan/alıcı tarafından kazanılır. Alıcı tarafın iktisap ettiği pay oranına ve hedef ortaklıktaki kontrol çeşidine göre, bu işlem sonrasında kontrol el veya şekil değiştirir³³⁹.

³³⁷ TK. m. 394 uyarınca tüm pay sahipleri, sermaye artırımında rüçhan (yeni pay alma) hakkına sahiptir. Buna göre pay sahipleri, ortaklığın esas veya kayıtlı sermayesinin artırılması sırasında çıkarılan yeni payları, kendi katılma paylarının ortaklığın toplam sermayesine olan oranı miktarında öncelikle alma hakkını haizdirler. Bu hakkın varlığı sebebiyle pay sahibinin, sermaye artırımına yani sermaye yapısındaki değişikliğe rağmen, mali haklardan yararlanma ve yönetimde etkinlik gücünü belirleyen katılma payı oranının aynı kalması sağlanabilmektedir. Bu hak sebebiyle pay sahibinin sahip olduğu pay ile ortaklığın sermaye miktarı arasındaki kesir aynı kalmaktadır.

Rüçhan hakkı, sermaye artırımı kararı ile doğar ve kullanılır hâle gelir, ancak sermaye artırımının tescili ve yürürlüğe girmesi ile birlikte görevini icra eder. Uygulamada sıklıkla genel kurulun sermaye artırımı kararının ardından 15 günlük rüçhan süresi beklenilmeksizin ve onlardan iştirak taahhütnamesi alınmaksızın tüm pay sahiplerinin bu haklarını kullandıkları varsayılarak, ortakların pay miktarlarının sermaye artırımı oranında artırıldığı ve tescilin, pay sahiplerinin yeni/artırılmış pay miktarlarını gösterir şekilde yapıldığı görülmektedir.

Rüçhan hakkı, mutlak bir müktesep hak değildir. Esas sözleşme hükmü ya da genel kurul veya SerPK. m. 12/5 sisteminde yönetim kurulu kararı ile bu hakkın kaldırılması yahut da sınırlanması imkânı vardır. Yeter ki, eşit işlem ilkesine uygun hareket edilsin. Söz konusu sınırlama imkânının varlığı, sermaye artırımını bir devralma yöntemi hâline getirmekte ve rüçhan haklarının kullanılıp kullanılmayacağına beklenmesi gerekmeksizin ya da bu hak devredilmeksizin, sermaye artırımı ile ortaklığın sermaye yapısı değiştirilerek kontrol sahipliğine de etki edilebilmektedir.

Bu arada belirtelim ki, genel kurulda ya da yönetim kurulunda bizzat kontrol sahibinin onayı ile sadece kontrol sahibinin rüçhan hakkının kaldırılması da mümkündür. Onayın varlığı, eşit işlem ilkerine aykırılık sebebiyle alınan kararın iptalini önleyecektir. Bu durumda sadece kontrol sahibi olan kişiye düşecek yeni paylar, devralan tarafından iktisap edilecektir. Burada önemli olan yeni payların tahsis edileceği alıcının, bizzat sermaye artırımı kararında belirlenerek, bu konudaki muhtemel sorunlara engel olunmasıdır. Bunun gibi rüçhan hakkının kontrol sahibince alıcıya devri de aynı sonuca varılmasını sağlayacaktır. Ancak alacağın temliki niteliğindeki bu işlem, tıpkı pay devri gibi, mençut “controller” ile alıcı/devralan arasındadır. Rüçhan hakkının anlamı, hak sahibi, sınırlandırılabilmesi imkânı, devri gibi genel konularda bilgi için bkz. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 1403 vd.; Şükrü YILDIZ, **Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı**, İstanbul, Beya yay., 1996, b.a.

³³⁸ Sınırlanan veya kaldırılan rüçhan hakkına bağlı olarak ihraç edilen yeni payların tahsis edileceği kişi/kişiler yani devralan, bizzat rüçhan hakkının sınırlandırıldığı/kaldırıldığı kararı alan organ tarafından açıkça gösterilebileceği gibi, esas sözleşmede de bu yönde bir hüküm bulunabilir. Rüçhan hakkının belirlenme şekilleri hususunda bkz. TEOMAN, **İntifa Senetleri**, s. 248.

³³⁹ Örnek olay için bkz. RK, 13.03.2008, 08-24/243-78 (RG., 13.05.2008, 26875); RK, 16.10.2008, 08-58/929-375 (RG., 31.12.2008, 27097). Hisse devri ve sermaye artırımı yöntemlerinin bir arada kullanıldığı bir örnek olay için bkz. RK, 30.10.2008, 08-31/990-383 (RG., 29.12.2008, 27095).

Örneğin 1 milyon TL esas sermayesi bulunan bir anonim ortaklıkta pay sahibi (A), % 90'lık pay oranı ile kontrolü elinde bulundururken; şirket 900.000 TL'lik bir sermaye artırımını yapar ve pay sahiplerinin rüçhan haklarının kaldırılmasının ardından artırılan payların tamamı (B) tarafından taahhüt edilirse, sermaye artırımının tamamlanıp, ticaret siciline tescilin gerçekleşip, ihraç edilen yeni payların pay defterindeki kayıtlarının (B) adına yapılmasını takiben, ortaklıkta (A) ve (B) ortak kontrol sahibi konumuna gelirler. Yapılan işlem, sermaye artırımını yoluyla anonim ortaklığın devralınmasıdır. Rüçhan haklarının tamamen kaldırılmayıp belli oranda sınırlanması mümkün olduğu gibi, ihraç edilen yeni payların toplam sermayeye olan oranına göre devralınan, tek başına kontrolü elde etmesi de olasıdır. Ayrıca pay devri ile sermaye artırımını yöntemlerinin aynı devralma işleminde bir arada kullanılması da mümkündür.

Yukarıda da belirtildiği üzere, bu yöntem daha çok ortak kontrolün devralınması durumunda başvurulmaktadır. Bu tür bir devralma, hedef ortaklığın yararınadır, zira ortaklığa dışarıdan bir kaynak gelmekte, ortaklığın sermayesi artmaktadır, böylelikle bizzat hedef ortaklık da büyümektedir. Sermaye artırımını ortaklığın mali durumunun güçlenmesini sağlayacağı için, bu yöntemin kullanıldığı devralma, piyasa tarafından daha olumlu görülecek ve ortaklık hisselerinin borsa fiyatının yükselmesine de yol açabilecektir.

Bu kapsamda son olarak belirtelim ki, sermaye artırımını yöntemi ile devralma ortaklık organ kararına ihtiyaç gösterdiğinden, burada mevcut "controller"ın onayı olmaksızın kontrolün el değiştirmesi mümkün değildir.

2. İmtiyazlı Pay

Anonim ortaklıklar hukukunun temel kuralı, bir pay sahibinin pay sahipliği haklarının miktarının, ortaklık sermayesine katılım oranına denk olmasıdır. Bir payın itibari değeri, bu payın şirket esas sermayesine olan oranını gösterdiğine göre, örneğin sermayenin binde birini temsil eden bir payın genel kurulda vereceği oy miktarının ya da kâr payı miktarının da, şirketteki toplam oy veya –TK. m. 456 hükmü saklı kalmak kaydıyla- temettü miktarının binde biri oranında olması lazımdır. Örneğin çoğunluk kontrolü, ortaklığın toplam sermayesinin çoğunluğunu

temsil eden payların, sahibine/sahiplerine genel kuruldaki oy sayısının da çoğunluğunu kullanma imkânını vermesi esasına dayanmaktadır.

İşte imtiyaz, pay sahipliği hakları noktasında, bu kuralı değiştirmekte ve ilgili payın, sermayeye katılım oranına nispetle imtiyaza konu pay sahipliği hakkından daha yüksek oranda yararlanmasını sağlamakta ya da genel kurulun karar alma serbestisini imtiyazlı payın sahibi lehine sınırlamaktadır.

İmtiyaz kurumunun anonim ortaklık kontrolü konusundaki etkisi, imtiyazlı pay sahiplerinin sermaye çoğunluğunu temsil etmemelerine yani mülkiyetin çoğunluğuna sahip olmamalarına rağmen, imtiyazın varlığı sebebiyle ortaklığın kontrolünü elde edebilmeleridir.

Anonim ortaklıklarda “kontrol”, yönetim üzerindeki hâkimiyet olduğuna göre, kontrolü sağlayacak imtiyazın konu olduğu pay sahipliği hakkının da, “yönetimsel haklarda” olması gerekmektedir. Yoksa örneğin kâr payı hakkındaki imtiyaz, sahibine ortaklığın kontrol gücünü vermeyecektir. İşte iki tür pay sahipliği hakkındaki imtiyaz, ilgili payın/payların sahibine/sahiplerine ortaklığı kontrol imkânını verebilmektedir³⁴⁰.

Bunlardan ilki, oyda imtiyazlı paylardır. TK. m. 373/1’de her payın, sahibine en az bir oy hakkı vereceği belirtildikten sonra, bu esasa aykırı olmamak yani oysuz pay çıkarılmamak şartıyla, payların maliklerine vereceği oy hakkı sayısının esas sözleşme ile tayin olunacağı hükmolunmaktadır. Böylelikle TK. m. 401’deki “vesair hususlar” ibaresine ek olarak, Kanun’un 373. maddesinde oyda imtiyazlı pay ihracı olanağı açıkça ve herhangi bir sınır getirilmeksizin³⁴¹ kabul edilmiştir.

Esas sözleşmeye konulacak bir hükümlerle bir paya iki, üç veya daha fazla hatta binlerce oy verilmesi mümkündür. Bu durumda itibari değerine göre sermayeyi temsil etme oranı örneğin % 1 olan bir payın, oyda imtiyazlı kılınarak, toplam oy sayısının % 51’ini sahibine vermesi mümkündür. Böylelikle, sermayeye katılma, bir başka deyişle mülkiyet oranları % 50 + 1’in altında olan pay sahipleri, malik

³⁴⁰ Erdem de, “teşebbüsün kontrolünü ele geçirme ve belirleyici etki uygulama açısından kanımca iki tür imtiyaz üzerinde durulmalıdır: oyda imtiyaz ve yönetim ve/veya denetim kuruluna aday göstermede imtiyaz” demektedir. ERDEM, **Birleşme Ve Devralmalar**, s. 63.

³⁴¹ Sınır için bkz. Tasarı m. 479/2.

oldukları payların oyda imtiyazlı olması sebebiyle genel kurulda kullanılan oyların çoğunluğuna sahip olup, genel kurul karar alma sürecine hâkim olabileceklerdir. Ortaklık kontrolü, genel kuruldaki hâkimiyete dayalı olduğu için oyda imtiyazlı pay sahiplerinin ortaklık kontrolünü ellerinde bulundurmaları da olanaklı hâle gelmektedir. İşte bu çeşit kontrol, çoğunluk pay sahipliğine dayalı olmadığı için, çoğunluk kontrolü olmayıp, mülkiyet dışındaki bir hukuki araca; oyda imtiyaza dayalı kontroldür.

Oyda imtiyaza dayalı kontrol, özellikle imtiyazlı pay sahibine/sahiplerine yönetim kurulu üyelerini belirleme gücünü verdiği için kontrolde etkindir. Yoksa oyda imtiyaz, genel kurulda alınabilecek her kararda imtiyazlı pay sahibini hâkim kılmaz. Zira TK. m. 387 uyarınca esas sözleşmenin değiştirilmesi için yapılan toplantılarda, esas sözleşmede imtiyazlı oy düzenlemesi bulunsa bile, imtiyazlı oy kullanılamaz, yani esas sözleşme değişikliklerinde itibari değere göre oy kullanmaya ilişkin genel kural uygulama alanı bulacaktır³⁴². Bunun gibi oyda imtiyazın, esas sözleşmede genel kuruldaki belli gündem konuları ile sınırlı olarak öngörülmüş olması da mümkündür. Bu ihtimalde, ortaklık kontrolü için belirleyici olan yönetim kurulu üyelerinin seçimi ve azli konularındaki esas belirleyici gücün kimde olduğuna bakılacaktır. Örneğin sadece denetçi seçiminde³⁴³ veya bilanço onaylanmasında oyda imtiyazlı olan pay sahibinin, bu şekilde kontrolü elinde bulundurduğu kabul edilemez.

İmtiyazın kontrole etki ettiği ikinci hâl, yönetim kurulu üyeliğine aday önerme imtiyazının varlığında ortaya çıkmaktadır. Yukarıda da üzerinde durulduğu gibi, yönetim kurulu üyeleri genel kurul tarafından, olağan toplantı ve karar nisabı ile seçilir. Dolayısıyla birikimli oy sisteminin cari olduğu anonim ortaklıklarda yönetim

³⁴² Bununla birlikte buradan hareketle sermaye çoğunluğuna sahip pay sahiplerinin esas sözleşmeyi değiştirerek oyda imtiyaza son vermelerinin mümkün olduğu zannedilmemelidir. Zira oyda imtiyaz kurumunun esas sözleşme değişikliklerinde uygulama dışı kalmasının yaratabileceği bu sakıncayı kanun koyucu, TK. m. 389 ile gidermiştir. Buna göre pay sahipleri genel kurulunun esas sözleşme değişikliği kararı, imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlâl edecek nitelikte ise, imtiyazlı pay sahiplerinin ayrı olarak verecekleri bir tasdik kararı olmadıkça, pay sahipleri genel kurulunun esas sözleşme değişikliği kararı infaz edilemez yani ticaret siciline tescil edilip, yürürlüğe giremez.

³⁴³ Denetçi seçimi hususunda aksi görüş için bkz. **A.e.** Denetçi seçimindeki gücün kontrol aracı olmaması gerektiği hususunda bkz. yuk. Birinci Bölüm/II/A, Birinci Bölüm/III/B.

kurulu üyelerinin çoğunluğu, birikimli oy sisteminin bulunmadığı³⁴⁴ geri kalan ve anonim ortaklıkların çoğunluğunu teşkil eden ortaklıklarda ise üyelerin tamamı, genel kurulda kullanılan oyların çoğunluğunu ellerinde bulunduran pay sahipleri tarafından belirlenmektedir. Zira bunların kullandıkları oyların yönü, genel kurul kararını oluşturmaktadır. İşte anonim ortaklıklar hukukunda kontrol çeşitleri arasında, özellikle bizim sistemimizde, çoğunluk kontrolünün kural olmasının sebebi de oy çoğunluğunun pay çoğunluğuna bağlı olmasıdır. Öte yandan tüm pay sahiplerinin yönetim kurulu üyeliği için kendilerini ya da (hatta pay sahibi olmayan) bir başkasını aday göstermeleri mümkündür. Bununla birlikte genel kurulda oy çoğunluğu ile karar alınacağı için, genel kurul oy çoğunluğunu elinde bulunduran pay sahibi/sahipleri, dilediği kişileri yönetim kurulu üyesi olarak seçebilecektir. Dolayısıyla ortaklığın kontrolü de, bu şekilde yönetim kurulu üyelerini belirleme gücüne sahip olan pay sahiplerinde olacaktır. İşte tam burada gündeme gelen yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme imtiyazı, belli bir paya ya da pay grubuna tanınan ayrıcalıklı bir hak olup, bağlayıcılığı bulunan bir şekilde yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme hakkını ifade etmektedir³⁴⁵. Yoksa, imtiyazlı payların karşısında yer alan adi paylar da, sahiplerine yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme hakkını vermektedir. Ancak buradaki imtiyazın anlamı, aday gösterme imtiyazına sahip payların sahiplerinin gösterdikleri adayın ya da adayların, genel kurul tarafından üyeliğe seçilme zorunluluğunun bulunmasıdır³⁴⁶³⁴⁷.

³⁴⁴ Birikimli oy sisteminin karşısında yer alan ve her üyenin seçiminde pay sahiplerinin oylarının ayrı ayrı hesap edildiği seçim sistemine, doktrinde “düz oylama sistemi”, “yaygın etkili oy sistemi”, “etkisini seçilecek her bir üyede gösteren sistem” gibi isimler verilmektedir. Bkz. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 959a; Gül OKUTAN NILSSON, “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Birikimli Oy Kullanımı”, **Bilgi Toplumunda Hukuk – Ünal Tekinalp’e Armağan**, C. I, İstanbul, Beta yay., 2003, s. 563, 570.

³⁴⁵ Bu imtiyazın, aday önerme şeklinde değil de, doğrudan esas sözleşmede, yönetim kurulu üyelerinin tamamının veya bir kısmının belirli bir pay grubunu oluşturan payların sahipleri arasından seçilmesi zorunluluğu şeklinde düzenlenmesi de mümkündür. Bkz. Tasarı m. 360/1.

³⁴⁶ İmtiyazlı pay grubunun önerisinin genel kurul açısından “bağlayıcı” olmasının anlamı, istisnaları ve genel kurulun zorunluluğa uymamasının sonuçları hususunda bkz. Abuzer KENDİGELEN, **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, İstanbul, Beta yay., 1999, s. 275 vd.

³⁴⁷ “Belirli grupların yönetim kurulunda temsil edilmesi” kenar başlığını taşıyan Tasarı’nın 360. maddesinin ilk fıkrasının üçüncü cümlesinde, gösterilen adayın genel kurulca, haklı bir neden olmadıkça, seçim zorunluluğuna işaret edilmektedir.

Yönetim kurulu üye seçimi, genel kurulun münhasır ve devredilemez yetkilerinden olduğu için bu yetkinin genel kuruldan alınıp, ortaklık işleyişi içindeki bir başka ilgiliye ya da organa, bu arada imtiyazlı pay sahiplerine verilmesi mümkün ve geçerli değildir. Ancak aday gösterme imtiyazının varlığı, genel kurulun buradaki yetkisini sınırlamakta ve genel kurul, ancak imtiyazlı pay sahiplerinin gösterdiği adaylar arasından, gene çoğunluk oyları ile bir seçim yapmaktadır. Burada oyda imtiyaz bulunmamakta, pay çoğunluğu, oy çoğunluğunu da sağlamakta, ancak pay ve oy çoğunluğuna sahip olanlar, kendi istedikleri kişileri değil, aday gösterme imtiyazına sahip ortakların işaret ettikleri kişileri yönetim kurulu üyesi olarak seçmektedirler. Söz konusu aday gösterme imtiyazı şeklindeki hukuki araç, eğer ilgili pay sahibine/sahiplerine ya da pay grubu üyelerine, gösterdikleri aday sayısı itibarıyla yönetim kurulu kararlarında belli oranda etkili olma imkânını veriyor ise, bu hukuki araç sayesinde ortaklığın kontrolü elde edilmiş olacaktır. Bu noktada tespit, TK. hükümleri ve ilgili ortaklık esas sözleşmesindeki düzenlemelere göre yapılacaktır. Örneğin yönetim kurulu üye sayısı 7 ve ortaklık payları (A) ve (B) şeklinde iki gruba ayrılmış olan bir anonim ortaklıkta, esas sözleşme ile azınlık konumundaki (B) grubu paylara üyelik için 2 aday gösterme hakkı tanınmış ise, (B) grubu paylar aday gösterme imtiyazına sahip olmalarına rağmen, sahiplerinin ortaklığın kontrolünü elde ettikleri söylenemez. (B) grubu payların sahiplerinin gösterebilecekleri aday sayısı, 3 veya daha fazla olsaydı, mülkiyet dışındaki bir hukuki araçla ortaklığın tam veya ortak kontrolünün elde edildiğinden bahsedilebilecekti. Bu anlamda imtiyazın, kontrolü sağlayan bir hukuki araç olup olmadığı, tıpkı oyda imtiyazda olduğu gibi, ilgili ortaklığa has özelliklere göre belirlenebilecektir. Bir başka deyişle, aday gösterme imtiyazı, her durumda ortaklığın kontrolünü sağlayan bir hukuki araç değildir.

İmtiyazlı pay, devralma yöntemleri açısından üç açıdan fonksiyon icra edebilir. Bunlardan ilki, kontrolü sağlayan imtiyazlı payın devridir. Bu devir, imtiyazdan yararlanan, dolayısıyla kontrolü elinde bulunduran kişinin değişmesine yol açacaktır. Zira, imtiyaz, paya bağlıdır, kişiye değil. Payın sahibi değişince, imtiyazın da sahibi değişecektir. İmtiyazlı payın devri, normal pay devir prosedüründen farklı değildir. İmtiyazlı payları blok olarak, mevcut pay sahibinden bir pay devir anlaşması

çerçevesinde satın alan ve bu payların mülkiyetini iktisap eden kişi, bu yolla anonim ortaklığı da devralabilir. Dolayısıyla imtiyazlı payın devri, bir pay devri olarak, esas sözleşme değişikliği niteliğinde değildir ve hemen yukarıdaki devralma yöntemi başlığının³⁴⁸ kapsamı içindedir.

Esas sözleşme değişikliği ile imtiyaz hususundaki değişikliklerinin, anonim ortaklık kontrolüne etkisi iki türlü olabilir. Ya kontrolü sağlayan imtiyaz ortadan kaldırılır ya da kontrol iktisabına yönelik yeni bir imtiyaz tesis edilir.

Kontrol aracı niteliğindeki genel kuruldaki oy çoğunluğunu sağlayan oy hakkındaki imtiyazın veya doğrudan yönetim kurulunda temsil edilmeyi sağlayan aday önerme imtiyazının, yapılacak bir esas sözleşme değişikliği ile kaldırılması ve ortaklık kontrolünün mülkiyet/pay oranı esasına yani genel kurala tabi hâle getirilmesi mümkündür. Ancak bu şekildeki kontrol değişikliği de, ancak kontrol sahibi konumundaki imtiyazlı pay sahiplerinin onayı ile mümkündür. Yoksa bu şekildeki değişiklik, sermaye çoğunluğunun inhisari takdirine bırakılmış değildir. İmtiyazlar, özel bir koruma rejimine tabidir. TK. m. 389'a göre genel kurulda esas sözleşmenin değiştirilmesine dair verilen bir karar³⁴⁹, imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlâl edecek/sınırlandıracak/kaldıracak nitelikte ise, ancak söz konusu imtiyazlı pay sahiplerinin kendi aralarında oluşturacakları özel kurulun onay kararının ardından infaz/icra edilebilir, yani ticaret siciline tescil edilip yürürlüğe girebilir. Ancak söz konusu imtiyazlı pay sahipleri kurulunun toplantı ve karar nisabı hususunda TK. m. 388/3-4'e yapılan atıf sebebiyle imtiyazlı payların çoğunluğunun onay kararı yeterlidir. Yoksa sınırlama için, müktesep haklarda olduğu gibi, tüm imtiyazlı pay sahiplerinin muvafakati aranmayacaktır³⁵⁰. Böylelikle kontrolü sağlayan imtiyazlı payların en azından çoğunluğunun onayı ile söz konusu oyda veya aday önermedeki imtiyaz esas sözleşme değişikliği ile kaldırılabilirdiği ve bu işlem

³⁴⁸ Bkz. yuk. İkinci Bölüm/IV/A.

³⁴⁹ TK. m. 387 uyarınca oy hakkındaki imtiyaz, esas sözleşme değişikliklerinde uygulama alanı bulamayacağı için, imtiyazın varlığına rağmen, sermaye çoğunluğu, genel kurulda imtiyazı ihlâl eden bir karar alabilecektir.

³⁵⁰ *Kendigelen*, buradan hareketle, korunma açısından imtiyazların, çoğunluk kararına tabi olan pay sahipliği hakları ile ilgili tüm pay sahiplerinin muvafakatini gerektiren müktesep haklar arasında özel bir yer işgal ettiğini belirtmektedir. **A.e.**, s. 37.

anonim ortaklıktaki kontrol sahibinin değişmesine yol açtığı için, imtiyazın kaldırılması bir devralma yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır.

İmtiyazın kontrole esas sözleşme değişikliği ile ikinci etki imkânı, ortaklığın kuruluşunda değil de, sonradan yeni bir imtiyaz yaratılması hâlinde gündeme gelmektedir. Bu konuda öncelikle belirtelim ki, esas sözleşme değişikliği yolu ile kuruluştan sonra herhangi bir konuda imtiyaz tanınmasının mümkün olup olmadığı hususu Türk doktrininde tartışmalıdır³⁵¹. Kanaatimizce İsviçre'deki gibi esas sözleşme değişikliği ile imtiyaz tanınabileceği açık bir şekilde vurgulanmamış olsa da, TK. m. 401'in sınırlandırıcı olmayan ifade tarzı karşısında imtiyazın mutlaka ilk esas sözleşmede yer alması gerekmez³⁵². TK. m. 389 (ve 391) uyarınca imtiyazlı pay sahiplerinin, verecekleri onama kararında oy birliğinin aranmaması, bu görüşü doğrular. Zira böylelikle ilk esas sözleşmenin bu anlamda bir müktesep hak oluşturmadığı anlaşılmaktadır. Ayrıca SerPK. m. 12/5'de, kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklarda esas sözleşmede hüküm bulunması kaydıyla, yönetim kuruluna imtiyazlı hisse senedi çıkarma yetkisinin verilmiş olması da, kanun koyucunun kuruluştan sonra imtiyazlı pay ihracını yasaklamadığını göstermektedir³⁵³.

³⁵¹ Bunun mümkün olmadığını veya mümkünse de ancak oy birliği ile yapılabileceğini savunan yazarlara göre TK.'da, OR m. 654/1'deki gibi esas sözleşme değişikliği ile de imtiyaz yaratılabileceği yönünde açık bir düzenlemeye yer verilmemiş olması ve esas sözleşmenin ilk hâlinin pay sahipleri açısından bir müktesep hak oluşturması karşısında, esas sözleşme değişikliği prosedürünün izlenmesi ile imtiyaz oluşturulması imkânsızdır. Buna karşılık çoğunluk olarak nitelendirilebilecek olan ikinci grup yazarlar ise, imtiyazın sonradan yapılacak bir esas sözleşme değişikliği yolu ile de tanınabileceği, ancak tüm kararlar gibi bu kararın da TK. m. 381'in denetimine tabi olduğu kanaatindedirler. Her iki grup yazarların listesi için bkz. **A.e.**, s. 141-dpn. 424, s. 142-dpn. 426.

³⁵² Zira aksi hâlde esas sözleşmeye hüküm konularak düzenlenebilen her hususun ayrıca esas sözleşme değişikliği ile de düzenlenebilip düzenlenemeyeceği hususunda açık hüküm konulması gerekecektir. Hâlbuki kural, herhangi bir metne baştan konularak yapılabilecek bir düzenlemenin, bu metnin değiştirilmesi suretiyle sonradan da yapılabileceğidir. Bu yasaklanmak isteniyorsa açık bir kanun hükmüne gerek vardır; hüküm yoksa, kural uygulanır. Kanun koyucu, esas sözleşme değişikliği ile imtiyaz oluşturulmasına engel olmak isteseydi tıpkı TK. m. 402/2'de kurucu intifa senetlerinde olduğu gibi, "ilk esas mukavele" ibaresini kullanırdı.

³⁵³ Yargıtay'ın da net bir tutum sergilememekle beraber bu görüşte olduğu görülmektedir. İnc. Yarg. 11. HD. 12.11.1992, 3211/10546 (**Batider**, C. XVII, S. 1, s. 139 vd.). Gerçekten de sonradan esas sözleşme değişikliği yolu ile özellikle de oy ve aday önerme haklarında imtiyaz tanınması, birçok sorunu (örneğin çoğunluk dışındakilerin oylarının, toplam oya oranının çok düşük seviyelere indirilmesi veya kontrolün sermaye çoğunluğuna sahip olunmaksızın garanti altına alınması) da beraberinde getirmektedir. Ancak bu sorunların varlığı, kurumun tamamıyla reddini değil, yapılacak yorumlarda daha dikkatli olunmasını gerektirmektedir. Eşit işlem ilkesi ve özellikle de TK. m. 381'deki afakî iyi niyet esasları açısından genel kurul kararının mahkeme

Gerçekten de esas sözleşmede imtiyazlı pay düzenlemesi yokken, esas sözleşme değişikliği ile herhangi bir paya birden fazla oy hakkı ya da yönetim kurulunda temsil edilme hakkını sağlayan aday önerme imkânı sağlanacaksa, TK. m. 389 uygulama alanı bulmayacaktır, zira genel kurul kararını onayacak imtiyazlı pay sahipleri henüz yoktur. Özellikle de halka açık anonim ortaklıklarda esas sözleşmede aksine bir düzenleme yoksa, toplantı nisabı hakkında TK. m. 372'nin yani olağan nisabın uygulanması (SerPK. m. 11/7) ve kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklarda SerPK. m. 12/5 uyarınca bu yönde esas sözleşmede hüküm bulunması kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile de imtiyazlı pay ihracının mümkün olması karşısında, bu noktada önemli menfaat ihtilafları doğabilir. Bu sakıncanın önüne geçilebilmesi için, mehaza da uygun bir şekilde³⁵⁴, esas sözleşme değişikliği ile imtiyaz oluşturulmasının özel toplantı ve karar nisaplarına (TK. m. 388'den de farklı olarak) bağlanması düşünülebilir³⁵⁵.

Ancak bugün için belirtelim ki, mevcut kontrol sahibinin yönlendirmesi ile yapılacak esas sözleşme değişikliği ile ortaklıktaki mevcut olan belli payların ya da ihraç edilecek yenilerinin kontrolü sağlayacak şekilde imtiyaz ile donatılmaları mümkündür. Söz konusu imtiyazın tesisi, anılan paylara sahip olan kişinin “controller” hâline gelmesine yol açabilecektir. Dolayısıyla imtiyaz tesisi, kontrol üzerindeki değişiklik etkisi ile, bir devrama yöntemidir.

Bazı durumlarda ortaklıktaki kontrol aracı çoğunluk mülkiyeti iken, imtiyaz tesisi ile imtiyaza dayalı kontrole geçilebileceği gibi, bazen de mevcut imtiyazın kaldırılması ve yeni imtiyaz tesisi yöntemine bir arada başvurulabilir. Örneğin sermaye yapısında herhangi bir imtiyazlı pay bulunmayan ve çoğunluk kontrolü kapsamında ortaklığın % 51 hissesinin sahibi olan (P1)'nin kontrolünde bulunan kapalı bir anonim ortaklıkta, esas sözleşme değişikliği ile pay sahibi (P2)'nin sahibi

denetimi altında olması, sorunun çözümünde etkili ve yeterlidir. Bu konuda bkz. **A.e.**, s. 144 vd.

³⁵⁴ İsviçre hukukunda oy hakkında imtiyazlı pay ihdası için genel kurul toplantısında temsil edilen oyların üçte iki ve temsil edilen sermayenin de mutlak çoğunluğunun oyu gereklidir. Böylelikle bu tür bir kararın alınması için çifte engel oluşturulmuştur. Bu konuda bkz. Abuzer KENDİGELEN, “İsviçre Hukukunda Oy Hakkında İmtiyazlı Paylar”, **Ticaret Hukuku Kürsüsünde Onbeş Yıl-Makalelerim**, 2 c., C. I, İstanbul, Beta yay., 2001, s. 360 vd., özellikle s. 364-366.

³⁵⁵ Tasarı'da esas sözleşme değişikliği ile imtiyaz oluşturulabileceği açıkça hüküm altına alınmış (m. 478), ayrıca bu değişiklik, esas sözleşme değişiklikleri arasında % 75'lik özel karar nisabı kuralına bağlanmıştır (m. 421/3-b).

olduğu % 10 oranındaki paylar ayrı bir grup hâline getirilir ve yönetim kurulu üyelerinin yarısının bu grubun göstereceği adaylar arasından seçileceği kuralı getirilirse, (P2), ortak kontrol sahibi konumuna gelmiş ve anonim ortaklık yeni imtiyaz tesisi yoluyla devralınmış olur. Yaratılan yeni imtiyazdan yararlanan kişi, zaten ortaklığın mevcut kontrol sahibi ise, kontrolün elde edilme aracı bakımından hedef ortaklığın kontrol sınıfı değişse de, kontrol sahibi değişmediği için, ortada anonim ortaklık devri yoktur.

C. İntifa Hakkı Tesisi

İntifa hakkı, belirli bir kişiye başkasına ait bir mal varlığı değeri üzerinde en geniş şekilde yararlanma imkânı sağlayan irtifak hakkı olup, sınırlı aynı hak vasfındadır³⁵⁶. İntifa hakkı sayesinde intifa konusu³⁵⁷ mal varlığı değerinin çıplak mülkiyeti mal sahibinde kalmakla birlikte, intifa konusunun kullanma ve faydalanma yetkileri intifa sahibindedir. Malik, intifa hakkı ile hakka konu mal varlığı değerinden elde edilebilecek yararları başka bir kişiye tahsis etmektedir³⁵⁸.

Anonim ortaklık payının, intifa hakkına konu olabileceği tartışmasızdır. İntifa hakkının medeni hukuktaki anlamı doğrultusunda, intifa konusu paya intifa süresi içinde düşen kâr payı ve hazırlık dönemi faizlerini intifa hakkı sahibi alır³⁵⁹. Öte yandan TK. m. 360/4'de, üzerinde intifa hakkı bulunan bir paydan doğan oy hakkının, pay sahibi değil, intifa hakkı sahibi tarafından kullanılacağı hüküm altına alınmıştır. Anonim ortaklık kontrolü açısından önemli olan husus da, genel kuruldaki

³⁵⁶ İntifa hakkı, MK'nın dördüncü kitabının "sınırlı aynı haklar" başlıklı ikinci kısmının "irtifak hakları ve taşınmaz" yükü isimli birinci bölümünde 794 vd. maddelerinde düzenlenmektedir. MK. m. 794/2'de, aksine düzenleme olmadıkça, intifa hakkının sahibine, konusu üzerinde tam yararlanma yetkisi sağlayacağı hüküm altına alınmıştır. MK. m. 803/1'de de, intifa hakkı sahibinin hakkın konusu olan malı zilyetliğinde bulundurma, yönetme, kullanma ve yararlanma yetkilerine sahip olduğu belirtilmektedir. İntifa konusunun verdiği doğal ürünler intifa sahibine aittir, yani hak sahibinin semerelerden yararlanma hakkı vardır (MK. m. 804). Faizler hususunda bkz. MK. m. 805.

³⁵⁷ MK. m. 794/1 uyarınca intifa hakkı; taşınırlar, taşınmazlar, haklar veya bir mal varlığı üzerinde kurulabilir.

³⁵⁸ Abuzer KENDİGELEN, **Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı**, İstanbul, Beta yay., 1994, s. 21.

³⁵⁹ Pay üzerindeki intifa hakkının pay sahipliği hakları açısından kapsamı, intifa hakkı sahibinin yararlanabilecekleri ve pay sahibi üzerinde kalacaklar konusunda ayrıntılı bilgi için inc. A.e., s. 123 vd.

oy hakkının kontrolünün kimde olduğudur³⁶⁰. İşte ortaklığın kontrolünü sağlayacak oranda payın üzerinde intifa hakkı sahibi olan kişi, TK. m. 360/4 hükmünün kendisine sağladığı imkân ile genel kurulda, dolayısıyla ortaklık yönetiminde hâkim konuma gelebilir³⁶¹. Böylelikle intifa hakkı sahibi, kontrol sahibi olur. Dolayısıyla kontrolü sağlayacak paylarda, malik tarafından üçüncü bir kişi lehine intifa hakkı tesis edildiği vakit, anonim ortaklıkta kontrol sahibi değişecektir. İşte bu değişiklik sebebiyle, intifa hakkı tesisi, bir devralma yöntemidir³⁶². Pay üzerindeki intifa hakkının, intifa süresinin bitmesi, hak sahibinin ölümü gibi bir sebeple³⁶³ sona ermesi ile birlikte, kontrol yeniden ilgili payların mülkiyet hakkı sahibine geri dönecektir.

Pay üzerinde intifa hakkının nasıl kurulacağı hususunda, TK'da doğrudan bir düzenleme bulunmamaktadır. Dolayısıyla bu konuda genel hükümler uygulama alanı bulacaktır. MK. m. 795/1 uyarınca intifa hakkı; taşınırlarda zilyetliğin devri, alacaklarda ise alacağın devri ile kurulur. Tıpkı pay devrinde olduğu gibi burada da, bir arada yapılmalarına bir engel olmamakla birlikte, borçlandırıcı işlem ile tasarruf işlemi aşamaları ayrıdır. Herhangi bir şekle tabi olmayan borçlandırıcı işlem ile pay sahibi, bir üçüncü kişiye payı üzerinde intifa hakkı kurma borcunu üstlenmektedir. Yukarıda anılan kanun hükmü dairesinde devre ilişkin hükümler uyarınca yapılacak tasarruf işlemi ile de pay üzerinde intifa hakkı kurulmuş olacak ve intifa hakkının hüküm doğurması ile birlikte kontrol el değiştirebilecektir. Pay üzerinde intifa hakkı

³⁶⁰ İntifa hakkı sahibinin bilgi alma ve iptal davası açma gibi yönetsel haklara sahip olması, onun ancak sahip olduğu kontrolü güçlendiren imkânlardır, yoksa bu tür yönetsel hakların tek başına anonim ortaklık kontrolü üzerinde etkisi yoktur.

³⁶¹ Söz konusu kanun hükmü emredici nitelikte olmadığı için (bu konudaki tartışma için bkz. A.e., s. 257 vd.) pay sahibi ile intifa hakkı sahibinin anlaşması ya da esas sözleşmede hüküm bulunması hâlinde, pay sahibinin oy hakkı sahibi olarak kalması mümkündür. Bu olasılıkta kontrol hisseleri üzerinde intifa hakkı kurulması, anonim ortaklıkta kontrol değişikliğine yol açmayacağı için, bu işlem anonim ortaklığın devralınması niteliğinde de olmayacaktır.

³⁶² Öte yandan kontrol hisselerinin üzerinde rehin hakkı sahibi olan kişiye, rehin sözleşmesi ile oy kullanma yetkisinin verilmesi de, kontrol değişikliği yaratan bir devralma yöntemi olarak zikredilebilir. Bununla birlikte yukarıda bir kontrol aracı olduğunu belirttiğimiz pay üzerindeki hapis hakkı sahipliği, bu vafına rağmen, bir “devralma” yöntemi değildir. Zira hapis hakkı, taraflar arasındaki iradi bir işlem ile kurulmaz. Kanuni şartların gerçekleşmesi ile birlikte pay üzerindeki hapis hakkı oluşacaktır (MK. m. 950). Anonim ortaklığın devralınmasından bahsedebilmek için, devralan kişinin –mevcut kontrol sahibinin katıldığı ya da katılmadığı- bir hukuki işlem sonrasında kontrolü iktisap etmesi lazımdır. Ancak hapis hakkı sahipliğinde, hak sahipliğini bir hukuki işlem değil, fiilî bir durum yaratmaktadır. Dolayısıyla nasıl ki, salt olarak ortaklıktaki iki genel kurul arasındaki katılım oranındaki farklılıktan yararlanarak şirketin kontrolünün kazanılması, anonim ortaklığın devralınması değil ise, kontrol hisseleri üzerinde hapis hakkı edinilmesi de, “devralma” teşkil etmeyecektir.

³⁶³ İntifa hakkının sona erme sebepleri için inc. A.e., s. 355 vd.

kurma borcu doğuran işlem, sağlar arası bir hukuki işlem olabileceği gibi, ölüme bağlı bir tasarruf da olabilir. Ayrıca söz konusu hukuki işlemin tek taraflı veya iki taraflı ya da ivazlı veya ivazsız olması da mümkündür. Uygulamada daha çok bağışlama veya vasiyet hükümleri gündeme gelmekte, bunun gibi payın, intifa hakkının devredende muhafazası kaydıyla, devri de görölmektedir.

Tasarrufi işlem açısından çıplak pay üzerinde intifa hakkı, pay sahibi ile intifa sahibi arasındaki yazılı bir intifa hakkı sözleşmesi ile birlikte kurulacaktır. Temlike ilişkin hükümlere kıyasen, pay sahibinin intifa amaçlı yazılı temlik beyanında bulunması hakkın tesisi için yeterlidir. Ayrıca şirkete bildirim ve/veya pay defterine kayda gerek yoktur. Nama yazılı hisse senedine bağlanmış paylar üzerinde intifa hakkı kurulabilmesi için de (intifa amacını gösterir şekilde) ciro edilmiş senedin zilyetliğinin intifa hakkı sahibine geçirilmesi gerekir. Burada da hakkın tesisi için pay defterine kayda lüzum yoktur. Hamiline yazılı hisse senetleri üzerinde intifa hakkı da gene bu tür senetlerin devir şekline paralel olarak, hisse senedinin intifa hakkı kurmak amacıyla intifa hakkı sahibine teslimi ya da zilyetliğinin başkaca bir şekilde nakli ile kurulabilir³⁶⁴.

İşte anılan şekil kurallarına uygun olarak yeterli oranda pay üzerinde intifa hakkı kazanan kişi, anonim ortaklığı devralmış olur. Ona bunu sağlayan, hakka konu paylardan kaynaklanan oy hakkını, “asli hak sahibi” sıfatıyla ve kendi adına kullanma yetkisidir. İntifa hakkı sahibi, oyun kullanımını açısından, TK. m. 360/4’ün açık ifadesi uyarınca, pay sahibinin menfaatlerini hakkaniyete uygun bir şekilde gözetmemesinden ötürü sorumlu olsa da, oyun kullanımını açısından pay sahibinin temsilcisi değildir. Söz konusu hak sahibi, genel kurulda tamamen kendi iradesi ve isteği doğrultusunda, pay sahibinden talimat/onay almaksızın, ondan bağımsız olarak oy kullanma hak ve imkânına sahiptir.

Bu arada belirtelim ki, intifa hakkı sahibi, intifa hakkının usulüne uygun bir şekilde kurulmasının ardından kontrolü devralmış olacak, dolayısıyla anonim ortaklığın devralınmasına ilişkin özel hukuki sonuçlar uygulama alanı bulabilecektir. Ancak ona kontrolü fiilen sağlayacak olan husus, genel kurula katılıp kanunun kendisine verdiği oy hakkını kullanmasıdır. Bu da, intifa hakkının hedef ortaklık

³⁶⁴ Pay üzerinde intifa hakkının kurulması hususunda ayrıntılı bilgi için bkz. A.e., s. 71 vd.

tüzel kişiliğine tanıtılması ile mümkündür. Hamiline yazılı hisse senetleri noktasında zaten bir fonksiyonu olmayan pay defterinin, nama yazılı hisse senetleri ile çıplak paylar açısından anonim ortaklık pay sahipliğinin ispatı noktasında dahi, yegâne araç olmaması karşısında, pay defterine bu tür bir inhisari gücün intifa hakkı sahipliği noktasında tanınmaması evleviyetle gerekmektedir. İntifa hakkı sahibinin oy hakkını kullanabilmesi için paylar üzerinde intifa hakkı kurulduğunu ortaklığa karşı, bir intifa cirosu veya intifa sözleşmesi ya da veraset ilamı gibi başkaca bir araç ile ispatlaması yeterlidir^{365 366}.

D. Oyun Kullanımında Temsil Hakkı

Genel kuruldaki oy hakkının kullanımı hususunda temsil hakkı elde edilmesi yöntemi ile anonim ortaklık yönetimine hâkim olunması, ancak genel temsil teorisine aykırı bir şekilde, oy hakkı sahibi olan pay sahibi ile temsilci arasındaki bağın kopuk olduğu, temsilcinin kendi düşünceleri ve menfaatleri doğrultusunda, temsil olunandan bağımsız hareket edebildiği hâllerde söz konusu olabilir. Zira bu durumlarda, temsilci, teorik olarak, temsil olunan oy sahibi adına hareket etse dahi, pratikte kendisi temsil olunan pay sahibini de yönlendirmekte, böylelikle kendisi oy gücü vasıyasıyla yönetim kurulu üyelerini belirleyerek ortaklık kontrolünü elde edebilmektedir. İntifa hakkı sahibinden farklı olarak bu şekildeki temsil yetkisi sahibi, hukuken, kullandığı oyun sahibi olmasa da, tıpkı intifa hakkı sahibi gibi pay sahibine karşı hukuki sorumluluğu saklı kalmak kaydıyla, fiilen kullandığı oyun yönünü bağımsız olarak belirleme imkânına sahiptir. İşte bu imkân temsil yetkisi edinimini de, bir devralma yöntemi hâline getirmektedir.

³⁶⁵ **A.e.**, s. 105-106; 273.

³⁶⁶ Şirkete karşı ancak pay defterine yazılı olan kişi, pay sahibi sıfatını haizdir. Ancak pay defterinde hiçbir kayıt olmasa da şirkete karşı dahi intifa hakkı sahipliği, dolayısıyla ilgili hakların sahipliği mümkündür. Pay devri durumunda pay sahipliği sıfatının ileri sürülmesi noktasında ortaklık tüzel kişiliği ile diğer üçüncü kişiler açısından söz konusu olabilen farklılık, intifa hakkının tesisi ve hakların kullanılmasında yoktur. *Kendigelen*, aynen şöyle demektedir: “...pay defterine kayıt, her şeyden önce payın (hisse senedinin) devri ve paysahipliği sıfatının değişimi açısından dahi kurucu bir fonksiyona sahip olmayıp, sadece şirkete karşı paysahipliği sıfatının ispatı ve bundan kaynaklanan hakların kullanılması açısından bir karine oluşturur. Bu nedenle pay defterine yazımın, intifa hakkının doğumu açısından zorunlu olduğunu savunan görüşe katılma olanağı yoktur...İntifa hakkının doğumunda olduğu gibi, şirkete karşı hak sahipliğinin ileri sürülebilmesi ve intifa hakkının sağladığı hakların kullanılabilmesi açısından da pay defterine kayıt zorunlu değildir...”. **A.e.**, s. 105.

Bu şekilde temsil hakkı sahipliği ile anonim ortaklığın devralınması, ancak, yukarıda ayrıntısı ile üzerinde durulan, çağrı yoluyla vekâlet (proxy) toplanması³⁶⁷ ve saklama hizmeti veren kuruluşların -Depostimmrecht yoluyla³⁶⁸- yeterli oranda temsil hakkı edinmeleri hâlinde söz konusu olabilir³⁶⁹. Örneğin % 10 oranında azınlık paylarının mülkiyetine sahip bir kişi, topladığı % 20 oranındaki proxy ile, yaygın sermaye dağılımı ve güç boşluğunun da etkisi ile, genel kuruldaki en büyük oy gücü hâline gelerek, genel kurulda alınan kararlarda belirleyici güce ulaşabilir ve yönetim hâkimiyetini elde edebilir. Hatta bunun için, pek sıklıkla görülmemekle

³⁶⁷ Halka açık anonim ortaklıklardaki güç boşluğu sorununun çözümünde kullanılmak olan Amerikan hukuku ve uygulamasından doğan “proxy”, genel hatları ile, genel kurula katılma ve oy kullanma konusunda temsil anlamına gelmektedir. Temsil belgesi ve temsilci de kavramın kapsamı içindedir. Proxy, Türk anonim ortaklıklar hukukundaki oy kullanma hususunda oy sahibinin verdiği genel temsil yetkisi değildir. Proxy, âdeta, genel kurul gündem maddelerinin gösterildiği bir ankete cevap kâğıdı gibidir. Pay sahipleri proxy’yi doldururken, her gündem maddesi ile ilgili çeşitli önerilerden hangisini seçmekte iseler, onu işaretlemektedirler. Bu işaretler, ilgili pay sahibinin oyunu göstermekte olup, temsil yetkisi veren ile alan arasındaki bir talimat niteliğini aşıp, doğrudan doğruya pay sahibinin değiştirilmesi olanağı bulunmayan iradesi olarak genel kurula gelmektedir. Proxy, bu özelliği ile, pay sahibinin belgede görünen iradesini genel kurula yansıtan kurumun adı olmakla, içeriği itibarıyla doğrudan oy kullanma şeklinde tezahür etmektedir. Bununla birlikte oyun mektupla gönderilmesi olmayıp, proxy belgesine zilyet olan bir temsilciye ihtiyaç göstermektedir. Ancak proxy’lerin yazılı oy nitelikleri inkâr edilemez. Dolayısıyla proxy sistemi, pay sahibinin oy kullanma iradesini bizzat/asaleten değil, bir temsilci aracılığıyla açıklamasıdır. Bu yönü ile proxy’nin temsilden çok, iradenin “ulak” aracılığıyla muhataba ulaştırılması olduğu düşünülebilir. Ancak burada gözden kaçırılmaması gereken husus, proxy’de yer alan önerilerin matbu bir şekilde, temsil yetkisi talebinde bulunan kişi tarafından hazırlandığı ve oy sahibi konumundaki pay sahibinin kendi özgün düşüncelerini/tekliflerini iletmemeyip, bir anketi cevaplar şeklinde, proxy belgesindeki önerileri ya kabul ettiği ya da etmediğidir. Dolayısıyla burada, teorik açıdan oy sahibinin oyunu doğrudan kullandığı söylenebilir de, yönlendirme gücü proxy talebinde bulunan tarafta, yani temsilcidedir. Bu yön gösterme, ortaya çok defa bir iktidar - muhalefet veya yönetim - pay sahipleri mücalesi şeklinde çıkabilir. “Proxy” konusunda genel bilgi için bkz. TEKİNALP, **Kubalı’ya Armağan**, s. 471 vd.; TEKİNALP, **Yönetime Katılma Sorunları**, s. 61 vd.; Mustafa ÇEKER, **Anonim Ortaklıkta Oy Hakkı Ve Kullanılması**, Ankara, BTHAE yay., 2000, s. 181 vd.; ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 53-54.

³⁶⁸ Temsil yolu ile elde edilen kontrol noktasında üzerinde durulması gereken ikinci durum, Tasarı’nın (m. 429) ifadesi ile “tevdi (eden) temsilcisi” olarak vasıflandırılan hisse senetlerini saklama hizmeti yapan finansal kurumların, bu hizmetle birlikte, toplu saklamaya aldıkları hisse senetlerine bağlı oy haklarını kullanmalarıdır. Kurumun kökeni Alman hukukuna, “das Depostimmrecht der Banken”e dayanmaktadır. Bu kavram, bankalarda depo edilen hisse senetlerine ait olup da, bankalar tarafından kullanılan oy hakkı şeklinde tercüme edilebilir. “Das Depostimmrecht der Banken” sistemi hakkında inc. TEKİNALP, **Kubalı’ya Armağan**, s. 477 vd.; TEKİNALP, **Yönetime Katılma Sorunları**, s. 65 vd.

³⁶⁹ Böylelikle genel kurul toplantılarına herhangi bir nedenle katılmak istemeyen pay sahiplerinden vekâlet/proxy toplanması suretiyle bir ya da daha fazla pay sahibinin/kişinin şirketin yönetim hâkimiyetini/kontrolünü ele geçirebildikleri, anonim ortaklığı devralabildikleri hususunda bkz. ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 53.

birlikte, proxy (vekâlet) toplayan kişinin hedef ortaklıkta pay sahibi olması dahi şart değildir.

Gerçekten de özellikle hedef ortaklığın küçük pay sahiplerinin vekâletlerinin çağrı yoluyla toplanması şeklindeki anonim ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesi yöntemi, “takeover” aktivitesinin Anglo-Sakson dünyasında yoğun şekilde ortaya çıktığı 1950’li yılların sonlarından başlayarak ve özellikle 1960’lı yıllarda sıklıkla kullanılmıştır³⁷⁰. “Proxy contest/fight (vekâlet mücadelesi)” ülkemizde de kontrolün ele geçirilmesi noktasında ÇEAŞ ve Kepez örneğinde 1980’lerin sonunda ve 1990’ların başında görülmüş, bu dönemde yaşanan olayların ardından para ile vekâlet toplanması yasaklanmıştır. Bugün vekâlet toplama sisteminin ana vatanı olan Amerika’da dahi, bu şekilde elde edilen kontrolün hukuki temelini oynaklığı, her genel kurulda kontrolün kaybedilme tehlikesinin bulunması ve kontrolün ele geçirilmesine nispeten zor işleyen bir araç olması karşısında³⁷¹, artık takeover yöntemleri arasında, “takeover bid” yani çağrı yoluyla oy haklarının değil, pay mülkiyetinin toplanması öne çıkmıştır.

E. Pay Sahipleri Sözleşmesi / Oy Sözleşmesi Akdi

Kontrolün elde edilmesi için kullanılan hukuki araçlar arasında özellikle oy sözleşmeleri ile diğer pay sahipleri sözleşmelerinin de zikredilmesi lazımdır. Pay sahipleri sözleşmesi (shareholder agreement), anonim ortaklık pay sahiplerinin tamamının veya bir kısmının pay sahibi olarak kendi aralarındaki hukuki ilişkiyi, kendilerinin ortaklık tüzel kişiliği ile olan ilişkilerini ya da ortaklığın tabi olmasını istedikleri düzeni belirlemek üzere akdettikleri sözleşmedir. Borçlar hukukunun temel ilkelerinden olan sözleşme serbestisine dayanılarak akdedilen ve tarafları açısından bağlayıcılığı olan bu sözleşme, pay sahiplerini pay sahipliğinden doğan haklarını ilgili sözleşmede öngörülen amaçların yerine gelmesini sağlayacak şekilde kullanmak taahhüdü altına sokar³⁷². Ancak bu taahhüt, TK. m. 405/1’de ifadesini bulan ve anonim ortaklıklar hukukunun temel kurallarından olan pay sahiplerinin tek

³⁷⁰ OKUTAN NILSSON, **Birikimli Oy**, s. 566.

³⁷¹ Bkz. POSNER, **Economic Analysis**, s. 454; ŞEHİRALİ ÇELİK, **Önlemler**, s. 53.

³⁷² Gül OKUTAN NILSSON, **Anonim Ortaklıklarda Payscaleli Sözleşmeleri**, İstanbul, Çağa Hukuk Vakfı yay., 2004, s. 4.

borcunun ortaklığa karşı ve o da sermaye koyma borcu olduğu yönündeki tek borç ilkesinin karşısında, esasen, borçlar hukuku alanında sınırlı kalmakla birlikte, anonim ortaklık düzenini etkilemekte, taraflarının iradesi ile uygulamaya geçirilmekte ve zaten anonim ortaklıklar hukukunu da zorlamaktadır.

Oy sözleşmeleri de, bir pay sahipliği sözleşmesi çeşidi olabilmekle birlikte, pay sahibi ile şirket ortağı olmayan bir üçüncü kişi arasında da akdedilebilen, vekâlet/temsil ilişkisi olmaksızın³⁷³ oy hakkının bizzat³⁷⁴ pay sahibi tarafından belirli bir yönde kullanılması amacıyla pay sahibinin taahhüt altına girdiği anlaşmadır^{375 376}. Pay sahibinin/pay sahiplerinin, genel kuruldaki tüm gündem maddelerinde ya da belirli konularda hangi yönde oy kullanacakları önceden belirlenmekte, böylelikle genel kurul oylamasında sözleşme tarafı olan pay sahipleri bir blok oluşturabilmektedirler.

İşte pay sahipleri sözleşmesi ile oy sözleşmeleri, ortaklık yönetimine ilişkin olarak birbirinden bağımsız iki grubun bir araya gelerek muhtemelen ortak kontrol şeklinde ortaklık yönetimine hâkim olmalarını sağlamaktadır. Ancak her iki tür sözleşmenin de, ortak kontrol durumu oluşturması şart olmayıp, sözleşme özgürlüğü ilkesi çerçevesinde serbestçe belirlenen sözleşme hükümleri dairesinde, sözleşme taraflarından birine ortaklığın tek başına kontrolü gücünün verilmesi de mümkündür. Buradaki özellik, yönetim hâkimiyetinin temeli muhtemelen pay mülkiyetine dayalı olmakla birlikte, birbirinden bağımsız iki pay sahibinin veya grubunun bu tür bir sözleşme ile bir araya gelmesi yoluyla ortaklıktaki kontrol sahibinin/şeklinin değişmesinin mümkün olmasıdır.

³⁷³ Oy sözleşmesi ile oy hakkının kullanımında vekâlet arasındaki fark için bkz. Erdoğan MOROĞLU, **Oy Sözleşmeleri**, 4. Bası, İstanbul, Vedat Kitaçılık, 2007, s. 5/dpn. 8.

³⁷⁴ Burada “bizzat” ifadesi ile, oy sözleşmesi ile oyun devredilmediği, sadece pay sahibi tarafından bu sözleşme çerçevesinde kullanılması borcu altına girildiği kastedilmektedir. Yoksa oy sözleşmesi ile oy hakkının kullanımı hususunda taahhüt altına giren pay sahibi, genel kurulda, oyunu temsilcisi aracılığıyla da kullanabilir.

³⁷⁵ *Moroğlu*, oy sözleşmelerini, “oy hakkının ortaklık karar organlarında belli bir yönde kullanılması, kullanılmaması veya kullanımında çekimser kalınması taahhüdünü içeren sözleşmeler” şeklinde tanımlamaktadır. MOROĞLU, **Oy Sözleşmeleri**, s. 4.

³⁷⁶ Halka açık anonim ortaklıklar açısından oy sözleşmesi akdedilmesi işlemi, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ’in kapsamı dışındadır. Ancak yukarıda da belirtildiği üzere, oy sözleşmesi akdi için yapılan çağrılar, kıyasen de olsa, anılan Tebliğ’in uygulama alanına girmektedir. Bkz. Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 11/B.

Oy sözleşmesini de içine alır bir şekilde pay sahipleri sözleşmesi, şirket esas sözleşmesinden farklı olarak, kanunla düzenlenmemiş olmasının da bir sonucu olarak şekil serbestisi uyarınca herhangi bir özel şekil, tescil veya onay zorunluluğuna tabi olmaksızın akdedilebilir³⁷⁷. Ancak uygulamada bu tür sözleşmelerin hemen daima yazılı şekilde yapıldıkları görülmektedir³⁷⁸.

Pay sahipleri sözleşmesi ile ulaşılmak istenen amaçlar arasında “ortaklıktaki hâkimiyetin ele geçirilmesi” özel olarak anılmaktadır. *Okutan Nilsson*, aynen şöyle demektedir: “*Tek başlarına sahip oldukları pay oranının azlığı nedeniyle ortaklıkta varlık gösteremeyen, ortaklığa etki edemeyen paysahipleri, kendi aralarında yapacakları bir paysahipleri sözleşmesi ile ortaklıktaki güçlerini birleştirip ortaklıkta hakimiyeti ele geçirmeye çalışabilirler. Böyle bir sözleşme paysahiplerini bir yandan aynı yönde oy kullanma taahhüdü altına sokar, diğer yandan da paysahiplerinin ele geçirdikleri hakimiyeti nasıl kullanacaklarını, yani ortaklığı nasıl yöneteceklerini ve ortaklıktan kendileri için sağlayacakları menfaatleri belirler.*”³⁷⁹.

Örneğin % 40 - % 30- % 30 şeklinde üç ayrı pay sahibi bloğunun bulunduğu bir anonim ortaklıkta % 30 oranında sermaye ve oy gücüne sahip olan pay sahipleri yönetim kurulu üyeliklerinin belirlenmesi ve ortaklık yönetimine ilişkin konuları saptayan bir pay sahipleri sözleşmesi akdedip, genel kurulda birlikte hareket etmeyi kararlaştırdıkları vakit, akdedilen sözleşme, bir devralma yöntemidir. Zira bu sözleşme sayesinde ortaklıktaki kontrol sahipliği el değiştirmekte, iki pay sahibi bloğu yönetim hâkimiyetini ele geçirmek için pay sahipleri sözleşmesi çerçevesinde birlikte hareket eden % 60’lık bir pay sahibi bloğu hâline gelmektedirler.

Bunun gibi pay sahipleri sözleşmelerinde yer alan ortaklık yönetimine ilişkin ayrıntılı kurallar üzerinde anlaşmaksızın, sadece yönetim kurulu üye seçimi hususunda bir oy sözleşmesi ile iki veya daha fazla sayıda pay sahibinin aynı yönde oy kullanma borcu altına girmeleri de, ortaklıkta kontrol değişikliğine yol açabilir. *Moroğlu* da, oy sözleşmelerinin başlıca işlevlerinden birini, lehine oy sözleşmesi yapılan kimseye başkalarının sermaye paylarından ve oylarından yararlanarak

³⁷⁷ A.e., s. 53-54; OKUTAN NILSSON, *Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 73-74. Bununla birlikte sözleşmenin içindeki tahkim şartı gibi özel hükümler yazılı şekil şartını gerektirebilir.

³⁷⁸ MOROĞLU, *Oy Sözleşmeleri*, s. 54.

³⁷⁹ OKUTAN NILSSON, *Paysahipleri Sözleşmeleri*, s. 78.

ortaklıkların bünye ve yönetimleri üzerinde etkinlik veya egemenlik kazanabilme, mevcut etkinliği veya egemenliği koruma, artırabilme ve hukuken güvence altına alabilme olanağını sağlama olarak göstermektedir^{380 381}.

F. Külli Halefiyet / İktisap Hâlleri

Anonim ortaklığın devralınması, esas itibarıyla cüz’i intikal şeklinde gerçekleşmekle birlikte, bir anonim ortaklığın kontrolünün külli halefiyet şeklindeki bir işlem sonucunda el değiştirmesi de mümkündür. Anonim ortaklığın devralınması açısından önemli olan husus, kontrol sahipliğinin değişmesidir. Yani kontrol, kuruluştaki olduğu gibi aslen iktisap edilmeyecektir. Hedef ortaklığın önceki bir “controller”ının bulunması lazımdır ve kontrol, bu kişiden devralana geçecektir. Ancak gene de bunu sağlayan her örnekte değil, ancak kontrol sahipliğindeki el değiştirmenin bir hukuki işlem ile gerçekleşmesi ve/veya bir hukuki işleme dayalı olması hâlinde “anonim ortaklığın devri/devralınması” vardır. Kontrol, cüz’i veya külli intikal kuralları çerçevesinde, bir kişiden diğerine bir hukuki işlem ile geçmelidir. Anonim ortaklığın devralınması, bir hukuki işleme dayalı olarak, ortaklığın kontrolünün iktisap edilmesidir.

Görüldüğü üzere, ya ortaklık paylarının satın alınması, ya çıkarılan yeni payların taahhüt edilmesi, ya ortaklık payları üzerinde intifa hakkı kazanılması, ya bir oy sözleşmesi akdedilmesi, ya da oyun kullanımı hususunda temsil yetkisi

³⁸⁰ MOROĞLU, **Oy Sözleşmeleri**, s. 10. Yazar, örnek olarak sahip olduğu sermaye veya oy sayısı yönetime seçilmesine olanak vermeyen bir pay sahibinin, aynı durumdaki diğer bir kısım pay sahipleriyle bir araya gelerek, kendilerinin veya başkaca bir yöntemle genel kurul öncesinde saptayacakları kimselerin yönetim kurulu üyeliğine ve idareciliğe seçilebilmelerini sağlamak üzere bir defalık veya sürekli oy sözleşmelerinin yapılabilmesine işaret etmektedir. **A.e.**

³⁸¹ Anonim ortaklığın devralınması açısından, gerek temsil hakkı edinme gerek de işbu sözleşmeler açısından belirtelim ki, kontrol iktisabının asgari düzeyde de olsa bir süreklilik içermesi, devralmanın bazı sonuçları açısından gerekli olabilir. Yoksa tek seferlik kontrol iktisabı da, esasında anonim ortaklığın devralınmasıdır ve örneğin kamuyu aydınlatma zorunluluğunun uygulama alanı bulmasına yol açacaktır. Bununla birlikte geçici nitelikli bir kontrol iktisabı, rekabet hukuku anlamında birleşme/devralmanın ortaya çıkmasına engeldir. İşte pay sahipleri sözleşmeleri, genellikle ortaklık işleyişine/yönetimine ilişkin kuralların da belirlenmesi ile sürekliliği karşılar. Buna karşılık tek seferlik bir oy sözleşmesi ya da vekâlet toplanması, süreklilik içermeyebilecektir. Ancak bunun tespiti de kolay değildir. Zira tek seferlik genel kurul hâkimiyeti dahi, kontrol sahibine ortaklık yönetim kurulu üyelerinin azli ve yenilerini belirleme imkânını verebilecektir. Bu şekilde bir kontrol sağlamaksızın geçici süreli işlemlere dayalı devralmalara, en azından bazı hukuki sonuçlar açısından, kuşkuyla yaklaşılacaktır. Karş. ERDEM, **Birleşme Ve Devralmalar**, s. 54-55.

edinilmesi, anonim ortaklığın devralınmasını sağlayan hukuki yöntemlerdir. İşte bu sebeple miras yoluyla anonim ortaklık paylarının iktisap edilmesi, iktisap bir hukuki işleme dayalı olmadığı yani kontrolün el değiştirmesine yol açan bir hukuki işlem bulunmadığı için, kontrol sahipliği el değiştirmiş olsa bile, anonim ortaklığın devralınması değildir.

Bir hukuki işlem var olması şart olmakla birlikte, bu işlemdeki iradelerin belli bir anonim ortaklığın kontrolünün el değiştirmesine yönelik olması şart değildir. Bu anlamda devralma, tesadüfi de olabilir, tıpkı adi ortaklık ortaklığı gibi. Örneğin bir kişi, borsadan küçük alımlar yaparken, ortaklığın sermaye yapısının dağınıklığı sebebiyle, bu alımları ile, bu yönde bir amacı bulunmasa dahi, ilgili ortaklıkta “controller” olabilir. Bunun gibi pay üzerindeki intifa hakkı sahipliği de, intifa sözleşmesinin taraflarının iradesi kontrol değişikliğine yönelik olmasa dahi, anonim ortaklığın devralınması sonucunu ortaya çıkarabilir. Ancak tüm bu hâllerde, göz ardı edilmemesi gereken husus, kontrol değişikliğine yönelik olmasa da, belli bir hukuki sonuca yönelmiş bir irade açıklamasının bulunduğudur.

Öte yandan miras dışındaki külli iktisap hâllerinde, iktisabı sağlayan bir hukuki işlem vardır. Bunların en başta gelen örneği ortaklıkların birleşmesidir. Birleşme ile anonim ortaklığın devralınması, iktisadi açıdan benzer ancak hukuken farklı işlemlerdir³⁸². Anonim ortaklığın devralınmasında, devralan ile hedef ortaklık veya devralan ile devreden arasında, hukuken bir “birleşme” yoktur. Bununla birlikte teknik anlamda birleşme, bir anonim ortaklığın kontrol sahibinin değişmesine yol açabilecek bir işlem olması itibarıyla, bir “devralma yöntemi” olabilmektedir.

Birleşmenin devralma yöntemi olması, iki şekilde mümkündür. Bunlardan ilkinin gerçekleşmesi için birleşme taraflarının anonim ortaklık olması dahi gerekli değildir. İki ticaret ortaklığının devralma veya yeni kuruluş yöntemi ile birleşmesi durumunda, birleşme ile birlikte mal varlığı devrolunan ve tüzel kişiliğini kaybeden ortaklığın mal varlığı içinde yer alan üçüncü bir anonim ortaklığın kontrol hisselerinin mülkiyeti, birleşmenin tamamlanması ile birlikte külli intikal kuralları kapsamında, devralan veya yeni kurulan ortaklığa intikal eder. Böylelikle ilgili

³⁸² Bu ikisinin karşılaştırması için bkz. yuk. İkinci Bölüm/III/B.

anonim ortaklığın kontrolü, birleşme işlemi ile el değiştirmiş olur³⁸³. Burada ayrıca pay devir prosedürü işlemleri yürütülmez. Birleşmenin tarafı olmayan bir anonim ortaklığın kontrolü, söz konusu ortaklığın katılımı olmaksızın, mal varlığı ve hukuki yapısı etkilenmeksizin, tamamen kendisi dışındaki bir birleşme işlemi ile iktisap edilmekte, el değiştirmektedir. Burada devralma ve birleşme farklıdır, ancak anonim ortaklığın kontrol değişikliğini, yani devralınmasını sağlayan hukuki yöntem, “birleşme”dir^{384 385}.

Birleşmenin bir anonim ortaklık devir yöntemi olmasının ikinci görünüm şekli, istisnai durumlara özgüdür ve çoğunlukla teorik bir ihtimalden öteye gitmeyecektir. İki anonim ortaklığın devralma suretiyle birleşmesinde hemen daima, mal varlığı değeri ve kapsamı itibarıyla büyük olan ortaklık, diğerini devralır; küçük olan, birleşme sonrasında tüzel kişiliğini yitirir ve küçük olanın pay sahipleri, paylarının değeri nispetinde devralan büyük ortaklıkta ortak hâline gelirler. İşte bir devralma suretiyle birleşme işleminde, devralınan ortaklığın değeri diğerinden fazla ise, onun pay sahiplerinin devralan ortaklıkta sermaye artırımını sonrasında iktisap edecekleri

³⁸³ *Dinç*, bu durumu “dolaylı iştirak ilişkisi nedeniyle yönetim hâkimiyetinin el değiştirmesi” şeklinde ortaya koymakta ve birleşme işleminde çağrıda bulunma yükümlülüğüne sebep olan kontrol devrinin ancak dolaylı iştirak ilişkisi sebebiyle mümkün olabileceğini belirtmektedir. Bkz. DİNÇ, *Çağrı*, s. 253. Yazarın tespitleri, iki açıdan yerinde değildir. Birinci olarak burada “dolaylı iştirak” tabirinin kullanılması doğru değildir. Zira bu şekilde kontrolü ele geçiren şirketin, birleşme işlemi öncesinde hedef ortaklık üzerinde herhangi bir doğrudan veya dolaylı egemenliği bulunmamaktadır. İşlem sonrasında elde edilen kontrol de, dolaylı değil, “doğrudan”dır. İkinci olarak ise, bizzat yazarın da daha sonrasında verdiği örneklerden anlaşılacağı üzere, birleşmede kontrol değişikliği, birleşmeye taraf ortaklığın mal varlığı unsurlarındaki “kontrol” aktifinin elde edilmesi ile sınırlı değildir. Birleşmeye taraf anonim ortaklığın da kontrol sahipliği, işlem sonrasında el değiştirebilir.

³⁸⁴ Öte yandan işletme/mal varlığı devri kurumu açısından belirtelim ki, işletme/mal varlığı devrinde, bir külli intikal söz konusu olmadığı için, devredilen işletmenin/mal varlığının içinde bulunan anonim ortaklık kontrolünün el değiştirmesini sağlayan tasarrufi işlem, gene cüz’i intikal kuralları çerçevesinde “pay devri” olmaktadır. İşletme/mal varlığı devri, olsa olsa borçlandırıcı işlem niteliğindedir ve bu sebeple bir “anonim ortaklık devralma yöntemi” değildir. İşletmenin bir ortaklığa aynı sermaye olarak konulmasında da aynı durum söz konusudur. İnc. yuk. İkinci Bölüm/dpn. 262.

Bir yatırım fonunun mal varlığının devri sonrasında, bu mal varlığının içindeki adi ortaklığın devralınmasına ilişkin bir örnek olay için bkz. RK, 11.09.2008, 08-52/832-330 (RG., 28.11.2008, 27068).

³⁸⁵ Tıpkı birleşmeye konu bir ticaret ortaklığının mal varlığındaki bir aktif olan anonim ortaklık kontrolünün birleşme ile birlikte el değiştirmesinde olduğu gibi, bölünen bir ortaklığın aktiflerinde yer alan üçüncü bir anonim ortaklık kontrol hisselerinin mülkiyeti de, bölünme sözleşmesi çerçevesinde geri kalan ortaklıklara, külli intikal şeklinde, herhangi bir devir işlemi yapılmaksızın geçecektir. Dolayısıyla burada da, bölünme, bir “anonim ortaklık devralma yöntemi” olarak karşımıza çıkabilmektedir.

hisse oranı aynı oranda fazlalaşacaktır. Yapılan oranlama sonucunda, bu tür bir ihtimalde, devralan ortaklıktaki sermaye artırımını ve yeni çıkarılan payların tüzel kişiliği sona eren devrolunan ortaklığın pay sahiplerine tahsisinin ardından, devralan ortaklığın pay dağılım durumu itibarıyla kontrolü, devrolunan ortaklığın pay sahiplerinden birine geçebilir. Böylelikle birleşme hukuki işlemi, tıpkı sermaye artırımına dayalı devralmalarda olduğu gibi, devralan mal varlığının artması, ancak tüzel kişiliğinin devam etmesi ile birlikte, kontrol sahibinin değişmesine yol açabilir³⁸⁶. Bu ihtimalde birleşme açısından devralan anonim ortaklık, anonim ortaklığın devri terminolojisinde “hedef ortaklık”, devrolunan anonim ortaklığın ilgili pay sahibi de, “devralan”dır^{387 388}.

G. Diğerleri

Alman hukukunda, bir anonim ortaklık, üçüncü bir gerçek veya tüzel kişi ile yapacağı bir sözleşme ile, kendisini ona bağımlı hâle getirebilir. Genellikle bağlı işletmeler ve devamında konzern yapısı oluşturma için yapılan bu tür sözleşmelerde belirli bir hâkimiyet ilişkisi kurularak hâkim olan şahsa bağlı ortaklığın belirli işlevlerine doğrudan etki etme gücü verilmektedir. Genel olarak bunun için, hâkim olan şahsın sözleşmeye dayanarak, ortaklığın hayati önem taşıyan işlevlerine etki

³⁸⁶ Bu şekildeki bir devralma ülkemizde gerçekleşmiştir. Enka Holding AŞ. ile Enka İnşaat AŞ., Enka İnşaat AŞ.’nin bünyesinde devralma suretiyle birleşmişlerdir. Enka Holding’in % 48,28 oranında pay sahibi olan Tara Holding AŞ.’nin, Enka İnşaat AŞ.’deki pay sahipliği oranı, birleşme sonrasında % 28,53’den % 47,12’ye yükselmiştir. Böylelikle Tara Holding AŞ.’nin, birleşmenin ardından Enka İnşaat AŞ.’nin kontrolünü elde edip etmediği sorunu gündeme gelmiş, bu bağlamda Tara Holding AŞ, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17’de öngörülen kontrol eşiklerini aşması sebebiyle, Enka İnşaat AŞ.’nin azınlık pay sahiplerine yönelik olarak anonim ortaklığın devralınmasının sonuçlarından olan çağrıda bulunma yükümlülüğü ile karşı karşıya gelmiş, ancak Enka İnşaat AŞ.’nin yönetim hâkimiyetinde değişiklik olmaması sebebiyle muafiyet kararı verilmiştir. Bkz. 2003/44 sayılı SPK Haftalık Bülten (01.09.2003-05.09.2003), s. 3.

³⁸⁷ Bu hâlde duruma göre birleşme ve anonim ortaklığın devralınması kurumlarına ilişkin hukuki kurallar bir arada uygulanacaktır. Örneğin birleşme prosedürü izlenecek, devrolunan ortaklığın mal varlığı ayrı yönetilecek; ancak bu arada devralan anonim ortaklığın kontrolünü iktisap eden kişi, ortaklığın geri kalan pay sahiplerinin paylarını satın almak üzere çağrıda bulunmak zorundadır

³⁸⁸ Öte yandan yeni kuruluş türü birleşmede, birleşmeye taraf her iki anonim ortaklık da tüzel kişiliğini yitirdiği ve kontrol sahipliği değişecek bir anonim ortaklık kalmadığı için, bir anonim ortaklık devri durumunun ortaya çıkması mümkün değildir.

etme, onun iradesini büyük ölçüde belirleme ve onunla ekonomik açıdan bir birlik oluşturma yoluna gidilmektedir³⁸⁹.

Bu sözleşmelerden ilki, “hâkimiyet sözleşmesi (domination agreement/Beherrschungsvertrag)”dir. “İşletme” temelli Alman konzern hukuku kavramı olan ve sözleşmesel konzerlerde işletmeler arasındaki bağımlılığı sağlayan sözleşmelerden biri olan “hâkimiyet sözleşmesi”nde, bir işletme imzalanan bir anlaşma ile kendisini başka bir işletmenin hâkimiyetine bırakmaktadır³⁹⁰. Bu sözleşme, hâkim olan işletmeye, hâkimiyeti altında olan ortaklığa talimat verme hakkı tanıyarak, yavru ortaklığı ana işletme tarafından idare edilen konzerne bağlayan sözleşme şeklinde tanımlanmaktadır³⁹¹. Sözleşmenin akdi ile birlikte hâkimiyet altına giren anonim ortaklığa, hâkim konumda olan ana işletmenin doğrudan talimat verme yetkisi vardır ve söz konusu yavru ortaklığın yönetim kurulunun yetki ve görev alanına giren tüm konularda, yetkileri elinden alınmaktadır³⁹².

Hâkimiyet sözleşmesi, bizatihi anonim ortaklığın tüzel kişilik organizasyonuna etki etmekte ve onun yönetim hâkimiyetini sözleşmenin diğer tarafına geçirmektedir. Dolayısıyla işbu sözleşmenin akdi, bu sözleşme ile hâkimiyet altına giren anonim ortaklığın kontrolünü diğer tarafa geçirdiği için bir “devralma yöntemi” olarak karşımıza çıkabilmektedir. Bununla birlikte kanaatimizce bu tür bir sözleşmenin akdine yönelik olarak kanuni bir dayanak bulunmadıkça, tüzel kişilik olarak bir anonim ortaklığın zorunlu organlarının ortaklık yapısı içinde devredilemez nitelikteki görevlerinin ortaklık yapısının dışına çıkarılması evleviyetle mümkün değildir. Esas

³⁸⁹ Veliye YANLI, **Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması Ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklarına Karşı Sorumlu Kılınması**, İstanbul, Beya yay., 2000, s. 163-164. Alman hukukunda bu sözleşmelere, genel bir isim olarak, “işletme sözleşmeleri (Unternehmensverträge)” denilmektedir. *Karayalçın*, bu kavramın dilimize “işletmeler arası sözleşmeler” şeklinde de çevrilebileceğini belirtmektedir. KARAYALÇIN, **Kontrol Satışı ve Genel Alım Önerisi**, s. 393. Bu sözleşmeler, AktG’de “bağlı işletmeler” başlığını taşıyan üçüncü kitabın, birinci kısmında ayrıntılı olarak düzenlenmiş ve geçerliliği yasal temele dayandırılmıştır. Türkiye’de ancak yasal düzlemde öngörülmesinin ardından bu tür ortaklıkları birbirine bağlayıcı sözleşmelerin, yaygınlık kazanması mümkün olabilir. İnc. Zühtü AYTAÇ, “Bağlı İşletmeler Hukuku Ve Türk Hukukundaki Görünüm”, **Batider**, 1976/VIII-4, s. 116; BOYACIOĞLU, **Konzern**, s. 262-263.

³⁹⁰ TEKİNALP, **Yönetime Katılma Sorunları**, s. 101.

³⁹¹ YANLI, **Tüzel Kişilik Perdesi**, s. 167-168.

³⁹² YANLI, **Tüzel Kişilik Perdesi**, s. 168; AKER, **Hâkim İşletme**, s. 161 vd.

sözleşme ile anonim ortaklık yönetim kurulu, yönetim yetki ve görevlerini, o da gözetim yetkisi kendisinde kalmak kaydıyla, ancak muraahhaslara bırakabilir. Esas sözleşme ile yapılamayan bir yetki devrinin, aynı şekilde, ortaklık tüzel kişiliği ile bir üçüncü kişi arasındaki sözleşme ile öngörülmesi de kabul edilmemelidir³⁹³. Ortaklığın amacının bağımlılığa uygun bir şekilde düzenlenmesi, emredici kurallar ile düzenlenen tüzel kişilik yapılanmasına terstir. Dolayısıyla hâkimiyet sözleşmesi, bunu akdeden ortaklığın genel kurulundaki nisap sorunu da bir tarafa, kanaatimizce, bugün için kanuni dayanak bulunmayan Türk hukukunda geçerli kabul edilemez.

Bir anonim ortaklığı/işletmeyi diğer bir üçüncü kişiye bağlayan sözleşmeler olarak, “kârın devri sözleşmesi”, “kârda birlik sözleşmesi”, “işyerinin kiralanması sözleşmesi” ve “işyerinin devir sözleşmesi” zikredilmektedir³⁹⁴. Bunlar, anonim ortaklığın devralma yöntemi olamaz. Zira kâr payı sahipliği, ortaklığın kontrolünde belirleyici vasıfta değildir. Bunun gibi kontrol devri, ancak tüzel kişi olarak anonim ortaklığa yönelik ise bizi ilgilendiren “devralma” kavramının içerisine girmektedir, yoksa ortaklığın sahip olduğu işletmeye değil.

Öte yandan sözleşme ile kontrolün elde edildiği durumlara örnek olarak “yönetim sözleşmesi” de gösterilmektedir. Yönetim sözleşmesi, yönetici tarafın işletme sahibi tarafa ait bir işletmeyi bir ivaz karşılığı olmak üzere kısmen veya tamamen yönetmeyi üstlendiği sözleşmedir³⁹⁵. Yönetim sözleşmesinde de anonim ortaklık tüzel kişiliği, yönetimi üstlenecek karşı taraf ile birlikte sözleşmenin tarafı olmakla birlikte, burada anonim ortaklığın sözleşme taraflığı işletme sahipliğinden kaynaklanmaktadır. Zira sözleşmenin konusu, yani sözleşmenin ardından yönetici tarafından yönetilecek olan, işletmedir, yoksa anonim ortaklık değil. Dolayısıyla nasıl ki, anonim ortaklığa ait olan işletmenin satımı/devri veya kiralanması “anonim ortaklığın devralınması” değil ise, bu şekilde yapılan bir yönetim sözleşmesi ile işletmenin tüm yönetiminin “yönetici” olarak bir üçüncü kişiye bırakılması da anonim ortaklığın devralınması yöntemi değildir. Anonim ortaklığın devralınmasından bahsedebilmek için, yapılan hukuki işlemin, tüzel kişilik olarak

³⁹³ YANLI, **Tüzel Kişilik Perdesi**, s. 164.

³⁹⁴ Bkz. TEKİNALP, **Yönetime Katılma Sorunları**, s. 101; YANLI, **Tüzel Kişilik Perdesi**, s. 183-184.

³⁹⁵ Turgut ÖZ, **Yönetim (Management) Sözleşmesi**, İstanbul, Kazancı yay., 1997, s. 3.

anonim ortaklık organizasyon yapısı içerisindeki etkisi ile, ortaklığın yönetim hâkimiyetinin sahipliğini belirleyebilmesi gerekir. Anonim ortaklığın sahip olduğu işletme veya portföyün yönetimi için ortaklık dışındaki bir “yönetici”den yararlanılabilir, ancak ortaklığın tüzel kişilik olarak yönetimi ortaklık içinde anonim ortaklık ve işletme örgütü tarafından icra edilir. Zaten yönetim sözleşmesi de, hâkimiyet sözleşmesinden farklı olarak, bu yapının sistemini/iş bölümünü değiştirmez³⁹⁶.

Kontrol aracı olabilecek oydan yoksun payların ihracı veya devri ise bir anonim ortaklığın devralma yöntemi değildir. Bu senetler, ancak kontrolün sahipliğinde belirleyici konumdadır ve bir ortaklık sermaye yapısında oysuz payların bulunması, devralma yöntemini değiştirebilecek niteliktedir. Ancak yeni ihraç edilen oysuz payların aslen veya bir şirket ortağına ait olan oysuz payların devren iktisap edilmesi, müktesibe ortaklığın kontrolünü elde etme imkânı vermez. Zira anonim ortaklık kontrolü, yönetim hakları ile ilgilidir ve oysuz paylar sahibine genel kurulda oy kullanma hakkı vermez. Bununla birlikte sermaye yapısında örneğin % 30 oranında oysuz pay bulunan bir anonim ortaklıkta, şirket hisselerinin % 35 + 1’inin iktisap edilmesi, müktesibe her durumda yönetim hâkimiyetini sağlayabilecektir³⁹⁷.

Bunun dışında pek sıklıkla karşılaşılsa da, gündeme gelebilecek devralma yöntemlerinin temelinde, belirli bir hukuki sebebe dayalı olarak anonim ortaklık paylarının mülkiyetini iktisap etme hakkına sahip olunması bulunmaktadır. Sahip olunan hakkın gelecekte kullanımı ile, ortaklıkta kontrolü sağlayacak oranda pay mülkiyeti kazanılır ise, ilgili anonim ortaklık devralınmış olur. Yani bunlarda, şartlı veya şartsız olarak pay mülkiyetini gelecekte elde etme hakkının kazanıldığı anda değil, hakkın fiilen kullanılıp, yeteri orandaki payların sahibi olunması anında, “devralma” gerçekleşmiş olur. Bunlar, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil

³⁹⁶ Bu sebeple yönetim sözleşmesinin, yöneticiye teşebbüs üzerinde belirleyici etki uygulayabilme imkânı sağladığı ölçüde kontrolü yöneticiye geçirdiğinden hareketle rekabet hukuku anlamında bir “devralma”nın varlığı kabul edilebilir. Bkz. GÜVEN, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 212-213; GÜVEN, **Rekabet Hukuku**, s. 332-333. Ancak rekabet hukukunun bu anlamda konusu, tüzel kişilik olarak anonim ortaklık ile sınırlı olmayıp, işletme devirleri de, rekabet hukukunda “devralma”dır ve geçerliliği açısından RK’nın incelemesi altında olup, verilecek izne bağlıdır.

³⁹⁷ Piramit yapılar ise, devralmalar sonrasında ortaklıklar arasında oluşan yapıdır, yoksa –bir kontrol aracı olmasına rağmen- bağımsız bir devralma yöntemi değildir.

sahipliği, değiştirilebilir tahvil sahipliği, intifa senedi sahipliği ve alım hakkı sahipliğidir.

Tahvil, anonim ortaklıkların ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleridir (TK. m. 420). Tahvili ihraç eden anonim ortaklık³⁹⁸ ile tahvil sahibi arasındaki ödünç ilişkisi temeline dayalı olan³⁹⁹ tahvil, ortaklıkların borçlanma suretiyle dış kaynak bulması usulünün en pratik yoludur⁴⁰⁰. Tahvil ilişkisinin bir tarafında anonim ortaklık tüzel kişiliği, diğer tarafında ise tahvil sahibi bulunmaktadır.

Tahvil, onu satın alana bedelini ödediği andan itibaren, esas itibarıyla ana para ve faiz alacağı hakkı verir. Bir adet tahvil, bütünlük gösteren bir tertibe ait büyük bir ihraç borcunun bir parçasını oluşturur. Her tahvil sahibi, bedelini ödeyip tahvil alınca ihraççı anonim ortaklığa itibari (nominal) değer miktarında ödünç vermekte ve bu şekilde anonim ortaklığın alacaklısı hâline gelmektedir. Öyle ise tahvil, bir açıdan borç senedi⁴⁰¹ olmakla beraber, diğer açıdan da bir para alacağı senedir⁴⁰². Tahvil ihracı sırasında belirli olan⁴⁰³ faiz oranının ortaklığa borç olarak verilen ana paraya yani tahvilin itibari değerine uygulanması sonucunda tahvilin itfa zamanında tahvil sahibinin ihraççıdan alacaklı olduğu miktar tespit edilir. TK. m. 425/b.5 uyarınca nama veya hamiline olarak düzenlenebilecek olan tahvili ihraç kararını alma yetkisi, aslen genel kurula aittir (TK. m. 423). Ancak SerPK. m. 13/6 uyarınca bu yetki, halka açık anonim ortaklıklarda esas sözleşme ile yönetim kuruluna devredilebilir.

³⁹⁸ Özel kanunlar ile, kamu kesiminde Hazine ile katma bütçeli idarelere, KİTlere ve yerel yönetimlere tahvil ihraç yetkisi verilmiştir. Özel sektörde ise bu yetki, sadece anonim ortaklıklara aittir.

³⁹⁹ K.g., Halûk TANDOĞAN, **Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri**, C. I/2 [Kira ve Ödünç Verme (Âriyet, Karz) Sözleşmeleri], 3. Bası, Ankara, BTHAE yay., 1985, s. 338 vd.

⁴⁰⁰ Bununla birlikte ülkemizde özel hukuk tüzel kişiliği niteliğindeki anonim ortaklıkların, tahvil ihracı suretiyle kaynak ihtiyacını karşılamaları usulü yaygınlaşmış durumda değildir. Bunda yatırımcılar nezdinde oluşan güven eksikliğinin büyük rolü vardır.

⁴⁰¹ Tahvilin bir alacak hakkını barındırdığı yani borç senedi olduğu, TK. m. 420'nin dışında, SerPK. m. 13'de de "*tahvil ve...diğer borç senetlerinin...*" ifadesi ile vurgulanmaktadır.

⁴⁰² TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 1259.

⁴⁰³ Seri: II, No: 22 sayılı Tebliğ m. 32/2 ve 33'de ihraççılara, değişken faizli tahvil ihraç yetkisi de tanınmıştır.

Genel kurulun tahvil ihracına karar verebilmesi için, intifa senetlerinin aksine, esas sözleşmede bu konuda bir hüküm bulunması şart değildir⁴⁰⁴.

Tahvil sahipleri ile anonim ortaklık arasında sadece bir borç ilişkisi bulunması ve ortaksal bir ilişkinin yokluğu sebebiyle, tahvil sahiplerinin ortaklığın yönetimine ilişkin herhangi bir hakları bulunmamaktadır. Tahvilin kâra katılma hakkı vermesi hâlinde de, bu durum değişmez⁴⁰⁵. Dolayısıyla tahvil mülkiyetinin ihraç sırasında veya sonradan elde edilmesinin, tahvil sahibine ihraççı anonim ortaklığın kontrolüne ilişkin bir güç vermesi mümkün değildir. Ancak tahvil çeşitlerinden⁴⁰⁶ olan hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerde, belirlenen orana göre, itfa zamanında, tahvil sahibi ana para + faiz yerine, ortaklığın hisselerinin mülkiyetini talep edebilir⁴⁰⁷. Bu hâlde anonim ortaklık, sermaye artırımını yaparak (veya başka bir şekilde)⁴⁰⁸ tahvil sahiplerinin hisse talebini karşılar. İşte en azından teorik açıdan, ilgili tahvil sahibinin, bu şekilde yeterli oranda hisselerin mülkiyetini kazanarak kontrolü elde etmesi, dolayısıyla anonim ortaklığı devralması mümkündür. Bu olasılıkta devralma yöntemi, dönüştürülebilir tahvil ihracına dayalı sermaye artırımını veya pay iktisabıdır⁴⁰⁹.

⁴⁰⁴ A.e., N. 1298; İMREGÜN, **Anonim Ortaklıklar**, s. 402; k.g. DOMANIÇ, **Şerh II**, s. 1426; YASAMAN, **Borsa**, s. 62. Öte yandan TK. m. 423 gereğince esas sözleşme, tahvil çıkarılmasını öngörse dahi genel kurulun tahvil ihracı kararı alması şarttır.

⁴⁰⁵ TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 1274.

⁴⁰⁶ Tahvillerin çok çeşitli türleri bulunmaktadır: Primli tahviller – ikramiyeli ve piyangolu tahviller – güvenceli tahviller – değişken faizli tahviller – endeksli tahviller – hisse senedine dönüştürülebilir tahviller – değiştirilebilir tahviller - kâra iştirakli tahviller gibi.

⁴⁰⁷ Seri: II, No: 22 sayılı Tebliğ m. 3/f'de "hisse senedine dönüştürülebilir tahvil" için; *"Ortaklık tarafından çıkarılan ve ihraççı ortaklığın sermaye artırımını suretiyle çıkaracağı paylara veya izahname ve sirkülerde belirtilen esaslar çerçevesinde temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren menkul kıymet"* tanımı verilmektedir. İnc. Seri: II, No: 22 sayılı Tebliğ m. 35 vd.

⁴⁰⁸ Talepte bulunulan toplam tahviller karşılığında verilecek hisse adedinin, hedef (ihraççı) ortaklığın toplam pay sayısına oranının % 20'nin altında kalması durumunda sermaye artırımını yapılmayabilir. Ancak bu durumda dönüştürme işleminin ne şekilde yapılacağına ve dönüştürülecek tahvillerin tutarı karşılığında verilmesi gereken miktardaki hisse senetlerinin hangi surette temin edileceğine ilişkin bilgilere izahname ve sirkülerde yer verilmesi zorunludur. Seri: II, No: 22 sayılı Tebliğ m. 40/5, 41/3.

⁴⁰⁹ Hisse senedi iktisabı hakkını mündemiç bir başka tahvil de, "değiştirilebilir tahvil"dir. Seri: II, No: 22 sayılı Tebliğ m. 3/d uyarınca, *"ihraççı tarafından çıkarılan ve payları borsalarda veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirme hakkı veren menkul kıymet"* değiştirilebilir tahvildir. Değiştirilebilir tahvilde, hisse senedine dönüştürülebilir tahvilden farklı olarak, tahvil ihraççısı, kendi paylarını değil, talep üzerine, bir başka üçüncü şirketin hisselerini tahvil sahibine vermeyi taahhüt etmektedir. Dolayısıyla burada hedef ortaklık, tahvil ihraççısı olmamakta, tahvile konu üçüncü kişi konumundaki anonim

Bu tür bir ikinci ihtimal ise, intifa hakkı⁴¹⁰ sahipleri açısından söz konusu olabilir. Anonim ortaklık mal varlığına katılmaktan doğan ve sahibine pay sahiplerine özgü yönetime katılma hakları dışında, safi kâra katılma, tasfiye bakiyesinden yararlanma, yeni payları alma (rüçhan) ve ortaklığın kendilerine özel olarak sağladığı imkânlardan faydalanma olanağını veren, anonim ortaklık tüzel kişiliği ile intifa haklarının ilk müktesipleri arasında kurulan, sui generis bir sözleşmeye dayanılarak oluşturulan hak, “intifa hakkı”dır. Bu hakkı temsil etmek üzere anonim ortaklık tarafından ihraç edilen senet ise, “intifa senedi”dir^{411 412}. Anonim ortaklığın yıllık kârına ve tasfiye bakiyesine katılma yani bunlardan pay alma hakları ile yeni çıkarılan payları öncelikle alma hakları (rüçhan hakkı) kural olarak hisse senedi sahiplerine, daha geniş bir ifade ile pay sahiplerine tanınmışken, TK. m. 403’de intifa senedi sahiplerine de söz konusu mal varlıksal haklara katılma imkânı tanınmıştır. Bir anonim ortaklığın intifa senedi ihraç etmesi zorunlu değildir, ancak ihraç ettiği takdirde yasal kurallara uyması icap eder. Bu yüzden de intifa senedi sahiplerinin ilgili mal varlıksal haklara pay sahipleri ile beraber ortak olmaları, yani bu haklardan yararlanabilmeleri sağlanmalıdır. Burada intifa hakkı sahibine sağlanan yararlanma, sadece alacaklılık hakları sağlayan bir tür “katılma”yı ifade eder^{413 414}.

ortaklığın kontrolü, tahvilin içindeki hakkın kullanımı ile elde edilebilmektedir. İnc. Seri: II, No: 22 sayılı Tebliğ m. 46 vd.

⁴¹⁰ Anonim ortaklık payı üzerindeki intifa hakkı değil. Fark için bkz. TEOMAN, **İntifa Senetleri**, s. 57-59.

⁴¹¹ **A.e.**, s. 92-93. Ayrıca bkz. TEKİNALP (Poroy/ Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 1214; Oğuz Kürşat ÜNAL, **Türk ve A.B.D. Hukukunda Menkul Kıymetler**, Ankara, BTHAE yay., 1988, s. 124.

⁴¹² İntifa senedi TK’da esas itibarıyla bir cemile senedi olarak tanzim edilmiştir. Anonim ortaklığın kuruluşunda, sermaye artırımında veya işleyişi sırasında ortaklığa hizmeti geçen kuruculara, alacaklılara veya bedeli itfa olunan payların sahiplerine bedelsiz olarak verilirler. Dolayısıyla intifa senetlerinin verildiği kişiler (verilme sebepleri) bakımından bir sınıflandırma yapacak olursak Türk hukukunda üç tür intifa senedi vardır: Kurucu intifa senetleri – adi intifa senetleri (bedelsiz olarak kurucular dışındakilere verilenler) - katılma intifa senetleri. İntifa senetleri sınıflandırması hususunda ayrıntılı bilgi için bkz. TEOMAN, **İntifa Senetleri**, s. 18 vd.

⁴¹³ TEKİNALP (Poroy/ Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 1215.

⁴¹⁴ TK. m. 402 gereğince ilk esas sözleşmede veya esas sözleşmenin değiştirilmesi vasıtasıyla genel kurul tarafından intifa senedi ihdasına karar verilebilir. İntifa senetlerinin içerdikleri haklar, esas sözleşme ile tanınmış olmasına rağmen, ihraççı anonim ortaklık ile intifa senedi sahibi arasında ortaksal bir ilişki bulunmamaktadır. İntifa senedi sahibi, ihraççı ortaklığın dışındadır, ortaklığın pay sahibi değildir ve ihraççıya göre üçüncü kişi durumundadır. Bu iki taraf arasında sözleşmesel bir ilişki bulunmamaktadır. Dolayısıyla intifa senedi sahiplerinin onayı olmaksızın esas sözleşme değişikliği yolu ile intifa senetleri ortadan kaldırılamaz veya sınırlanamaz. İntifa

İşte intifa senedi, sahiplerine yönetime katılma hakkı bahsetmediği için bu senetlerin edinilmesi, anonim ortaklık kontrol sahipliğine etki etmez ve dolayısıyla bu işlem, anonim ortaklığın devralınması yöntemi sayılamaz. Ancak TK. m. 403'de sayılan intifa senedi sahibinin yararlanabileceği mali haklardan birisi de, yeni pay alma yani rüçhan hakkıdır. Anonim ortaklığın esas sermayesini artırması durumunda esas sözleşmede öngörülen şekilde⁴¹⁵ intifa senedi sahipleri, çıkarılan yeni payları iktisap edebilirler⁴¹⁶. Tıpkı hisse senedine dönüştürülebilir tahvil sahipliğinde olduğu gibi, burada da, rüçhan hakkı tanınmış olan intifa senedi sahiplerinin bu haklarını fiilen kullanmaları⁴¹⁷ ile malik oldukları şirket paylarının oranı ortaklıkta kontrol değişikliği yaratabilecek düzeyde ise, burada da bir devralma yöntemi vardır⁴¹⁸. Bu yöntem de, gene intifa senedi ihracına/sahipliğine dayalı, sermaye artırımındır.

Alım hakkı tanınması ise, tahvil ve intifa senedi sahipliğinden farklı olarak, hemen daima anonim ortaklık tüzel kişiliği tarafından değil, bir pay sahibi tarafından pay sahibi olan veya olmayan bir üçüncü kişiye tanınan kendisine ait şirket paylarını satın almak hususundaki yenilik doğuran bir haktır. Alım hakkı sahibinin, söz konusu hakka sahip olması ile değil, bunun ardından tek taraflı irade beyanı ile hakkı kullanması suretiyle hak sahibi ile hak yükümlüsü arasında kurulan hisse satım sözleşmesi ve bunu takip eden pay devri ile birlikte anonim ortaklık kontrolü ilgili

senetlerinin hukuki niteliği hususunda ayrıntılı bilgi için bkz. TEOMAN, **İntifa Senetleri**, s. 60 vd.

⁴¹⁵ Esas sözleşmede intifa senedi sahiplerinin rüçhan hakları, pay sahiplerinin kullanmadıkları kısımlara yönelik olabileceği gibi, pay sahiplerinin rüçhan haklarının tamamen veya kısmen sınırlanması yoluyla intifa senedi sahiplerine mutlak bir kullanım hakkı da sağlanabilir. Bunun gibi, bu hakkın sadece belirli bir sermaye artırımını işlemine hasredilmesi mümkün olduğu gibi, her türlü sermaye artırımında öngörülmesi de mümkündür. Esas sözleşmede intifa senedi sahiplerine yeni pay alma hakkının tanınmış bulunması yeterli olmayıp, hakkın sınırları da saptanmalı, bir sermaye artırımında söz konusu intifa senedinin karşılığında kaç adet yeni pay alınabileceği de belirtilmelidir. **A.e.**, s. 249.

⁴¹⁶ İntifa senedi sahiplerinin yeni pay alma haklarının doğumu ve kullanımını konusunda bkz. **A.e.**, s. 248 vd.

⁴¹⁷ Tıpkı pay sahipleri gibi, intifa senedi sahipleri de, rüçhan haklarını kullanmaya zorlanamazlar. İntifa senedi sahipleri, diledikleri takdirde, bu haklarını kullanıp, iştirak taahhütname ile yeni payları, ihraç fiyatı üzerinden, edinebilirler.

⁴¹⁸ İntifa senedi ihracı ve bunların sahiplerine teslimi ile beraber anonim ortaklık nezdinde hemen bir borç oluşmaz. İntifa senedi sahipleri, ihraççı ortaklığın kâr elde etmesi ve dağıtım kararı alması veya tasfiye bakiyesinin varlığı ya da yeni payların çıkarılması şartlarından birinin gerçekleşmesi hâlinde bir alacak hakkı elde ederler. Hatta burada intifa senedi sahiplerinin hakları, daha çok ihraççı ortaklığın mal varlığına (bir değer ölçüsüne göre) katılma hakkı şeklinde ortaya çıkar. Dolayısıyla anonim ortaklığın devralınması da, ancak söz konusu katılma hakkının kullanımı ve çıkarılan yeni payların mülkiyetinin kazanılması ile gündeme gelebilir.

alım hakkı sahibi kişiye geçebilmektedir⁴¹⁹. Burada da tabii ki, yapılan işlemin anonim ortaklığın devralınması yöntemi olup olmadığı tanınan alım hakkı miktarına bağlıdır. Alım hakkının, şarta bağlı olarak bir hisse satım sözleşmesinin alıcı tarafına sağlanan bir imkân şeklinde belirlenmesi de olasıdır. Örneğin RK, önüne gelen bir olayda taraflar, “hisse alım satım sözleşmesi”, “pay sahipleri (hissedarlık) sözleşmesi” ve “ek alım opsiyonu anlaşması” düzenlemişlerdir. Bu olayda hem % 25 oranında bir hisse devri hem de alıcının opsiyonu kullanması ihtimalinde ileriki tarihte aynı oranda gerçekleşebilecek ikinci bir hisse devri söz konusudur. Taraflar, her ikisi açısından da RK’ya bildirimde bulunmuş, RK ise, taraflar arasındaki anlaşma gereğince ileriki tarihte ek alım hakkının (opsiyonunun) kullanılması hâlinde, yeni bir “devralma”nın söz konusu olacağına, sadece alım hakkı tanındığı bu aşamada bir değerlendirme yapılmasına gerek olmadığına karar vermiştir^{420 421}.

Alım hakkının, bir sermaye piyasası aracına bağlanması da mümkündür. Hisse senedine dönüştürülebilir tahvilden veya değiştirilebilir tahvilden farklı olarak, bu sefer sermaye piyasası aracının içerdiği hak, sadece belirlenmiş olan hisse senetlerini, önceden belirlenen bir fiyattan vade sonunda alım hakkıdır. “Ortaklık varantı” adı verilen bu tür sermaye piyasası araçları, Seri: III, No: 36 sayılı Tebliğ’de düzenlenmiştir. Ortaklık varantı, halka arz işlemi ile bağlantılı olup, sahibine ihraççı ortaklığın veya İMKB’de işlem gören herhangi bir ortaklığın paylarını standardize edilmiş şartlarla alım hakkı vermektedir. Vade sonunda varant sahibi, hakkını kullanıp kullanmamakta muhayyerdir. Varant sahibi, kullanım zamanı⁴²² gelmediği sürece, pay sahipliği haklarından yararlanamaz, ancak vade sonunda seçim hakkını

⁴¹⁹ Alım hakkı sahipliği, bu vasfı ile, bağımsız bir devralma yöntemi olmaktan çok, pay devri suretiyle gerçekleşen devralmaların altındaki hukuki sebep niteliğindedir.

⁴²⁰ RK, 30.01.2001, 01-06/54-17 (RG. 16.05.2001, 24404).

⁴²¹ Bununla birlikte devralanın hedef şirkette ulaşacağı pay oranının % 50 + 1 seviyesine ulaşmasının amaçlandığı ve bunu garanti etmek üzere devralana alım opsiyonu tanındığı bir başka olayda RK, opsiyonun kullanılmasını beklemeksizin yapılan işlemi, “devralma” olarak kabul etmiştir. RK, 20.06.2008, 08-40/527-195 (RG. 22.08.2008, 26975).

⁴²² Kullanım zamanı, ortaklık varantının vadesinin bitimini takip eden ilk işgününde doğar. Seri: III, No: 36 sayılı Tebliğ m. 12/1.

kullanmak suretiyle⁴²³ iktisap ettiği pay oranı ile varant ihraççısı olan veya ilgili diğer üçüncü kişi anonim ortaklıktaki kontrolü ele geçirebilir⁴²⁴.

⁴²³ Seri: III, No: 36 sayılı Tebliğ m. 11’de “kullanım hakkı” kavramı; “*ortaklık varantının vadesi sonunda ortaklık varantı sahibinin önceden belirlenmiş kullanım fiyatı ve kullanım oranı esas alınarak üzerine ortaklık varantı yazılan hisseleri satın alma hakkı*” şeklinde açıklanmıştır.

⁴²⁴ Kullanım hakkının işleyişi için bkz. Seri: III, No: 36 sayılı Tebliğ m. 14-15.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

“ANONİM ORTAKLIĞIN DEVRALINMASI”NIN

HUKUKİ SONUÇLARI

I. Genel Olarak

Anonim ortaklığın devralınması, çeşitli hukuk dallarını ilgilendiren ve devralmanın şekline göre farklılıklar gösteren hukuki sonuçlar ortaya çıkarmaktadır.

Anonim ortaklıklar hukuku, sermaye piyasası hukuku, rekabet hukuku, borçlar hukuku, eşya hukuku, vergi hukuku, iş hukuku, savaş hukuku ve devre konu hedef ortaklığın iştigal konusunu özel olarak ilgilendiren hukuk dalı (örn. enerji piyasası hukuku, banka hukuku, sigorta hukuku) anonim ortaklığın devralınması kurumu ile ilgilenmekte ve devralma işlemine hukuki sonuçlar bağlamakta ya da devralmayı etkileyici kurallar içerebilmektedir¹.

Devralma sonucunda ortaya çıkan, devralma kurumuna özgü hukuki sonuçlar, bazen devralana, bazen devredene, bazen her iki tarafa bazen de devrin taraflarından bağımsız olarak hedef (devralınan) ortaklığa yöneliktir. Örneğin anonim ortaklığın devralınması sonucunda, devralan çağrıda bulunma yükümlülüğüne tabi olmakta, devreden sermaye kazancından ötürü vergi sorumluluğu altına girmekte, hem devralan hem devreden kamuyu aydınlatmakla yükümlü olmakta, devre konu anonim ortaklık ise başka bir ortaklığın “yavru” ortaklığı hâline gelerek “grup” içine girmektedir.

Her devralma sonucunda devralmaya ilişkin tüm sonuçlar ortaya çıkmamakta, devralmanın hukuki şekline ve diğer bazı özelliklerine göre devralmanın değerlendirilmesi gerekmektedir. Örneğin hedef ortaklık bir grup şirketi hâline, ancak devralanın bir grup şirketi veya çatı ortaklık olması durumunda gelmekte, yoksa devralanın bir gerçek kişi olması durumunda grup ilişkisi ortaya

¹ Karş. BIRDS/BOYLE/MacNEIL/McCORMACK/TWIGG-FLESNER/VILLIERS, **Boyle & Birds' Company Law**, s. 631. *Tekinalp*, bu türden ortaklık devralmalarının hukuku üç yönden ilgilendirdiğini belirttiikten sonra, bunlardan birincisinin etkisini sadece borçlar hukuku alanında gösterdiğini, sorunun ikinci cephesinin halka açık anonim ortaklıklar için söz konusu olup, kamuyu aydınlatma ile ilgili olduğunu, üçüncü olarak ise devralmaların RKK'ya tabi olduğunu dile getirmektedir. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 189d vd.

çıkılmamaktadır. Devralanın kimliği ve hukuki yapısı; kamuyu aydınlatma ve çağrıda bulunma zorunlulukları, daha önemlisi grup şirketi hâline gelme açılarından da farklı şekillerde etkili olmaktadır.

Anonim ortaklığın devralınmasının hukuki sonuçları; devralmanın yukarıda üzerinde durulan ekonomik sonuçlarından farklı olup, devralma yani anonim ortaklıktaki “controller” değişikliği sonucu ve buna yönelik hukuki sürece has olarak ortaya çıkan veya çıkması muhtemel özel hukuki durumlardır. Ekonomik sonuç, ancak ilgili hukuki kurumun yorumlanmasında ve bir düzenlemenin –örneğin kıyasen- anonim ortaklıkların devralınmasında da uygulanıp uygulanmayacağı noktasında belirleyici olabilir.

Bu bölümde anonim ortaklığın devralınmasına yani ortaklıktaki kontrol değişikliğine bağlanan hukuki kurumlar üzerinde durulacaktır. Örneğin anonim ortaklık pay devrinin ortaya çıkardığı sonuç, ilgili payın malikinin değişmesi ve dolayısıyla pay sahipliği değişikliğidir. Ancak söz konusu pay devri sonucunda, devredilen payların niceliği ve/veya niteliğine bağlı olarak ortaklığın kontrol sahibinin değişmesi, anonim ortaklığın devralınması sonucunu ortaya çıkarmaktadır. İşte bizi ilgilendiren payın devredilmesi, devir süreci ve devir olayının pay mülkiyetine ilişkin sonuçlarından çok; pay devri sonucunda ortaklığın kontrol sahibinin değişmesi ve söz konusu kontrol değişikliğinin ortaya çıkardığı hukuki sonuçlardır. Kontrol sahibinin değişme şekli, yani devir yöntemi, devrin hukuki gerçekleşme şeklidir ve ancak bazı sonuçlar açısından özel önem taşımaktadır. Devralmanın her türlü sonucu, her hukuki şekildeki devralmaya uygulanmamakta, ilgili özel kurallar devir şekline göre devralmaya sonuç bağlayabilmektedir. Örneğin pay mülkiyeti iktisap edilmeksizin pay üzerinde intifa hakkı tesisi veya vekâlet toplama suretiyle kontrol elde edilmişse devralan çağrıda bulunma yükümlülüğüne tabi olmamakta; devralma hisse değişimi suretiyle gerçekleşmişse vergi bağımsızlığı söz konusu olabilmektedir.

Devralmaya bağlanan bazı hukuki kurumlar, yukarıda incelenen² işletmenin/mal varlığının devri, birleşme gibi benzer işlemlerde de uygulama alanı bulabilmektedir. Devralmanın borçlar hukuku yönü açısından önemli olan ayıba ve

² Bkz. yuk. İkinci Bölüm/III.

zapta karşı tekeffül hükümleri, işletmenin devrinde de gündeme gelmekte; anonim ortaklığın bir işletmesini devretmesi kamuyu aydınlatma zorunluluğu doğurabilmekte; hem birleşme hem de işletmenin/mal varlığının devrinde RK, EPDK, BDDK gibi belirli kamusal makamlardan izin alınması gerekmektedir.

Bizi esasen ilgilendiren husus, kontrol değişikliğinin yapılaş şeklinden çok, yapılaşından sonra ortaya çıkan sonuçlardır. Dolayısıyla devralma sürecinde gündeme gelebilecek, devralma ile ilgili hukuki sorunlar/sonuçlar, örneğin yönetim kurulu üyelerinin sorumlulukları ya da gene bu süreci ilgilendiren AB hukukunda - 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi ile geliştirilen- “etkisizleştirme kuralı (breakthrough rule)”³ incelememizin kapsamına girmemektedir. Gene aynı sebeple devralma için alınması gereken yasal izinlere de, “hukuki sonuç” olarak değinmeyeceğiz. Zira RK, EPDK, BDDK, SPK gibi belli bir sektöre ya da tüm sektörlerle yönelik özel görevli, kamu erkini kullanan bu tür makamlardan, gerekli olmasına rağmen, izin alınmadan gerçekleştirilen devralmalarda, ilgili yasal düzenleme gereğince, kontrol değişikliği ortaya çıkmamaktadır. Dolayısıyla bu izinler, devralmanın ortaya çıkardığı sonuç olmaktan çok, devralma sürecini ilgilendirmektedir. Örneğin devralan gerçek veya tüzel kişinin çağrıda bulunma zorunluluğuna aykırı hareketi, devralmayı geçersiz hâle getirmeyeceği için bu kurum, devralmanın ortaya çıkardığı hukuki sonuçtur. Bununla birlikte RK’den yasal izin alınmaksızın, rakip bir anonim ortaklığın çoğunluk hisseleri satın alınmışsa, burada esasında devralmayı doğuran hisse devri/alımı şeklen vardır; ancak olsa olsa işlem askıda olup, devir gerçekleşmemiştir. Ancak RK’nın izninin ardından, tartışmalı olmakla birlikte, ileriye veya geriye etkili olarak, devir gerçekleşmiş olur⁴. Bunun gibi örneğin BankK. m. 18/4’de, “...izin alınmadan yapılan pay devirleri pay defterine kaydolunmaz. Bu hükme aykırı olarak pay defterine yapılan kayıtlar hükümsüzdür...” denilmektedir. Bu durumda kontrolü sağlayacak olan pay sahipliği haklarının da, payları devralan tarafından kullanılamayacağı hususu, aynı maddenin 7. fıkrasında belirtilmektedir. Bununla birlikte “hukuki sonuç” terimini biraz daha

³ Bkz. yuk. İkinci Bölüm/II/A/4.

⁴ İnc. SANLI, **Rekabetin Korunması**, s. 444; ASLAN, **Rekabet Hukuku**, s. 386; GÜVEN, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 454 vd.

geniş tutarak, devralma ile birlikte gündeme gelebilecek borçlar hukuku problemlerine de bu başlık altında değinmeyi uygun bulmaktayız⁵.

II. Borçlar Hukuku Açısından

Bu kapsamda ilk olarak anonim ortaklığın devralınmasının borçlar hukuku yönü üzerinde duralım. Gerçekten de anonim ortaklığın devralınması, şirket paylarının çoğunluğunun bir satın sözleşmesi çerçevesinde blok olarak satın alınması şeklinde gerçekleşebileceği gibi, söz konusu çoğunluk payların oy haklarının kullanımı hususunda temsil yetkisinin kazanıldığı vekâlet sözleşmelerine de dayanabilir. Görüldüğü gibi, anonim ortaklığın devralınmasının borçlar hukukunu ilgilendiren ilk yönü, devralmaya yol açan hukuki işlemin karakterinden kaynaklanmaktadır.

Ancak devralmanın sonuçları açısından, esas ilgi çekici ve tartışmaya açık konular, borçlar hukuku karakterli “ayıba ve zapta karşı tekeffül” ile “rekabet yasağı” düzenlemelerinin anonim ortaklığın devralınmasında uygulama alanı bulup bulmayacağıdır.

A. Ayıba karşı tekeffül

“Ayıba karşı tekeffül” hükümleri (BK. m. 194 vd.) kapsamındaki problemi, *Tekinalp*, şu soru ile gündeme getirmektedir⁶:

“...satıcı acaba ortaklığın finansal durumu, iş ilişkileri, finansal tabloların gerçeği yansıtması ve benzeri konularda bir beyanı olmasa bile, BK hükümleri uyarınca ‘mütekeffil’ midir? Gereğinde ayıp hükümleri uygulanabilir mi? Satıcı, mal varlığında özellikle envanterdeki eksikliklerden sorumlu mudur?”.

Bu konuda ayrıntıya girmeden, tespitlerimizi şu şekilde sıralayalım:

⁵ Tezimizin kapsamı itibarıyla biz, işbu son bölümde anonim ortaklığın devralınmasının ortaya çıkardığı hukuki sonuçlar arasında sadece ortaklıklar hukuku ile sermaye piyasası hukukuna ilişkin olanları ayrıntılı olarak inceleyecek olup, borçlar hukukuna ilişkin sonuçları da ana hatları ile değerlendirmekle yetineceğiz.

⁶ TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 189d.

- Ayıba karşı tekeffül, satılan şeyin satıcının zikrettiği vasıfları taşımamasından veya bu şeyin değerini ya da sözleşme gereğince ondan beklenen yararları azaltan veya kaldıran eksiklikler bulunmasından ötürü satıcının sorumlu olmasıdır⁷. Buradaki mesele, örneğin anonim ortaklığın çoğunluk hisselerinin satışında, satıcının ortaklığın ticari ve finansal durumuna ilişkin bir sorumluluğunun bulunup bulunmadığıdır. Gerçekten de anonim ortaklığın kontrolünün el değiştirmedeği bir satışta, satıcı, satım sözleşmesi ile ayrıca ve açıkça zikir ve vaad ettiği hususlar dışında, ortaklığın genel durumu itibarıyla “mütekeffil” değildir. Buna karşılık anonim ortaklığın kontrolünün el değiştirdiği sözleşmelerde/hisse satımlarında işlemin yegâne konusunun, hisselerin mülkiyetinin devredilmesi olduğunu söylemek yeterli değildir. Bu tezde savunulan görüş kapsamında, yapılan hukuki işlem ile anonim ortaklığın kontrolünün el değiştirmesi, bizzat “anonim ortaklığın” devri/devralınması niteliğinde olduğu için kontrol iktisabını sağlayan çoğunluk hisselerinin satın alınması/devralınması işlemi, hisse devri ile sınırlı kabul edilmemelidir. Bu tür bir hisse satımında satım konusu bizatihi şirketin çoğunluk payları, ancak bunların yanında ayrıca “anonim ortaklık”tır. Bu sebeple anonim ortaklığın mal varlığına dâhil olan tüm unsurlar; ortaklığın aktifleri, pasifleri ve bu arada işletmeleri dolaylı yoldan da olsa yapılan işlemin içindedir. Dolayısıyla nasıl ki, işletmenin devrinde devreden/satıcı, işletmenin genel yapısı itibarıyla “ayıba karşı tekeffül” hükümleri ile bağlıdır, anonim ortaklığın devrinde de devreden, aynı yükümlülüğe tabidir⁸.

⁷ Satıcının, ayıba karşı tekeffül sorunluluğunun yasal ve doktriner tanımları ile hukuki niteliği hususunda ayrıntılı bilgi için bkz. Seyfullah EDİS, **Türk Borçlar Hukukuna Göre Satıcının Ayıba Karşı Tekeffül Borcu**, Ankara, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi yay., 1963, s. 7 vd.; Cevdet YAVUZ, **Satıcının Satılanın (Malın) Ayıplarından Sorumluluğu**, İstanbul, Beta yay., 1989, s. 12 vd.

⁸ Bu sebeple doktrinde ticari işletmenin devri açısından, devreden satıcının “ayıba karşı tekeffül” sorumluluğu ile ilgili olarak yapılan tespitler, anonim ortaklığın devrinde de geçerlidir. Doktrindeki bu konudaki tartışma ve bizim de katıldığımız görüş için bkz. ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 84 vd., özellikle s. 88. Ayrıca devralanın/alıcının ayıptan kaynaklanan hakları ve bunların kullanım şekli hususunda inc. **A.e.**, s. 96 vd., özellikle 104-105.

Ticari işletmede zaten işletmeye dâhil olan aktif unsurların ayrı ayrı cüzi halefiyet kapsamında devri söz konusu olduğuna göre, satım sözleşmesi tek olsa bile, ayıp hükümlerinin hem bütün hem de bütünün içindeki unsurlar için uygulanmasını savunmak daha kolaydır. Anonim ortaklığın devrinde ise devir konusu olan anonim ortaklıktır ve ortaklığın kontrolü pay devri veya başka bir hukuki araç kullanılarak el değiştirmekte, ayıbın söz konusu olacağı mal varlığı unsurları devir işleminden hukuken etkilenmemektedir. Ancak işte tam burada ticari işletmenin devri ile anonim ortaklığın devri arasındaki ekonomik özdeşlik ortaya çıkmakta ve ekonomik

- Anonim ortaklığın devrinde uygulama alanı bulacak, ayıba karşı tekeffül düzenlemeleri, taşınır satımına ilişkin olan BK. m. 194 vd. hükümleri olacaktır. Hedef anonim ortaklık aktifleri arasında bir taşınmazın bulunması, BK. m. 215'in uygulama alanı bulmasına yol açmayacaktır⁹. Ayrıca devrin her iki tarafı tacir olmasa da, yapılan işlemin zaten tacir olan anonim ortaklığı ilgilendirmesi sebebiyle, TK. m. 3'ün -nispeten- geniş yorumu ile, bunun bir ticari satım olduğu ve ticari iş kavramına ilişkin özel hükümlerin kapsamına girdiği kabul edilmelidir^{10 11}.
- Devir konusu anonim ortaklığın "ayıp"lı olup olmadığının belirlenmesinde, hedef ortaklığın mal varlığındaki her bir aktif veya pasif unsuru ayrı değerlendirmeye

sonuç özdeşliği sebebiyle satıcının/devredenin ayıba karşı tekeffül sorumluluğu açısından aynı hukuki yorum yapılmaktadır. Ortaklığın kontrolünü ele geçirenin, kontrol primini ortaklığın mal varlığına hâkim olabilmek için ödediği, hisse sahipliğinin söz konusu ekonomik sonuca ulaşmak için kullanılan bir araç olduğu unutulmamalıdır. İşte bu sebeple normal şartlarda ortaklığın aktiflerindeki eksiklik veya pasiflerindeki fazlalığın, anonim ortaklığı devredenin sorumlu olduğu bir "ayıp" olarak değerlendirilmesi mümkündür.

Gerçekten de, anonim ortaklık pay devrinde devreden/satıcı, sadece satışa konu paylara düşen pay sahipliği haklarının varlığından, payların ve eğer varsa hisse senetlerinin geçerliliğinden sorumludur. Ortaklık tüzel kişiliğinin mal varlığına yönelik eksikliklerden devredene, ancak açıkça bir taahhütte bulunmuşsa sorumludur. İşte hisse devrinin, kontrol devri şeklinde olması durumunda, devreden hedef ortaklığın mal varlığı durumuna yönelik "tekeffül sorumluluğu", ayrıca bir taahhütte bulunması gerekmeksizin, kanunen ortaya çıkar. Zira bu ihtimalde devir konusu olan, anonim ortaklıktır. *Tekinalp*, bu ayrımı yapmakta, çoğunluk paylarının devrinin anonim ortaklığın işletmesinin devri ile özdeş olduğunu, bu hâlde devreden, maddi ve hukuki ayıplar ile mal varlığındaki eksikliklerden sorumlu olduğunu dile getirmektedir. Bkz. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 772b. *Esin/Lokmanhekim* de, şirket hisselerinin sadece işletme devri borcunun ifası amacına hizmet ettiğini, asıl amacın işletme üzerindeki ekonomik geleceği belirleme yetkisinin (kontrolün) devri olduğunu belirterek, anonim ortaklığın devrinde de ortaklığa yönelik ayıplardan devredeni sorumlu tutma eğilimini yansıttıktan sonra, bununla çelişkili bir şekilde bu durumun, yani devir konusu olanın hisse satışına rağmen işletme olduğunun sözleşmede açıkça ifade edilmesi gerektiğini, aksi takdirde satıcının, işletmeyi değil hisseleri sattığı iddiası ile işletmenin ayıplarından sorumlu tutulmayacağını ileri sürebileceğini, zira varlığı iddia edilen ayıbın satım konusuna ilişkin olması gerektiğini belirtmektedirler. İnc. ESİN/LOKMANHEKİM, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 44-45. Kanaatimizce satım konusu olarak sadece çoğunluk hisselerinin gösterilmiş olması, yapılan işlemin anonim ortaklığın kontrolünün el değiştirmesine yönelik olduğu gerçeğini değiştirmeyeceği için, devreden ortaklığa/işletmeye yönelik ayıplardan sorumlu tutulabilmesi için sözleşmede bu yönde (devir konusuna veya satıcının tekeffül sorumluluğuna ilişkin) bir kayıt olması gerektiği görüşü isabetli değildir. Aksine çözüm, "ayıp" hükümleri açısından ortaklığın çoğunluk payları ile azınlık paylarının devri arasında fark gören anlayış ile uyumlu değildir.

⁹ ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 85-86. Ayrıca karş. EDİS, **Satıcının Tekeffül Borcu**, s. 31; YAVUZ, **Satıcının Sorumluluğu**, s. 39. Yapılan yorumlar uyarınca, taşınır ve taşınmaz mallardan oluşan bir bütünün satılması, "taşınır satımı"dır; ancak taşınmaz mallara ilişkin olarak gene taşınmaz satımına ilişkin ayıp hükümleri uygulanacaktır. Satımın, cüz'i halefiyet şeklinde gerçekleştiği durumlar açısından bu yorum kabul edilebilir niteliktedir.

¹⁰ Örneğin TK. m. 25'in uygulanması için her iki tarafın da tacir olması gerektiği için, taraflardan herhangi birinin tacir olmaması durumunda, bu hüküm anonim ortaklık devralmalarında uygulanmayacaktır.

¹¹ Karş. ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 104.

tabi tutulmamalıdır. Buna göre devreden açısından ayıplı ifanın varlığının kabul edilebilmesi için ilgili eksikliğin yani olumsuz özelliğin, anonim ortaklığın bütününe (organizasyonuna) yönelik olması lazımdır¹². Örneğin ortaklığın aktiflerinde bulunan bir kamyonun motorunun bozuk olması veya gayrimenkulün tavanının akıyor olması münferit unsurlardaki “ayıp” olarak anonim ortaklığın devri açısından “ayıp” kategorisi içerisinde değerlendirilemez. Nasıl ki işletme/mal varlığı devrinde de cüz’i halefiyet kuralları kapsamında münferit unsurların ayrı ayrı devri gerçekleştirilse de, esasında devir konusu, müşteri portföyünü de içine alan işletme bütünlüğü olduğu gibi, burada da devir konusu olan anonim ortaklığın “ayıp”lı olduğunun kabul edilebilmesi için ya ortaklığın bütününe yönelik bir ayıp olmalı ya da mal varlığı içindeki münferit unsurlardaki bir ayıp ortaklığın değerini veya faaliyetini devam ettirmeye elverişliliğini önemli ölçüde etkilemelidir. Yani ayıp, “önemli” olacak (BK. m. 194/1) ve bu önem de, ortaklığın/işletmenin tamamına göre değerlendirilecektir¹³. Örneğin bir banka için faaliyet izni alınmış olması, ortaklığın faaliyette bulunmasının ön şartıdır. Söz konusu lisansın iptal edilmiş olması, banka anonim ortaklığının bütününe yönelik bir “ayıp”tır. Buna karşılık otel işletmeciliği ile uğraşan bir anonim ortaklığın aktiflerinde bulunan otel binalarından birinin, müteahhitlik hatası sebebiyle çökmesi ve yapım koşullarının sigorta şirketine hatalı bildirilmiş olması sebebiyle sigorta kapsamında kabul edilmemesi ihtimalinde, devre konu anonim ortaklığın değerini önemli ölçüde etkileyen bir münferit unsur ayıbı söz

¹² Doktrinde [bkz. ACEMOĞLU, **Devir**, s. 90; KENDİGELEN (Ülgen, **Ticari İşletme Hukuku**), N. 546] ticari işletmenin devri bakımından, özellikle cüz’i halefiyet kuralının da etkisi ile savunulan devredenin işletmeye dâhil olan aktifleri teker teker/ayrı ayrı sağlama borcu altında olduğu, her unsurun (taşınır, taşınmaz, alacak, vs.) kendi niteliğine göre devredene sorumluluk izafe edeceği, dolayısıyla ayıba ve zapta karşı tekeffül hükümleri açısından ticari işletmenin devrinin ayrı bir özelliğinin bulunmadığı savı, kanaatimizce satım konusunun mal varlığı unsurları değil işletme bütünü olduğu ticari işletmenin devri bakımından yerinde olmadığı gibi (bkz. ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 87-88), devre konu ortaklığın mal varlığı unsurları açısından cüz’i halefiyet kuralının yürümediği “anonim ortaklığın devri” açısından evleviyetle uygulama alanı bulmayacaktır.

¹³ ESİN/LOKMANHEKİM, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 45; ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 88. *Yavuz*, bu konuda aynen şöyle demektedir: “Eğer bir eşya yığınının satımı sözkonusu ise, ayıbın önemli olması, ayıbın ayrı ayrı değil fakat bütün olarak şeyin değerini ya da elverişliliğini etkilemesine göre değerlendirilecektir.”. YAVUZ, **Satıcının Sorumluluğu**, s. 75.

konusudur. Her iki durumda da devralanın, satıcının ayıba karşı tekeffül sorumluluğu kapsamında devredene karşı talepte bulunma hakkı vardır¹⁴.

- Devredenin ayıba karşı tekeffül sorumluluğunun varlığı, bu konuda sözleşmede açık bir beyanın bulunmasına bağlı değildir. Bununla birlikte devir öncesindeki due diligence prosedürünün sağlıklı ve uzun bir sürece yayılması genellikle uygulaması oldukça zor olan “ayıp” ve “ayıp kapsamındaki tazminat” meselesini çözüme kavuşturmaktadır. Zira karşılıklı uzun görüşmelerin ardından imzalanan devir sözleşmesine veya sözleşmeye ek olarak hazırlanan due diligence raporuna; alıcının hangi hususlarda ve ne ölçüde bilgi sahibi olduğunu ve şirket değerlemesinin yapılma şeklini ortaya koymak bakımından, hedef ortaklığın sahip olduğu lisanslar, fikrî mülkiyet hakları, gayrimenkuller, önemli menkuller, şirketin akdettiği sözleşmeler, şirket çalışanlarının ve üst düzey idarecilerin durumu, şirketin taraf olduğu hukuki ve/veya cezai ihtilaflar, çevre sorumlulukları, yaptırılan sigortalar, resmî kurumlarla ilişkiler, vergi ve diğer kamu borçları, vb. konulardaki hedef ortaklığın mali ve ticari durumunu ortaya koyan ve satıcının/devredenin söz konusu alanlardaki taahhütlerini yansıtan her türlü bilgi eklenmektedir¹⁵. Ortaklığın son beş yıllık mali tablo ve raporları da söz konusu bilgilendirmeyi desteklemektedir. İşte satıcının ayıba karşı tekeffül sorumluluğunun kapsamı, taraflar arasındaki anlaşmaya göre, zikredilen hususlarla sınırlanabilmektedir. Gerçekten de ayıp, ya satım konusunun lüzumlu vasıflarındaki eksiklikten ya da satıcı tarafından vaad edilen vasıflardaki eksiklikten doğar. Devir konusunun anonim ortaklık gibi çok kompleks bir yapı/organizasyon olduğu ve her anonim ortaklığın kendisine has özelliklerinden ötürü “olması gereken” bir ortaklık yapısının kabulünün çok zor¹⁶ olduğu göz önüne alınırsa, devir sonrasında “lüzumlu vasıflardaki eksiklik” kolaylıkla kabul

¹⁴ Devredenin ayıp sorumluluğunun söz konusu kapsamı için bkz. ESİN/LOKMANHEKİM, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 43; ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 88 vd.

¹⁵ Satıcının/devredenin beyan ve taahhütlerinin örnek listesi için bkz. ESİN/LOKMANHEKİM, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 39.

¹⁶ *Esin/Lokmanhekim*, bu durumu şu ifadelerle ortaya koymaktadırlar: “...BK anlamında ‘bulunması gereken objektif vasıflar’ bir işletme açısından kanımızca tanımlanamaz. Bunun sonucu olarak ‘objektif niteliklerdeki eksiklikler’ sebebiyle satıcının sorumluluğuna gidilmesi kanımızca çok zor, hatta imkansızdır. Bu ancak müşahhas mal varlığı unsurları için söz konusu olabilir. Fakat unutulmamalıdır ki, sözleşmenin konusu, bu müşahhas mal varlığı unsurları değil, işletmenin kendisidir. Bu sebeple beyan ve taahhütlerin önemi daha da artmaktadır.”. **A.e.**, s. 42.

edilmeyecektir. Çoğu durumda şirket değerlemesinin buna göre yapıldığı, alıcı tarafın durumdan haberdar olduğu kabul edilecektir. Zira due diligence sürecinin amacı, alıcının değerlendirme için gerekli her türlü bilgiye ulaşmasını sağlamaktır. Dolayısıyla anonim ortaklığın devralınmasında satış sonrasındaki “ayıp” ile ilgili ihtilaflarda hemen daima taraflar arasındaki sözleşme görüşmeleri aşaması ve akdedilen sözleşme şartları belirleyici olacaktır. Üstelik alıcının bildiği veya yaptığı incelemelerin kapsamı itibarıyla bilmesi gereken ayıplardan dolayı satıcının sorumluluğu gündeme gelmeyeceği için due diligence prosedüründe alıcının kendisine sunulan bilgi ve belgeleri gerektiği şekilde değerlendirememiş olması, devir sonrasında onun ayıp hükümlerine dayanarak talepte bulunmasını engelleyecektir¹⁷.

- Kaldı ki, satıcının ayıba karşı tekeffül sorumluluğunu düzenleyen BK. hükümleri emredici nitelikte olmadığı için, BK. m. 196’da yer alan satıcının ayıba hile ile gizleme durumu bir tarafa bırakılırsa, satıcının sorumluluğunun tamamen¹⁸ veya kısmen kaldırılması, bu kapsamda rakamsal bir sınıra bağlanması da mümkündür.

- Ayıba karşı tekeffül hükümlerinin, sadece devreden, mevcut kontrol sahibi olduğu blok devirlerde ve/veya karşılıklı görüşmelere dayalı işlemlerde uygulanması gündeme gelebilir. Yoksa örneğin aleni pay alım teklifi yöntemi ile şirket paylarının çoğunluğunu toplayan bir alıcının, ardından şirketin esasında bilançosunun gerçeği yansıtmadığı ve borca batık olduğunu ileri sürerek, ayıba karşı tekeffül hükümlerine başvurarak satıcılara karşı talepte bulunma, örneğin hisseleri iade etme hakkı yoktur. Yani BK. m. 194/2 bu tür devralmalarda uygulama alanı bulmaz. Zira bu işlemde satıcılar da, zaten kural olarak şirketin yönetiminden uzak, ayıbın gerçekleşmesine ve takdirine hiçbir katkısı olmayan küçük pay sahibidirler. Zaten sermaye piyasası işleyişi ile teklifin alıcı tarafından gelmesi de, burada satıcıların ayıptan sorumlu olmalarına engeldir.

¹⁷ Bu sebeple doktrinde, sağlıklı bir inceleme yapılmayacaksa, alıcı/devralan açısından, söz konusu incelemenin hiç yapılmamasının daha isabetli olacağı ifade edilmektedir. Bkz. A.e., s. 44

¹⁸ Satıcının sorumluluğunun tamamen kaldırılması, daha çok satış şartnamesine bağlı olan, görüşmeler açısından bir tarafın daha üstün olduğu ve devre konu ortaklığın talibinin fazla olduğu, alıcılar arasında bir yarışma ortamının bulunduğu özelleştirme türü devralmalarda söz konusu olmaktadır.

- BK.'da menkul satım sözleşmesine ilişkin olarak düzenlenmiş olmakla birlikte, gerek diğer sözleşme çeşitlerinde menkul satımı hükümlerine yapılan atıflar¹⁹, gerek de kıyasen uygulama kuralları çerçevesinde, “ayıba karşı tekeffül” hükümlerinin, satım sözleşmesine dayalı olmayan devralmalarda örneğin sermaye artırımını suretiyle gerçekleşen bir devralmada da uygulama alanı bulmasına engel yoktur²⁰.

B. Zapta karşı tekeffül

Devredenin “zapta karşı tekeffül” sorumluluğu hükümleri de anonim ortaklığın devrinde uygulama alanı bulabilir. Satıcının zapta karşı tekeffül borcu, BK.'da 189-193. maddeler arasında düzenlenmiştir. Zapta karşı tekeffül, satılan malın bir üçüncü kişinin iddia ettiği üstün hak yüzünden alıcının elinden alınmasından veya iddia olunan bu hak sebebiyle alıcının mülkiyet hakkını gereği gibi kullanamamasından ötürü satıcının sorumlu olmasıdır. Zapt, satım sözleşmesinin kurulmasından önce kazanılmış ve sözleşmenin yapılması anında mevcut olan bir hakka dayanarak, üçüncü bir kişinin satım konusunu devralandan/alıcıdan alması ya da kullanımını engellemesidir.

Satıcının zapta karşı tekeffül sorumluluğunun uygulanma şartlarına girmeksizin, konumuz açısından anonim ortaklığı devredenin BK. m. 189 vd. kapsamındaki sorumluluğu açısından iki ayrı açıdan ikili ayırım yapılmalıdır. Öncelikle devre yönelik yapılan işleme örneğin çoğunluk hisselerinin satışına rağmen, alıcı/devralan herhangi bir başka üstün hak sahibinin varlığı sebebiyle kontrolü ele geçiremezse burada artık satıcının zapta karşı tekeffül sorumluluğu gündeme gelmez. Zira satıcı, satım sözleşmesindeki esas edimi olan anonim ortaklığın kontrolünü diğer tarafa geçirme borcunu ifa etmemiştir. Zapta karşı tekeffül hükümlerinin uygulama alanı bulması için öncelikle satılan malın alıcıya teslim edilmiş olması yani konumuz açısından alıcının, satım konusu olan ortaklığın kontrolünü ele geçirmiş olması gerekmektedir. Örneğin (A), paylarının tamamı

¹⁹ Örn. MK. m. 679/1, BK. m. 521/2.

²⁰ Ticari işletme devri açısından aynı yönde, Halil ARSLANLI, **Kara Ticareti Hukuku Dersleri, Umumî Hükümler**, 3.Bası, İstanbul, Fakülteler Matbaası, 1960, s. 111; ACEMOĞLU, **Devir**, s. 89-90; KENDİGELEN (Ülgen), **Ticari İşletme Hukuku**, N. 546. Karş. ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 86.

“çıplak pay” şeklinde olan bir anonim ortaklığın çoğunluk paylarını (B)’den alacağını temlik suretiyle devraldıktan ve pay defterine pay sahibi olarak kaydedilip şirketin kontrolünü de ele geçirdikten sonra, söz konusu payların esasında önceki tarihli bir başka temlik beyanı ile (B) tarafından (C)’ye devredildiği veya (C)’nin devre konu paylar üzerinde intifa hakkı sahibi olduğu ortaya çıkarsa, (A)’nın tam veya kısmi zapta karşı tekeffül hükümleri kapsamında, duruma göre BK. m. 192 veya 193 uyarınca, (B)’den talepte bulunma hakkı vardır. Bununla birlikte aynı olayda (A), şirket pay defterine hiç kaydedilmezse, satıcı (B), sözleşmedeki asıl edimini ifa etmemiş olacaktır. Zira bu tür blok satışlarda satıcı satım sözleşmesi kapsamındaki asıl edimini, sadece temlik beyanında bulunmak (veya hisse senetlerinin zilyetliğini geçirmek) ile değil, bunların yanında pay defterine yapılacak kaydı da temin ederek yerine getirmiş olacaktır. Blok satışlarda, sözleşmenin akdinde tarafların güttükleri amaç, pay mülkiyetinin iktisabı ile sınırlı olmayıp, hedef ortaklığın kontrolünün el değiştirmesidir. Kontrolün el değiştirmesi de, ancak devralanın çoğunluk payların sahibi olarak pay defterine kaydedilmesi ile sağlanır. Unutulmamalıdır ki, nama yazılı hisse senetleri ve çıplak paylar bakımından pay devri, ortaklığa karşı ancak pay defterine kayıtlı hüküm ifade eder ve ortaklığa karşı ancak pay defterinde kayıtlı bulunan kimse, ortak sıfatını haizdir (TK. m. 416/2-c.2; 417/4). Dolayısıyla bu ihtimalde pay defterine kaydolmayan alıcının satıcıya karşı başvuracağı hukuki imkân, “borca aykırılık” yani BK. m. 96 hükmü olacaktır.

Anonim ortaklığın devrinde, “zapt” hükümleri açısından yapılması gereken bir diğer ayırım, zaptın yöneldiği alana göredir. Bu açıdan da ikili bir ayırma gidilmelidir: Alıcının anonim ortaklığı devralmasını sağlayan hukuki araç olarak adi veya imtiyazlı hisselerle yönelik bir üstün hak sahibi üçüncü kişinin ortaya çıkması ile devre konu hedef ortaklığın mal varlığı unsurlarından birinin örneğin şirket aktiflerinde bulunan bir patentin esasında başka bir kişiye ait olması sebebiyle hükümsüzlüğü ya da şirkete ait gözüken bir gayrimenkulün önceden yapılmış bir satış vaadi sözleşmesi sebebiyle üçüncü bir kişi adına tapuda tescilinin yapılması durumları farklı hukuki sonuçlara bağlanmalıdır. Birinci hâlde devralan, ortaklığın kontrolünü kaybetmekte olduğu için, BK’daki zapta karşı tekeffül hükümleri

uygulama alanı bulacaktır²¹. Ancak ikinci hâlde, satıcının sorumluluğuna ilişkin olarak yapılacak hukuki vasıflandırma farklılaşmakta ve bu hâlde satıcı, gene sorumlu olacak ancak bu sorumluluğu “ayıba karşı tekeffül” hükümleri kapsamında olabilecektir²². Burada devir işleminin konusuna yönelik bir zapt olgusunun bulunmamasının ötesinde, mal varlığı unsurlarındaki bu tür bir kayıp, satışa konu ortaklığın devralanın kontrolünden çıkmasına yol açan bir durum olmayıp, olsa olsa ortaklığa ilişkin bir eksiklik olarak “ayıp” niteliğindedir. Doğal olarak, burada da “ayıp” hükümlerinin uygulanması, yukarıda belirtilen²³, münferit unsurlardaki eksikliğin bütünü etkilemesi şartına bağlıdır.

Zapta karşı tekeffül hükümlerinin uygulaması açısından da, tıpkı ayıba karşı tekeffülde olduğu gibi, taraflar arasındaki anlaşma hükümleri önce gelmektedir. Taraflar, satıcının sorumluluğunu genişletebilecekleri gibi, BK. m. 189/3 hükmü saklı kalmak kaydıyla, daraltabilirler veya tamamen kaldırabilirler.

C. Rekabet yasağı ve diğerleri

Anonim ortaklığın devri açısından devredenin sorumluluğu/borçları kapsamında gündeme gelen bir başka borçlar hukuku sonucu, ortaklığın mevcut kontrol sahibinin, bir başka deyişle devredenin, devrin ardından, “rekabet yasağı”na tabi olmasıdır. Buna göre yan edim olarak devir sözleşmesinde veya asli edim olarak ayrı bir rekabet yasağı anlaşması ile öngörülmemiş olsa bile devredenin devrin ardından belli bir süre hedef ortaklığın iştiğal konusu içerisinde faaliyette bulunmaması yani ortaklıkla rekabet etmemesi gerektiği kabul edilmektedir. Bu

²¹ Burada da gene ikili bir ayırım yapılmalıdır. Örneğin şirket paylarının % 60’ını devralan alıcı, üstün hak sahibi üçüncü kişinin ortaya çıkması sonucunda bu payların % 9’unu kaybederse burada “kısmi zapt” durumu vardır. Alıcı, bu hâlde BK. m. 193 uyarınca satıcı ile arasındaki satım sözleşmesini feshedemez ancak uğradığı zararın tazminini talep edebilir. Buna karşılık zapt edilen hisse oranının % 10’un üzerine çıkması ve alıcının hedef ortaklığın kontrolünü elde etmesini sağlayan çoğunluk nisabından aşağıya düşmesi durumunda, artık gene “kısmi zapt”dan söz edilemez. Burada satışı yapılan hisse senetlerinin tümü değil hatta belki de küçük bir kısmı kaybedilmiştir, ancak yukarıda da belirtildiği üzere, özellikle blok hisse satımlarında satım konusu, esasında hedef ortaklığın kontrolüdür. Dolayısıyla kontrolün kaybı olasılığında satım konusu tamamen zapt edilmiş demektir ve alıcının BK. m. 192 kapsamında satıcı ile arasındaki satım sözleşmesini bütünüyle feshederek, ödediği satış bedelinin tamamının faiziyle birlikte iadesini talep etmek hakkı vardır.

²² İnc. A.e., s. 89-90.

²³ Bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/II/A.

durum, özellikle devir işlemine konu olan ortaklığın faaliyet gösterdiği pazara yabancı olan devralan/alıcı ile mevcut pazarda müşteri portföyü ve know-how oluşturmuş olan devreden arasındaki devir işlemlerinde söz konusu olmakta ve devralanın piyasayı tanıyabilmesi ve piyasada tanınırlığını sağlayıp kendini kabul ettirebilmesi için makul bir süreye gereksinim duyması nedeniyle, devreden rekabet yasağına tabi olması ticari hayatın ve yapılan işlemin bir gereği olarak değerlendirilmektedir. Özellikle müşteri çevresinden hareket edilmekte ve müşteri çevresinin devrinin ancak devreden mevcut kontrol sahibinin aynı piyasada kendi veya başkası hesabına ticari faaliyete devam etmemesi ile mümkün olabileceği, bu nedenle devreden rekabet yasağının (rekabet etmeme borcunun) sözleşmesel bir hüküm bulunmasa bile, sözleşmenin içinde zımnen de olsa, var kabul edilmesi gerektiği sonucuna varılmaktadır²⁴. Rekabet yasağının devreden açısından asli mi yoksa yan edim niteliği mi taşıdığı tartışmasına girmeksizin²⁵, belirtelim ki, sözleşmede öngörülmeyen söz konusu yasağın, MK. m. 2'deki dürüstlük kuralına, devreden devrettiklerini faydasız hâle sokmaması gereğine dayandırılmaktadır²⁶.

İşletme devri açısından gündeme getirilen bu yasağın, işletmenin dolaylı satımı olarak adlandırılan anonim ortaklığın devrinde de cari olduğu ileri sürülmektedir²⁷.

Ancak bizce, devreden bazı kanun hükümlerinde görüldüğü üzere (örn. TK. m. 172, 250, 335, 483, 547; BK. m. 455, 526), kategorik olarak hedef ortaklığın iştiğal alanında faaliyette bulunmasının yasak olduğu sonucu, en azından, taraflar arasındaki sözleşmede bu yönde açık bir düzenleme bulunmuyorsa, anonim ortaklığın devrinde geçerli değildir.

Devreden ayıba ve zapta karşı tekeffül sorumluluğu açısından işletme devri ile anonim ortaklığın devri kurumları arasında vardığımız özdeş sonuç, burada geçerli değildir. İşletme devrinde dahi ancak MK. m. 2 hükmünün yardımı ile varılan

²⁴ ACEMOĞLU, **Devir**, s. 85 vd.; KENDİGELEN (Ülgen), **Ticari İşletme Hukuku**, N. 544; ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 82-83.

²⁵ Söz konusu tartışma ve pratik açıdan sonuç farklılığı yaratmaması hususunda bkz. ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 83.

²⁶ ACEMOĞLU, **Devir**, s. 86; ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 82.

²⁷ Bkz. Monika RUGGLI/Markus VISCHER, "Konkurrenzverbote in Unternehmenskaufverträgen", **Schweizerische Juristen-Zeitung** 102 (2001), s. 295 (ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 83/dpn. 85'den naklen); ESİN/LOKMANHEKİM, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 49.

devreden rekabet yasağına tabi olduğu sonucu, anonim ortaklığın devrinde devrin ardından zaten devralanın hedef ortaklığın faaliyetlerinden yararlanacak olması ve daha da önemlisi rekabet yasağının söz konusu olacağı alandaki faaliyet sahibinin devreden değil, bizatihi hedef ortaklık tüzel kişiliği olması sebepleriyle kanaatimizce cari değildir. Kural, taraflar arası anlaşmada bu yönde bir düzenleme yoksa, devreden bu yasağa tabi olmaması, ancak özellikle devir konusu ortaklık ile devreden arasında sıkı bir şahsi bağın bulunması hâline has ve istisnai olarak, devreden bu yasağa tabi tutulmasıdır.

BK. m. 348 vd.de rekabet yasağı, işçi ile işveren arasındaki, işçinin iş sahibinin müşterilerini tanıyabileceği ve işlerinin sırlarını öğrenebileceği hizmet ilişkisi açısından, sözleşmenin sona ermesinden sonraki döneme ilişkin olarak öngörülmüş, ancak sözleşme taraflarının bu konuda anlaşmalarına cevaz verilmiş, yani bu anlaşma, belirli şartlarla²⁸ da olsa, muhtemel geçersizlik yaptırımından kurtarılmıştır. Yoksa BK. m. 348'de öngörülen özellikteki bir hizmet akdinde, işçi, kanuni bir yükümlülük olarak, bu tür bir taahhüdü bulunmasa da, sözleşmenin sona ermesinin ardından iş sahibi ile rekabet etmeme yükümlülüğü altında değildir. BK. m. 348'de zikredilen özellikteki bir hizmet ilişkisinde de, ticari hayatın gerekleri ve hatta dürüstlük kuralı, işçinin belli bir süre rekabet yasağına tabi olmasını şart koşabilir. Ancak önemle belirtelim ki, anılan yasak, sözleşme ile öngörülmüş ise söz konusudur²⁹.

Unutulmamalıdır ki, blok satışlarda ve görüşmeye dayalı diğer işlemlerde hemen daima rekabet yasağı düzenlemesi gündeme gelecektir. Ticari hayatın gerektirmesine rağmen taraflar buna yönelik bir hükmü sözleşmeye koymamışlarsa, rekabet yasağını belli bir süre ile mutlak olarak öngörmek istememişler veya en azından bu konuda mutabakata varamamışlar demektir.

Rekabet hukukunun veya borçlar hukukunun, sınırlı düzeyde de olsa, bu tür sınırlamalara cevaz vermesi, açık bir rekabet etmeme şartının (non-competitive

²⁸ BK. m. 348/1 (hem hizmet sözleşmesi hem de öngörülebilecek rekabet yasağının kapsamı sınırlanmıştır), 348/2 (önemli zarar şartı), 348/3 (işçinin reşit olması şartı), 349 (süre-yer-çeşit sınırlaması), 350 (yazılılık şartı).

²⁹ BK.'da özel olarak işçi-iş sahibi ilişkisi açısından düzenlenen rekabet yasağı düzenlemesi hakkında ayrıntılı bilgi için inc. Polat SOYER, **Rekabet Yasağı Sözleşmesi (BK m. 348-352)**, Ankara, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi yay., 1994, b.a.

clause) sözleşmede yer almaması durumunda, devredenın rekabet yasağına tabi olacağı anlamına gelmez. Rekabet hukuku, taraflarca kararlaştırılan rekabet yasağı şartının geçerliliğini incelemektedir.

Her somut olayın özelliğine göre, devir sonrasında devreden tarafından³⁰ yapılan ticari faaliyetin bilhassa hedef ortaklığın müşteri çevresine yönelik olup olmadığı ve daha da önemlisi hedef ortaklığın müşteri çevresi ile devreden kontrol sahibi arasındaki kişisel bağın derecesine göre bir sonuca varılmalıdır³¹. Yani hedef ortaklığın müşterileri, işin yapılış şeklienden ötürü doğrudan kontrol sahibine bağlı, bir başka deyişle onunla şahsi ilişki içerisinde ise ve hedef ortaklığın müşteri portföyünün oluşması da tümüyle veya esas olarak kontrol sahibinin kimliğinden ve yarattığı güven ortamından kaynaklanmakta ise, devir sonrasında devreden kontrol sahibinin aynı ticari faaliyeti, hedef ortaklığın rakibi ve onun müşteri portföyüne yönelik olarak yapması, MK. m. 2'ye aykırı görülebilir³².

Devrin amacı, ortaklığın hem maddi hem de gayri maddi mal varlığı unsurları üzerindeki ekonomik kontrolün devralana geçmesidir. Hedef ortaklığın müşteri portföyü ile devreden mevcut kontrol sahibi arasında, tüzel kişilik yapılanmasını aşar bir şekilde, sıkı bir şahsi bağın bulunması hâlinde, devredenın aynı sektörde ve aynı müşteri çevresine yönelik olarak devrin ardından ticari faaliyette bulunması, devralanın hedef ortaklığın devirden önceki müşteri portföyü üzerinde ekonomik anlamda hâkimiyet sağlamasına engel olabilecektir. Hatta hedef ortaklığın good-will, know-how ve diğer fikrî mülkiyet hakları üzerindeki inhisari kullanım ve yararlanma imkânının ekonomik açıdan devralanda olması da, devredenın sonradan hedef ortaklık ile rekabet etmemesine bağlı olabilir³³.

³⁰ Devredenın kendi ad ve hesabına yaptıkları kadar, başkası ad ve hesabına ve doğrudan ya da dolaylı kontrolü elinde bulunan bir ortaklık ya da belli dereceye kadar kan veya sıhrî hısımları kanalı ile yaptığı faaliyetler de muhtemel yasağın kapsamı içinde mütalâa edilebilecektir. İnc. ESİN/LOKMANHEKİM, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 50; GÜVEN, **Rekabet Hukuku**, s. 453; ARICI, **Ticari İşletmenin Devri**, s. 84.

³¹ Karş. A.e., s. 82-83, 84.

³² Devralanın hedef ortaklığın faaliyette bulunduğu pazara yabancı olması, özellikle sınır ötesi bir alıcının devri gerçekleştirmesi, hedef ortaklığın bir grup yapısı içinde olması ve çatı ortaklığın kendisine ait bir müşteri portföyü ve know-how'a sahip olması rekabet yasağını MK. m. 2 anlamında zorunlu kılabilir.

³³ Ancak tüm bu hususların karşılıklı görüşmelere dayalı devirlerde zaten tarafların bilgisi dâhilinde olduğunu, sözleşmesel rekabet yasağının öngörülmemiş olması durumunda, özellikle devir fiyatının buna göre belirlenmiş olmasının kuvvetle muhtemel olduğunu, işletme devrinden

Devredenin bu tür bir durumda devir sözleşmesinden kaynaklanan bir yan edim borcunu ihlal ederek veya haksız fiil ika ederek, devralanı zarara uğrattığı, dolayısıyla tazminat sorumluluğu altında olduğu kabul edilebilir. Hatta bu şekildeki bir faaliyetin, iktisadi rekabetin hüsünüyet kurallarına aykırı bir surette kötüye kullanılması, yani “haksız rekabet” olduğu da ileri sürülebilecektir.

Oluşan zararın miktarının iddia sahibince ispatının zorluğu sebebiyle, tazminatın miktarını ve şeklini tayin yetkisi, hâkimin takdirindedir (BK. m. 42, 43, 98/2). Ancak sözleşmesel yasak düzenlemesinden farklı olarak, devredenin hangi fiilî hareketi ile dürüstlük kuralına aykırı davrandığının ve önceki devir işlemini anlamsızlaştırdığının somut olayda ortaya konulması şarttır. Yoksa salt aynı sektörde faaliyette bulunulması, tazminat sorumluluğu doğurmayacaktır. Kaldı ki, sözleşmesel cezai şart düzenlemesi burada uygulanmayacağı için oluşan zararın az çok şekil ve miktar olarak ortaya konulması da şarttır.

Öte yandan belirtelim ki, bu tür bir ihtimalde, yani devredenin sözleşmede öngörülün veya öngörülmesin rekabet yasağına tabi olduğu kabul edildiğinde, bu yasağın devredenin anayasal bir hakkı olan ticaret serbestisini bütünüyle ortadan kaldırır nitelikte olmaması lazımdır. Hem rekabet hukuku kuralları hem devir tarafları açısından kıyasen uygulama kabiliyetini haiz olan BK. m. 349 vd. hükümleri hem de BK. m. 19-20 buna engeldir. Dolayısıyla ister taraflarca sözleşme serbestisi ilkesi çerçevesinde sözleşmeye konulan açık bir hükümden isterse de MK. m. 2’den kaynaklansın, devredenine tabi olacağı rekabet yasağı zaman, konu ve hatta yer açısından sınırlı olmalıdır.

BK. m. 349 uyarınca rekabet yasağı düzenlemesi, ancak işinin iktisadi geleceğinin hakkaniyete aykırı bir biçimde tehlikeye girmesini önleyecek surette zaman, mahal ve işin çeşidi noktalarında uygun bir sınır dâhilinde öngörülmüş olmalıdır.

Rekabet hukuku açısından, devir işleminin gerçekleşmesi için gerekli olduğu düşüncesi ile, sınırlı tarzda da olsa göz yumulan yan sınırlamalardan (ancillary restraints) biri olan rekabet yasağı düzenlemesine, konumuz ile doğrudan alakalı

farklı olarak anonim ortaklık devirlerinde anonim ortaklık mal varlığı unsurlarının tek tek sayılmasının gerekli olmadığını ve tarafların şirket değerlemesini yaparken hangi unsurları dikkate aldıklarının anlaşmadan çıkarılamayabileceğini vurgulayalım.

1998/1 sayılı “Rekabet Kurulu’ndan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ”de yer verilmemesine karşın, 2002/2 sayılı “Dikey Anlaşmalara İlişkin Grup Muafiyeti Tebliği” m. 5’de “rekabet etmeme yükümlülüğü”³⁴ için, anlaşmanın devam ettiği sürede beş yıllık; anlaşmanın sona ermesinden sonra ise 1 yıllık azami süreler belirlenmiştir³⁵. Rekabet yasağının, devredenin yaptığı rekabetin herhangi bir üçüncü kişidenfarksızlaştığı tarihe kadar devam edeceği belirtilmektedir. Anonim ortaklık devirlerinde RK, AB düzenlemelerine de paralel bir şekilde, beş yıla kadar olan sınırlamaları makul kabul etmektedir³⁶. Ancak belirtelim ki, Avrupa Komisyonu yayınladığı iki yeni Duyuru ile beş yıllık süreyi, üç yıla, hatta bazı durumlarda iki yıla kadar indirmiştir³⁷. BK. m. 352’de de, “iş sahibinin hakiki menfaatinin bulunmaması” ölçütü getirilmiştir. Demek ki, devredenin MK. m. 2’den ötürü en azından hakkaniyet ve devrin ekonomik açıdan gerçekleşebilmesi için rekabet yasağına tabi olduğu kabul edilse de, bu yasak makul bir süre ile sınırlı olacaktır. Makul süre de, her somut olayda ayrı bir değerlendirme yapılması gerek de, mevcut uygulama karşısında, üç yılı geçemeyecektir.

Gerek RK gerek de Avrupa Komisyonu uygulaması göstermektedir ki, yan sınırlama olarak rekabet yasağının en sıklıkla gündeme geldiği alan, anonim ortaklık devirleridir³⁸. Bu durum, anonim ortaklık devirlerinin görülme sıklığından ve ayrıca yan sınırlamaların geçerliliği için şart olan, “zorunluluk”, “makul olma” ve

³⁴ 2002/2 sayılı söz konusu Tebliğ’de “rekabet etmeme yükümlülüğü” kavramı, “*alıcının anlaşma konusu mal veya hizmetlerle rekabet eden mal veya hizmetleri üretmesini, satın almasını, satmasını ya da yeniden satmasını engelleyen doğrudan veya dolaylı her türlü yükümlülüktür. Ayrıca alıcının bir önceki takvim yılındaki alımları esas alınarak, ilgili pazardaki anlaşma konusu mal veya hizmetlerin ya da onları ikame eden mal veya hizmetlerin %80’inden fazlasının sağlayıcıdan veya sağlayıcının göstereceği başka bir teşebbüsten satın alınmasına yönelik olarak alıcıya doğrudan veya dolaylı biçimde getirilen herhangi bir yükümlülük de rekabet etmeme yükümlülüğü olarak kabul edilir.*” şeklinde tanımlanmaktadır (m. 3/d).

³⁵ Araştırma geliştirme anlaşmaları bakımından, anlaşma sonrasındaki faaliyette bulunma yasağına ilişkin hükme, süre ile sınırlı olmaksızın, izin verilmemektedir. Bkz. 2003/2 sayılı “Araştırma ve Geliştirme Anlaşmalarına İlişkin Grup Muafiyeti Tebliği” m. 6/a.

³⁶ İnc. RK, 28.04.1999, 99-21/170-89 (RG. 01.07.2000, 24096); RK, 03.03.1999, 99-12/94-36 (RG. 10.09.1999, 23812).

³⁷ Bkz. “Konsantrasyonlar ile Doğrudan İlgili ve Gerekli Sınırlamalar Hakkında Komisyon Duyurusu (Commission Notice on Restrictions Directly Related and Necessary to Concentrations) – OJ 04.07.2001, C 188/5 vd.” N. 15; “Konsantrasyonlar ile Doğrudan İlgili ve Gerekli Sınırlamalar Hakkında Komisyon Duyurusu (Commission Notice on Restrictions Directly Related and Necessary to Concentrations) – OJ 05.03.2005, C 56/24 vd.” N. 20.

³⁸ E. Cenk GÜLERGÜN, “Topluluk Rekabet Hukuku Işığında Birleşme-Devralmalarda Yan Sınırlamalar”, **Rekabet Dergisi**, S. 6, Nisan-Mayıs-Haziran 2001, s. 5 vd.

“objektiflik” şartlarının, bilhassa işin niteliği gereği anonim ortaklık devirlerinde var kabul edilebilmesinden kaynaklanmaktadır. Rekabet hukukunda yer alan yan sınırlama doktrininin de etkisi ile, anonim ortaklığın devrinde devreden için geçerli olan sözleşmesel veya kanuni rekabet yasağının, süre yanında hedef ortaklığın mal veya hizmet sunduğu bölge ve gene hedef ortaklığın fiilen ticari faaliyette bulunduğu mal veya hizmet sektörü ile de sınırlı olabileceğini belirtelim³⁹.

Anonim ortaklık devirlerinde devredene yönelik, devralanın hedef ortaklığın mal varlığına hâkimiyetini tesis eden, böylelikle devrin ekonomik açıdan tam olarak sağlanması amacına matuf rekabet yasağı düzenlemesinin dışında, devreden hedef ortaklığın belli çalışanlarını istihdam etmeme ve gizli bilgilerini açıklamama yükümlülükleri ile de karşılanmaktadır. Sözleşmede bu yönde düzenlemeler yoksa, devir sonrasında devralanı ve hedef ortaklığı devreden bu tür faaliyetlerinden koruma hususunda, gene MK. m. 2 ve duruma göre TK. m. 56 vd. anlamında haksız rekabet hükümlerine başvurulması mümkün olabilir. Ancak kuralın, sözleşmede bu yönde düzenleme yoksa, kategorik bir yasağın bulunmaması olduğunu tekrarlayalım.

Anonim ortaklığın devrinin ortaklıklar ve sermaye piyasası hukuku açısından ortaya çıkardığı sonuçlara geçmeden önce belirtelim ki, anonim ortaklıkların birleşmesini düzenleyen TK. m. 146 vd. ve 451 vd. ile ticari işletmenin devrinde özel bir borç nakli düzenlemesi öngören BK. m. 179 hükümlerinin anonim ortaklığın devrinde uygulanma kabiliyeti yoktur. Her ne kadar anonim ortaklığın devralınması, işletmenin dolaylı satımı/devri olarak kabul edilse de, yukarıda da ayrıntıları ile üzerinde durulduğu gibi⁴⁰, anonim ortaklığın devralınması hukuken gerek işletme ve mal varlığı devrinden gerek de birleşmeden farklı bir hukuki kurumdur ve kendisine has özellikleri ve sonuçları vardır. Özellikle belirtilmelidir ki, devir konusu anonim ortaklığın borçlarından ötürü devreden dahi, -tüzel kişilik perdesinin kaldırılması ilkesi bir tarafa koyulursa- tüzel kişilik ve sınırlı sorumluluk ilkeleri sebebiyle, sorumluluğu yoktur. Dolayısıyla devralanın borçları alacaklıların onayına ihtiyaç olmaksızın devralması ve devreden de belli bir süre daha müteselsil borçlu kalmaya devam etmesi şeklindeki BK. m. 179 sisteminin, anonim ortaklığın devrinde

³⁹ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. GÜVEN, **Rekabet Hukuku**, s. 442 vd.

⁴⁰ Bkz. yuk. İkinci Bölüm/III.

uygulanması mümkün değildir. İki işlem arasındaki karşılaştırmada, işletmeye denk gelen anonim ortaklığın, bizatihi kendisinin hak ehliyeti bulunduğu için sorumluluk sadece ortaklık tüzel kişiliğindedir ve anonim ortaklığın devri ile birlikte, âdeta devredenine yerine devralan geçmektedir. Anonim ortaklığın temel özelliklerinden ötürü borç/sorumluluk sistemi, devirden etkilenmemekte, bunun için özel kurallar konulması gerekmemektedir. Unutulmamalıdır ki, sorumluluğun üzerinde doğduğu anonim ortaklığın mal varlığı da devirden etkilenmemekte, -devir yönteminin sermaye artırımını olmasında görüldüğü üzere- istisnaen de olumlu bir artışa uğramakta, dolayısıyla alacaklılar için anonim ortaklığın devri, teorik açıdan, bir sakınca doğurmamaktadır.

Bunun gibi birleşme işleminde gündeme gelen pay sahiplerinin iptal davası açma ve birleşmeye engel olma ya da alacaklıların -tartışmaya açık- itiraz hakkının da, anonim ortaklığın devrinin farklı bir hukuki kurum olması itibarıyla, ortaya çıkan ekonomik sonuç benzerliğine rağmen, uygulama kabiliyeti yoktur⁴¹.

III. Anonim Ortaklıklar Hukuku Açısından

A. Kontrol Sahibinin Değişmesi

Anonim ortaklığın devralınmasının, anonim ortaklıklar hukuku açısından ortaya çıkardığı ilk ve temel sonuç, devralmanın anlamına da paralel olarak, ortaklığın kontrolünü elinde bulunduran kişinin değişmesidir. Devre konu ortaklığın kontrol sahibi, ya tek başına sahibi olduğu “kontrol”ü artık bir üçüncü kişi ile paylaşmaya başlamakta ve “ortak kontrol”⁴² durumu ortaya çıkmakta ya da kontrol sahibi kontrolü bütünüyle devretmektedir. Her iki durumda da; pay devri, esas sözleşme değişikliği, pay üzerinde intifa hakkı tanınması gibi yapılan hukuki işlemin ardından daha önceden anonim ortaklığın kontrolünü elinde bulundurmayan bir kişi, ortaklığın “controller”ı hâle gelmektedir. İşte zaten anonim ortaklığın “controller”ının değişmesine sebep olan her işlem de, anonim ortaklığın devralınması

⁴¹ Ancak kontrol sahibinin özel bir sorumluluk sistemine tabi olup olmamasına göre ona karşı bir tazminat davası açılması ya da devralmayı sağlayan ortaklık işleminin örneğin sermaye artırımındaki genel kurul kararına karşı, özellikle MK. m. 2 temelli bir iptal davası açılması ihtimali gündeme gelebilir.

⁴² Bkz. yuk. Birinci Bölüm/III/D.

sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Demek ki, “controller değişikliği” ile “anonim ortaklığın devralınması”, karşılıklı olarak birbirlerinin sonucucu durumundadırlar.

Anonim ortaklıkta “controller”ın kimliğinin, ortaklık ile ilgili kayıtların tutulduğu ticaret siciline bildirilmesi sistemi yoktur. Yönetim kurulu üyelerinin ve şirketi temsile yetkili kişilerin ticaret siciline bildirilmesi ve tescil edilmesi kuralı (TK. m. 279/b. 6, 289/b. 4, 300/2-b. 8), ortaklığın kontrol sahipleri açısından cari değildir. Ticaret sicili kayıtları, ortaklığın kontrol sahibini gösterebilir. Ancak bu husus, tescil edilmiş olan ilk esas sözleşmede kurucular ve pay oranlarının gösterilmesinden kaynaklanır (TK. m. 279/b. 10). Yoksa sonradan pay devirlerinin, çoğunluk oranında olsa bile, esas sözleşmeye yansıtılması ve pay sahiplerinin gösterildiği esas sözleşme maddesinin değiştirilmesi şart değildir⁴³. Bunun gibi imtiyaz veya pay üzerindeki intifa hakkı ya da vekâlet (proxy) toplanması suretiyle gerçekleştirilen devralmalarda da, devralanın kimliğine yönelik ticaret siciline bir tescil yaptırılması (ya da TTSG’de ilan yoluna gidilmesi) gerekmemektedir. Hangi payların imtiyazlı olduğu, esas sözleşme değişikliğinin tescili sebebiyle bellidir ve bu yönde yapılan işlemin (esas sözleşme değişikliğinin) tescili şarttır, ancak kontrolü sağlayan ilgili payların sahibinin kim olduğu ticaret sicilinden anlaşılamayabilecektir.

Kısacası, anonim ortaklıklar hukukunda, yönetimi fiilen icra edenlerin kim olduğu, dolayısıyla yönetimdekilerin değişikliğinin ticaret siciline tescili gerekmele birlikte, yönetimdekileri yönlendirenlerin, bir başka deyişle kontrol sahiplerinin kimliğinin tesciline (veya ilanına)⁴⁴ yönelik genel bir kural bulunmamaktadır. Dolayısıyla kontrol sahibinin değişmesi ve buna bağlı olarak anonim ortaklığın devralınması işlemi, hukuki aracın kendisine yönelik gerçekleşme şekli saklı kalmak

⁴³ Çıplak pay ile nama yazılı hisse senedine/ilmuhabere bağlanan paylarda pay defterine yapılacak kayıt, kontrol sahibini belirleyici ve açıklayıcı niteliktedir. Hamiline yazılı hisse senetlerinin sahipliği yoluyla kontrol elde edilmekte ise, bu tür bir kayıt sistemi dahi yoktur. Genel kurul hazirun cetvelleri, bu noktada açıklayıcı nitelikte olabilir ancak hazirun cetvelinin yöneldiği amaç itibarıyla devir işleminin bu şekilde ilanında rol sahibi olduğu söylenemez. Ancak her yıl yapılan olağan genel kurul toplantısının hazirun cetvelinin, toplantı tutanağı ile birlikte ticaret siciline bildirilmesi/gönderilmesi sebebiyle, ortaklığın sicil kayıtları üzerindeki bir inceleme ile en azından ilgili genel kurul tarihi itibarıyla kontrol sahibinin kim olduğu anlaşılabilir. Ancak belirtelim ki, hazirun cetveli tescil ve ilan edilmemektedir.

⁴⁴ Aşağıda incelenen sermaye piyasası mevzuatına tabi anonim ortaklıklar açısından geçerli olan kamuyu aydınlatma kuralları saklı kalmak kaydıyla.

kaydıyla, ticaret siciline tescil zorunluluğunu (ve hatta imkânını) beraberinde getirmemektedir. Kontrol sahibinin tescili ve ilanı sistemi, yoktur.

Bununla birlikte anonim ortaklıkta kontrol sahibinin değişmesi, beraberinde kendisine bağlı hukuki sonuçlar oluşturmaktadır. Yani bunlar, doğrudan devir işlemine değil, devrin sonucu olan kontrol sahipliğinin değişmesi durumuna bağlı sonuçlardır.

Bunlardan ilki, anonim ortaklık yönetimini yönlendirme gücüne sahip olan kişinin değişmesidir. Yönetim kurulu üyelerini ve denetçiyi belirleme, esas sözleşmeyi değiştirme gücüne sahip olan, dolayısıyla ortaklık mal varlığının ekonomik anlamda maliki konumundaki kişi, devrin ardından farklılaşmakta; ancak bunun doğal yansıması olarak da kontrol sahibinin söz konusu özel durumundan kaynaklanan ve kural olarak, MK. m. 2 temelli sorumlulukların muhatabı da değişmektedir. Gerçekten de kontrol sahibi, sahip olduğu güçten kaynaklanan özel durumunun karşılığı olarak, anonim ortaklık düzeninde, kendisi dışındaki şirket ilgililerinden daha ağır bir sorumluluk sistemine tabi olabilmektedir. Zira “controller”, onların menfaatlerini de doğrudan etkileyebilecek kararları alabilmekte ya da alınmasını sağlamaktadır. Dolayısıyla iş ve işlemlerinde salt olarak kendi şahsi menfaatlerini ön plana alarak hareket etmesi, “haklı” görülemez.

Kontrol devrinin ardından, tüzel kişi perdesinin arkasındaki kişi ve ortaklığın “fiilî/olgu organı”⁴⁵ değişmekte, ortaklığın dâhil olduğu grubun farklılaşması ya da bir gruba dâhil hâle gelmekten kaynaklanan grubun tepesindeki hâkimiyet sahibi değiştiği için, buradaki özel sorumluluğun⁴⁶ muhatabı da gene farklılaşmaktadır. Kısacası, devrin ardından, anonim ortaklığı yönlendiren ve sahip olduğu yetkilerinin/imkânlarının karşılığı olarak ve menfaatlerin dengelenmesi amacıyla daha sıkı bir MK. m. 2 denetimine tabi olan kişi değişmektedir. Örneğin hem ortaklığın feshine karar verecek hem de şirket borçlarından dolayı tüzel kişilik

⁴⁵ İnc. Reha POROY/Ünal TEKİNALP/Gülören TEKİNALP, “Ortaklıklar Hukukunda Organların Sorumluluğu”, **İHF**, C. XLV-XLVII, S. 1-4, Doğumunun Yüzüncü Yılında Atatürk’e Armağan, İstanbul 1982, s. 349; HELVACI, **Hukuki Sorumluluk**, s. 9 vd.; N. Füsün NOMER, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Sadakat Yükümlülüğü**, İstanbul, Beta yay., 1999, s. 74.

⁴⁶ Bkz. Tasarı m. 206, 209

perdesinin kaldırılması⁴⁷ sebebiyle sorumlu olacak kişi, devrin ardından kontrolü devralan yeni kişi olmaktadır.

İkinci olarak, yönetim kurulunda bir inaçlı yönetim kurulu üyesi⁴⁸ varsa, devrin ardından bu üyenin pozisyonu değişmekte, bu yönetim kurulu üyesine talimat verme hakkını haiz hâkim pay sahibinin paylarını devretmesinden ötürü menfaat sahibi konumundaki devreden ile yönetim kurulu üyesi arasındaki inaçlı yönetim sözleşmesi sona ereceği için söz konusu üyenin, inaçlı yönetim kurulu üyeliği vasfı da sona ermektedir. Zira devredenin, şirket işleyişinde bir menfaati kalmayacaktır⁴⁹. Devralanın, devreden ile inaçlı yönetim kurulu üyesi arasındaki sözleşmedeki talimat verme hakkını devralıp devralmadığı, dolayısıyla bu üyenin artık yeni kontrol sahibine bağımlı ve inaçlı yönetim kurulu üyesi hâline gelip gelmediği ise, devralmaya yönelik işlemde bu yönde bir düzenleme bulunup bulunmamasına ve inaçlı yönetim sözleşmesinde buna izin verilip verilmemesine bağlıdır. Aksi takdirde, bu şekilde bir anlaşma olmaksızın yeni kontrol sahibinin devir ile birlikte inaçlı ilişkideki menfaat sahibi konumuna da geldiği kabulü, her kontrol sahibinin seçtiirdiği üye ile arasında inaç ilişkisinin de bulunduğu sonucunu getirecektir ki, bu sonuç kabul edilemez.

⁴⁷ “Tüzel kişilik perdesinin kaldırılması” hususunda ayrıntılı bilgi için inc. Veliye YANLI, **Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması Ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklarına Karşı Sorumlu Kılınması**, İstanbul, Beya yay., 2000, b.a.; I. Uluslar arası Ticaret Hukuku Sempozyumu, Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması, ed. by Erol ULUSOY, İstanbul, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi yay., 2008, b.a.; Emrullah KERVANKIRAN, “Sermaye Ortaklıklarında Sınırlı Sorumluluk İlkesine Karşı Önemli Bir İstisna: Tüzel Kişilik Perdesi’nin Kaldırılması”, **Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2007/XI-3, 4, s. 458 vd.

⁴⁸ Menfaat sahibi olarak kabul edilen hâkim pay sahibi ile onun seçtiirdiği yönetim kurulu üyesi arasında talimatlara uyma hususunda bir inaçlı yönetim sözleşmesinin bulunması hâlinde, inaçlı yönetim kurulu üyeliği kurumu kabul edilmekte ve bu olasılıkta hâkim pay sahibine bağlı, onun talimatları doğrultusunda hareket eden yönetim kurulu üyelerinin yaptıkları işlem ve eylemlerden dolayı, verdiği talimat sebebiyle, hâkim pay sahibinin yani “controller”ın sorumluluğu kabul edilmektedir. Bkz. Ömer KORKUT, **Anonim Şirketlerde İnaçlı Yönetim Kurulu Üyeliği**, Ankara, Adalaet yay., 2007, s. 26, 101 vd. Yazar, menfaat sahibi konumundaki kişilerin (ve bu arada controller’ın) yönetim kurulu üyelerinin yaptıkları işlemler nedeniyle sorumlu değillerse de, şirket yönetimini doğrudan etkiledikleri durumlarda sorumlu tutulabilmelerinin menfatler dengesi bakımından öneminin altını çizmekte ve özellikle hakkaniyet esasına işaret etmektedir. Yazar, bu anlamda kontrol sahibinin sorumluluğunun dayanakları için, “fiilî organ”, “sadakat yükümlülüğü” ve “hâkim şirket/hâkimiyet/konzern ilişkisi” kurumlarını incelemektedir. KORKUT, **İnaçlı Yönetim Kurulu Üyeliği**, s. 198 vd.

⁴⁹ KORKUT, **İnaçlı Yönetim Kurulu Üyeliği**, s. 140.

Kontrol sahibinin değişmesine bağlı hukuki sonuçlar arasında üçüncü olarak, kontrol sahibinin sorumlulukları arasında, mevcut kontrol sahibinin kontrolü devretmesinin, kendisi dışındaki menfaat gruplarına, en başta da kontrolden uzak pay sahiplerine karşı sorumluluğunu gündeme getirip getirmeyeceği üzerinde durulmalıdır. Yani ortaklık işleyişi sırasındaki haklarını kullanırken ve faaliyette bulunurken özel bir konumda olan “controller”, acaba pay devri veya başka bir yöntem ile kontrolü bir üçüncü kişiye devrederse, yani bizatihi anonim ortaklığın devri işleminden dolayı, kendisi dışındakilere karşı sorumlu olur mu? Bu konuda, onu sınırlayan bir kural var mıdır?

Anonim ortaklık dışındaki ortaklık tiplerindeki “çıkma hakkı” ile anonim ortaklıktaki pay devir serbestisinin bileşimi olan “exit” imkânı, bugün için, özellikle modern halka açık anonim ortaklıklardaki pay sahiplerinin vazgeçilmez ve sistemin esasını teşkil eden hakkıdır. Ortağı olduğu anonim ortaklıktan memnun olmayan bir pay sahibi, dilediği gibi, paylarını bir üçüncü kişiye devrederek ortaklıktan ayrılabilir. Ortaklık hakkının serbestçe devredilebilirliği, anonim ortaklık modelinin temel özelliklerinden biri olup, ticaret şirketleri arasında hisseleri tedavül kabiliyetine sahip olan tek ortaklık, anonim ortaklıktır. Bu serbestiyi, tabii ki, ortaklık kontrolünü elinde bulunduran pay sahipleri de haizdir. Pay devri dışındaki bir yöntemle anonim ortaklık kontrolü devredilecekse de, ilgili hukuki yöntemin kendisine has şartlarına uyulduktan sonra, “controller”a kontrolü ve dolayısıyla anonim ortaklığı devretmeme yükümlülüğü yüklenemez. Ancak şirket esas sözleşmesinde yer alan “bağlam” adı verilen pay devir sınırlamaları, kontrol sahibini de bağlayacaktır. Kontrol sahibinin, öncelikle esas sözleşmeyi değiştirmesi ve ardından kontrolün devri yoluna gitmesi ise, TK. m. 381 denetimine tabi olacaktır.

Demek ki, kontrol dışında kalan pay sahiplerinin, esas sözleşmede de sınırlayıcı bir hüküm bulunmadıktan sonra, “controller” değişikliğine itiraz etme ve bunu engelleme hakları, bulunmamaktadır.⁵⁰ Tüm ilgililer, anonim ortaklık modelinin söz konusu liberal yapısını bilerek bu ortaklıkta “menfaat (interest)” iktisap etmişlerdir.

⁵⁰ Anonim ortaklıktaki kontrol değişikliklerinin geçerliliğinin, işlemin dışında kalanların onayına tabi tutulması önerisi için bkz. Ruth LUTTMANN, “Changes of Corporate Control and Mandatory Bids”, *International Review of Law and Economics*, 1992/12-4, s. 500, 505.

Pay devir serbestisini kamu menfaati amacıyla sınırlayan ve –RK, EPDK, BDDK gibi- kamusal bir makamın iznine tabi kılan kanuni hükümler, özellikle ortaklık içi yabancılaşmayı engelleme amacına yönelik esas sözleşmesel düzenlemeler ile sermaye piyasası mevzuatında yer alan küçük pay sahiplerinin kontrol priminden istifade etmeleri ve fırsat eşitliğini sağlama amacına matuf devralana yüklenen “çağrıda bulunma zorunluluğu”⁵¹ bir tarafa⁵², acaba MK. m. 2’den hareketle “controller”ın anonim ortaklığı devretmesine engel olunabilir mi?

Doktrinde pay sahiplerinin ve bunlar arasında özellikle kontrolü elinde bulunduranın, şirket üzerindeki kontrolün el değiştirmesine yol açacak hisse devirlerinde, kendisi dışındaki azınlık pay sahiplerine karşı sadakat yükümlülüğü altında bulunduğu ileri sürülmektedir. Bu görüş uyarınca şirket hisselerini devralmadaki amacı azınlığı sömürmek olduğu aşikar olan kişilere şirket kontrolünü ele geçirmeye yetecek oranda payın satışı yasak olup, aksine davranış tazminat sorumluluğu doğurur. Bunun gibi kontrol primi de, sadakat yükümlülüğüne aykırı bir avantajdır ve paylaşılmalıdır. Ayrıca örneğin payların başka bir ortaklığa devredildikten sonra yapılan bir işlem ile geri kalan payların satışının fiilen imkânsızlaştırılması da çoğunluğun azınlığa karşı olan sadakat yükümlülüğünün ihlali olarak kabul edilmektedir. Aynı paralelde verilen bir başka örnek de, şahıs şirketi görünümündeki bir ortaklığın çoğunluk paylarının rakip konumundaki bir şirkete satılması durumunda, çoğunluğun azınlık payları için de uygun bir teklif getirilmesini sağlama yükümlülüğüdür⁵³.

Gerçekten de, çoğunluk hisse devirlerinde ve bu arada kontrolün el değiştirmesinde, azınlık pay sahiplerinin ve hatta alacaklılar başta olmak üzere diğer ilgililerin ekonomik menfaatlerinin ve şirket işleyişindeki konumlarının etkilenmesi olasıdır. Kontrolü devralan kişinin amacına göre şirketi tasfiyeye götürmesi, ortaklığın mal varlığını tasfiyeye gitmeksizin paraya çevirmesi, ortaklığı kendisine ait bir başka şirket ile birleştirmesi veya bölünme yoluna gitmesi mümkündür. Bunun

⁵¹ Çağrıda bulunma zorunluluğu kurumu hakkında bkz. aş. Üçüncü Bölüm/IV/B.

⁵² Zaten çağrıda bulunma zorunluluğu kurallarının, en azından bizdeki mevcut düzenlemesi ve uygulaması, kontrol devrine engel olma vasfını haiz değildir. Bu konuda bkz. aş. Üçüncü Bölüm/IV/B/6.

⁵³ Bu görüşte olan yazarlar için inc. NOMER, **Sadakat Yükümlülüğü**, s. 135-136.

gibi yeni “controller” ile birlikte ortaklığın dâhil olduğu “grup” da değişecek, takip edilen üstün menfaat, çatı ortaklığın işletme politikası doğrultusunda farklılaşabilecektir⁵⁴. Azınlık pay sahiplerinin tüm bu işlemlerden olumlu veya olumsuz olarak etkileneceği kesindir. Halka açık anonim ortaklıklarda bu tür durumlara yönelik olarak özel kurumlar tesis edilmiştir. Diğer bazı şirketlerin esas sözleşmelerinde de, yabancılaşmayı önleyici, dâhil olunan grubun değişmemesi amacına yönelik bağlam kuralları yer alabilmektedir.

Ancak anonim ortaklık sistemine hâkim olan çoğunluk ilkesi ve “kontrol”ün de başlı başına bir mal varlığı unsuru ve değeri olması karşısında, kontrol sahibinin kontrolü devrederken ve bunun için en yaygın yol olan çoğunluk paylarını bir üçüncü kişiye satarken, kendisi dışındaki ilgililerin menfaatlerini göz önüne alması ondan beklenememelidir. Anonim ortaklığın en saf ekonomik model olması, pay sahipleri arasındaki bağ noksanlığı, ortaklığın sermayeye dayalı yapısı ve pay devir serbestisinin anlamı buna engeldir. Aksi hâlde çoğunluk ile azınlık arasındaki denge ortadan kalkacaktır. Kontrol sahibinin, kontrolün devri için kendisine en yüksek fiyatı verenin teklifini kabul etmesi ve onun gelecekteki amaçlarını araştırmaması en doğal hakkıdır. Yeni “controller”ın yapacakları, onun kendi sorumluluğuna dâhildir; yoksa kendisine kontrolü devreden değil.

Bu anlamda kontrolün devri, mevcut “controller”ın çoğunluk gücünü kötüye kullanması değildir. Her türlü hak gibi pay devri hakkını da, hak sahibi kötüye kullanmamalıdır. Ancak genel kurul kararının iptali, sorumluluk davası gibi azınlığı koruyucu ve yeni kontrol sahibinin yapacağı işlemleri engelleyici mekanizmalar anonim ortaklıklar hukukunda varken, üstelik pay devir serbestisi temeline dayalı bir ortaklık yapısında, bir kişinin esas sözleşmede kendisini kısıtlayıcı bir düzenleme bulunmamasına rağmen, paylarını/kontrolü devretmesinden ötürü sorumlu tutulması doğru değildir. Unutulmamalıdır ki, pay devrinde sadakat yükümlülüğünü savunan yazarlar dahi, bu hâlde devreden tazminat sorumluluğuna işaret etmekte, yoksa

⁵⁴ *Manavgat* bu konuda şu örnekleri vermektedir: “...hedef ortaklığın bir başka ortaklıkla birleşerek azınlık ortaklarının yeni ortaklıktaki paylarının düşürülmesi, teklifin finansmanı için alınan kredinin geri ödenmesi amacıyla ortaklık öz kaynaklarının kullanılması, hedef ortaklıktan hâkimiyetine girdiği gruba kaynak aktarılması, ortaklığın tasfiye edilmesi ve benzeri yöntemlerle azınlık ortaklarının aleyhine sonuçlar doğması da mümkündür...”. MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 259.

yapılan devrin geçersizliğini ileri sürmemektedirler⁵⁵. Hâlbuki bu tür bir devrin devreden açısından MK. m. 2'ye aykırı olması, zaten ancak devralanın kimliğinden, yapacaklarından kaynaklanabilir, yani devralan da iyi niyetli olamaz. O zaman sadakat yükümlülüğüne aykırılık olsaydı, yapılan devir geçersiz olmalıydı. Ancak bu kabulün de, anonim ortaklık işleyişi ile çelişeceği açıktır.

Doktrinde pay sahiplerinin sadakat yükümlülüğünün bulunduğunu savunan *Nomer* dahi, pay devri hâlinde kontrolü devreden diğer pay sahiplerinin menfaatlerini dikkate alması gerekip gerekmediği sorununda sadakat yükümlülüğünün kapsamını iyice daraltmakta ve sadakat yükümlülüğünün, pay devir serbestisini ancak istisnai hâllerde, ortaklar arasında güven ilişkisinin üst düzeyde olduğu aile tipi anonim ortaklıklarda sınırlandırabileceğini belirtmektedir. Yazara göre bu tip anonim ortaklıklarda kontrol sahibinin paylarını ortaklığı tasfiye veya yağma etmek isteyen kişilere satmaması kendisinden beklenebilecektir⁵⁶.

Kanaatimizce kontrol sahibinden, ortaklığı devralmak isteyen kişinin amacına yönelik bu tür bir niyet araştırması yapması beklenemeyeceği gibi, ortaklığın tasfiyesi veya mal varlığının paraya çevrilmesi, zaten yasal olarak var olan haklar olup, kural olarak, hukuka aykırı işlemler değildir. Bu işlemlerin şirket tüzel kişiliğinin ve/veya azınlık pay sahiplerinin zarara uğramasına sebep olacak şekilde icra edilmesi hâlinde, zaten anonim ortaklıklar hukukunda koruma mekanizmaları mevcuttur. Burada ancak kontrol devrinin, bir şirket işlemi şeklinde, örneğin sermaye artırımını ve mevcut tüm pay sahiplerinin rüçhan haklarının kaldırılması şeklinde yapılması durumunda, bizzat rüçhan haklarının kaldırılması işleminin geçerliliği açısından, kendisine pay tahsis edilen yeni “controller” olacak kişinin kimliği, niyeti

⁵⁵ Jürgen REUL, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, Tübingen, 1991, s. 262-263 (NOMER, **Sadakat Yükümlülüğü**, s. 136'dan naklen).

⁵⁶ NOMER, **Sadakat Yükümlülüğü**, s. 140. Yazar, sadakat yükümlülüğünü, pay devir serbestisinin sınırı olarak tamamen reddeden beyanlarda da bulunmaktadır: “...Ancak özellikle bağlam hükümlerinin bulunmadığı hâllerde, söz konusu devir serbestisinin bir uzantısı olarak azınlık pay sahiplerinin korunması ihtiyacı doğmaktadır. Sadakat yükümlülüğü ise bu ihtiyacı karşılayacak bir müessese değildir...Çoğunluk pay sahibinin ‘çoğunluk paylarını’ satarken elde ettiği ek menfaati paylaşması ya da sattığı kişinin satın almadaki amacını araştırarak, kötü niyetli addettiği kişilere paylarını satmaktan kaçınması yönünde bir yükümlülük kanaatimizce söz konusu olamaz. Her pay sahibi hissesini devretmek istediği zaman, en yüksek fiyatı verene satmakta özgürdür. Bu özgürlüğün kısıtlanması da mümkün değildir. Pay sahibinin çoğunluk hisselerine sahip olmasının beraberinde getirdiği bazı avantajlardan faydalanmasının engellenmek istenmesinin amacı da anlaşılabilir..”. A.e., s. 140-141.

ve ortaklığa kazandıracakları, inceleme ve hukuki denetleme konusu yapılabilir. Yoksa ortaklığın dışında gerçekleşen bir pay devrinin, devralanın bundan sonra yapacağı/yapabileceği muhtemel işlemler dayanak gösterilerek, geçersiz kabul edilmesi veya devreden tazminat sorumluluğuna gidilmesi kabul edilemez.

Dolayısıyla vardığımız sonuç, kontrol sahibinin pay devir sınırlamasına, esas sözleşmesinde özel bir bağlam hükmü bulunmayan anonim ortaklıklarda, çağrıda bulunma zorunluluğu müessesesi saklı kalmak kaydıyla, MK. m. 2'den hareketle hiçbir sınırlama getirilemeyeceği, ancak kontrol devrinin pay devri dışındaki bir şekilde MK. m. 2 incelemesi ve TK. m. 381 ile kontrol devrine engel olunabileceğidir. Yoksa pay ve bu suretle kontrol devrinin, şahıs unsurunun en geride olduğu hukuki ilişki olan anonim ortaklık modelinde, devralanın kişiliğinden ve yapması muhtemel faaliyetlerden hareketle sınırlanması doğru, adil ve hukuki değildir.

B. Topluluk/Grup Şirketi Hâline Gelme veya Dâhil Olunan Topluluğun/Grubun Değişmesi

İşletmeler arası merkezi yoğunlaşma, böylelikle birden fazla işletmenin/mal varlığının tek bir merkezden/elden yönetiminin sağlanması, iktisadi bir gerçek ve birçok ekonomik birimiçin ulaşılmak istenen bir durumdur. Yoğunlaşma/konsantrasyon, rekabet içindeki firma sayısını azaltması itibarıyla rekabet hukukunun; firma içindeki menfaat çatışmalarına/farklılaşmasına yeni bir boyut getirmesi itibarıyla da ortaklıklar hukukunun özel inceleme alanına girmektedir.

Ekonomik yoğunlaşma, bir dışsal ekonomik büyüme modeli olup, “bir işletme etrafında –işletmeye katılan diğer işletme(ler)in varlıklarını yitirmeleri ile sonuçlanan- yoğunlaşma” ve “bir araya gelen işletmelerin varlıklarını sürdürerek bir yönetme ve yöneltme gücü altında toplanıp bir ‘bağlı işletmeler sistemi’ oluşturmaları yolu ile yoğunlaşma” şeklinde iki ana modelde toplanabilmektedir⁵⁷. Birleşme (TK. m. 146 vd.; 451 vd.) ile işletme/mal varlığı devralmaları (BK. m. 179) ile gerçekleşen ilk yoğunlaşma modelinde hukuki bağımsızlığa sahip birden fazla

⁵⁷ TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 1999.

firmanın/işletmenin bulunmaması sebebiyle hukuki bağımsızlık - ekonomik bağımsızlık ikilemi ortaya çıkmamakta ve özel bir ortaklıksal yönetim probleminden bahsedilememektedir. Buna karşılık ikinci modelde, birden fazla tüzel kişinin, dolayısıyla hukuki bağımsızlığa sahip hukuk öznesinin ekonomik bağımsızlığa sahip olmaksızın ortak bir merkezden yönlendirilmesi söz konusudur. İşte bu yapı, “bağlı işletmeler sistemi”, “konzern”, “grup”, “topluluk”, “şirketler topluluğu”, “holding” gibi çeşitli terimlerle isimlendirilmekte⁵⁸ ve kendisine has kuralları ve amacı bulunan bir hukuk dalının ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Bu durum, hukuk biliminin ekonomik gerçekliği daha fazla göz ardı edememesinin sonucudur/ürünüdür. Söz konusu ekonomik gerçeklik, ayrı tüzel kişilik ve ayrı mal varlığı sebebiyle hukuki bağımsızlığa sahip firmaların, ekonomik bağımsızlığa sahip olmamaları ve kendileri dışındaki bir merkezî gücün yönlendirmesi altında olmalarıdır.

Alman hukukundan farklı olarak, söz konusu özel grup yapılanmasını genel olarak düzenleyen hukuk kurallarımız bulunmamaktadır. Ticaret hukuku açısından temel mevzuat olan TK’da bu konudaki tek hüküm -o da grubun tepesinde yer alan ortaklığı karşılar ve tanımlar şekilde- 466/4. maddedir: “...*hükümleri, gayesi esas itibarıyla başka işletmelere iştiraktan ibaret olan ‘Holding’ şirketleri hakkında cari değildir*”. Bunun dışında sermaye piyasası mevzuatında “topluluk”, “ana ortaklık”, “bağlı ortaklık”, “grup şirketleri” gibi ifadeler de yer almaktadır⁵⁹.

Biz, burada Tasarı’yı da takiben ortak sevk ve yönetim altında bulunan hukuken birbirinden bağımsız işletmeler/firmalar/ortaklıklar bütünü için “topluluk/grup” ismini kullanacağız. Topluluk/grup, birden fazla hukuki birimden oluşmakta ve üst kademedede bir iktisadi bütünü ifade etmektedir⁶⁰.

Topluluğu oluşturan ekonomik birimler, hak özneleri, yani iktisadi düzenin aktörleri olacaktır. Dolayısıyla topluluğu oluşturan birimin, hak sùjeleri arasında hangisi/hangileri olabileceği ilgili düzenlemeyi yapan ÷lkenin hukuk politikası

⁵⁸ Alman, İsviçre ve Türk hukuku açısından mevzuat, mahkeme kararları ve doktrinde kullanılan terimler için bkz. BOYACIOĞLU, **Konzern**, s. 7 vd.

⁵⁹ Bkz. örn. bugün itibarıyla yürürlükte olmayan Seri: XI, No: 10 sayılı Tebliğ m. 2; ayrıca Seri: XI, No: 21 sayılı Tebliğ m. 4; Seri. VIII, No: 39 sayılı Tebliğ m. 5/e-4.

⁶⁰ **A.e.**, s. 122. *Boyacıoğlu*, özellikle Alman hukukundan esinlenerek, konzernin/topluluğun/grubun kurucu unsurlarını; “hukuken birbirinden bağımsız birden fazla işletmenin varlığı” ve “bunların ortak bir yönetme ve yönlendirme gücü altında toplanması” olarak incelemektedir. **A.e.**, s. 123 vd.

uyarınca yapılacak bir tercih olması bir tarafa, bu birimin Alman hukukunu takiben “işletme (Unternehmen)” şeklinde belirlenmesi kanaatimizce teknik açıdan isabetli değildir. İşletme, yukarıda da üzerinde durulduğu gibi, hakkın öznesi değil, konusudur. İşletmenin bir sahibi ve işletmecisi olur. İşte söz konusu işletmeci, topluluğu oluşturan ekonomik birimdir, yoksa işletmenin kendisi değil. Dolayısıyla gerek doktrinde bu yönde yapılan vasıflandırmanın gerek Alman yasal literatürünün ve 7. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi'nin gerek de TK. m. 466/4'ün, terminolojik açıdan isabetli olmadığı kanaatindeyiz. Topluluğun tepesindeki hâkim/çatı birim, bir hukuk kişisi olduğuna göre, topluluğu oluşturan diğer tüm birimlerin de benzer olarak, farklı yapılarda olabilseler de, hukuk öznesi olmaları şarttır. Topluluk/grup hukukunun anlamı, hukuki çokluk - ekonomik teklik ikileminin giderilmesidir. Hâlbuki tek bir gerçek kişi tacirin veya tek bir anonim ortaklığın birden fazla işletmesi bulunabilir. Ancak bu hâlde ortada hukuken birbirinden bağımsız birden fazla varlık, dolayısıyla “topluluk/grup” yoktur. Bununla birlikte topluluğu oluşturacak ekonomik birimin hukuki şekli tercihe göre farklı olabilir; sadece ticaret ortaklıklarının grup şirketi olabileceği belirlenebileceği gibi, gruba dâhil olacak ekonomik birimin gerçek kişi veya tüzel kişiliği olmayan bir adi şirket olabileceği kararlaştırılabilir. Demek ki, grup hukukunda belirleyici unsur, bir başka deyişle “topluluk aktörü” olarak “işletme”nin kullanılmaması, Tasarı gerekçesinde belirtilenin aksine⁶¹, kapsamın geniş tutulmasının yaratabileceği sorunların önlenmesi değil, “işletme”nin hukukumuzda hak süjesi değil, objesi olmasıdır⁶². “İşletme” kavramının hukuki anlamını göz ardı ederek bir kullanıma gidilmesi doğru değildir⁶³. Topluluğu oluşturan aktörlerin farklı modellerde olabilmeleri ve

⁶¹ Tasarı 195 ilâ 216. maddelerle ilgili genel açıklamalar.

⁶² Zaten doktrinde de, konzern hukukundaki “işletme” teriminin, esasen işletmenin sahibi olan gerçek veya tüzel kişinin (işletmeci) anlatılması için kullanıldığı belirtilmektedir. **A.e.**, s. 123/dpn. 41. Verilmek istenen gerçek anlamı ifade edecek başka terimler varken, sırf başka bir ülke hukuk terminolojisinin takibi uğruna, farklı anlamda kullanma yanlışından dönülmesi gerektiği kanaatindeyiz.

⁶³ Tasarı'nın 195/5. madde gerekçesinde de, bu fıkrada bir şirketler topluluğunun tepesinde bir “işletme”nin bulunması hâline yönelik istisnai düzenlemede “işletme” teriminin bilinçli olarak seçildiğine vurgu yapılmakta ve “işletme”nin, “teşebbüs” veya benzeri diğer kavramları kapsadığının şüphesiz olduğu belirtilmektedir. Hâlbuki bizzat Tasarı'nın 11. maddesinde hak objesi olduğuna, devir konusu yapılabileceğine ve 13. maddede de bir şahsa “ait” olduğuna açıkça işaret edilen “(ticari) işletme”nin, bu sefer 195/5. maddede hak süjelerini/sahiplerini kapsayan bir genel ifade şeklinde kullanılması tutarlı değildir.

topluluğun esasen bir iktisadi birlik olması karşısında, burada “firma”⁶⁴ teriminin tercihi gündeme gelebilecektir⁶⁵.

Öte yandan “anonim ortaklık” hukuki modeli, topluluk/grup yapılanması açısından özellikli bir konuma sahiptir. Şöyle ki, bizzat Tasarı gerekçesinde⁶⁶ topluluğun en çok rastlanılan aktörlerinin sermaye şirketleri olduğu, kollektif ve komandit ortaklıkların nadiren yer aldıkları, tek kişi ticari işletmelerin ise hemen hemen hiç toplulukta bulunmadığı gerçeğinin göz önünde bulundurulması surtiyle “Topluluk Şirketleri”nin düzenlendiği belirtilmektedir.

Türk uygulamasında topluluğu oluşturan firmalar, hemen daima “anonim ortaklık” şeklinde örgütlenmiş durumdadırlar, yani uygulama açısından topluluk hukukunun aktörleri, anonim ortaklıklardır tespiti, abartılı ve yanlış olmayacaktır. Topluluğa hâkim (katılan) firmanın özellikle ekonomik büyüklüğü ve gücü, onun anonim ortaklık olmasını teyit etmektedir. Bağlı firmalar açısından da anonim ortaklık, hâkimiyetin/kontrolün tesisi ve sürdürülmesine ilişkin gösterdiği özellikler göz önüne alındığında en elverişli modeldir⁶⁷. Gerçekten de topluluğa dâhil olan ve ortak yönetimin uygulandığı hukuken bağımsız firmalar açısından en önemli husus, bağlı firma için seçilen hukuki tipin/modelin merkezî sevk ve idareye hangi ölçüde uygun olduğudur. İşte tam bu açıdan da en elverişli modelin “anonim ortaklık” olduğu açıktır. Anonim ortaklık modelinin temel özelliklerinden olan sermayenin paylara bölünmüş olması ve pay devir serbestisi, anonim ortaklıklarda kontrol/hâkimiyet sağlanmasını kolaylaştırmakta; pay sahibi kontrolü söz konusu gücün sürdürülmesini; bunu takiben tüzel kişilik, mülkiyet – yönetim ayrımı, sınırlı

⁶⁴ “Firma”nın anlamı için bkz. yuk. Birinci Bölüm/I/A.

⁶⁵ “İşletme” kavramının herhangi bir hukuki şekle bağlı olmaksızın kullanılması (bkz. A.e., s. 136), hukuki örgütlenme şeklinin, hak öznesi olarak iktisat bilimindeki genel karşılığı olan, “firma” teriminin kullanılmasını haklılaştırmaktadır. İstisnâî nitelikte de olsa Alman ve İsviçre mahkeme kararlarında grup/topluluk için “firma grubu (Firmengruppe)” ve grubun çatısındaki hâkim birimi ifade etmek üzere de “ana firma (Mutterfirma)” terimlerinin kullanıldığı görülmektedir. Terminolojik değerlendirme ve bu kullanımlar için bkz. A.e., s. 7 vd., özellikle 10, 13.

⁶⁶ Tasarı 195 ilâ 216. maddelerle ilgili genel açıklamalar.

⁶⁷ A.e., s. 136-137. Zaten İsviçre’de grup/konzern hukuku, paylı ortaklıklar hukukunun bir bölümü olarak değerlendirilmektedir. 1992 değişikliği ile OR’a giren konzern tanımına da anonim ortaklıkların düzenlendiği 26. babda yer verilmiş (m. 663e/1) ve “işletme” yerine de “ortaklık” terimi kullanılmıştır. Yukarıda da belirtildiği üzere Tasarı da, bu açıdan İsviçre yaklaşımına yakın olup, topluluk/grup ile ilgili hükümler, Tasarı’nın 1. Kitabı olan “Ticari İşletme”nin ardından “Ticaret Şirketleri” başlığını taşıyan 2. Kitap’da, ancak tüm ticaret ortaklıklarına ait “genel hükümler” arasında bulunmaktadır.

sorumluluk gibi özellikler de grup sisteminin yönetim ve işleyiş kolaylığını temin etmektedir⁶⁸. Unutulmamalıdır ki, topluluk birbirine bağlı firmalar grubudur; bu bağlılığı sağlayacak olan hemen daima anonim ortaklıklar hukuku kuralları olacaktır. Demek ki, topluluk hukuku ile anonim ortaklıklar hukuku iç içedir.

Tasarı'da topluluk/grup, ticaret ortaklıklarının genel hükümleri arasında 195-209. maddeler arasında düzenlenmiş ve grup firmalarının, kural olarak⁶⁹, “sermaye ortaklığı” olması öngörülmüştür⁷⁰. Bu hükümlerin uygulama alanının ortaya konulduğu ve ne zaman bir topluluğun olacağını gösteren 195. maddenin 4. fıkrasının ilk cümlesi uyarınca hâkim şirkete doğrudan veya dolaylı olarak bağlı olan şirketler, hâkim şirketle birlikte “şirketler topluluğu”nu oluştururlar. Aynı maddenin 1. fıkrasında hâkim (ana) şirket ile bağlı (yavru) şirket ilişkisinin oluşma şekli şu şekilde ortaya konulmuştur:

“a) Bir sermaye şirketi diğer bir sermaye şirketinin doğrudan veya dolaylı olarak;

1) oy haklarının çoğunluğuna sahipse veya

2) ortaklık sözleşmesine dayalı olarak yönetim organında çoğunluğu oluşturan sayıda üyenin seçimini sağlayabilmek hakkını haizse veya

3) kendi oy hakları yanında, bir sözleşmeye dayanarak, tek başına veya diğer ortaklarla birlikte, oy haklarının çoğunluğunu kullanabiliyorsa;

b) bir sermaye şirketi diğer bir sermaye şirketini bir sözleşmeye dayanarak veya başka bir yolla hâkimiyeti altında tutabiliyorsa;

birinci şirket hâkim (ana), diğeri bağlı (yavru) şirkettir.”.

⁶⁸ TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 1995; ANSAY, **Anonim Şirketler**, s. 16; YANLI, **Tüzel Kişilik Perdesi**, s. 149-150; BOYACIOĞLU, **Konzern**, s. 143.

⁶⁹ Burada “kural olarak” tabirinin kullanılmasının sebebi, 195/5. maddede, şirketler topluluğunun tepesinde sermaye şirketi olmayan, herhangi bir tüzel ya da gerçek kişinin veya işletmenin bulunması hâlinde de, 195 vd. ile şirketler topluluğuna ilişkin diğer hükümlerin uygulanacağını belirtmiş olmasıdır.

⁷⁰ Bu konuda 195/5. madde gerekçesinde şöyle denilmektedir: “195 inci madde Almanya başta olmak üzere hemen hemen tüm ülkelerin şirketler topluluğuna ilişkin düzenlemelerinin aksine, şirketler topluluğunun sermaye şirketlerinden oluşmasını öngörmüş, şirket sıfatını taşımayan kişi topluluklarının, şahıs şirketlerinin, tek kişiye, derneğe, iktisadi devlet teşekküllerine ve kamu tüzel kişilerine ait ticari işletmelerin ve gerçek kişilerin, yani geniş anlamda ‘işletme’lerin, topluluk üyesi olmasını kabul etmemiştir. Sistemimize göre yukarıda açıklandığı gibi bir kolektif ve komandit şirket, bir topluluk şirketi olamaz...”.

Bu hüküm ile hâkim ortaklık/bağlı ortaklık ilişkisinin ve bunu takiben “şirketler topluluğu”nun ortaya çıkması, birinin diğerinin yönetimi üzerinde hâkimiyet tesis etmesini sağlayacak araçlara sahip olmasına bağlanmıştır. Söz konusu hâkimiyet; ya oy çoğunluğuna sahip olunması veya yönlendirilebilmesi, ya yönetim organında çoğunluğu oluşturan sayıda üyeyi seçme imkânı ya da bir hâkimiyet sözleşmesi ile elde edilebileceği gibi, kanundaki açık ifade gereği hâkimiyeti sağlayan bir başka araç da söz konusu olabilir.

Görüldüğü gibi bir anonim ortaklığın/sermaye ortaklığının yönetimi üzerindeki hâkimiyet, topluluk/grup ilişkisini ortaya çıkarmaktadır. Yönetim üzerindeki hâkimiyet ise, “kontrol”dür. Kontrol, hem anonim ortaklığın devir aracı hem de topluluğun/grubun oluşma aracıdır. Bir anonim ortaklığın kontrolünün elde edilmesi, yeni kontrol sahibi açısından anonim ortaklığın devralınması olup; aynı zamanda devre konu hedef ortaklığın devralanının bağlı ortaklığı hâline gelmesine, dolayısıyla her ikisi⁷¹ tarafından oluşturulan bir grubun/topluluğun ortaya çıkmasına yol açmaktadır⁷². Anonim ortaklığın devralınması; hukuken bağımsız, iktisaden bağımlı firmalar yapılanmasının, dolayısıyla konzernin/grubun/topluluğun en ideal ve en çok rastlanan gerçekleştirilme yöntemidir⁷³.

⁷¹ Devralanın, zaten bir grup şirketi olması ve bu grubun içinde bağlı şirket konumunda olması da mümkündür. Bu durumda devralanan hedef ortaklık, devralanın bulunduğu gruba dâhil olan bir bağlı şirket hâline gelmekte ve grup ilişkisi, ikiden fazla şirket arasında mevcut olmaktadır. Bunun gibi devralanan şirketin zaten başka bir grubun içinde bulunması da olasıdır. Bu hâlde de devir ile birlikte hedef ortaklığın kontrol sahibi değiştiği için, içinde bulunduğu grup da değişmektedir. Görüldüğü gibi kontrol devri, bir anonim ortaklığı ya ilk defa bir grup/topluluk şirketi hâline getirebilmekte ya da dâhil olduğu grubu değiştirebilmektedir.

⁷² Devralan, ekonomik açıdan bir “firma” değilse, sadece kontrol iktisabını takiben oluşan hâkimiyet ilişkisinden ötürü, grubun/topluluğun varlığından bahsedilemez.

⁷³ Gerçekten de doktrinde konzernin/topluluğun/grubun oluşumunun hukuki yöntemleri, yani oluşum araçları olarak “bölünme”, “joint venture kurulması”, “ele geçirme”, “işletme/konzern sözleşmeleri akdi”, “birleşme”, “birleşme benzeri bütünleşme” ve “gerçek olmayan birleşme” sayılmaktadır. Yeni bir şirket kurulması değil de, mevcut bir şirketin grup içine alınması yoluyla konzernin oluşumu/genişlemesi açısından, anonim ortaklığın devralınması yöntemi, kontrol iktisabı yoluyla devralananın anonim ortaklık olması ve hedef firmanın hukuki bağımsızlığını muhafazası sebebiyle rakipsizdir. Joint venture oluşumu ve bölünmede ilgili anonim ortaklık yeni kurulmaktadır. Birleşmede işleme taraf firmalardan/ortaklıklardan en az birinin hukuki bağımsızlığı ortadan kalkmaktadır. “Ele geçirme”nin bir çeşidi olarak ele alınan işletme devrinde ise işletme sahibi olan firmanın kontrolü elde edilmemekte ve sadece işletmeler düzeyinde bir kontrol sağlanmaktadır. Birleşme benzeri bütünleşme (Quasifusion), bir anonim ortaklığın diğerinin paylarının tamamını ya da tamamına yakını satın alması olduğu için, zaten anonim ortaklığın devralınmasından başka bir şey değildir. “Ele geçirme” kurumunun, bir anonim ortaklığın kontrolünü sağlayacak oranda paylarının satın alınması şeklinde belirlenen çeşidi, zaten en çok görülen anonim ortaklık devralma yöntemidir. Bunun dışında

Öyle ise vardığımız sonuç, “kontrol” kavramının, hem anonim ortaklığın devralınmasında hem de grubun/topluluğun ortaya çıkmasındaki temel kavram ve kurucu unsur olduğudur. Anonim ortaklığın devralınması, grup yapısının oluşturulmasının hukuki araçlarının en önde gelenidir. Devre konu anonim ortaklık, - devralanın kimliğine ve yapısına göre- devir sonrasında ya artık ilk defa bir grup şirketi hâline gelmekte ya da dâhil olduğu grup değişmektedir. Örneğin çoğunluk hisseleri gerçek kişi (A)’ya ait olan (B) anonim şirketinin, çoğunluk hisselerinin (C) şirketler topluluğunun tepesindeki (C) Holding (AO) tarafından (A)’dan satın alınması, (B) şirketinin (C) tarafından devralınmasıdır. Devralmanın ardından daha önce herhangi bir gruba dâhil olmayan (B), (C) grubunun üyesi olmakta ve grup/topluluk şirketi vasfını kazanarak “topluluk/grup hukuku” kurallarının uygulama alanına ilk defa girmektedir. Görüldüğü gibi bu işlemde anonim ortaklığın devralınması yöntemi, blok hisse satın alımı; gruba dâhil olma, bir başka deyişle (C) ile (B) arasındaki hâkim/bağlı ortaklık (topluluk) ilişkisinin oluşma şekli de, anonim ortaklığın devralınmasıdır. Buna karşılık (B) şirketinin mevcut “controller”ı (A)’nın da bir sermaye ortaklığı olması ihtimalinde (C) ilk defa grup şirketi olarak ilgili hukuk dalına tabi hâle gelmemekte, sadece dâhil olduğu grup, devralma ile birlikte, değişmektedir.

Her devralma, devralan ile devralınan hedef şirket arasında bir hâkimiyet ilişkisinin oluşmasına yol açar. Ancak devralan ile hedef ortaklık arasında bir grup ilişkisinin varlığı için iki firmanın bulunması lazımdır. Devralan, ekonomik açıdan bir “firma” değilse, örneğin bir gerçek kişinin ticarete atılmak amacıyla taşımacılık sektöründeki bir otobüs firmasının çoğunluk hisselerini satın almasında olduğu gibi, devralma ile birlikte bir “grup” oluşumundan bahsedilemeyecektir. Bununla birlikte devreden kimliğine göre, yani devreden bir grup şirketi olduğu ve bu sebeple hedef ortaklığın belli bir grubun içinde mütalâa edildiği bir durumda, hedef ortaklık devir ile birlikte dâhil olduğu gruptan ayrılmakta, ancak yeni bir grubun içine

işletme/hâkimiyet sözleşmeleri de zaten bir anonim ortaklık devir yöntemidir. “Gerçek olmayan birleşme” ise işletme devri-bölünme arası bir müessese olup, ayrı bir hukuki kurum olmaktan uzaktır. Öyle ise, anonim ortaklığın devralınması, en azından, “ortaklık ve oy çoğunluğunu elde etme” esasına dayalı Tasarı sistemi bakımından, hemen daima karşımıza çıkacak grup oluşum yöntemidir. İnc. ve karş. ÇOŞTAN, **Bölünme**, s. 29 vd.; BOYACIOĞLU, **Konzern**, s. 221 vd.

girmedeği için grup/topluluk hukukunun uygulama alanından çıkabilmektedir⁷⁴. Devralan da bir grup şirketi ise, bu sefer de, hedef ortaklığın dâhil olduğu grup değişmektedir.

Tasarı'da grubun/topluluğun oluşumu bakımından, birçok yabancı hukuku takiben, “kontrol” sistemi öngörülmüştür. Buna göre sınırlandırıcı tarzda sayılmayan hukuki araçlar sayesinde bir anonim ortaklığın diğerini kontrol etmesi suretiyle grup/topluluk oluşmaktadır. Ancak hemen daima gruba dâhil ortaklık sayısı ikiden fazla olmakta ve dolaylı kontrol⁷⁵, gruba dâhil olma aracı olarak kullanılmaktadır (Tasarı m. 195/3).

Yukarıda da üzerinde durulduğu gibi⁷⁶, “kontrol” bir anonim ortaklık yönetimi üzerinde hâkimiyet tesisine imkân veren araçlara sahip olmayı ifade etmekte olup, kontrolün varlığı açısından, söz konusu hâkimiyet araçlarından fiilen yararlanılıp yararlanılmadığının önemi yoktur. Hatta hâkimiyetin uygulanmadığının ispatına da bir sonuç bağlanmaz. Örneğin konsolidasyona tabi işletmelerin kontrol ölçütüne göre belirlendiği 7. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi sisteminde bir işletme, kendisi üzerinde hâkimiyetin fiilen uygulanmadığını veya kendisinin fiilen haklarını kullanmadığını ortaya koyarak, kapsam dışına çıkamaz. Konsolide mali tablo ve yönetim raporunun düzenlendiği HGB § 290 vd.de, konzern oluşumunda esas alınandan farklı olarak, “kontrol sistemi” benimsenmiş, § 290/2’de kontrol araçları sayılmış ve 7. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi’ni takiben kontrolün fiilen kullanılmamasına sonuç bağlanmamıştır.

Görüldüğü gibi kontrol, matematiksel ve dolayısıyla kesin bir ölçüttür. Kontrol anlayışı, ana/hâkim ortaklığın, yavru/bağlı ortaklık(lar) üzerinde kurduğu veya kurduğu varsayılan hâkimiyet olgusu üzerine yapılandırılmıştır. Hâkim olma fırsatına sahip olanın, faraziye olarak bunu kullandığı da kabul edilmektedir.

Öte yandan kontrol sisteminin karşısında yer alan ve bağlı işletmeler hukukunun öncüsü olan Alman konzern hukukuna egemen olan “tek elden yönetim”

⁷⁴ Hemen yukarıdaki otobüs firması devri örneğinde, hedef ortaklığı devreden kişi, çatı ortaklık veya bağlı ortaklık şeklinde bir grup şirketi ise, devrin ardından hedef ortaklık, herhangi bir gruba bağlı olmayacak ve grup/topluluk hukukunun uygulama alanından çıkacaktır.

⁷⁵ Bkz. yuk. Birinci Bölüm/III/E.

⁷⁶ Bkz. yuk. Birinci Bölüm/III.

sisteminde ise gene konzernin oluşumu için hâkimiyet sağlanması esasî öngörülmekte, ancak hâkimiyet olanaklarının sadece varlığı, hâkimiyetin gerçekten uygulandığı şeklinde aksi ispat edilemeyen bir sonuç olarak yorumlanmamakta, hâkimiyetin fiilen/gerçekten uygulanıyor olduğunun ortaya konulması gerekebilmektedir. Bu anlayışa göre, ekonomik olarak, bir grubun/topluluğun varlığı için bu gruba dâhil tüm firmaların nasıl ki ortak bir yönetim sistemi altında, grup menfaatleri doğrultusunda idare edilmesi gerekiyorsa, hukuken de bir grubun kabulü ve kapsam içi firmaların grup/topluluk/konzern hukuku kurallarına tabi hâle gelmesi için, grubun tepesinde yer alan hâkim gücün, fiilî konumuna ve yetkilerine göre, tüm grup için firmaların tek elden yönetimi için gerekli politikaları oluşturup, bunu en alttaki firmalara kadar uygulatabilmesi gerekir. Ancak bu olasılıkta, tek elden yönetimin ve dolayısıyla hâkimiyetin varlığı kabul edilir. Yoksa tek elden yönetimin bulunmaması sebebiyle, her firma kendi işletme politikalarını uyguluyor ise, bu firmanın/ortaklığın oy çoğunluğuna sahip firma ile arasında topluluk/grup ilişkisi yok demektir⁷⁷. Dolayısıyla ortak yönetme ve yönlendirme gücü altında bulunmadığının ispatı yoluyla konzern/bağlı işletmeler hukukunun uygulama alanı dışına çıkılması mümkündür⁷⁸.

Tasarı, devralma hukuku ile grup hukuku arasında kurduğu ahenk, bir başka deyişle aynı sistemin kabulü ile isabetli bir yol izlemiştir⁷⁹. Zira çok istisnai hâllerde

⁷⁷ Alman hukukunda konzernin genel özellikleri itibarıyla yasal bir tanıma bağlanmış olması (bkz. (AktG § 18/1) ve “merkezî sevk ve idare altında toplanma” olgusunun konzernin hukuki tanımı içinde yer alması sebebiyle söz konusu olgunun yokluğunun ispatının, ilgili işletmeyi konzern hukuku uygulamasından çıkarması tutarlıdır. Örneğin Tasarı’da bu şekilde genel bir topluluk/grup tanımı bulunmamaktadır. İsviçre hukukunda ise, Alman hukukuna paralel bir şekilde, OR m. 663e/1’de yer alan tanımdaki, ortak bir yönetim altında toplanma zarureti karşısında, merkezî sevk ve idarenin fiilen uygulanması aranmaktadır. Hâkimiyet veya etki olanağının sadece mevcut olması, konzernin varlığı için yeterli değildir. Kaldı ki, İsviçre hukukunda, Alman hukukundan farklı olarak, söz konusu merkezî yönetim anlayışının varlığına ilişkin karineler de öngörülmüş değildir.

⁷⁸ Alman hukukunda iki ortaklık arasında bağımlılık ilişkisinin varlığı açısından hâkim etkinin fiilen uygulanması gerekmez. Örneğin konsolide finansal tablo düzenleme zorunluluğu açısından söz konusu hâkim etki imkânının varlığı yeterlidir. Buna karşılık bir koncernden söz edebilmek için merkezî sevk ve idare fiilen uygulanmalıdır. Öte yandan çoğunluk iştiraki, bağımlılık ilişkisine, bu ilişki de koncerne karine teşkil etmektedir. Karinenin aksinin ispatı, hâkim etkinin hukuki nedenlerle (örn. esas sözleşme hükümleri, oy sözleşmeleri, hâkimiyetin icra edilmeyeceğine dair sözleşme) uygulanamayacağına ilişkin vakıaların ortaya konulması ile mümkündür.

⁷⁹ Böylelikle ayrıca, Avrupa Konzern Hukuku Forumu’nun (Forum European) önerilerine de uyulmuş olunmaktadır. İnc. BOYACIOĞLU, **Konzern**, s. 111.

söz konusu olabilecek olan kontrol araçlarına sahip olanın, bunu kullanmamasına hukuken değer verilmemesi, grup şirketlerin ekonomik anlamı ile çelişse de, sonuçta birçok formaliteyi ve karışıklığı giderecek ve grup hukukunun uygulama alanının çok daha kolaylıkla tespitini sağlayacaktır.

Grup hukuku açısından kontrol sisteminin kabulünün konumuz açısından en önemli sonucu, anonim ortaklığın devralınmasının, devralanın bir gruba dâhil olduğu ve devre konu ortaklığın olmadığı her durumda, devralınan hedef ortaklığın ilk defa grup hukukunun uygulama alanı içine girmesine yol açmasıdır. Yani devralma, devralanın kimliğine göre, her olasılıkta, grup oluşum aracı olacaktır. Bu durumda, anonim ortaklığın devralınması, grup hukukunun ön basamağıdır denilebilir. Hâlbuki tek elden yönetim sisteminde, devralanın yönetim anlayışı sonucu değiştirebileceği için, anonim ortaklığın devri, gerekli şartlar olsa da her zaman, grup oluşumu için yeterli olmayabilecektir.

Devralma sonrasında devre konu hedef ortaklık grup şirketi hâline gelip, topluluk/grup hukukunun uygulama alanına girmekte; devreden, topluluk hukukunun kendisine yüklediği sorumluluklardan kurtulmakta; buna karşılık devralan aynı sorumluluklara tabi hâle gelmektedir.

Bugün Türk hukukunda topluluk/grup/konzern ile ilgili kapsamlı bir kanuni düzenleme bulunmamaktadır. Kanunlarımızda yer alan mevcut münferit hükümler de, grubun tepesinde yer alan holding şirketler esas alınarak düzenlenmiştir. Kanuni yedek akçenin belirlenmesine ilişkin TK. m. 466/4⁸⁰; hâkim ortaklığın bağlı şirketten sermaye payı karşılığında alacağı kazançların vergilendirilmemesi, böylelikle birden çok (çifte veya üçlü) vergilendirilmenin önlenmesi (KVK. m. 5/1/a/1) ile iki yıl süreyle aktifte yer alan bağlı şirket hisselerinin satışından doğan kazancın % 75'inin –kural olarak- vergiden müstesna olması (KVK. m. 5/1/e)⁸¹; İş Kanunu m. 7/1'deki

⁸⁰ TK. m. 466/4 hükmü, her türlü hâkim/bağlı şirket ilişkisinde uygulama alanı bulmayacaktır. Zira anılan maddede açıkça belirtildiği üzere, burada gayesi başka işletmelere iştirak olan saf holdinglere ilişkin bir kural konulmaktadır. Hâlbuki devralma yoluyla bir grup/topluluk yapısının ortaya çıkması için, devralanın bu tür bir esas sözleşmesel gayesinin bulunması şart değildir.

⁸¹ Belirtelim ki, KVK'da yer alan istisnalardan yararlanılması için, mutlaka grup ilişkisi bulunması gerekli değildir. "Sermayeye katılım" ve "iştirak hissesi satışı" yeterlidir. Ancak bu düzenlemelerden grup şirketler doğrudan yararlanabilecekleri için burada anılması uygun görülmüştür.

işçinin aynı şirketler topluluğu içindeki başka bir işverene devri imkânı (geçici/ödünç iş ilişkisi), bugün mevzuatımızda grup şirketleri doğrudan kapsamına alan hükümlerdir. Bunun gibi mevzuatta hâkim ortaklık ile bağlı şirketin, genellikle “birlikte hareket eden” veya “ilişkili kişiler” şeklindeki vasıflandırmaların –diğerleri yanında- kapsamına sokulduğu da görülmektedir⁸².

Öte yandan sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde⁸³, grup yapısına bağlanan sonuç, ana/hâkim ortaklığın konsolide mali tablolar hazırlama yükümlülüğüne tabi olmasıdır. Bu yükümlülük, SerPK. m. 16 ve bu hükme dayanılarak çıkarılan Seri: XI, No: 21 sayılı Tebliğ ile öngörülmüştür. “Konsolide mali tablo” kavramı, anılan Tebliğ’in 4. maddesinde *“Ana ortaklığın unvanı altında düzenlenen ve ana ortaklık ve bağlı ortaklıklarının varlık, borç, özkaynak, gelir ve giderlerini, finansal durumundaki değişikliklerini bir bütün olarak gösteren, müşterek yönetime tabi şirketlerdeki ana ortaklığın payını içeren, dipnotlarıyla birlikte konsolide bilanço, konsolide gelir tablosu ile bu tabloların iki diğer konsolide mali tablolar”* şeklinde tanımlanmıştır.

Mali tabloların hazırlanmasında “konsolidasyon yöntemi”, konsolidasyon kapsamındaki ana ortaklık ve bağlı ortaklıklara ait mali tablolarda yer alan varlık, borç, özkaynaklar, gelir ve giderlerin bir bütün olarak birleştirilmesidir. Böylelikle grup içindeki tüm firmaların mali durumları/yıllık faaliyetleri bir bütün olarak yansıtılmış olmakta ve grubun/topluluğun yıllık/dönemsel performansı belirlenmektedir. Konsolide mali tablo düzenleyecek olan “ana ortaklık”, hisse senetleri borsalarda veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören ve kendisine bağlı veya müşterek/ortak yönetimi altında bir işletme/firma bulunan anonim ortaklıktır. Ana ortaklığın, doğrudan veya dolaylı olarak, sermaye ve yönetim ilişkileri çerçevesinde % 50’den fazla oranda hisseye, oy hakkına veya yönetim çoğunluğunu seçme hakkına ya da yönetim çoğunluğuna sahip olduğu işletmeler, “bağlı ortaklık”; yönetimi başka pay sahipleri ile paylaşılan işletme ise, “müşterek

⁸² Bkz. örn. Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 6/1, KVK. m. 13/2.

⁸³ Muhtemelen ilerleyen süreçte Tasarı’nın kabulü ile birlikte, halka kapalı/borsada işlem görmeyen ana şirketler açısından da bu zorunluluk gündeme gelecektir. İnc. Tasarı m. 517/1. Ayrıca bkz. HGB § 290 vd.

yönetime tabi ortaklık”tır. Tebliğ’in kapsamına girilmesi için bağlı ve müşterek yönetime tabi firmaların/işletmelerin, halka açık olmaları zarureti bulunmamaktadır.

Ana ortaklık – bağlı ortaklık – müşterek yönetime tabi ortaklıktan oluşan ekonomik ve hukuki yapı için konsolide bilanço ve gelir tablosu hazırlanmaktadır⁸⁴. Öte yandan ana ortaklığın, yönetimine ve işletme politikalarının belirlenmesine katılma anlamında devamlı bir bağının ve/veya doğrudan veya dolaylı sermaye ve yönetim ilişkisinin bulunduğu ya da sermayesinde % 20-50 arasında paya veya bu oranda yönetime katılma hakkına sahip bulunduğu işletmeler, “iştirak” şeklinde adlandırılmakta olup, ana ortaklığın iştirakindeki pay sahipliğinin muhasebeleştirilmesine ilişkin kurallar öngörülmekle birlikte, iştirak, kontrolü ana ortaklıkta olmadığı için topluluğa/gruba dâhil olmayıp, konsolidasyon kapsamına da girmemektedir^{85 86}.

Öyle ise kontrol iktisabı suretiyle bir anonim ortaklığın devralınmasının ardından, devralan düzenleyeceği konsolide mali tablolarına hedef ortaklığı da katacak; devreden kendi düzenleyeceği konsolide tablolardan hedef ortaklığı çıkaracak; hedef ortaklık da varlıkları, borçları, özkaynakları ile gelir ve giderleri ile ya ilk defa bir konsolide mali tabloya dâhil olacak ya da dâhil olduğu konsolide tablo değişecektir.

İşte anonim ortaklığın devralınmasının ardından oluşan grup yapısı, anılan hükümlere tabi hâle gelebilecektir. Öte yandan Tasarı’nın kanunlaşmasının ardından grup yapısı, bir bütün olarak, düzenlenmiş olacak; ve gerek grubun anlamı, gerek

⁸⁴ “Konsolide mali tablo düzenleme, ilan ve bildirim zorunluluğu” kenar başlığını taşıyan Seri: XI, No: 21 sayılı Tebliğ m. 5/1’de şöyle denilmektedir: “*Ana ortaklıklar, ara ve yıllık dönemler itibarıyla, konsolide mali tablo düzenlemek ve bu tabloları bu Tebliğde ve Kurulun muhasebe standartları ile ilgili diğer düzenlemelerinde belirlenen esaslar çerçevesinde ilan etmek ve Kurula ve yayımlanmak üzere ilgili borsaya bildirmek zorundadırlar. Konsolide mali tablolara ilişkin ilanlar ve bildirimler, ara ve yıllık mali tablolar için Kurulun muhasebe standartlarına ilişkin diğer tebliğlerinde öngörülen ilan ve bildirim yükümlülüklerinin son gününden itibaren altı hafta içinde yapılır. Konsolide mali tablo ve raporlarını ilan edecek ortaklıklar, konsolide olmayan mali tablolarını ilan etmeyebilirler. Ancak bu tablolar Kurula ve Borsaya bildirilir.*”.

⁸⁵ Bağlı ortaklık (subsidiary) – iştirak (associate) arasındaki farkın, katılan firmanın diğerinin yönetimi üzerindeki etki gücüne, bir başka deyişle yönetim kurulunun oluşumunun kontrolüne göre belirlendiği hususunda bkz. RABINOWITZ, **Weinberg and Blank on Takeovers**, s. 1008-1009. HGB § 271/1’de iştirak/katılım (Beteiligung) kavramı, kendi ticari faaliyetini desteklemek amacı ile kalıcı bir ilişki sağlanan işletmedeki “hisseler” şeklinde tanımlanmış ve şüphe hâlinde bir sermaye ortaklığındaki 1/5 (% 20) oranını aşan hissenin, “iştirak” olarak kabul edilmesi kuralı getirilmiştir.

⁸⁶ Buradaki tanımsal açıklamalar için bkz. Seri: XI, No: 21 sayılı Tebliğ m. 4.

devralan ve devredenin bildirim ve tescil (kamuyu aydınlatma) yükümlülükleri, gerek grup şirketlerinin azınlık pay sahiplerinin spesifik bilgi alma ve özel denetçi tayin ettirme hakları, gerek hâkim şirketin özel sorumluluk mekanizması, gerek de hâkim pay sahibinin küçük ortakların paylarını satın alma hakkı yasal kurallara bağlanmış olacaktır. Böylelikle anonim ortaklığın devralınması ile birlikte, işlem taraflarının ve işlemde etkilenenlerin tabi oldukları özel kanuni hükümlerin, bir başka deyişle grup hukukunun varlığından bahsedilebilecektir.

C. Çıkarma ve Çıkma Hakları

Anonim ortaklığın devralınması sonucunda uygulama alanı bulan hukuki kurumlardan biri, hedef ortaklığın yeni kontrol sahibinin devralmanın dışında kalan küçük pay sahiplerini ortaklıktan “çıkarma hakkı”, bir diğeri de anılan hakka paralel olarak küçük pay sahiplerine tanınan “çıkma hakkı”dır.

Yasal düzenlemeyi gerektiren her iki kurumun da, Türk hukukunda yürürlükteki mevzuat itibarıyla uygulanmaları söz konusu değildir. Anonim ortaklık mevzuatımızda buna izin veren yasal hükümler henüz yoktur. Ancak yabancı hukuklardaki ve özellikle AB hukukundaki gelişim doğrultusunda, Tasarı'nın da yasalaşması ile birlikte anonim ortaklığın devralınması durumunda söz konusu hukuki sonuçlar uygulama alanı bulabilecektir.

Çıkarma ve çıkma hakkı, henüz ülkemizde yasal düzenlemeye tabi tutulmadığı için, devralmanın hukuki sonucu olabilecek, yani devralma ile birlikte kullanılacak bu hakların dâhil edileceği hukuk dalı değişkendir. Öncelikle bu hakların, teorik olarak, kapalı anonim ortaklıklar için de öngörülebileceğinden hareketle, anonim ortaklıklar hukukuna girdikleri kabul edilmiştir. Örneğin Almanya'da ve takiben Tasarı'da, konzernele, bunlar içinde kapalı ortaklıklara da yönelik olarak, azınlığın ortaklıktan çıkarılması sistemi vardır. Ancak bu hakların, uluslararası literatürdeki karşılıkları olan, “squeeze out” ve “sell out” kavramlarının, genellikle sermaye piyasası hukuku içerisinde, bilhassa da aleni pay alım teklifi kurumu ile bağlantılı olarak düzenlendiği de bir vakiadır.

1. Çıkarma

Çıkarma hakkı, bir başka deyişle ortağın ortaklıktan çıkarılması, diğer ortaklık tiplerine yabancı olmamakla birlikte, anonim ortaklıklar hukuku açısından yeni bir kavramdır. Gerek kollektif ve komandit ortaklıkta gerek limited ortaklıkta gerek de kooperatifte, ortağın feshi talep etmesi, iflası, sermaye borcunu ödememesi gibi diğer sebepler yanında, bir ortağın şahsında doğan “haklı sebep”, bu ortağın, gerekli prosedüre uyulmak kaydıyla ortaklıktan çıkarılması imkânını diğer ortaklara/ortaklık tüzel kişiliğine verir⁸⁷.

Anonim ortaklıklarda ise, diğer ortaklık tiplerindeki “çıkarma”ya benzeyen kurum, “ıskat”tır. İskat, pay sahibinden, sermaye borcunu ödemede temerrüde düştüğü paylarla ilgili olarak, iradesi bulunmaksızın pay sahipliğinin yani paya ilişkin mülkiyet hakkının elinden alınmasıdır. İskat, sahip olunan ve sermaye borcu ödenmeyen “pay” için uygulanır, kişi “pay”dan ıskat edilir. İskat, ortağın sahip olduğu tüm paylar için uygulanırsa, “çıkarma”ya benzer bir durum ortaya çıkar, zira ilgili kişinin, “ortak” olma vasfı sona erer. Bununla birlikte bu kişinin, sonradan iktisap ettiği pay ile yeniden pay sahibi/ortak olmasına engel yoktur.

Anonim ortaklıklar hukukuna egemen olan “tek borç ilkesi” karşısında sermaye borcunu ifa eden bir pay sahibinin, “haklı sebep” niteliğinde dahi olsa, herhangi bir sebeple ortaklıktan çıkarılması mümkün değildir. “Haklı sebep” kavramı, ortaklık ilişkisi dâhilinde veya değil, kişisel nitelikteki bir vakiya ilişkin olup, ortaklıktan çıkmayı, çıkarılmayı veya ortaklığın feshini gündeme getirir. Ancak anonim ortaklık modeli, kişisellikten en uzak hukuki ilişki modeli olup, ortaklar arasındaki şahsi bağ ve affectio societatis en alt seviyededir. Dolayısıyla MK. m. 2 temelli ve kişiselliği barındıran “haklı sebep” kavramı anonim ortaklıklar hukukuna yabancıdır⁸⁸.

⁸⁷ İnc. TK. m. 195 vd., 267, 523/1-b.4, 529 vd., 551; KoopK. m. 16, 27.

⁸⁸ Esasında mevcut TK. sisteminde anonim ortaklığın haklı sebeple feshi ile bir ortağın haklı sebeple ortaklıktan çıkarılması meseleleri doktriner açıdan tartışmalıdır. *Çamoğlu*, kanunda açıkça düzenlenmemiş bile olsa, MK. m. 2 temelli bu kurumların, özellikle küçük, kişi ortaklığı nitelikleri gösteren kapalı anonim ortaklıklarda uygulanabileceği, bu yönde bir ihtiyacın ve yasal boşluğun bulunduğu görüşündedir. Bkz. Ersin ÇAMOĞLU, **Kollektif Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi ve Ortağın Haklı Sebeple Çıkarılması**, 2. Bası, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2008, s. 57/dpn. 11, 59 vd.

Bu konuda ayrıntıya girmeden kısaca belirtelim ki, kanaatimizce, çıkarma ve haklı nedenle feshin anonim ortaklık açısından TK’da düzenlenmemesi, bilinçli bir tercihtir, yoksa yasa

İşte bu sav, zaman içinde etkisini yitirmeye başlamış, mülkiyet hakkının en sert şekilde korunduğu anonim ortaklıklarda dahi, haklı sebebe dayalı fesih imkânı yanında, çıkma/ayırılma ve çıkarma⁸⁹ kurumları da sistem içinde yer bulmaya başlamıştır⁹⁰.

Tasarı'da 531. maddede haklı sebeplerin varlığı hâlinde azınlık pay sahiplerine şirketin feshini talep hakkı verilmiş, bu hakka paralel bir şekilde fesih kararı yerine, mahkemeye davacı pay sahiplerini –paylarının gerçek değerlerinin ödenmesi kaydıyla- şirketten çıkarma yetkisi tanınmıştır. Böylelikle anonim ortaklıkta pay sahiplerinin şirketten çıkarılması ihtimal dâhiline girmektedir⁹¹.

boşluğu değil. Bunun ihtiyaç olması, yasaya karşı yorum yapılmasını haklı kılmaz. İstisnai hâllerden hareketle bu imkân kabul edilirse, gerekli olan durumlarda yasaya karşı yorum yapılmasının genel bir kural olması engellenemez. O zaman yasal düzenlemenin anlamı sorgulanabilecektir. Üstelik sermaye ortaklıklarının genel özelliği kişisellikten uzaklaşmayı getirir, “haklı sebep”de ise kişisellik ön plandadır. Kişisel bir vakıanın bu tür bir hukuki ilişkide etkili olabilmesi, -sadakat yükümlülüğünde olduğu gibi- ancak açık bir yasal hükmün varlığına bağlıdır. Yoksa MK. m. 2'nin varlığı ve bağlayıcılığı şüphesizdir. Ancak buna aykırılığın sonucu açısından, fesih ve çıkarmanın önü kapalıdır. Yoksa şüphesiz ki yasa koyucu, MK. m. 2'den haberdardır ve bunu TK. m. 381 düzenlemesinde göstermektedir. Diğer ortaklık tiplerinde haklı sebebe çıkma, çıkarma ve fesih sonuçlarının bağlanması ve mehzaz OR'daki açık hükmün bize alınmaması da, kanun koyucunun bu konudaki bilinçli tercihini göstermektedir. Anonim ortaklığın genel özelliği ve “stakeholder” kavramı ile kurum teorisinin güçlenmesi, feshi zorlaştırır. Anonim ortaklığın yapısı belirlilik ve üçüncü kişilerin nispi, tartışmaya açık kavramlarla hukuki ilişkiyi tehdit edememesini sağlamalıdır. Dolayısıyla açık düzenleme olmaksızın genel bir hukuki normdan hareketle, sınırlı sayıda sayılan anonim ortaklık fesih sebeplerine bir yenisinin eklenmesi veya “çıkarma” gibi yeni bir kurum yaratılması, mümkün değildir. Bu konuda hepsi yerine inc. A.e., s. 9/dpn. 25, 57 vd.

⁸⁹ Buradaki “çıkarma”, iskat değildir. Iskat, sadece sermaye borcunun ifa edilmemesi sebebine dayalı olabilir ve paya yönelik bir ortaklık işlemidir. Çıkarmada ise, sermaye borcunun ifa edilip edilmemesinden bağımsız olarak, şirket ortağı, başka bir üstün menfaat gereği mülkiyet hakkından ve bu bağlamda ortaklık sıfatından mahrum edilmektedir. Çıkarma, paya değil, ortaklık sıfatına yönelik bir işlemidir. Çıkarma koşullarının oluşması durumunda, ilgili ortak, sahip olduğu tüm paylarından mahrum edilmekte, dolayısıyla ortak sıfatını yitirmektedir. “Iskat”ın “çıkarma”dan farkları için bkz. Cenker DEĞİRMENCİ, **Anonim Ortaklıkta Iskat**, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2006, s. 19-20.

⁹⁰ *Pulaşlı*, çıkarma hakkının kabulü ile, “azınlık pay sahipliği” ve buna ilişkin hakların -kısmen de olsa- tarihe karıştığını söylemektedir. Kanaatimizce burada azınlık haklarının ortadan kalkmış olduğundan bahsedilemez. Zira hakkın kullanılmadığı bir ortamda, azınlık hakları aynen uygulama alanı bulacak, buna karşılık hakkın kullanımı ile de şirkette “azınlık” kalmayacaktır. Karş. Hasan PULAŞLI, “Alman Hukukunda Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı”, **Bilgi Toplumunda Hukuk – Ünal Tekinalp'e Armağan**, C. I, İstanbul, Beta yay., 2003, s. 650.

⁹¹ Ancak unutulmamalıdır ki, bu madde kapsamında ancak haklı sebeple şirketin feshini talep eden pay sahiplerinin çıkarılması mümkündür, yoksa Tasarı m. 531 uyarınca bu yönde bir talebi olmayan pay sahibinin/sahiplerinin, haklı sebeple şirketten çıkarılması söz konusu değildir. Yani ortaklık tüzel kişiliğinin veya bir pay sahibinin, başka bir pay sahibi aleyhine, işbu maddeye dayalı olarak, “haklı sebep” bulunsa dahi, çıkarma davası açması, onu ortaklıktan çıkarması mümkün değildir.

Tasarı'da anonim şirket ortağının şirketten çıkarılmasını hükme bağlayan diğer düzenleme, "satın alma hakkı" kenar başlığını taşıyan 208. maddede bulunmaktadır. Hükümün son şekli şöyledir:

"Bir şirket doğrudan veya dolaylı olarak diğer bir şirketin paylarının ve oy haklarının en az yüzde doksanına sahipse, diğer pay sahipleri karşı oyları, açtığı davalar ya da benzeri davranışlarla çalışmalarını engelliyor, dürüstlük kuralına aykırı davranıyor, şirkette fark edilir sıkıntı yaratıyor veya pervasızca hareket ediyorsa hâkim ortak bu payları, varsa borsa, yoksa gerçek bilânço değeri ile satın almak için mahkemeye başvurabilir."

Bu hüküm, Tasarı'daki düzenleme yeri itibarıyla sadece grup şirketlerde uygulama alanı bulacaktır. Madde gerekçesinde belirtildiği üzere, bu düzenlemenin konuluş amacı, büyük çoğunluğun uygun gördüğü bir kararın alınıp uygulanmasına, çoğu kişisel çeşitli sebeplerle karşı çıkan ortakların/pay sahiplerinin şirketi bunaltan ve engelleyen davranışlarına son verilmesi, böylelikle şirket içi barışın sağlanmasıdır. Bunun yolu da, azınlık/küçük pay sahiplerinin şirketten -paylarının bedeli karşılığında- çıkarılmasıdır.

Haklı sebep kavramının anonim ortaklık sistemine girmeye başlaması ve ortaklık düzeninin korunmasını sağlayan önlemlerin ortaya çıkması ile birlikte, bireysel mülkiyete ve/veya sözleşme özgürlüğüne aykırı görülen yeni kurumlar da geliştirilmiştir. İşte anonim ortaklığın devralınması ile "çıkarma hakkı" arasındaki bağlantı burada karşımıza çıkmakta ve yabancı literatürde "squeeze out right"⁹²

Öte yandan Çamoğlu, Tasarı hükümünün sonunda yer alan mahkemenin "duruma uygun düşen ve kabul edilebilir diğer bir çözüme karar verme" imkânından hareketle, davacılar arasındaki % 10'un altındaki ortakların da çıkarılmalarının gündeme gelip gelmeyeceğinin tartışılabileceğini belirtmektedir. ÇAMOĞLU, **Çıkarma**, s. 59/dpn. 11.

⁹² "Freeze-out" teriminin de aynı anlamda kullanıldığı hususunda bkz. Ayşegül ASLAN, **Hakim Ortağın Azınlık Paylarını Satın Alma Hakkı (Squeeze-Out Right)**, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Yeterlik Etüdü, Ankara, 2005, s. 3.

Örneğin 2006 CA'nın "Takeovers ETC (Devralmalar Ve Diğerleri)" başlığını taşıyan 28. Kısmı'nın 3. Bölümü, "Squeeze-Out and Sell-Out" başlığını taşımakta ve aleni pay alım tekliflerindeki teklif sahibinin azınlık pay sahiplerinin paylarını satın alarak onları çıkarma hakkı, 979 vd. maddelerinde "Squeeze-Out" başlığı altında hükme bağlanmaktadır. Ancak bu terim, kanun metni içinde geçmemekte, sadece yukarıda anılan hakkı açıklayan üst başlık olarak kanunda yer almaktadır. Aynı şekilde "squeeze-out" terimi, 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi'nin 15. maddesinin kenar başlığında da bulunmaktadır.

olarak adlandırılan küçük pay sahiplerinin paylarının satın alınması hakkı, büyük çoğunluğa verilmektedir.

Anonim ortaklıklar hukukunun temel sorunlarından olan azınlığın çoğunluğa karşı korunması gereği karşısında, bu sefer azınlığın sahip olduğu hakları kötüye kullanması ya da böyle bir ihtimalin bulunması yahut da azınlığın bizatihi varlığının, çoğunluğa veya ortaklık tüzel kişiliğine zarar verebileceği düşüncesinden hareketle, hedef anonim ortaklıkta payların büyük bir kısmına sahip olan pay sahibine, geri kalan payları, sahiplerinin iradesine bakmaksızın satın alma hakkı tanınmaktadır^{93 94}.

⁹³ Doktrinde çoğunluğun azınlığa karşı korunması meselesi, özel olarak bu konuya ayrılmış iki ayrı makalede irdelenmiştir. Bkz. Erdoğan MOROĞLU, “Anonim Ortaklıkta Çoğunluk Pay Sahiplerinin Azınlık Ve İmtiyazlı Pay Sahiplerine Karşı Korunması”, **Makaleler I**, 2. Bası, İstanbul, Beta yay., 2001, s. 215 vd., Alihan AYDIN, “Anonim Ortaklıkta Çoğunluk Pay Sahiplerinin Azınlığa Karşı Korunması”, **Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı**, İstanbul, Beta yay., 1999, s. 29 vd. Bu makalelerde de değinildiği üzere, azınlığın şirkete ve/veya çoğunluğa verebileceği zararlar konusunda, TK. genellikle sessiz kaldığı için, konu genel hükümler yardımıyla çözülebilir. İşte “squeeze out” hakkı, azınlığın çoğunluğa zarar verebileceği veya onu engelleyebileceği düşüncesinin kabulü ve bu ihtimalin oldukça sert bir şekilde –azınlığın paylarına ilişkin mülkiyet haklarının ellerinden alınması ve bunun haklı sebebe bağlanmaması- önlenmesidir.

⁹⁴ Büyük pay sahibine tanınan “squeeze out” hakkını, haklı kılan gerekçeler olarak doktrinde ileri sürülen hususlar, esas itibarıyla iki alana ayrılmaktadır. Bunlardan ilki, azınlığın varlığının çoğunluk açısından güncel veya muhtemel maliyetler ve riskler yaratmasıdır. Azınlık ortakların kanunen veya esas sözleşme ile kendisine verilen özel azınlık haklarını kullanmaları, zaman zaman şirket veya çoğunluk için bir yük hâline gelebilecek ve şirket işlerinin yürütülmesinde aksaklıklar yaratabilecektir. TK. açısından olaya yaklaşıldığında özellikle yönetim kurulu üyeleri aleyhine sorumluluk davası açtırma (TK. m. 341) ve bilanço müzakerelerinin erteleştirilmesi (TK. m. 377) hakları azınlığın işleyişi yavaşlatabilme imkânı olarak ön plana çıkmaktadır. Bkz. **A.e.**, s. 34-35. Bunun yanında azınlık paylarının çok sayıda ortağa dağılmış olması durumunda hem genel kurul maliyetleri artacak hem de genel kurulun işleyişi zorlaşabilecektir. Azınlığın varlığı, bunun yanında kanun hükmü veya esas sözleşme ile genel kurulda oybirliği esasına bağlanan kararların alınmasını engelleyebilecektir. Ayrıca azınlığın iptal davası açma, bilgi alma gibi her türlü bireysel pay sahipliği haklarından yararlanması da, çoğunluğu rahatsız edebilecektir. Azınlık pay sahiplerinin hem azınlık hem de bireysel pay sahipliği haklarını kötüye kullanarak ortaklık işleyişine sürekli bir tehdit oluşturmasına sıklıkla rastlanılmaktadır. Azınlığın şirketten çıkarılması, aktiflerin kullanımı, organizasyon ve finans gibi alanlarda büyük pay sahibi şirket ile hedef şirket arasındaki grup içindeki entegrasyonun tam olarak sağlanmasını olanaklı kılmaktadır. Görüldüğü gibi azınlığın muhtemel engellemelerinin ve bizatihi varlığının ortadan kaldırılması ile, şirket işlerinin daha az riskle ve maliyetle yürütülmesinin sağlanması, işleyişin kolaylaştırılması mümkün hâle gelmektedir. Öte yandan bu hakkın büyük pay sahibine verilmesinin ikinci temel sebebi de, devralmaların cazip hâle getirilme isteğidir. “Squeeze out” hakkının varlığı sebebiyle potansiyel teklif sahipleri/alıcılar, süreç sonunda şirketin tam kontrolünü ele geçirebilecekleri için devralma işlemi onlar için daha cazip olabilmekte ve daha yüksek teklifler verebilmektedirler. Bu yönü ile “squeeze out”, çağrıda bulunma zorunluluğu (“mandatory bid”) kuralının bir izdüşümü olmakta ve aleni pay alım tekliflerinde teklif sahibinin menfaatlerini korumaktadır. Ayrıca azınlık pay sahiplerinin şirketten çıkarılması ile şirketin halka açık hâlden halka kapalı şirket konumuna gelmesi ve sermaye piyasası mevzuatının yüklerinden kurtulması mümkün olmaktadır. Doktrinde “squeeze out”un, şirketi kapalı hâle dönüştürme konusunda “listeden çıkarma

İşte bu hak, “squeeze out” hakkıdır ve hedef ortaklıkta kanunda belirtilen oranlarda sermaye payına ve/veya oy hakkına sahip olunması durumunda, büyük ortağın talebi üzerine, azınlık/küçük/geri kalan pay sahiplerinin paylarını, özel olarak belirlenmiş bir fiyattan, büyük/hâkim ortağa satmaları yasal bir zorunluluk olarak ortaya çıkmaktadır⁹⁵. Mevcut TK sisteminde anonim ortaklık dışındaki ortaklık tiplerinde öngörülen “çıkarma”ya benzer bir şekilde, belli bir pay sahibi ortaklık sıfatını bu yönde iradesi bulunmamasına rağmen kaybetmekte, ancak anılan “çıkarma” hâllerinden farklı olarak sermaye iadesi, ayrılma akçesi gibi bir ödeme yapılmamakta, paylar anonim ortaklık tüzel kişiliğine geçmemekte, şartları belirlenmiş bir pay bedeli karşılığında payların mülkiyet hakkının sahibi değişmektedir.

Burada azınlık payları, büyük çoğunluğun tek taraflı iradesi ile, onun tarafından satın alınmaktadır. Bu sebeple büyük pay sahibine tanınmış, şarta bağlı olmayan alım hakkı şeklinde kullanılan bir “çıkarma” söz konusudur. Ayrıca bu hakkın kullanımı, ortak sıfatını yitiren pay sahibinin şahsında doğan özel bir haklı sebebe dayanmamakta, bizatihi talep sahibi ortağın belli bir pay oranına ulaşması, hakkın kullanımı için yeterli olmakta, ayrıca azınlığın çıkarılmasını haklı gösterecek özel bir sebebin bulunması aranmamaktadır. Belirtelim ki, hakkın kullanımı ile pay sahipliği değişmekte, pay mevkiinde bir değişiklik olmamakta, pay mülkiyeti ortaklığa geçmemekte ve bu paylara ilişkin sermaye ödemelerinin yapıp yapılmaması önem taşımamaktadır. Bu sebeple bu kurum, anonim ortaklıklar hukukundaki “ıskat”dan da farklıdır. Zaten “squeeze out” da, teknik açıdan ıskat gibi paya yönelik bir işlem olmakla birlikte, -çoğu sistemde- ortaklık işlemi olmamasının dışında, azınlık pay

(delisting)” yöntemine göre daha garanti ve etkili bir usul olduğu da belirtilmektedir. “Squeeze out” hakkının öngörülme gerekçeleri hususunda bkz. Jaap WINTER/Jan SCHANS CHRISTENSEN/José Maria GARRIDO GARCIA/Klaus J. HOPT/Jonathan RICKFORD/Guido ROSSI/Joëlle SIMON, **Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issued Related to Takeover Bids**, Brussels, 10.01.2002, s. 60-61; ASLAN, **Satın Alma Hakkı**, s. 3 vd.

Burada ayrıntıya girmeden “squeeze out”, “sell out”, “çağrıda bulunma zorunluluğu” gibi devralma müesseselerinin hemen tüm dünyada kabul edilmekle birlikte, bunların anonim ortaklığın genel teorisine, mülkiyet hakkının üstünlüğü ve sözleşme özgürlüğü ilkelerine aykırı olduğunu; çoğunluk/azınlık dengesinin bu tür radikal kurumlar yerine, sorumluluk davası, iptal davası, özel denetçi gibi anonim ortaklığa özgü kurumların güncellenmesi ve işlevsel kılınması ile sağlanmasının daha isabetli olacağını belirtmekle yetinelim. Ayrıca bkz. a.ş. Üçüncü Bölüm/IV/B/2.

⁹⁵ ASLAN, **Satın Alma Hakkı**, s. 1-2, 3.

sahiplerinin paylarının bir kısmına yönelik olarak uygulanamayacağı için, tıpkı “çıkarma” gibi ilgili azınlık pay sahibinin/pay sahiplerinin ortak sıfatlarının ortadan kaldırılmasına yönelik bir müessesedir. Bu tür bir hakkın öngörülme amacı, büyük pay sahibine kendisi dışındaki azınlık tehlikesini bertaraf etme imkânının verilmesidir. Dolayısıyla bu hakkın kullanımı ile, büyük pay sahibinin doğrudan ve dolaylı olarak sahip olduğu paylarla tek pay sahibi olarak şirkette kalması sağlanmaya çalışılmaktadır. Böylelikle şirketin “tam mülkiyete dayalı kontrole” geçmesi imkânı, mevcut büyük pay sahibine verilmektedir. Bu hakkın kullanımı ile bir kontrol sahibi değişikliği olmamakta, ancak “controller”ın gücü/kapsamı değişmektedir. Bununla birlikte hakkın kullanım imkânının elde edilmesi, özellikle, kontrol sahibi değişikliklerinde söz konusu olmaktadır.

Görüldüğü üzere “squeeze-out” kavramı, anonim ortaklıkta yüksek orandaki belli bir sermaye ve/veya oy eşiğine ulaşan pay sahibinin, kendisi dışındaki küçük/azınlık ortakların paylarını satın alarak, onları şirketten çıkarma hakkını karşılamaktadır. Bu hak, anonim ortaklığın devralınması kurumuna özgü olmamakla birlikte, özellikle AB bünyesindeki uzmanlar kurulunun aleni pay alım teklifleri bağlamında devralmalarla ilgili olarak hazırladığı raporda⁹⁶ yer alması ve bunu takiben aleni pay alım tekliflerine ilişkin 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi’nde tanınması sebebiyle, anonim ortaklıktaki kontrol değişikliği işlemleri ile beraber anılmaktadır. Hakkın düzenleniş şekli itibarıyla, % 90 (veya 95) pay/oy eşiğine ulaşan pay sahibi, herhangi bir özel sebep göstermesi gerekmeksizin, tek taraflı olarak, diğer payları satın alma iradesini açıklamakta ve belli bir prosedür sonucunda azınlık pay sahipleri, paylarını büyük pay sahibine satmak zorunda kalmaktadırlar. Bu sebeple büyük pay sahibine tanınan bu hakkı, büyük çoğunluğun azınlığı “paylarını satın alarak çıkarma hakkı (buy-out right)⁹⁷” şeklinde vasıflandırabiliriz.

“Squeeze-out”, haklı sebeple çıkarma kurumundan farklıdır. Bir pay sahibinin ortaklıktan çıkarılmasını sağlayan her düzenleme, “squeeze-out”ı

⁹⁶ WINTER vd., **Winter Report on Takeover Bids**, s. 54 vd.

⁹⁷ Bkz. 2006 CA. m. 979’un “right of offeror to buy out minority shareholder” şeklindeki kenar başlığı; Jaap WINTER/José Maria GARRIDO GARCIA/Klaus J. HOPT/Jonathan RICKFORD/Guido ROSSI/Jan SCHANS CHRISTENSEN/Joëlle SIMON, **Report of the High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework For Company Law In Europe**, Brussels, 04.11.2002, s. 109.

karşılammaktadır⁹⁸. “Squeeze-out”da, belli bir pay/oy eşiğine ulaşan pay sahibinin, şarta bağlı olmaksızın yani sebep göstermeksizin geri kalan payları satın alma hakkı söz konusudur. Bu sebeple Tasarı m. 531’de şirketin haklı sebeple feshini isteyen davacı pay sahiplerinin şirketten çıkarılması, “squeeze-out” olmadığı gibi; yukarıda zikredilen Tasarı’nın 208. maddesindeki düzenleme de, haklı sebebin bulunmasının aranması ve –Alman düzenlemesini takiben- hakkın grup şirketlere hasredilmesi sebebiyle⁹⁹, “squeeze-out”dan uzaklaşmaktadır.

AB düzleminde, özellikle Winter raporları bağlamında tartışılan öncelikli hususlar; hakkın kullanımını sağlayacak olan pay eşiğinin ne olacağı, bu pay eşiğine ulaşma yöntemlerinin önemli olup olmayacağı¹⁰⁰, kapalı ortaklıklarda da bu hakkın var olup olmayacağı, hakkın kullanımının süre şartına bağlanıp bağlanmayacağı, tüm pay sınıflarında/gruplarında uygulanıp uygulanmayacağı ve ödenecek pay bedelinin belirlenme şeklidir¹⁰¹.

Squeeze out, yani azınlık paylarını satın alarak bunların sahiplerini şirketten çıkarma hakkı, sıklıkla anonim ortaklık kontrol değişikliklerinde gündeme gelmekle birlikte, bizatihi söz konusu kontrol değişikliği olgusuna ve bu bağlamda anonim ortaklığın devralınmasına bağlanan bir sonuç değildir. Azınlık paylarını satın alma hakkı, hedef ortaklıktaki kontrol değişikliklerinde değil, bir pay sahibinin, büyük/ağırlıklı çoğunluk (overwhelming majority¹⁰²) pay sahibi durumuna gelmesini sağlayan pay eşiğine ulaşması durumunda kullanılabilir hâle gelmektedir. Hakkın kullanımı ile tama yakın mülkiyete dayalı kontrol, tam mülkiyete dayalı kontrole dönüşmektedir.

Mevcut veya yeni bir pay sahibinin -genellikle % 90 veya daha yukarıda belirlenen ve büyük pay sahipliğini karşılayan- belli bir pay eşiğine ulaşması ile, kendisi dışındaki küçük/azınlık pay sahiplerinin paylarını satın alarak onları şirketten

⁹⁸ Karş. Tasarı Genel Gerekçe N. 78, 134; Rauf KARASU, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, Ankara, Yetkin yay., 2009, s. 168.

⁹⁹ Bu durumun eleştirisi için bkz. **A.e.**, s. 168-169.

¹⁰⁰ Zira hakkın AB hukukundaki yasal dayanağı olan 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi’nin 15. maddesi karşısında, sadece aleni pay alım teklifi sonucunda bu orana ulaşan büyük pay sahibi, “squeeze-out” düzenlemesinden yararlanabilecektir.

¹⁰¹ İnc. WINTER vd., **Winter Report on Takeover Bids**, s. 54; WINTER vd., **Winter Report on Company Law**, s. 109 vd.

¹⁰² Bu kullanım için bkz. **A.e.**, s. 109.

çıkarma yetkisi ona verilmektedir. Bu hak, anonim ortaklıktaki kontrol sahibinin değişmesi ile ortaklığın yeni “controller”ına, bu vasfından ötürü tanınmamaktadır. Ortaklıkta zaten pay sahibi olan veya zaten kontrolü elinde bulunduran bir kişi, ilgili pay eşiğine ulaşırsa hakkı kullanma konumuna gelmektedir. Dolayısıyla kontrol sahibi değişmeden de “squeeze out” yoluyla azınlığın şirketten çıkarılması söz konusu olabilir¹⁰³ veya kontrol sahibi değişse yani anonim ortaklık devralınsa da “squeeze out” uygulama alanı bulmayabilir¹⁰⁴. Ancak hakkın kullanımı, genellikle anonim ortaklık devralmalarında, yeni kontrol sahibinin kontrolü payların büyük çoğunluğunu iktisap ederek kazanması durumunda gündeme gelmektedir.

“Squeeze out”, bizatihi anonim ortaklığın devralınmasının bir hukuki sonucu olmamasının ötesinde, Türk hukukunda yürürlükteki mevzuatımız açısından ne halka kapalı ne de açık anonim ortaklıklarda uygulanabilir durumdadır. Yukarıda da belirtildiği üzere TK. m. 407-408’de düzenlenen ıskat, “squeeze out” olmadığı gibi, haklı sebeple şirket ortağının çıkarılması da –zaten “squeeze out” olmamasının dışında- mümkün değildir. SerPK’da da, halka açık anonim ortaklıklara ilişkin olarak, m. 22/i’de, çağrıda bulunma zorunluluğu ve –bizce öyle olmamakla birlikte¹⁰⁵-çıkma hakkına dayanak olabilecek bir düzenleme bulunsa da, “squeeze out”’a yer verilmemiştir¹⁰⁶. Anonim ortaklıklara egemen olan tek borç ilkesi, çıkarmanın TK’da anonim ortaklıklar açısından düzenlenmemiş olması ve ayrıca genel hukuk ilkelerinden mülkiyet hakkının –kural olarak- malikin rızası olmaksızın elinden alınamaması ve sözleşme özgürlüğü karşısında, esas sözleşmeye konulacak bir hükümlerle, ilgili anonim ortaklıkta büyük çoğunluğa bu tür bir çıkarma yetkisinin

¹⁰³ Örn. % 85 oranında paya sahip olan “controller”ın, % 5 oranında daha pay iktisap ederek % 90’lık pay eşiğine ulaşması.

¹⁰⁴ Hedef ortaklıkta kontrolün elde edilme aracının çeşidi; çoğunluk kontrolü, hukuki araca dayalı kontrol veya fiili olgulara dayalı kontrol ise, bu yolla kontrol el değiştirmiş yani anonim ortaklık devralınmış olabilir ancak bu devralma, yeni kontrol sahibine azınlık paylarının satın alma hakkı vermez.

¹⁰⁵ Bkz. aş. Üçüncü Bölüm/III/C/2.

¹⁰⁶ ASLAN, **Satın Alma Hakkı**, s. 36. Kanun gerekçesinde de söz konusu düzenlemenin amacının, kontrol değişikliği olması hâlinde, azınlık ortaklarına objektif koşullarla ortaklıktan ayrılma hakkının tanınması olduğu vurgulanmış, azınlığın paylarının satın alınarak, ortaklıktan çıkarılmasına ilişkin herhangi bir ifadeye yer verilmemiştir.

verilmesi de, geçerli olmayacaktır. “Squeeze out”un geçerliliği, yasal bir dayanağının bulunmasına bağlıdır¹⁰⁷.

İşte bu kapsamda yabancı hukuklarda “squeeze out”, özel yasal düzenlemeler ile sistem içine konulmuştur.

Avrupa ülkelerinde daha önce çeşitli ulusal mevzuatlarda düzenlenmiş olan “squeeze out” konusu¹⁰⁸, aleni pay alım tekliflerini konu alan 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi ile AB hukuku düzeyinde yasal dayanağını bulmuştur. Bu Yönerge’nin “Squeeze Out Right (Hakkı)” kenar başlığını taşıyan 15. maddesinin ilk fıkrası uyarınca üye devletler, hedef şirketin tüm menkul kıymetlerine yönelik olarak yapılan aleni pay alım teklifini takiben bu maddenin hükümlerinin uygulanmasını sağlamak zorundadırlar. Hakkın ne olduğunun ortaya konulduğu 15/2. maddede;

(a) teklifte bulunanın, hedef şirkette (oy hakkına sahip) en az % 90 oranında sermayeyi temsil eden payları/menkul kıymetleri ve oy haklarının % 90’ını elinde bulundurduğu, veya

(b) teklifin kabulünü takiben, hedef şirketin % 90’dan az olmamak üzere (oy hakkına sahip) sermayesini ve oy haklarının % 90’ını temsil eden payları/menkul kıymetleri iktisap ettiği ya da bunun için sözleşme yaptığı durumlarda,

üye devletlere, hedef şirkette teklif sahibi dışında kalan (oy hakkına sahip) pay/menkul kıymet sahiplerinin, paylarını/menkul kıymetlerini adil bir fiyattan aleni teklif sahibine satmalarını sağlama zorunluluğu yüklenmiştir. Burada tek yanlı bir imkân söz konusudur. Aleni pay alımı teklifi durumunda, % 90’lık pay/sermaye ve oy eşliğine¹⁰⁹ ulaşan kişi, kendisi dışında kalan oy hakkı sahiplerinin, oy hakkı veren menkul kıymetlerini bedeli karşılığında satın alma hakkına sahiptir.

¹⁰⁷ Bu durumda bile, ilgili yasal düzenlemenin anayasaya uygunluğu tartışması gündeme gelmektedir. Ancak Alman ve Fransız Anayasa Mahkemeleri, “squeeze out” düzenlemesinin, şirketlerin daha etkin yönetimini, menkul kıymet piyasalarının daha likit hâle gelmesini sağlaması gibi genel/kamusal yararları sebebiyle, sadece küçük bir azınlık için öngörülmesi ve uygun bir tazminatın belirlenmesi şartlarıyla, temel kişilik haklarından biri olarak hem anayasalarda hem de AİHS’deki mülkiyet hakkını koruyan hükümlerle uyumlu ve anayasaya uygun olduğu sonucuna varmışlardır. Bkz. WINTER vd., **Winter Report on Takeover Bids**, s. 61-62; ASLAN, **Satın Alma Hakkı**, s. 32-33.

¹⁰⁸ WINTER vd., **Winter Report on Takeover Bids**, s. 56-57.

¹⁰⁹ Maddenin (a) bendi açısından bu eşğin/sınırın, hem sermayede hem de oy hakkında % 95’e kadar yükseltilebilmesi hususunda üye ülkelere serbesti tanınmıştır. Bkz. m. 15/2-son.

13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi'nin "squeeze out" açısından anlamı; bu hakkın aleni pay alım teklifi müessesine bağlanması ve buradaki teklif sahibine tanınması^{110 111}, bu müesseseye özgü olarak % 10 oranındaki azınlığın blok çoğunluk tarafından, hedef anonim ortaklıktan, sebep göstermek gerekmeksizin, çıkarılmasının tüm AB ülkelerinde zorunlu hâle getirilmesidir. "Squeeze out"un aleni pay alım teklifine bağlanması, otomatik olarak, kurumun uygulama alanını da halka açık anonim ortaklıklar ile sınırlamaktadır.

Yönerge'de "squeeze out" ile ilgili olarak konulan diğer kurallar, üç alandadır. Bunlardan ilki, hedef anonim ortaklıkta birden fazla pay grubu bulunması hâlinde, azınlık paylarını satın alma hakkının sadece % 90'lık (veya % 95'lik) sınırın geçildiği grupta kullanılabileceğidir (m. 15/3-son). Buradan da anlaşılacağı üzere, bir pay sahibi, tüm sermaye bakımından değil de, sadece belli bir pay grubunda % 90 sınırına ulaşırsa, "squeeze out" eşiğini geçtiği ilgili grupta bu hakkı kullanabilecektir.

İkinci kural, hakkın kullanımının belli bir süre sınırına bağlanmasıdır. Buna göre teklif sahibinin, aleni teklifin kabul süresinin bitiminden itibaren üç ay içinde "squeeze out" hakkını kullanması lazımdır (m. 15/4). Burada düzenlenen hak düşümü süresi ile azınlık pay sahipleri, ilanihaye paylarının mülkiyetinin kaybı tehlikesi içinde olmaktan kurtulmakta ve ortaklık işlerine gerekli ilgiyi göstermek hususunda motivasyonlarının kaybı ihtimali önlenmiş olmaktadır.

Üçüncü ve son kural ise "squeeze out" sırasında yani azınlık pay sahiplerinin paylarının satın alınmasında onlara ödenecek pay bedelinin "adil (fair)" olması gereğine işaret etmektedir (m. 15/2 ve 5'in ilk cümleleri). Adil fiyatın nasıl belirleneceğine ilişkin olarak da iki ayrı kriter belirlenmiştir. Bu iki kriter, pay mülkiyetini yitirecek olan azınlık pay sahiplerinin korunmasına ve "squeeze out"un

¹¹⁰ Yönerge'nin 15/2. maddesinin (a) bendindeki durumda, aleni teklif sahibi, zaten % 90'lık sınıra ulaşmış durumdadır. Ancak hakkın kullanım hakkının elde edilmesi için gene de aleni teklifte bulunmuş olması lazımdır. Zira % 90'lık sınıra ulaşan pay sahibinden değil, teklif sahibinden (offeror) bahsedilmektedir. Zaten maddenin ilk fıkrasında da "squeeze out"un uygulama alanı bulması, aleni pay alım teklifinin yapılmış olmasına bağlanmakta, bu tür bir teklifin ardından 15. maddenin diğer fıkralarının uygulanacağı belirtilmektedir.

¹¹¹ Bu arada belirtelim ki, "squeeze out"un, genel olarak, aleni pay alım tekliflerine özgü bir kurum olmadığı, Yönerge'nin uygulama alanı itibarıyla hakkın kullanımının aleni pay alım teklifine bağlandığı, ulusal düzenlemelerde aleni pay alım teklifi dışındaki durumlarda söz konusu olan "squeeze out" kurallarının uygulanmaya devam edeceği hususu bizzat Yönerge'nin giriş kısmında (N. 24) vurgulanmaktadır. Ayrıca bkz. WINTER vd., **Winter Report on Company Law**, s. 109-110.

kullanımı ile –en azından- ekonomik açıdan zarar görmemelerinin sağlanmasına yöneliktir. Buna göre % 90’lık kabul gören ihtiyari aleni teklif fiyatı, “squeeze out” açısından da adil fiyat olarak kabul edilmektedir¹¹². Bunun gibi zorunlu çağrı durumunda da, zorunlu çağrı fiyatı “adil”dir (m. 15/5-f. 2 ve 3)¹¹³ ¹¹⁴. Adil fiyata ilişkin olarak belirlenen ikinci kriter ise, azınlık pay sahiplerine ödenecek pay bedelinin, aleni teklifteki bedelle aynı formda/şekilde olması veya nakit olmasıdır. Üye devletlere nakit ödemenin en azından bir alternatif olarak bulunmasını temin zorunluluğu yüklenmiştir (m. 15/5-f. 1). Böylelikle aynı ödemenin, tek ödeme şekli olarak, “squeeze out” bedeli olması önlenmektedir.

“Takeover” dünyasında ve bu bağlamda “squeeze out” hakkında da, Avrupa ülkelerine ve AB’ye öncülük eden İngiltere’de de, “squeeze out” yoluyla azınlık pay sahiplerini şirketten çıkarma hakkı, aleni pay alımı teklifi kurumuna bağlanmıştır. Bu bakımdan 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi ile özdeşlik göze çarpmaktadır. “Squeeze out”a ilişkin düzenlemelere, bugün yürürlükte olmayan 1985 tarihli CA’nın 428-430F hükümleri arasında rastlanılmaktadır¹¹⁵. Burada oluşturulan sistemde payların % 90’ına sahip olunması değil, yapılan aleni pay alım teklifinin % 90 veya üzerinde kabul görmesi, teklif sahibine diğer ortakların paylarını tek taraflı

¹¹² Burada ortakların kendi çıkarlarını en iyi kendilerinin gözeceği düşüncesinden hareket edilerek, % 90 oranındaki ortaklar tarafından kabul edilen teklifte önerilen fiyatın ortakların çıkarlarına aykırı düşmeyeceği ve haksız olamayacağı düşüncesinden hareket edilmiştir. Bkz. ASLAN, **Satın Alma Hakkı**, s. 12.

¹¹³ Görüldüğü üzere, % 90’lık eşik değere, zorunlu çağrı sonucunda iktisap edilen paylar ile ulaşılması durumunda da, zorunlu çağrıyı yapan kişinin, azınlık payları satın alma hakkı vardır.

¹¹⁴ Zorunlu çağrı fiyatının ne kadar olacağı ve ödemenin şekli, Yönerge m. 5’in dördüncü ve beşinci fıkralarında ayrıntılı olarak düzenlenmiş olduğu için, “squeeze out”daki pay bedeli hususunda zorunlu çağrı fiyatına atıf yapılması, yeterli ve adil görülmüştür. Bkz. **A.e.**, s. 13. Yönerge’deki zorunlu çağrı düzenlemesi için inc. aş. Üçüncü Bölüm/IV/B/3/a/(4).

¹¹⁵ Anonim ortaklıklar hukukunun -nispeten- orijinal hâlini karşılayan İngiliz Common Law sistemi, devralmalarda (takeover) tüm pay sahiplerinin pay mülkiyetlerini muhafaza hakkını öngörmektedir. Zira içerideki pay sahibi açısından uyulması zorunlu olan bir alım hakkının, hakkaniyete aykırı olduğu kabul edilmektedir. Brown v British Abrasive Wheel (1919). Bkz. LOWRY/DIGNAM, **Company Law**, s. 77. İlk olarak “Greene Committee” olarak adlandırılan, şirketler hukukunun değiştirilmesi amacıyla oluşturulan komitenin yayınladığı raporda (Company Law Amendment Committee Report 1925 to 1926), devralma gerçekleştiği vakit, devralana azınlık pay sahiplerinin paylarını zorla satın alma hakkının verilmesi önerilmiştir. Devralanın genellikle hedef ortaklığın tüm paylarını elde etme amacının bulunması ve az sayıda paya sahip kişilerin sıklıkla anlaşmaya yanaşmaması ve devralmaya engel olmaları bu öneriyi gerekçe olarak gösterilmiştir. Anılan raporu takiben İngiltere’de 1929 tarihli CA’da, devralmalarda küçük pay sahiplerinin paylarını satın alarak onları şirketten çıkarma hakkı yasal düzenlemeye tabi tutulmuştur. 1985 CA ve 2006 CA da, bu sistemi takip etmektedir. Bkz. **A.e.**

irade beyanı ile satın alma hakkı vermektedir. Bu sistemde çıkarma hakkının elde edilmesi için, örneğin şirkette % 90 oranında pay sahibi olan kişi, bir aleni teklifte bulunmalı, bu teklif, geri kalan % 10'un % 90'ını oluşturan toplam sermayenin % 9'u tarafından kabul edilmelidir ki, büyük çoğunluğu oluşturan pay sahibi, geriye kalan % 1 oranındaki payı satın alarak, bu payların sahiplerini şirketten çıkarma imkânını elde etsin. Benzer bir sistem 2006 CA m. 979'da da kabul edilmiştir. Buna göre aleni teklif sahibinin –sahip olduklarının- dışında kalan tüm paylara¹¹⁶ yönelik olarak yapılan bir teklifte sermaye ve oy hakkı bakımından teklifin ilgili olduğu payların % 90'ından az olmamak üzere kabul alan teklif sahibi, geri kalan iktisap etmediği veya şartsız olarak iktisap etme hususunda anlaşma yapmadığı payların sahiplerine yönelik olarak tek taraflı bir ihbarda bulunarak, onların paylarını da satın alma yetkisine sahiptir (m. 981/2).

Alman hukukunda anonim ortaklık azınlık pay sahiplerinin şirketten çıkarılmasına ilişkin ilk düzenleme, WpÜG ile, “Azınlık pay sahiplerinin çıkarılması/ihracı (Ausschluss von Minderheitsaktionären)” başlığı altında AktG'ye eklenen ve kanundaki düzenleme yeri itibarıyla konzernler hakkında uygulanan 327a - 327f hükümleridir. AktG § 327a'nın ilk fıkrası uyarınca genel kurul, esas sermayenin % 95'ine sahip büyük/esaslı ortağın (Hauptaktionär) talebi üzerine, diğer (azınlık) pay sahiplerine ait olan payların, uygun bir nakit tazminat karşılığında, büyük pay sahibine devrine karar verebilir. Görüldüğü gibi burada tıpkı şahıs ortaklıklarına benzer bir şekilde genel kurul çıkarma kararı almakta, ancak genel kurulun bu kararı alabilmesi % 95'lik büyük çoğunluğun bu yöndeki talebinin varlığına bağlanmakta, ayrıca genel kurulun kararı sonrasında azınlık pay sahiplerinin payları itfa edilmemekte veya ortaklık tüzel kişiliğine geçmemekte, uygun bir bedel karşılığında payların mülkiyeti büyük çoğunluğa devredilmektedir. Almanya'da böylelikle -doğrudan veya dolaylı olarak- % 95 pay oranına herhangi bir yöntemle ulaşan kişi, konzern içindeki bağlı ortaklığı konumundaki halka kapalı veya açık anonim ortaklıkta, kendisi dışındaki pay sahiplerinin paylarını devralarak, onları şirketten çıkarmak imkânına sahip olmaktadır. % 95 pay sahipliği oranına nasıl ve zaman ulaşıldığına bakılmaksızın satın alma hakkı kullanılabilir.

¹¹⁶ Teklif, belli bir pay grubuna yönelikse, teklifin bu sefer de bu pay grubundaki tüm paylara yönelik olması lazımdır. Bkz. 2006 CA. m. 974/2.

Satın alma hakkının kullanılabilmesi, öncesinde aleni pay alım teklifi yapılmasına bağlı değildir.

Söz konusu büyük pay sahibinin, prosedürü başlatmak için azınlığın paylarını satın alma talebi ile yürütme kuruluna başvurması ve genel kurulun toplantıya çağrılmasını istemesi lazımdır. Büyük pay sahibi, genel kurula devrin şartlarını içeren bir rapor sunmalıdır. Bu raporda nakit tazminatın uygunluğu ile ilgili açıklama ve gerekçeler yer alır. Nakit tazminatın uygunluğu, mahkemece atanan bir veya daha fazla bilirkişi tarafından incelenir. Genel kurulun basit çoğunlukla¹¹⁷ aldığı karar ticaret siciline tescil ettirilir. Tescil ile birlikte –azınlık pay sahiplerinin bireysel olarak hisselerini devretmelerine gerek kalmaksızın- azınlık payları, büyük ortağa kendiliğinden geçer ve azınlık pay sahiplerinin nakit tazminat talepleri muaccel hâle gelir. Büyük pay sahibi ortak, çıkarma kararının hüküm ifade etmesinden itibaren nakit tazminatı ödemekle yükümlüdür. Tazminat miktarına ilişkin olarak, azınlık pay sahibi tarafından gerek tazminat miktarının uygunluğuna¹¹⁸ gerek de % 95’lik orana ulaşamadığının tespitine yönelik bir dava açılması mümkündür. Yoksa burada da, % 95’lik büyük ortağın, çıkarma talebinde bulunması için, “haklı sebep” benzeri bir gerekçeye dayanması gerekli değildir. İlgili orana ulaşılması ile, hak kullanılabilir hâle gelir¹¹⁹.

¹¹⁷ Alman hukukunda “squeeze out” eşiği olarak kabul edilen % 95 oranına, sadece sermaye çoğunluğu itibarıyla ulaşılması yeterli iken; İngiliz ve AB sistemlerindeki % 90’lık sınıra hem sermaye hem de oy oranı itibarıyla ulaşılması lazımdır. Bununla birlikte Alman hukukunda, diğer ikisinden farklı olarak, genel kurulun da alacağı bir karar ile büyük çoğunluğun devralma talebini onaylaması gerekmektedir. İşte bu onayın verildiği genel kuruldaki karar nisabı ise, % 95 olmayıp, -kullanılan oyların- basit çoğunluğudur. Bu düzenleme, büyük pay sahibinin, imtiyazlı oy veya benzeri bir sebeple, oy oranının düşük olması durumunda, anlam kazanacaktır. Ancak her hâlükârda Almanya’da AktG § 327a’daki “squeeze out” hakkının kullanımı için elde edilmesi gereken oy oranı miktarının, 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi ve 2006 CA’ya nazaran düşük olduğu görülmektedir. Bunu, AktG § 327a vd. hükümlerindeki azınlığın çıkarılması kurumunun, hem uygulama alanı hem uygulama şekli hem de pay eşiğine ulaşma biçimi itibarıyla farklılığıyla açıklayabiliriz. AktG § 327a vd.de yer alan azınlığın çıkarılması hakkı, doğrudan “takeover” kurumuna bağlanan bir sonuç değildir. Bu düzenleme, Alman konzern anonim ortaklıklarının sevk ve idaresinin basitleştirilmesi amacına yönelik olup, AktG’ye aleni pay alım tekliflerini düzenleyen WpÜG ile eklenmiş olsa da, konzern hukukunun kapsamında yer almaktadır.

¹¹⁸ Tazminat miktarına ilişkin dava, genel kurul kararının iptaline yönelik değildir. Tıpkı genel kurulun atadığı özel denetçinin şahsına mahkemece itiraz prosedüründe olduğu gibi, burada da, mahkemenin tazminat miktarını artırması, genel kurul kararının geçerliliğini etkilemeyecek, sadece ödenecek bedel değişecektir.

¹¹⁹ Alman düzenlemesi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. PULAŞLI, **Çıkarma Hakkı**, s. 650 vd.

Almanya’da, AB ve İngiltere’deki aleni pay alım tekliflerindeki teklif sahibine tanınan teklifi kabul etmeyen pay sahiplerinin paylarını satın alma hakkını karşılayan azınlığın çıkarılması hakkı, doğrudan WpÜG § 39a ve 39b’de düzenlenmektedir. Bu hükümde azınlığı çıkarma hakkı, aleni pay alım teklifine bağlanmakta ve ihtiyari veya zorunlu çağrının ardından, hedef ortaklıkta oy hakkını haiz sermaye oranı % 95’den az olmayan teklif sahibine, talebi üzerine geri kalan payların devredileceği belirtilmektedir. Ancak hakkın kullanımı, bir mahkeme¹²⁰ kararı/emri alınması ve adil bir tazminatın ödenmesi şartlarına bağlıdır. Burada görüldüğü üzere genel kurul kararı alınması gerekmekte, ancak bu kararın varlığı ve karara karşı açılacak dava(lar) ile korunan azınlık, bu sefer bizatihi hakkın kullanımının bağlandığı mahkeme kararı ile muhafaza edilmektedir. Özellikle mahkeme kararı alınmasının gerekmesi, Alman düzenlemesini, “squeeze out” sınırının yüksekliğinin yanı sıra, AB ve İngiltere’den ayırmaktadır. Payların devri için talepte bulunma hakkı, kabul süresinin tamamlanmasından itibaren üç aylık hak düşümü süresine tabi kılınmış ve azınlık paylarının mülkiyetinin çıkarma hakkını kullanan büyük çoğunluğa geçişi mahkeme kararının verilmesine ve kesinleşmesine bağlanmıştır. WpÜG § 39a’da düzenlenen “squeeze out” hakkına ilişkin başvurunun yapılmasından sonra, yukarıda incelenen koncernlerdeki azınlığın çıkarılmasına ilişkin AktG § 327a vd. hükümleri, WpÜG’deki “squeeze out” prosedürünün tamamlanmasına kadar uygulanmayacaktır. Böylelikle Alman hukukunda var olan azınlığın çıkarılmasına ilişkin iki ayrı sistemin çakışması önlenmiş olmaktadır.

İsviçre’deki “squeeze out” düzenlemesi ise kendisine has özellikleri ile dikkati çekmektedir. İsviçre hukukunda azınlık pay sahiplerinin büyük çoğunluk tarafından şirketten çıkarılmasına ilişkin düzenleme BEHG m. 33’de “Geri Kalan Payların İtfası/İptali (Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere)” başlığı altında düzenlenmiştir. Bu hüküm uyarınca aleni pay alım teklifi sürecinin tamamlanması ile hedef ortaklığın toplam oy haklarının % 98’inden fazlasına sahip olan teklif sahibi, üç ay içerisinde geri kalan payların¹²¹ itfası/iptali için mahkemeye başvurabilir.

¹²⁰ Bu mahkeme de, münhasıran Frankfurt am Main Bölge Mahkemesi (Landgericht Frankfurt am Main) olacaktır.

¹²¹ Pay/hisse senedi yerine, şirket sermayesine ortak olma imkânını veren diğer bir menkul kıymet de, bu hüküm uyarınca itfa olunabilecektir.

Bunun için hedef şirkete karşı bir dava açılır. Pay mülkiyetini yitirecek olan pay sahipleri, davaya katılabilirler. Şirket tüzel kişiliği, itfa edilen payların yerine aynı türden yenilerini ihraç eder ve bu payları, çıkarma hakkını kullanan büyük pay sahibine, aleni teklif fiyatının ya da borsa fiyatının payları itfa olunan pay sahiplerine ödenmesi karşılığında, tahsis eder. Görüldüğü gibi İsviçre hukukunda da, “squeeze out” hakkının kullanımı, aleni pay alım teklifine bağlanmakta ve aleni teklif yoluyla belli bir pay eşiğine ulaşılması, geri kalan azınlık pay sahiplerinin şirketten çıkarılması imkânını vermektedir. Ancak öngörülen % 98’lik “squeeze out” eşiği, diğer tüm düzenlemelere nazaran daha yüksektir. Bununla birlikte bu eşiğe, oy oranı itibarıyla ulaşılması yeterli görülmüş, böylelikle oyda imtiyazlı payların iktisabı ile sermaye itibarıyla % 98’den düşük oranda paya sahip ortağa, “squeeze out” hakkı tanınmıştır.

Ayrıca doğrudan pay mülkiyetinin el değiştirmesi, yani payın hak sahibinin başvurusu üzerine devri söz konusu olmamakta, öncelikle azınlığın payları itfa edilmekte, takiben de şirket tarafından çıkarılan yeni payların mülkiyet hakkı büyük çoğunluğa verilmektedir. Hakkın kullanımı için özel bir sebebin varlığı gerekli olmamakla birlikte, hem mahkeme kararı alınması şartı getirilmekte hem de davanın şirkete açılması ile hedef şirket tüzel kişiliği bizatihi prosedürün içine dâhil edilmektedir. Zaten mahkeme kararı ve itfa sonrasındaki yeniden ihraç işlemi de, bir şirket tasarrufu şeklinde gerçekleşmektedir¹²².

Görüldüğü üzere azınlığın çıkarılması hakkı, yurt dışı düzenlemelerinde, - Alman AktG bir tarafa- hep aleni pay alım teklifi kapsamında ele alınmış ve aleni teklif sahibinin, yaptığı teklife aldığı kabuller ile % 90 veya daha fazla orandaki büyük çoğunluk konumuna ulaşması hâlinde, ona bu imkân verilmiştir. Hakkın kullanımı, AktG’de dahi, bizatihi belli bir pay/oy eşiğine ulaşılmasına bağlanmış, yoksa azınlık pay sahibinin yaptığı eylemlerle şirkete veya çoğunluğa zarar verme kastı türü bir kötü davranışının bulunması aranmamıştır. Dolayısıyla vardığımız sonuç, “squeeze out” hakkının, -kural olarak- anonim ortaklığın belli bir yöntemle¹²³

¹²² Belirtelim ki, çıkarma hakkının pay itfası suretiyle kullanılmasına ilişkin İsviçre sistemi, SPK tarafından hazırlanan ancak sonrasında geri çekilen yeni SerPK. Tasarı Taslağı’nın 24/3. maddesinde de benimsenmiştir.

¹²³ Aleni pay alım teklifi.

ve belli bir şekilde¹²⁴ devralınması hâlinde, devralana sağlanan özel bir hukuki imkân olduğudur. Mer'i mevzuatımızda bulunmayan bu özel hak/imkân, SPK'nın SerPK taslağında mevcuttur. Ayrıca Tasarı'da da, anonim ortaklık azınlık pay sahiplerinin şirketten çıkarılmasına yönelik özel kurallar getirilmiştir. Ancak bunlar, anonim ortaklıktaki kontrol değişikliği yani devralma veya aleni pay alım teklifi türünde özel bir devralma yöntemine ilişkin olmayıp, % 90'lık çoğunluğa, ek bazı şartların da gerçekleşmesi durumunda, tanınmaktadır. Bunlardan ilki; birleşme durumunda birleşme sözleşmesinde devralınan şirket ortaklarına –pay yerine- sadece ayrılma akçesi verilmesinin öngörülmesi (m. 141/2) ve buna ilişkin karar nisabının % 90 oy çoğunluğuna bağlanmasıdır (m. 151/5)¹²⁵. Diğeri ise yukarıda incelenen konzern şirketlere yönelik, azınlığın haklı sebeple çıkarılması düzenlemesidir (m. 208). Demek ki, bir konzern ilişkisi yoksa veya bir birleşme söz konusu değilse Tasarı anlamında büyük çoğunluğa verilmiş bir çıkarma hakkı söz konusu değildir. Ancak sonuçta bir anonim ortaklığı devralan kişi, sahip olduğu pay oranı da % 90 ise, anılan kurumlar kontrol değişikliğine yönelik olmasa da, geri kalan ortakları şirketten çıkarmak için gerekli olan ön şartı karşılamış olacaktır. Bu açıdan çıkarma hakkı, dolaylı yoldan dahi olsa, Tasarı açısından da, anonim ortaklığın devralınmasının kapsamına girmektedir¹²⁶.

2. Çıkma

Anonim ortaklığı aleni pay alım teklifi yöntemi ile, büyük bir çoğunluk iktisabı ile devralan kişinin sahip olduğu “squeeze out” hakkı, yabancı doktrinde ve mevzuatta, “sell out right” şeklinde adlandırılan, azınlığın paylarını çoğunluğa satarak şirketten “çıkma” hakkı ile denkleştirilmiştir. 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi m. 16'da, 15. maddedeki “squeeze out” düzenlemesini takiben, “sell out right” başlığı altında, 15. maddede belirlenen koşullar altında yani büyük çoğunluğun

¹²⁴ % 90 veya daha yüksek orandaki sermaye ve oy çoğunluğunun iktisabı.

¹²⁵ Karş. KARASU, **Emredici Hükümler İlkesi**, s. 167; Şengül AL KILIÇ, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşmesi**, İstanbul, Beta yay., 2009, s. 55-56; Nevzat AKBİLEK, **Pay Sahibinin Korunması**, s. 185-186.

¹²⁶ Karş. Tasarı m. 161/2-b, 173/3. Tasarı'nın genel gerekçesinde (bkz. N. 78, 134) bölünmede “squeeze out”un düzenlendiği belirtilmekte ve 141/2. maddeye atıf yapılmaktadır. Hâlbuki anılan madde, birleşmedeki ayrılma akçesi ile ilgili olup, bölünme ile alakalı değildir. Aynı yönde bkz. **A.e.**, s. 56.

azınlığı çıkarma hakkının bulunduğu durumlarda, üye devletlere aynı zamanda - paylarını kaybetme tehlikesi altında olan- azınlığa, çoğunluğu kendi paylarını satın almaya zorlama imkânının getirilmesi emri verilmektedir. Nasıl ki, % 90'lık çoğunluğun % 10 azınlığı, paylarını satın alarak şirketten çıkarma hakkı varsa, azınlığın da çoğunluk bu yetkisini kullanmasa da, -15. maddedeki adil fiyat düzenlemesi çerçevesinde- paylarını çoğunluğa satarak şirketten “çıkma” hakkı vardır. Görüldüğü gibi, “squeeze out” ve “sell out” kurumları birbirine paralel olarak, aynı koşullara tabi kılınarak düzenlenmiştir. Bu durum da, çıkma hakkının, çıkarma hakkına karşılık olarak sistem içine konulduğunu göstermektedir¹²⁷.

Çıkma hakkı, aleni pay alım teklifi sırasında, teklifi kabul etmeyen ve ortaklıkta kalmak isteyen pay sahiplerinin, teklif sonrasında büyük çoğunluğu ele geçiren teklif sahibine paylarını satma hakkını ifade etmektedir¹²⁸.

“Çıkma hakkı (sell out right)”, aleni pay alım teklifi durumuna özgü olup, bu özelliği ile “çağrıda bulunma zorunluluğu (mandatory takeover bid)” ve “ayrılma hakkından (appraisal right)” farklılaşmaktadır¹²⁹. Her üç kurum da, sonuç itibarıyla, anonim ortaklıktaki kontrolün dışında kalan pay sahiplerinin pay mülkiyetlerinin devri karşılığında adil bir nakdi tazminat/bedel elde etmeleri, böylelikle ortaklık bünyesi içinde oluşan yeni durumdan ekonomik bir menfaat kaybına yani zarara uğrama tehlikelerinin önlenmesi amacına yöneliktir. Çağrıda bulunma zorunluluğunda; hedef anonim ortaklıkta kontrolün el değiştirmesi üzerine ortaklığın yeni kontrol sahibine geri kalan payları satın alma zorunluluğu, dolayısıyla kontrol

¹²⁷ “Sell out” yani satın çıkma hakkının, “squeeze out” yani satın alıp çıkarma hakkının, karşılığı/karşıtı/sureti olduğu ve bu sebeple düzenlenmesi gerektiği hususunda bkz. WINTER vd., **Winter Report on Takeover Bids**, s. 62.

¹²⁸ Bkz. ve karşı. MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 125-126; Mustafa ÇEKER, “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkma Hakkı (Yargıtay 11. Hukuk Dairesi'nin Bir Kararı Münasebetiyle)”, **Batider**, 2005/XXIII-1, s. 67; Ayşegül ÖZDOĞAN, **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı**, Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi Yeterlik Etüdü, Ankara, 2002, s. 9; Yusuf Ziyaeddin SÖNMEZ, **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı**, Ankara, İstanbul, Beta yay., 2009, s. 49.

¹²⁹ Burada “ayrılma hakkı” teriminin kullanılma sebebi, esasında bu hakkın taraflarını ortaklık tüzel kişiliği ile pay sahibi oluşturması sebebiyle, diğer ortaklık tiplerindeki “çıkma”ya benzese de, terimin Türk doktrininde bir yeterlik etüdü ve bir de doktora tezi (bkz. aş. Üçüncü Bölüm/dpn. 131) ile kısmen yerleşmesidir. Yoksa yasal düzenleme sırasında gerek “squeeze out right” gerek “sell out right” gerek de “appraisal right” kavramları, “payların satılması hakkı”, “alım hakkı” gibi farklı veya hatta ortak bir terminoloji ile karşılanabilecektir.

dışındaki ortaklara paylarını yeni “controller”a satma hakkı tanınmaktadır. Burada non-controller pay sahiplerinin kontrol değişikliğinin muhtemel olumsuz sonuçlarından kurtulma olanağı söz konusudur ve kontrolün ihtiyari aleni pay alım teklifi ile el değiştirmiş olması şartı yoktur¹³⁰. Ayrılma hakkında ise; ortaklıktaki birleşme, nevi değişikliği, belli orandaki ortaklık malının satışı, faaliyet konusunun değiştirilmesi, merkezin yurt dışında taşınması, oy haklarını etkileyen esas sözleşme değişikliği gibi, hemen her düzende farklı ancak sınırlı sayıda sayılan, “önemli” nitelikteki yapısal değişikliğe olumsuz oy veren, ancak ilgili değişikliğe engel olamayan pay sahibine, ortaklığın yeni yapısal durumundan olumsuz etkilenmemesi için, ayrılma akçesi karşılığında ortaklık ilişkisinden kurtulma olanağı verilmektedir¹³¹. Burada paylar büyük ortak tarafından değil, ortaklık tüzel kişiliğince devralınmakta, dolayısıyla TK. m. 329’a aykırılık sorunu doğabilmektedir. Ayrılma hakkı; kontrol değişikliklerinden, belirli pay eşiklerine ulaşılmasından ve aleni pay alım teklifinden bağımsız olarak her bir pay sahibine, ortaklığa ilişkin önemli genel kurul kararlarına muhalif kalarak ortaklık ilişkisini sona erdirme imkânı tanımaktadır. Sell-out (satıp çıkma) hakkı açısından büyük çoğunluk karşısındaki azınlıktan bahsedilse de, önemli olan tek bir kişinin söz konusu çoğunluk oranına ulaşması veya bu oranı geçmesidir. Bundan sonra geri kalan payların oranı ne olursa olsun ve bu paylar, bir blok güç oluşturmaya da, bu paylar içindeki her bir pay sahibinin, haktan yararlanması mümkündür. Dolayısıyla bir azınlık hakkı izlenimi yaratsa da, esasında çıkma hakkı, bireysel pay sahipliği hakkıdır. Ayrılma hakkı da, bireysel bir pay sahipliği hakkıdır. Her ikisinde de, pay sahiplerine eşit şartlar altında ve uygun bir bedelle paylarını devretme olanağı, hakkın muhatabını ilgili payları devralmaya zorlama imkânı¹³² verilmektedir¹³³.

Bu kapsamda belirtelim ki, çağrıda bulunma zorunluluğu sadece halka açık anonim ortaklıklarda söz konusu iken; ayrılma hakkı, kapalı ortaklıklarda da vardır.

¹³⁰ Çağrıda bulunma zorunluluğu için bkz. aş. Üçüncü Bölüm/IV/B.

¹³¹ Ayrılma hakkı için inc. ÖZDOĞAN, **Ayrılma Hakkı**, b.a.; SÖNMEZ, **Ayrılma Hakkı**, b.a.

¹³² *Sönmez*'in ifadesi ile zorunlu satım hakkı. **A.e.**, s. 50. Zorunlu satım hakkı (put option), üçüncü kişilerin elindeki değerlerin, zorla, -yani alıcının iradesine bağlı olmaksızın- bir başkasına satılabilmesidir. Burada kendi paylarının karşı tarafça devralınmasını zorlayabilme hakkı söz konusudur. Bkz. OKUTAN NILSSON, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, s. 225.

¹³³ Her iki kurumun karşılaştırması için bkz. ÖZDOĞAN, **Ayrılma Hakkı**, s. 9-10; SÖNMEZ, **Ayrılma Hakkı**, s. 49 vd.

Öte yandan çağrıda bulunma zorunluluğunda yükümlülüğün muhatabı kontrolü ele geçiren pay sahibi iken; ayrılma hakkında ayrılma akçesini ödeyecek ve dolayısıyla ayrılan pay sahiplerinin paylarını iktisap edecek olan, bizzat şirket tüzel kişiliğinin kendisidir. Ayrılma hakkı mevzuatımızda bulunmazken¹³⁴; çağrıda bulunma zorunluluğu Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17’de düzenlenmiştir.

İşte “çıkma hakkı” da, sonuç itibarıyla azınlık pay sahibinin pay mülkiyeti karşılığında alacağı bedel ile şirketten ayrılmasına ilişkin bir düzenleme olmakla birlikte, haktan yararlanabilecek olanların alanının nispeten darlığı yani azınlığın kapsamının küçüklüğü itibarıyla “ayrılma hakkı”na; hakkın kullanımı için şirketin bir işleminin bulunmasının gerekmemesi, pay bedellerini kontrol sahibi pay sahibinin ödemesi ve pay mülkiyetinin bedeli ödeyen pay sahibine geçecek olması itibarıyla da “çağrıda bulunma zorunluluğu”na yaklaşmaktadır. Sonuçta çağrıda bulunma zorunluluğu, yeni kontrol sahibine yüklenen bir yükümlülük olmanın ötesinde, çağrının muhatabı olacak non-controller pay sahipleri için bir satma hakkıdır. “Sell out” hakkı da, azınlık pay sahiplerinin paylarını büyük çoğunluğa satarak şirketten çıkma hakkıdır. SerPK. m. 22/i’nin sonunda yer alan ve SPK’ya verilen “... azınlıktaki ortakların da kontrolü ele geçiren kişi veya gruba paylarını satma hakkına ilişkin düzenlemeleri yapmak” görev ve yetkisi, azınlığın “sell out” hakkını karşılamamakta¹³⁵, çağrıda bulunma zorunluluğunun azınlık pay sahipleri açısından bir “hak” oluşturduğunu teyit etmektedir¹³⁶. Payları satın alacak kişinin, Kanun’un ifadesi ile “kontrolü ele geçiren kişi” olması ve SPK’nın çağrıda bulunma zorunluluğunu bir Tebliğ hükmü ile düzenlemekle birlikte, “sell out” hakkına ilişkin bir düzenleme yapmamış olması, bu tespiti doğrulamaktadır¹³⁷.

Çıkma hakkı, bizatihi aleni pay alım teklifi kurumuna yönelik bir düzenlemedir. Aleni pay alım tekliflerine egemen olan/olması gereken “eşitlik ilkesi”nin sağlanması amacıyla, teklifin aynı durumdaki tüm pay sahiplerine açık

¹³⁴ İnc. ve karş. **A.e.**, s. 60 vd., 180, 187. Tasarı’daki “ayrılma hakkı” düzenlemeleri için bkz. **A.e.**, s. 187 vd.; KARASU, **Emredici Hükümler İlkesi**, s. 171-172; AL KILIÇ, **Birleşme**, s. 48 vd.; AKBİLEK, **Pay Sahibinin Korunması**, s. 182 vd.

¹³⁵ K.g. SÖNMEZ, **Ayrılma Hakkı**, s. 50.

¹³⁶ Çıkma hakkına ilişkin düzenlemeye, “satma hakkı” başlığı altında SPK’nın SerPK. tasarı taslağının 24. maddesinde rastlanılmaktadır.

¹³⁷ SerPK. m. 22/i hükmünün, “ayrılma hakkı”nı da karşılamadığı hususunda bkz. ÖZDOĞAN, **Ayrılma Hakkı**, s. 3.

olması ve eşit şartlar önermesi kuralı, eşitliğin sağlanması amacıyla kontrol priminin paylaşılmasını sağlayan kontrol iktisabının ardından çağrıda bulunma zorunluluğu ile tamamlanmıştır. Ancak gerek -13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi'nde olduğu üzere kontrolün herkese açık ihtiyari aleni pay alım teklifi ile elde edilmesi durumunda çağrı zorunluluğunun bulunmaması¹³⁸ gerek de bir kısım azınlık pay sahiplerinin aleni teklif şartlarını tatminkâr bulmamaları sebebiyle veya kontrolün teklif sahibince elde edilemeyeceği düşüncesiyle aleni teklife karşı kabul beyanında bulunmadıktan sonra, teklif sahibinin ulaştığı çok yüksek pay oranı karşısında yönetsel etkilerinin hemen tamamını kaybetmeleri veya kontrol değişikliği ile karşılaşmaları üzerine, onlara diğer pay sahipleri ile birlikte eşit şartlar ile şirketten çıkma hususunda son bir şansın verilmesi düşünülmüştür. Böylelikle aleni pay alım teklifi kurumunda tam bir eşitliğin ve teklif sahiplerinin hiçbir dış etken sebebiyle kabul beyanında bulunmaya zorlanmamalarının sağlanması amaçlanmaktadır. İşte azınlık pay sahipleri açısından paylarını satabilmeleri noktasındaki, söz konusu -tercihlerini gözden geçirme imkânı veren- son şans, “sell out (paylarını satarak çıkma)” hakkıdır^{139 140}.

Çıkma hakkı, AB düzeyinde ilk defa 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi ile düzenlenmiş ve takiben ulusal mevzuatlardaki yerini de almıştır. İngiltere'de 2006 CA m. 983 vd.¹⁴¹, Almanya'da ise WpÜG § 39c ile, tıpkı 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi'nde olduğu gibi, ihtiyari veya zorunlu pay alım teklifinin ardından büyük

¹³⁸ Kontrolün ihtiyari aleni pay alım teklifi ile elde edilmesi durumunda zorunlu çağrı olsa da, çağrı zorunluluğunu doğuran kontrol eşliğinin nispeten düşüklüğü ve zorunlu çağrıda kabulün zorunlu olmaması karşısında, azınlık/küçük pay sahibinin hâlen aleni teklifi kabul etmeme düşünceleri ön planda olabilir. İşte zorunlu çağrı ile birlikte yeni kontrol sahibinin ulaştığı gücün büyüklüğü veya daha öncesinin tersine fiilî kontrolü elde etmesi ihtimalinde, geriye kalan pay sahiplerine aynı şartlarla paylarını satma hakkının verilmesi, fırsat eşitliğini tamamlamakta ve öncesindeki aleni tekliflerin kabulü noktasında pay sahiplerinin kendilerini baskı altında hissetmelerini önlemektedir.

¹³⁹ MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 126; ÖZDOĞAN, **Ayrılma Hakkı**, s. 9; SÖNMEZ, **Ayrılma Hakkı**, s. 49, 51.

¹⁴⁰ Çoğunluğun pozisyonunun verdiği gücü kötüye kullanma riskinin bulunması, azınlık haklarının kullanılma eşiklerinin yüksekliği, likit olmayan piyasalarda adil fiyatın elde edilme zorluğu ve çoğunluğa aşırı ağırlıkta bir yük yüklememesi de, aleni pay alım tekliflerinde pay sahipleri üzerindeki baskıyı kırması ve squeeze-out'un dengeleyicisi olması yanında, çıkma hakkının öngörülme gerekçeleri olarak gösterilmektedir. Bkz. **Winter Report on Takeover Bids**, s. 62-63.

¹⁴¹ *Sönmez*, 2006 CA öncesinde yürürlükte olan 1985 CA m. 430A hükmüne atıf yapmaktadır. SÖNMEZ, **Ayrılma Hakkı**, s. 49/dpn. 179.

çoğunluğun¹⁴² geri kalan azınlık pay sahiplerini şirketten çıkarma hakkının bulunduğu hâllerde, buna paralel olarak, çıkarılma tehlikesi içinde olan azınlığa da paylarını büyük çoğunluğa satma hakkı verilmektedir. WpÜG § 39c'deki düzenlemede çıkma hakkının; aleni pay alım teklifi ile olan bağlantısı, bu hakkın daha önce teklifi kabul etmeyen pay sahiplerine verilmiş son kabul imkânı olduğu ve çıkarma hakkının karşılığı olduğu açıkça görülmektedir. Buna göre ihtiyari veya zorunlu çağrıyla takiben, teklif sahibi § 39a (squeeze out düzenlemesi) uyarınca talepte bulunma yetkisine sahipse, teklifi kabul etmeyen hedef şirket pay sahipleri, kabul süresinin tamamlanmasından itibaren üç ay içerisinde, teklifi kabul ettiklerini açıklayabilirler. Böylelikle azınlık, önceden kabul etmediği teklif fiyatı üzerinden paylarını satarak şirketten çıkabilmektedir. Pay bedelini teklif sahibi olan büyük çoğunluk ödeyecek ve işleme konu azınlık paylarının mülkiyeti de söz konusu çoğunluğa devredilmiş olacaktır.

İşte çıkma hakkı da, çıkarma hakkı gibi, doğrudan anonim ortaklığın devralınmasına bağlı olmamakla birlikte, aleni pay alım teklifi ile gerçekleşen bir devralma sonrasında, devralan -yapılan düzenlemeye göre- hedef şirkette % 90 veya 95 oranında sermaye ve oy oranına ulaşırsa, geri kalan her bir pay sahibi, payını şirketin yeni kontrol sahibine devretme hakkına sahip olacaktır. Ancak tekraren belirtelim ki, çıkma hakkı, -ayrılma taleplerini de kapsar bir şekilde- bugün itibarıyla Türk anonim ortaklık hukukunda bulunmamaktadır¹⁴³.

¹⁴² İngiltere'de % 90, Almanya'da % 95.

¹⁴³ Yarg. 11. HD., 14.03.2006, 2750/2644: “Davacı, anonim şirket ortaklık payını devretmek istemesine rağmen sonuç alamadığını ileri sürerek gerçek değeri karşılığında ortaklıktan çıkmasına, aksi takdirde şirketin fesih ve tasfiyesine karar verilmesini talep etmiştir. Sermaye unsurunun ön planda bulunduğu anonim şirketlerde çıkma müessesesi yoktur. Şirketin tasfiyesini gerektiren bir neden de bulunmadığından davanın reddine karar verilmesi usul ve yasaya uygundur.” (Yargı Dünyası, Haziran 2006, s. 120). Ayrıca bkz. Yarg. 11. HD. 24.01.2005, 3806/191 (Yargı Dünyası, Temmuz 2005, s. 122-123).

Her iki kararda da Yüksek Mahkeme'nin vurguladığı husus, limited şirketlerdeki, TK. m. 551'de düzenlenen ayrılma akçesi karşılığında şirketten “çıkma” kurumunun, -kıyasen dahi olsa- anonim ortaklıklarda uygulama alanı bulmayacağıdır. Her iki davada da davalı olan, anonim ortaklık tüzel kişiliğidir. Yoksa bu davalarda, çoğunluğun azınlığın payını satın alma zorunluluğuna ilişkin taleplere rastlanmamaktadır. Ayrıca bkz. KARASU, **Emredici Hükümler İlkesi**, s. 171.

IV. Sermaye Piyasası Hukuku Açısından

A. Kamuyu Aydınlatma Zorunluluğu

1. Anlamı ve Kapsamı

Anonim ortaklığın devralınması, işleme katılanların sermaye piyasası aktörü olması durumunda sermaye piyasası hukuku açısından öncelikle bildirim/açıklama yapma içerikli kamuyu aydınlatma zorunluluğunu gündeme getirmektedir¹⁴⁴.

Kamuyu aydınlatma ilkesi, geniş anlamı ile, hem anonim ortaklıkların yönetiminin hem de sermaye piyasalarının¹⁴⁵ işleyişinin şeffaf olmasını yani ilgililerin dışarıdan baktıkları vakit içeriği görebilmelerini, kararlarını etkileyebilecek tüm olaylardan adil şartlar altında haberdar olmalarını gerektirir. Zaten doktrinde “şeffaflık” ile kamuyu aydınlatma ilkesinin eş anlamlı olarak kullanıldığı da görülmektedir¹⁴⁶.

Kamuyu aydınlatma kavramı, genellikle bir işletmenin/firmanın/ortaklığın iktisadi durumu, faaliyetlerindeki başarı ve gelişimi hakkında kanaat oluşturacak şekilde¹⁴⁷, belirli bir muhatap çevresine yapılan açıklamaların tümü anlamında kullanılmaktadır¹⁴⁸. Kamuyu aydınlatma ilkesi; anonim ortaklığın geçmiş, mevcut ve muhtemel durumu hakkında “ayna” vazifesi görerek bu hususların kamuya

¹⁴⁴ İngilizce “disclosure” ve Almanca “Publizitaet” kavramlarının karşılığı olan (bkz. Arslan KAYA, “Ticaret Sicili ve Sermaye Şirketlerinde Kamuyu Aydınlatma”, **Türk Hukukunun Avrupa Birliği Hukukuna Uyum - Acquis Communautaire’in Alınması - Açıklamalar, Değerlendirmeler, Öneriler**, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Rektörlüğü yay., 2001, s. 486/dpn. 3) “kamuyu aydınlatma” kavramının gerek yurt dışında gerek de ülkemizdeki ortaya çıkış süreci ile ilgili olarak bkz. Ünal TEKİNALP, **Anonim Ortaklığın Bilançosu Ve Yedek Akçeleri, Kamuyu Aydınlatma İlkesi İle**, 2. Bası, İstanbul, Fakülteler Matbaası, 1979, s. 8 vd.; Arslan KAYA, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**, Ankara, BTHAE yay., 2001, s. 15; PASLI, **Kurumsal Yönetim**, s. 243/dpn. 339; Veliye YANLI, **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler Ve Kamunun Aydınlatılması**, İstanbul, Beta, 2005, s. 95 vd., 221 vd.; Mustafa İHTİYAR, **Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul, Beta yay., 2006, s. 5 vd.

¹⁴⁵ Bir ülkedeki sermaye piyasasının şeffaflığı, ancak sermaye piyasasını oluşturan aktörler ile ilgili bilgilerin şeffaf olması ve ayrıca piyasanın işleyişi ile ilgili kuralların açık, anlaşılabilir ve tutarlı olması ile sağlanabilir. Zaten SerPK. m. 1’de Kanun’un konusu, sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını düzenlemek ve denetlemek olarak belirlenmiştir.

¹⁴⁶ Bkz. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 1457a. Bununla birlikte kamuyu aydınlatmanın, “şeffaflık” kavramını kapsayan üst norm olduğu hususunda bkz. PASLI, **Kurumsal Yönetim**, s. 244/dpn. 340.

¹⁴⁷ Açıklanacak bilginin özellikleri (açıklık, tamlık, tarafsızlık, vb.) konusunda bkz. İHTİYAR, **Kamuyu Aydınlatma**, s. 63 vd.

¹⁴⁸ KAYA, **Bilgi Alma**, s. 18; İHTİYAR, **Kamuyu Aydınlatma**, s. 59.

yansımaları, böylelikle bilgilendirme yoluyla tüm menfaat gruplarının korunmasını sağlar¹⁴⁹. Kamuyu aydınlatmanın en önemli unsuru, bu yansımanın bir başka deyişle bilgilendirmenin, kamuoyuna yönelik olarak yapılacak olan açıklamalar ve ilanlarla sağlanmasıdır. Bu sebeple kanaatimizce, muhatap çevresinin haklarının muhafazasını amaçlayan tüm araçlar değil, sadece bu kişilerin bilgi sahibi olmalarını sağlayacak ilanlar¹⁵⁰, ilkenin kapsamı içerisindedir¹⁵¹. Anonim ortaklıklar hukuku anlamında kamuyu aydınlatma denilince bundan, ortaklık tüzel kişiliği tarafından işletmenin durumu ve iktisadi faaliyeti konusunda verilen bilgilerin, yapılan açıklamaların bütünü anlaşılır^{152 153}.

Kamunun aydınlatılmasının, “şeklî” ve “maddî” boyutu vardır. Bir anonim ortaklığın genel anlamda durumunu ortaya koyan bilgi ve belgelerin kamuoyuna açıklanması, bir başka deyişle yayınlanarak ilan edilmesi, kamuyu aydınlatma ilkesinin şeklî yönünü ifade etmektedir. Yani bu tür bilgilerin “bilgi yayma kanalları”¹⁵⁴ vasıtasıyla ilgililere ulaştırılması, dar anlamda kamuyu aydınlatmayı gerçekleştirir. Öte yandan bu bilgilerin içeriklerinin anlaşılabilir açıklıkta, yeterli, doğru, karşılaştırılabilir ve dürüst olmaları ile bilgilendirmenin zamanında yapılması, kamuyu aydınlatma ilkesinin maddî yönünü ortaya koymaktadır. Maddî kamuyu aydınlatma, şeklî kamuyu aydınlatmaya nazaran daha geniş bir alana yayılmakta, bağımsız denetim gibi, kamuya açıklanan hususların belirtilen şartları haiz olabilmesi

¹⁴⁹ Avrupa Adalet Divanı, özellikle Centros ve Überseering kararlarında, hem kamuyu aydınlatma ilkesinin ilgilileri koruma fonksiyonunun altını çizmiş hem de alacaklıların, işçilerin, azınlık pay sahiplerinin, hatta vergi makamlarının haklarının kamuyu aydınlatma ilkesi (bu yöndeki düzenlemeler) sayesinde, asgari sermaye zorunluluğu ve benzeri hükümlerden daha iyi ve etkili şekilde korunacağını belirterek kamuyu aydınlatmanın ilgi çevresinin genişliğini ortaya koymuştur. Bu kararlar için bkz. Case C-212/97, Centros Ltd (1999) ECR I-1459; Case C-208/00 Überseering (1999) ECR I-09919.

¹⁵⁰ Örneğin kamusal bir sicilde yapılan tescil, bu anlamda “ilan” kavramının kapsamı içinde kabul edilmektedir. Buradaki “ilan” kavramının geniş kapsamlı anlamı için bkz. PASLI, **Kurumsal Yönetim**, s. 245/dpn. 344.

¹⁵¹ Kamuyu aydınlatma ilkesinin kapsamını yapılan “ilan”lardan daha geniş kabul eden anlayış ve bunun eleştirisi için bkz. A.e., s. 244 vd., özellikle 246-247.

¹⁵² Hüseyin ÜLGEN, **Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Ortaklığın Kuruluşta Sonra Mal varlığı Değerlerini Devir Alması (Alman Hukuku ile Karşılaştırmalı Olarak)**, İstanbul, BTHAE yay., 1969, s. 25.

¹⁵³ Kamuyu aydınlatma ilkesine yönelik olarak doktrinde yapılan tanımlar için bkz. İHTİYAR, **Kamuyu Aydınlatma**, s. 59 vd.

¹⁵⁴ Bu kavram için bkz. PASLI, **Kurumsal Yönetim**, s. 284-285. Bir bilgi yayma kanalı olarak “kamuyu aydınlatma projesi” için bkz. YANLI, **Kamunun Aydınlatılması**, s. 106-107/dpn. 47.

için gerekli olan mekanizmaları da kapsamına almaktadır¹⁵⁵ ¹⁵⁶. Şeklî kamuyu aydınlatma, kamuyu aydınlatmanın “niceliksel”; maddi kamuyu aydınlatma ise “niteliksel”¹⁵⁷ yönünü karşılamaktadır¹⁵⁸.

Burada bizi ilgilendiren husus, şeklî kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde, anonim ortaklık ile ilgili olarak kamuya açıklanacak bilgilerin alanıdır. Böylelikle anonim ortaklığın devralınması olgusunun, kapsam içine girip girmediği, kamuya açıklanması gereken bir bilgi olup olmadığı belirlenecektir.

Birçok ülkede ve özellikle kamuyu aydınlatma ilkesi açısından öncü bir uluslararası normlar bütünü olma eğilimdeki OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri’nde, açıklanması gereken bilginin niceliksel anlamda asgari sınırını belirlemek için “esaslilik (materiality)” kavramı kullanılmaktadır. Yokluğu ya da yanlış beyanı, kullanıcıları tarafından alınacak ekonomik kararları etkileyebilecek olan bilgi, “esaslı”dır ve dolayısıyla kamuya açıklanmalıdır¹⁵⁹.

Sermaye piyasası mevzuatımızda bu konuda, “önemli olay” terimi kullanılmaktadır. SerPK. m. 16/A’da “...menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerde Kurul, küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun

¹⁵⁵ Ancak burada da unutulmaması gereken husus, ilan, tescil vb. yöntemlerle kamuya yapılacak açıklamaların, kamuyu aydınlatma ilkesinin vazgeçilmez bir unsuru olduğu, bu tür bir yayın faaliyetinin olmadığı bir ortamda kamuyu aydınlatmadan bahsedilemeyeceğidir. Zira bu ilkenin özü, anonim ortaklıkların işleyişinden mümkün olduğunca kendisini soyutlamak isteyen kamusal otoritenin, ezilme ihtimali olan tüm ilgili grupların, ortaklığın gerekli her türlü faaliyetinden haberdar olarak kendi kendilerini savunabilmeleri, tehlikeye girmekten sakınabilmeleri, hatta zararlarını kendi özel formülleri ile giderebilmelerinin sağlanmasıdır. Böylelikle kamuyu aydınlatma, modern ekonomik düzenin vazgeçilmez bir aracı olmakta ve devletin ekonomiden çekilmesinin sakıncalarını asgariye indirgemektedir. Bu sebeple de kamuyu aydınlatma ilkesinin piyasa ekonomisinin temeli olduğu söylenebilir. Kamuyu aydınlatma ilkesinin kökeni hakkında bkz. TEKİNALP, **Bilanço**, s. 18 vd.

¹⁵⁶ Yanlı, şeklî kamuyu aydınlatmanın, bilgilerin ve açıklamaların yayımlanıp ilan edilmesini içerdiğini; bunu tamamlayan maddi kamuyu aydınlatmanın ise yayımlanan, bildirilen, tescil ve/veya ilan edilen hususların içeriğinin anlaşılabilirlikte açıklıkta olması anlamına geldiğini belirtmektedir. YANLI, **Kamunun Aydınlatılması**, s. 106-108.

¹⁵⁷ Yanlı, “maddi anlamda kamuyu aydınlatma, açıklanan ya da yayımlanan hususların özü ile ilgilidir” demektedir. A.e., s. 108.

¹⁵⁸ PASLI, **Kurumsal Yönetim**, s. 251. Ayrıca bkz. İHTİYAR, **Kamuyu Aydınlatma**, s. 119-120.

¹⁵⁹ OECD Principles of Corporate Governance-Annotations, (Çevrimiçi) <http://www.oecd.org/daf/governance/principles.htm>, 14.03.2001 ve 10.02.2005; Hanno MERKT, “Disclosing Disclosure: Europe’s Winding Road to Competitive Standards of Publication of Company-Related Information”, **Reforming Company and Takeover Law in Europe**, Ed. by., Guido Ferrarini/Klaus J. HOPT/Jaap Winter/Eddy Wymeersch, New York, Oxford University Press, 2004, s. 140-141; PASLI, **Kurumsal Yönetim**, s. 250.

aydınlatılmasını sağlamak amacıyla düzenlemeler yapar.” denilmektedir. Keza SPK’nın görevlerinin sayıldığı Kanun’un 22. maddesinde de, “e” bendinde, “Kamunun zamanında yeterli ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla...araçların değerini etkileyebilecek önemli bilgilerin kapsamını, standartlarını ve ilan esaslarını tespit...” etmek görevi, SPK’ya verilmiştir. SerPK. m. 16/A, 22/e, 47-A/1 ve 3 hükümleri karşısında kanun koyucunun, “önemli olay”dan kastının, hisse senetleri, tahviller gibi sermaye piyasası araçlarının¹⁶⁰ piyasa değerini etkileme ihtimali/imbânı/gücü olan olgular olduğu anlaşılmaktadır. Özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin esasların belirlendiği, bugün yürürlükteki Seri: VIII, No. 54 sayılı Tebliğ’in 2/1. maddesinde Tebliğ’in kapsamı, “Bir borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek veya haklarını kullanmalarına yönelik önemli olay ve gelişmeler” şeklinde saptanmıştır^{161 162}.

¹⁶⁰ “Sermaye piyasası aracı” kavramı, SerPK. m. 3/b’de, türlerini ortaya koyar nitelikte, “menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır” şeklinde tanımlanmaktadır. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. PASLI, **Menkul Kıymet**, s. 1520 vd.

¹⁶¹ Ayrıca inc. Seri. VIII, No: 39 sayılı Tebliğ m. 2, 10/3. Kamuya açıklama yapılmasının gerektiği özel durumların sayıldığı söz konusu Tebliğ’in kapsamının ortaya konulduğu 2. maddesinde şöyle denilmektedir: “Sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırım kararlarını etkileyebilecek veya yatırımcıların haklarını kullanmalarına yönelik önemli olay ve gelişmelerde kamuya açıklanacak özel durumlar ve bunların açıklanma esasları bu Tebliğ hükümlerine tabidir.”. Keza aynı Tebliğ’in “Açıklamanın Kapsam ve Niteliği” kenar başlığını taşıyan 10. maddesinin üçüncü fıkrasında; “Bu Tebliğde geçen önemli kavramı, sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırım kararlarını etkileyebilecek ve mevcut koşullar altında önemli olarak addedilebilecek olan veya bir varlık ya da ilgili mali tablo kaleminde % 10 ve üzerindeki bir oranda değişiklik yaratabilecek olan bilgiyi ifade eder.” denilerek “önemlilik/esaslılık” kavramına, ayrıntılı bir açıklama getirilmiştir. Aynı yönde bkz. Seri: VIII, No: 57 sayılı Tebliğ m. 6/3. Ayrıca inc. Rehber, II/2.3. Seri: VIII, No: 20 sayılı Tebliğ kapsamında “önemli” kavramı hakkında inc. Ömer TEOMAN, **Yaşayan Ticaret Hukuku**, C. I: Hukuki Mütalâalar, Kitap 11: 2003, İstanbul, Vedat Kitabılık, 2004, s. 134 vd, özellikle 137-139.

¹⁶² AB hukukunda borsa şirketleri açısından kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün kapsamının ortaya konulduğu 2001/34/EC sayılı Yönerge’nin “Ek Bilgiler” kenar başlığını taşıyan 68. maddesinin genel bir belirlemenin yapıldığı ilk fıkrasında, kamunun bilgisinde olmayan ve ortaklığın mal varlığı, sorumlulukları veya finansal durumu ya da genel olarak işlerin gidişatı üzerindeki etkileri vasıtasıyla ortaklığın paylarının fiyatında esaslı değişiklikler/oyunmalar doğurabilecek, ortaklığın faaliyet alanındaki yeni esaslı gelişmelerin kamuya açıklanması gereğine vurgu yapılmıştır. Görüldüğü gibi burada, ortaya çıkan özel durumun şekli kamuyu aydınlatmanın kapsamına girip girmediğinin tespitinde “ortaklık paylarının fiyatında esaslı değişiklikler ortaya çıkarma” kriteri kullanılmıştır.

Öte yandan hem kapsam içi ortaklıklar ile mali araçların genişletilmesine hem de kamuya açıklanacak bilgilerin artırılmasına yönelik olarak, yukarıda anılan 2001/34/EC sayılı Yönerge’nin 68/1. maddesi, 2003/6/EC sayılı Yönerge’nin 20. maddesi ile yürürlükten kaldırılmıştır. 2003/6/EC sayılı Yönerge’nin 6/1. maddesinde, mali araç ihraççılarına (anonim ortaklıklara) kendileri ile doğrudan ilgili olan “içerideki bilgiyi (inside information)” mümkün

İşte bu kapsamda düşünüldüğünde, gerek bir anonim ortaklığın kontrol sahibinin kim olduğuna ve kontrolün şekline ilişkin bilgi ve kontrol sahibinin değişmesi, yani anonim ortaklığın devri/devralınması, gerek de devralan ve devreden açısından bir anonim ortaklığın kontrol sahipliğinin kazanılması/kaybı ya da paylaşılmaya başlanması, bu anonim ortaklık ile ilgili kişilerin, yani menfaat sahiplerinin (stakeholders) ilgili anonim ortaklıkla alakalı ekonomik kararlarını etkileyecek, dolayısıyla bu anonim ortaklığın ihraç ettiği veya başka bir şekilde bağlantılı olduğu menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek niteliktedir. Zira ortaklığın işletmesel ve finansal stratejileri, bu bağlamda örneğin kâr dağıtım politikası kontrol sahibinin yönlendirmesi ile şekillenecek ve değişebilecektir¹⁶³. Kontrol sahibinin değişmesi ile hedef ortaklığın içine gireceği ve dışına çıkacağı grup, ortaklığın hem hukuki hem de iktisadi kaderini etkileyecektir¹⁶⁴.

olan en kısa sürede kamuya açıklama yükümlülüğü getirilmektedir. “İçerideki bilgi” kavramı ise, Yönerge’nin 1/1. maddesinde oldukça geniş bir alana yayılır şekilde ve ilgili olduğu ortaklık faaliyeti açısından bir alan sınırlaması yapılmaksızın şöyle tanımlanmıştır: “İçerideki bilgi, kamuya açıklanmamış, doğrudan veya dolaylı olarak bir veya daha fazla ihraççı ya da mali araç ile ilgili olan ve kamuya açıklansaydı bu mali araçların veya bunlarla bağlantılı türev mali araçların fiyatında önemli etki yapabilmesi muhtemel olan kesin bilgi anlamına gelir.”. Demek ki, kamuyu aydınlatma sistemi açısından, ilgili ortaklığın sermaye piyasası araçlarının fiyatına etki edebilecek, “kesin”lik taşıyan tüm yeni gelişmelerin kamuya açıklanması, sistemin bugün ulaştığı son durumdur. Kesin bilgi kavramı için bkz. aş. Üçüncü Bölüm/dpn. 226.

Bu tanımda yer alan bilginin mali araçların fiyatında önemli etki yapabilme ihtimaline sahip olması, söz konusu bilginin makul bir yatırımcının yatırım kararlarının temelini bir parçası olarak kullanılabilir olması anlamına gelmektedir. Görüldüğü gibi bir bilgi, yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etkili olabilecek ise, mali araçların fiyatına da etki yapabilme gücüne sahip demektir ve dolayısıyla kamuya açıklanmalıdır (bkz. 2003/124/EC sayılı Yönerge m. 1/2).

Anonim ortaklığın devralınması işleminin, hem tarafları hem de hedef ortaklık açısından bu nitelikte olduğu şüphesizdir.

¹⁶³ Bu konuda doktrinde şöyle denilmektedir: “Önemli yatırımcı haklarından biri, ortaklığın sermaye yapısı hakkında bilgi sahibi olmaktır. Tüm ilgililerin korunmalarının sağlanması açısından anonim ortaklığın büyük pay sahiplerinin kimliklerinin ve sahip oldukları pay miktarlarının açıklanması gerekmektedir. Bu anlamda ortaklığın sadece belli oranda payının mülkiyetini haiz olan pay sahiplerinin değil; oy hakkında imtiyaz, çapraz pay sahipliği, özellikle oy sözleşmeleri dâhil çeşitli pay sahipleri sözleşmeleri, vb. araçlarla ortaklık kontrolünü elinde bulunduran veya bulundurma ihtimali olan pay sahiplerinin de kamuya açıklanması gerekmektedir. Bu kişilerin kim olduklarının ve ortaklıkla ilgili ne zaman hangi işlemi yaptıklarının bilinmesi, sermaye piyasasında faaliyette bulunan tüm aktörlerin kendi menfaatlerini koruyabilmeleri açısından önemlidir...”. PASLI, **Kurumsal Yönetim**, s. 261.

¹⁶⁴ Kamuyu aydınlatma ile ilgili olarak Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ’deki hükümlere ilişkin ayrıntıların gösterildiği Rehber’de, örneğin ele geçirme anlaşmaları, tek başına ilgili sermaye piyasası aracının fiyatı veya yatırımcıların yatırım kararı üzerinde etkili olan olaylara/bilgilere örnek olarak gösterilmektedir. Rehber, N. II/2.3. Bunun gibi, Rehber’de özel durumlar, örnek kabilinden sayılırken, “devralmalar”dan da bahsedilmektedir. Bkz. Rehber, N. II/5.5.

Duran mal varlığı açısından önemli aktiflere sahip olan, ancak likidite sıkışıklığı içerisinde bulunduğu için kısa vadeli borçlarını ödeyemez duruma gelen bir anonim ortaklık, bu sebeple aciz tehlikesi altında olabilir. İşte bu durumdaki bir anonim ortaklığın likidite bolluğu olan bir firma tarafından devralınarak bu tür bir grubun üyesi hâline gelmesi, yeni “controller”ın kendi şahsi kredibilitesi veya bizzat sağlayacağı kaynak ile borçlarını çevirmesi mümkün hâle gelecektir. Dolayısıyla bu tür bir anonim ortaklığın devralınmasının, şirketin tüm paylarının piyasa değerini/fiyatını oldukça olumlu bir şekilde etkileyebileceği ve tüm ilgililerin bu ortaklıkla ilgili yatırım kararlarını şekillendireceği kesindir.

Karşılığında mali açıdan çok kuvvetli olan yeni bir “controller”ı gören ilgililerin ve özellikle şirket alacaklılarının, kontrol sahibinin özel sorumluluk sistemi de göz önüne alındığında, bu ortaklıkla ilgili ekonomik kararlarını buna göre değiştirebilecekleri, örneğin iflas yoluyla yapacakları takibi geciktirmeleri olasıdır. Aynı sebeple mahkemeye sunulacak iyileştirme projesinin başarıya ulaşması olasılığı yükseleceği için, hedef ortaklığın İİK. m. 179 vd. çerçevesinde yapacağı iflasın ertelenmesi talebinin mahkemece kabulü ihtimali de artacaktır.

Bunun gibi çok değerli aktifleri bulunan, ancak kısa sürede ödemesi gereken büyük miktardaki vergi borcu sebebiyle zor durumda olan bir anonim ortaklığın hisselerini nispeten düşük fiyattan satın alarak kontrolü ele geçiren bir çatı/holding ortaklığın bu şekilde yatırımcılar nezdindeki değeri artacaktır. Gene ürettiği ürünlerin dağıtımını için başka bir şirkete bağımlı olan bir anonim ortaklığın, kendisine dağıtım hizmeti veren anonim ortaklığı devralması ya da kendi kontrolünde bulunan bu tür bir anonim ortaklığı devretmesi, devralan/devreden açısından da “önemli/esaslı” bir olaydır.

Faaliyette bulunduğu sektörleri değiştirmek veya azaltmak isteyen bir holdingin, bunun için kontrolünde bulunan bir anonim ortaklığı bir üçüncü kişiye devretmesi, kendi menfaat grupları açısından bilinmesi gereken bir olaydır.

Bu durumda varılan sonuç, işbu hususlara ilişkin bilginin “esaslı/önemli” nitelikte olduğu ve kamuya açıklanması gerektiğidir. Bu düzeyde bir

bilgilendirmenin bulunmadığı bir piyasada, optimum anlamda kamuyu aydınlatma sağlanmış olmayacaktır¹⁶⁵.

Anonim ortaklığın devralınması işlemi, yukarıda verilen örneklerden de anlaşılacağı üzere, temel olarak, iki hâlde kamuyu aydınlatma ilkesinin uygulama alanına girmektedir. Söz konusu iki hâl, işlem ilgililerinin sermaye piyasası mevzuatı ile olan bağlantısı kapsamında ortaya çıkmaktadır. İlk olarak hedef ortaklık, sermaye piyasası mevzuatının kapsamına girmekte ise, devralma işlemi, en azından kontrol değişikliği sebebiyle kamuya açıklanmalıdır. İkinci olarak ise, hedef ortaklık sermaye piyasası mevzuatına tabi olmasa bile, devralan veya devreden kapsam içine girmekte ise, yapılan devralama işlemi, bu sefer ekonomik büyüklüğü itibarıyla devralan veya devreden mal varlığında önemli bir değişiklik meydana getirdiği için, kamuya duyurulmalıdır. Zira sermaye piyasası mevzuatına tabi bir anonim ortaklık, sahip olduğu bir aktifi, yani ortaklık kontrolünü kaybetmektedir ya da bir ortaklığın kontrolünü kazanmaktadır¹⁶⁶.

2. Zamanı, Şekli ve Yükümlülükleri

Bilginin verilme zamanı bakımından kamuyu aydınlatma, “ihraçta kamuyu aydınlatma” ve “sürekli kamuyu aydınlatma” şeklinde ikiye ayrılmaktadır.

¹⁶⁵ İnc. A.e., s. 250.

¹⁶⁶ Burada hedef ortaklığın veya devralanın ya da devreden, “sermaye piyasası mevzuatına tabi olmaları” kavramı bilinçli bir şekilde kullanılmıştır. Bir anonim ortaklığın, halka kapalı olmakla birlikte, sermaye piyasası mevzuatının kapsamına girmesi, dolayısıyla ilgili yasal düzenlemeler uyarınca kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne tabi olması mümkündür. Hisse senetlerini halka arz etmeyen veya halka arz etmiş sayılmayan bir anonim ortaklık, kapalı ortaklıktır. Bununla birlikte bu anonim ortaklık, hisse senedi dışında bir sermaye piyasası aracı, örneğin tahvil veya katılma intifa senedi ihraç etmiş ve/veya bunları halka arz etmiş ise, “kapalı ortaklık” niteliğine rağmen, sermaye piyasası mevzuatının uygulama alanına dâhil olmaktadır. İnc. SerPK. m. 2, 3/c, g. Bunun gibi hedef ortaklığın ya da devralan veya devreden halka açık ve ayrıca borsa şirketi olması, yani menkul kıymetlerinin borsada işlem görmesi durumunda da, bu ortaklığın tabi olduğu sermaye piyasası mevzuatının kapsamı genişlemekte, SerPK ve SPK tebliğlerinin dışında, İMKB mevzuatı da, bu ortaklıklarla ilgili işlemlerde uygulama alanı bulabilmektedir. Kaldı ki, borsa şirketi olan anonim ortaklıklar ile ihraç ettiği sermaye piyasası araçları borsada işlem görmeyen anonim ortaklıkların, özel durumların kamuya açıklanması ile ilgili olarak tabi oldukları SPK Tebliği de farklıdır. Karş. Seri: VIII, No: 54 ve 57 sayılı Tebliğler.

a. İhraçta Kamuyu Aydınlatma

Türk sermaye piyasası hukukunda ihraç ve halka arzda “kayda alma sistemi”¹⁶⁷ uygulanmaktadır. SerPK. m. 4/1’de ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının SPK’ya kaydettirilmesi zorunluluğu getirilmiştir. SerPK. m. 5/1 uyarınca ise SPK’ya kayıt başvurusuna SPK tarafından belirlenen bilgi ve belgelerin eklenmesi lazımdır. SPK, söz konusu bilgi ve belgeler üzerinde yapacağı incelemeler sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varırsa, kayıt talebini reddeder, aksi hâlde başvuruya konu araçları kayda alır (SerPK. m. 5/3). Görüldüğü gibi, SPK’nın yaptığı inceleme, şekli ve maddi kamuyu aydınlatma ilkeleri çerçevesinde kalmaktadır¹⁶⁸.

Yapılacak kayda alma başvurusunda SPK’ya sunulacak bilgi ve belgelerin neler olduğu, kayda alınacak sermaye piyasası aracının türüne göre SPK tarafından çıkarılan tebliğler ile bunların eklerinde gösterilmektedir.

Sermaye piyasası araçlarının halka arzında açıklanacak bilgiler, izahnamede yer alır (SerPK. m. 6/1). İzahname, SPK’ya kayda alma başvurusu yapıldığında, yatırımcıyı aydınlatmaya yönelik olarak sunulanlar arasında yer alan en önemli belgedir¹⁶⁹. SPK, izahnamede bulunması gereken bilgileri, halka arza konu sermaye piyasası aracına ve halka arz yöntemine göre gerek çıkardığı tebliğler ile gerek de örnek izahnameler yayınlarak belirlemiştir. Bu konuda en fazla uygulaması olan hisse senedi ihracı ve halka arzında uygulama alanı bulan Seri: I, No: 26 sayılı Tebliğ hükümleri incelendiği vakit; söz konusu Tebliğ’in 17/2. maddesinde; “*Raf kayıt*

¹⁶⁷ Kayda alma sistemi ile izin sistemi hakkındaki karşılaştırma için bkz. YANLI, **Kamunun Aydınlatılması**, s. 108-109; AYOĞLU, **Halka Arz**, s. 44 vd.

¹⁶⁸ Bkz. örn. Seri: I, No: 26 sayılı Tebliğ m. 16.

¹⁶⁹ YANLI, **Kamunun Aydınlatılması**, s. 110. Doktrinde “izahname” için “*sermaye piyasası araçlarının ihracında veya halk arzında ortaklıklarca, halkı şirket ve ilgili sermaye piyasası aracı hakkında bilgilendirmek amacıyla düzenlenen, halka arz öncesinde ticaret sicil gazetesinde ilan edilerek, satış merkezlerinde tasarruf sahiplerinin incelemesine hazır bulundurulması gereken belgedir*” tanımı verilmektedir. Sevinç AKBULAK/Yavuz AKBULAK, **Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**, İstanbul, Beta yay., 2004, s. 484. Ayrıca bkz. İHTİYAR, **Kamuyu Aydınlatma**, s. 121/dpn. 12. Ayrıca bkz. AYOĞLU, **Halka Arz**, s. 118 vd.

sistemine¹⁷⁰ ilişkin esaslar saklı kalmak üzere, izahname asgari olarak; ortaklığı genel olarak tanıtıcı bilgiler ile, mevcut ve satışı yapılacak sermaye ve paylara, satış esaslarına, mali duruma, faaliyetlere ve izahnameyi imzalayan kişilere ilişkin bilgileri içerir. İzahname standartları Kurul tarafından belirlenir.” hükmüne yer verildiği görülmektedir.

Görüldüğü üzere, halka arz izahnamesinde, ihraççı anonim ortaklığı genel olarak tanıtıcı bilgiler ile mevcut sermaye ve pay durumuna ilişkin bilgilere yer verilmesi zorunludur. Söz konusu genel hükmün dışında, SPK Ortaklıklar Finansmanı Dairesi tarafından ilk/ikincil halka arz işlemlerinde kullanılmak üzere hazırlanan 2006 Ağustos tarihli izahname örneği incelendiğinde de, I/A bölümünde ihraççı anonim ortaklık hakkında ticaret unvanı, yönetim yeri, bilinen ortak sayısı gibi genel nitelikli tanıtıcı bilgilerin verilmesinin ardından, “mevcut sermaye ve paylar ile ilgili bilgiler” başlığını taşıyan I/B bölümünde ortaklığın kayıtlı ve ödenmiş/çıkarılmış sermaye miktarı, son iki olağan genel kurul toplantısı ve son durum itibarıyla ödenmiş sermayenin % 5 ve fazlasına sahip ortaklar ile tüzel kişi ve yabancı ortaklar arasında dağılımı, sermayedeki veya toplam oy hakkı içindeki payları % 5 ve fazlası olan gerçek kişi ortakların birbiriyle akrabalık ilişkileri, sermayeye dolaylı yoldan sahip olan gerçek ve tüzel kişilerin kim oldukları, ortaklık yönetiminde doğrudan ya da dolaylı olarak söz sahibi olan ya da olabilecek hissedarların kimlikleri, sermayeyi temsil eden payların imtiyazlı olup olmadıkları, ortaklık esas sözleşmesine göre yönetim ve denetim organlarının seçim usulü, ortaklık esas sözleşmesinde yer alan ağırlaştırılmış nisaplar, intifa senedi bulunup bulunmadığı ve bunların haklarının kapsamı, payların devir şekli, izahnamenin hazırlandığı yıl ve bir önceki yılda ortaklığın payları üzerinde üçüncü kişiler tarafından gerçekleştirilen ele geçirme teklifleri ve sonuçları gibi ihraççı anonim ortaklıkta kontrolün kimde olduğunu ortaya koyan bilgilerin belirtilmesi lazımdır¹⁷¹.

¹⁷⁰ Borsa şirketlerinin SPK'nın izni ile kullanabilecekleri raf kayıt sistemi, açıklanacak bilgilerin içeriğine değil, açıklanma şekline, yani bilgi yayma kanalına yönelik bir modeldir. Bu konuda inc. Seri: I, No: 26 sayılı Tebliğ m. 17/A; YANLI, **Kamunun Aydınlatılması**, s. 111; AYOĞLU, **Halka Arz**, s. 53 vd.

¹⁷¹ İnc. İHTİYAR, **Kamuyu Aydınlatma**, s. 124 vd. Ayrıca izahnamede yer alması gereken “yönetime” ilişkin bilgiler için bkz. A.e., s. 132 vd.

Söz konusu bilgilerin incelenmesi suretiyle, ilgili anonim ortaklığın “controller”ının kim olduğu anlaşılabilir.

Demek ki, ihraç ve halka arz sürecinde anonim ortaklığın kontrol sahibinin kim olduğu, hatta kontrole sınırlı tarzda da olsa müdahale etme/etkileme imkânına kimlerin sahip olduğu hususu, şekli kamuyu aydınlatmanın kapsamına girmektedir. Zira izahnamenin, SPK’ya yapılan kayda alma başvurusuna eklenmesiyle yetinilmez; ayrıca ilgili sermaye piyasası araçlarının kayda alınmasından sonra, SPK tarafından onaylanmış izahname, ortaklığın kayıtlı olduğu ticaret siciline tescil ve TTSG’de ilan edilir (SerPK. m. 6/1-c. 3; Seri: I, No: 26 sayılı Tebliğ m. 17/1). Ayrıca Seri: I, No: 26 sayılı Tebliğ m. 23/3 uyarınca satış yerlerinde SPK tarafından onaylanmış izahnamenin yeterli sayıda bulundurulması ve talep edenlere verilmesi de zorunludur. Böylelikle gerek ticaret siciline yapılan tescil ve gazete ilanı, gerek de satış yerlerinde izahnamenin halka açık bir şekilde bulundurulması gereği, bir bilgi yayma kanalı olduğu için¹⁷², izahnamede yer alan ortaklığın kontrolüne ilişkin bilgiler, kamuya açıklanmış ve ilgililer, bu konuda bilgi sahibi hâle gelmiş olurlar¹⁷³.

İşte ihraçta/halka arzda, yani birincil piyasa işlemlerinde anonim ortaklığın devralınması ile kamuyu aydınlatma ilişkisi tam burada karşımıza çıkmaktadır. SerPK. m. 10’da izahname ile halka açıklanan konulardaki değişikliklerin ilgili ihraççılarca en geç on gün içerisinde SPK’ya bildirilmesi ve Kanun’un 6.

¹⁷² Bilgi iletişim araçları kullanılmadan anonim ortaklık merkezinde yapılan bir duyurunun veya ortaklığın merkezinde bulunan bir belgeyi, ilgisini ispat etmesi gerekmeden isteyen herkesin inceleyebilmesinin de, kamuyu aydınlatma kavramının içerisinde kabul edilmesi gerektiği yönünde bkz. PASLI, **Kurumsal Yönetim**, s. 245/dpn. 344.

¹⁷³ SerPK. m. 6/1-c. 4 uyarınca halkın kayda alınan sermaye piyasası araçlarını satın almaya daveti, “sirküler” ile yapılır. Sirküler, SPK tarafından özel olarak belirlenmiş olan ilan şekli ile kamuya açıklanan, izahnamede yer alan bilgilerin -içeriği SPK tarafından belirlenen- özeti niteliğindeki belgedir. Örneğin Seri: I, No: 26 sayılı Tebliğ sisteminde sirkülerin ilan edileceği gazete, çok sayıda kişinin haberdar olmasını sağlayacak şekilde seçilir. SPK, gerekli gördüğü durumlarda, birden fazla gazetede veya yurt dışında da ilan yapılmasını veya gazetelerin değiştirilmesini isteyebilir. Hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerde sirküler, bir gazetenin Türkiye baskısı ile şirket merkezinin bulunduğu yerde çıkan en yüksek tirajlı iki mahalli gazeteden birinde ilan edilir. Sirkülerlerin ilan edileceği gazeteler konusunda bkz. Seri: I, No: 26 sayılı Tebliğ m. 24.

Belirtelim ki, SPK tarafından hazırlanan sirküler örneği incelendiğinde, ihraççı anonim ortaklığın kontrol sahibine ilişkin ayrıntılı bilginin, sirkülerden anlaşılamayacağı görülmektedir. Zira izahnamede yer alan % 5 veya daha yüksek oranda sermaye/oy sahiplerinin kimliği, yönetimde doğrudan ya da dolaylı söz sahibi olabilecek pay sahipleri, yönetim ve denetim kurullarının seçim usulü, ağırlaştırılmış nisaplar ve imtiyazlı payların bulunup bulunmadığı gibi bilgilere, sirkülerde yer verilmemektedir. Dolayısıyla sirküler, anonim ortaklıkta “kontrol” konusunda bir kamuyu aydınlatma aracı değildir.

maddesinde belirtilen esaslara göre ilan edilmesi gereği vurgulanmaktadır. Seri: I, No: 26 sayılı Tebliğ'in 25. maddesinde ilk olarak halka arz süresi içinde halka arza konu hisse senetleri üzerindeki kâr payı ve yeni pay alma kuponlarının kullanılmasına ilişkin olarak izahnamede ve sirkülerde¹⁷⁴ açıklanan hususlardan farklı sonuçlar doğurabilecek işlemler yapılması yasaklandıktan sonra; maddenin ikinci fıkrasında şöyle bir düzenleme yapılmıştır:

“İzahname ve sirkülerle, halka açıklanan konularda satışa başlamadan veya satış süresi içinde ortaya çıkan, bildirilmemesi hâlinde yatırımcının zararına neden olabilecek değişikliklerin ve yeni hususların, ortaklık tarafından bunların öğrenildiği tarihte her durumda satışa başlamadan önce veya satış süresi içinde satış durdurularak veya satışın aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılıyor olması hâlinde satışı yapan aracı kuruluşların satışı durdurmaları sağlanarak yazılı şekilde en seri haberleşme vasıtasıyla Kurula bildirilmesi zorunludur.”

Görüldüğü gibi SPK Tebliğ'inde, halka arz süreci devam ederken izahnamede yer alan konulardaki bildirilmemesi hâlinde yatırımcıların zararına neden olabilecek değişikliklerin ve yeni hususların, SPK'ya bildirilmesi zorunluluğu ve bunun şekli ile zamanı öngörülmüştür. SerPK. m. 10/1'de izahnamede meydana gelen her türlü değişikliğin SPK'ya bildirilmesi gereği vurgulanmışken¹⁷⁵, Seri: I, No: 26 sayılı Tebliğ m. 25/2'de bunun, “bildirilmemesi hâlinde yatırımcının zararına neden olabilecek değişiklikler” şeklinde sınırlandırılmasının geçerli olup olmadığı tartışmasına girmeksizin belirtelim ki, tıpkı yukarıda kamuya açıklanacak bilgilerdeki “esaslılık/önemlilik” kriterinde belirttiğimiz üzere, anonim ortaklığın kontrol sahibinin kim olduğu ve bunun elde edilme şekli ile bu güce sahip olanın değişmesi, “controller”ın anonim ortaklık hukuku ve uygulamasındaki yetkileri göz önüne alındığında, ilgililerin yatırım kararlarına doğrudan etki edebilecek, dolayısıyla bu ortaklığın ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarının değerini olumlu veya olumsuz yönde etkileyebilecek, bunu takiben de yatırımcıların zararına neden olabilecek bir

¹⁷⁴ Halkın sermaye piyasası araçlarını satın almaya daveti, “sirküler” ile yapılır (SerPK. m. 6/1). Sirkülerin temel fonksiyonu, halka arz olayını ilgililere duyurmaktır. İzahname, bir “bilgilendirme” vasıtası iken, sirküler, bir “duyuru” vasıtasıdır. İHTİYAR, **Kamuyu Aydınlatma**, s. 140-141. Sirküler içeriği için bkz. **A.e.**, s. 141 vd.

¹⁷⁵ Böylelikle izahname ile yatırımcıya sunulan bilgilerin “güncellenmiş” olacağı hakkında bkz. **A.e.**, s. 140.

bilgidir. Dolayısıyla halka arz süreci devam ederken, yani birincil piyasa işlemleri tamamlanmamışken, anonim ortaklık devredilirse - örneğin ortaklığın kontrol sahibi bir blok hisse satışı yoluyla değişirse- söz konusu durumun, SerPK. m. 10 ve Seri: I, No: 26 sayılı Tebliğ m. 25 uyarınca SPK'ya bildirilmesi gerekmektedir. Zira anonim ortaklığın devri ile birlikte, izahnamede yer alan % 5 veya üzerinde oy/sermayeye sahip olan kişi ve/veya ortaklık yönetiminde doğrudan/dolaylı söz sahibi olan kişi ve/veya paylardaki imtiyaz durumu ve/veya şirketin sermayesi ve/veya yönetim kurulunun seçim usulü/şekli ve buradaki etki sahibi ve/veya ağırlaştırılmış nisap kuralı ve/veya belli paylar üzerinde sınırlı aynı hak tesisi yoluyla bu paylardan yararlanma şekli ve yararlanan değişmiştir. Her bir değişiklik, anonim ortaklığın devri anlamına gelebilir ve bu durum, izahnamedeki bilgilerin artık gerçeği yansıtmaması sebebiyle, şekli ve maddi kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde SPK'ya bildirilmelidir. Ayrıca söz konusu izahname değişikliği, bir başka deyişle anonim ortaklığın devralınması/devredilmesi durumu, SerPK. m. 10/3'ün Kanun'un 6. maddesinde yaptığı atıf ve Seri: I, No: 26 sayılı Tebliğ m. 25/3 uyarınca SPK'dan onay alındıktan sonra ticaret siciline tescil ve TTSG'de ilan ettirilir^{176 177}.

Böylelikle anonim ortaklığın devri, hedef ortaklığın sermaye piyasası araçlarının halka arzı söz konusu ise ve halka arz işlemleri tamamlanmamışsa, izahname değişikliği sebebiyle, kontrol sahibinin değişmesi itibarıyla, ticaret siciline tescil ve ayrıca TTSG'de ilan işlemlerinin yapılmasını gerektirmektedir. Tabii ki, burada sicile tescil edilen husus, bizatihi anonim ortaklığın devri sonucunu doğuran hukuki işlem değil, anonim ortaklığın kontrol sahibinin değişmesinin, daha önce tescil edilmiş olan izahnamede yarattığı değişiklik ve dolayısıyla yeni/düzeltilmiş izahname metnidir.

¹⁷⁶ Bunun dışında satış yerlerinde izahnamenin düzeltilmiş son hâli bulundurulmalı, ayrıca Seri: I, No: 26 sayılı Tebliğ m. 26 uyarınca yapılan ilan ve reklamlarda da, bu yönde düzeltme yoluna gidilmelidir.

¹⁷⁷ Anonim ortaklığın devri, bir şekilde sirkülerde yer alan bir bilginin de değişmesi sonucunu doğuruyorsa, sirkülerdeki değişikliğin de, söz konusu sirkülerin daha önce ilan edildiği gazetelerde yayınlanması lazımdır. Seri: I, No: 26 sayılı Tebliğ m. 25/3.

b. Sürekli Kamuyu Aydınlatma

Kamunun sadece ihraç ve halka arz aşamasında aydınlatılması, sermaye piyasasının SerPK. m. 1’de belirlenen güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışması ve tasarruf sahiplerinin/yatırımcıların hak ve yararlarının korunması hedefine ulaşılması için yeterli değildir. Zira sermaye piyasası araçlarının ihraççı tarafından satışı gerçekleşikten sonra, bunları satın alan tasarruf sahiplerinin ikincil piyasadaki yatırım kararlarını sağlıklı bir şekilde verebilmeleri, ancak kamuyu aydınlatmanın devam etmesi ile mümkündür. Menkul kıymet sahiplerinin, ikincil piyasadaki yatırım kararlarını verirken ihtiyaç duydukları bilgi, ihraççı anonim ortaklığın mevcut durumuna ilişkindir. Söz konusu mevcut bilgilerin de, birincil piyasadaki halka arz işlemi sırasındaki izahnameden/sirkülerden edinilmesi mümkün değildir. Bu sebeple kamunun aydınlatılması, “süreklilik”¹⁷⁸ kazanmalıdır¹⁷⁹.

Sürekli kamuyu aydınlatma, mali tablo ve raporların periyodik (dönemsel) olarak ve bazı özel durumlarda yayınlanması ve daha önemlisi ortaklıkla ilgili önemli/özel olayların gerçekleşir gerçekleşmez, derhâl kamuya açıklanması ile sağlanır¹⁸⁰.

3794 sayılı Kanun¹⁸¹ ile yapılan değişiklikten önce SerPK.’da kamuyu aydınlatmanın kapsamı, menkul kıymetlerin halka arzı sırasındaki açıklamalar dışında, sadece bilanço, kâr-zarar hesabı, bunlara ek mali tablolar (fon akım tablosu, nakit akım tablosu, satışların maliyeti tablosu, kâr dağıtım tablosu), yıllık yönetim kurulu faaliyet raporu ve denetçi raporu gibi belli dönem sonu belgelerinin ilanı ile sınırlıydı. Anılan değişiklikten sonra, gerekli olan her hâlde ilgili kuralların uygulanması öngörülerek ve çağrıda bulunarak hisse senedi toplama veya vekâlet isteme, birleşme, sermaye artırım ve bunlar gibi menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek özel durumlarda da kamunun aydınlatılmasının gereğine işaret

¹⁷⁸ “Süreklilik” kavramının, kamuyu aydınlatma ve kurumsal yönetim açısından oynadığı ortak fonksiyon için bkz. PASLI, **Kurumsal Yönetim**, s. 252/dpn. 358.

¹⁷⁹ Sürekli kamuyu aydınlatma prensibinin ortaya çıkışı hususunda bkz. KAYA, **Bilgi Alma**, s. 19/dpn. 63.

¹⁸⁰ “Sürekli kamuyu aydınlatma”nın, “periyodik (dönemsel) kamuyu aydınlatma” ve “anında (derhâl) kamuyu aydınlatma” şeklindeki iki çeşidi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. YANLI, **Kamunun Aydınlatılması**, s. 115 vd.

¹⁸¹ Bkz. İkinci Bölüm/dpn. 150.

edilerek (SerPK. m. 16/3, 16/A) “sürekli kamuyu aydınlatma” ilkesi tamamlanmıştır. Böylelikle hem periyodik kamuyu aydınlatmanın kapsamı genişletilmiş hem de derhâl kamuyu aydınlatma sistemi de getirilmiştir¹⁸².

(1) Periyodik Kamuyu Aydınlatma

Periyodik kamuyu aydınlatma açısından anonim ortaklığın devralınması, gene ilgili ortaklığın kontrol sahibine ilişkin açıklanmış bilgidaki, zaman içindeki değişiklik ile gündeme gelmektedir. Bilanço dipnotlarında sermayenin belli bir oranına sahip pay sahiplerinin adlarının, pay oranlarının ve pay tutarlarının gösterilmesi lazımdır¹⁸³. Dolayısıyla üç aylık ara bilanço tarihleri arasında veya yıllık bilanço ile önceki ya da sonraki ara bilanço arasında anonim ortaklığın kontrol sahibi, pay devri yoluyla gerçekleşirse, ardarda gelen iki bilançonun karşılaştırması ile anonim ortaklığın devredilmiş olduğu anlaşılabilir. Bu durumda, SPK’ya gönderilmiş bilançolar, dolaylı yoldan da olsa, anonim ortaklığın devralınması açısından bir kamuyu aydınlatma sağlamış olur. Bunun gibi yönetim kurulu yıllık faaliyet raporlarının giriş bölümünde de, sermayenin % 10’undan fazlasına sahip olan pay sahiplerinin adları, paylarının miktarı ve sermayedeki oranlarının yanı sıra ortaklığın sermayesinde ilgili dönem içinde meydana gelen değişikliklerin de belirtilmesi gerekmektedir.

(2) Derhâl (Anında) Kamuyu Aydınlatma

Sadece bilanço ve faaliyet raporu ile yapılan açıklamalar ile, kamuyu aydınlatmanın gerçek anlamda “zamanında” yerine getirildiği söylenemez. Gerek devralan gerek devreden gerek de devre konu (hedef) ortaklık için önemli bir olay olan ve her üçünün, hatta dâhil oldukları grubun toplam piyasa değeri ile ihraç ettikleri sermaye piyasası araçlarının, en başta da hisse senetlerinin değerini etkileyebilecek anonim ortaklığın devralınması hakkında, işlem gerçekleşir

¹⁸² Karş. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 1457b; KAYA, **Bilgi Alma**, s. 19/dpn. 63.

¹⁸³ Seri: XI, No: 29 sayılı Tebliğ ile bu Tebliğ’in yürürlükten kaldırmış olduğu Seri: XI, No: 25 sayılı Tebliğ karşısında bugün için uygulaması, sermaye piyasası araçları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklara indirgenmiş olan Seri: XI, No: 1 sayılı Tebliğ ek:3’de yer alan bilanço örneğinin 2 no’lu dipnotu uyarınca sermayenin % 10 veya daha fazlasına sahip ortakların adları, pay oranları ve pay tutarlarının gösterilmesi lazımdır.

gerçekleşmez, en kısa sürede kamuya açıklama yapılması ve böylelikle tüm ilgililerin bilgi sahibi olması ve yatırım kararlarını buna göre vermeleri sağlanmalıdır. Aksi hâlde ilgili sermaye piyasası araçları, içeriden öğrenenlerin ticareti ile manipülasyona açık hâle gelir ki, bu şekilde yapay bir piyasa oluşmasının engellenmesinin tek yolu, anında kamuyu aydınlatmanın sağlanmasıdır.

İşte sermaye piyasası mevzuatımızda bunu sağlayan dogmatik temel, SerPK. m. 16/A, 22/e ve i bentleri ile SPK tarafından çıkarılan Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ ve Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ'den oluşmaktadır¹⁸⁴.

“Kamunun aydınlatılmasında özel durumlar” kenar başlığını taşıyan SerPK. m. 16/A'nın ilk fıkrası uyarınca halka açık anonim ortaklıklarda kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine aleni çağrıda bulunulmasında (takeover bid/tender offer) veya genel kurulda oy hakkını kullanmak için vekâlet (proxy) istenmesinde ya da ortaklığın pay dağılımının önemli ölçüde değişmesi sonucunu veren hisse senedi el değiştirmelerinde, sermaye artırımlarında ve genel olarak menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerde SPK, kamunun aydınlatılması ve küçük pay sahiplerinin haklarının korunması amacıyla düzenlemeler yapacaktır. Keza maddenin ikinci fıkrasında da borsa şirketlerinin yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin % 10 veya daha fazlasına sahip ortaklarına da, sahip oldukları paylar ile ilgili kamuyu aydınlatma yükümlülüğü yüklenmektedir. SPK'nın görev ve yetkilerinin sayıldığı SerPK. m. 22'nin “e” ve “i” bentleri de, bu konularda, SPK'nın düzenlemeler yapma görevini/yetkisini teyit etmektedir.

Görüldüğü gibi SerPK. m. 16/A'da anonim ortaklığın kontrol sahibinin kim olduğu ve kontrolü ele geçirme girişimleri ile kontrol iktisabı sağlansa bile önemli ölçüdeki hisse edinimleri, kamuya açıklanması gereken önemli olayların başında sayılmakta, bunlarla ilgili düzenleme yapma görevi, SPK'ya özel olarak

¹⁸⁴ Bu konudaki ilk tebliğ, Seri: VIII, No: 20 sayılı Tebliğ'dir. Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ, anılan ilk Tebliğ'i yürürlükten kaldırmıştır. Seri: VIII, No: 20 sayılı Tebliğ'in yürürlüğe girdiği hususu, ayrıca, İMKB Başkanlığı'nın 16.07.1993 tarih ve 106 sayılı Genel Mektubu ile de, menkul kıymetleri borsada işlem gören şirketlere duyurulmuş, kamunun aydınlatılmasına dair mevzuat hükümlerine uyulmasında azami özen ve dikkatin gösterilmesi istenmiştir. Ayrıca bu Genel Mektup ile kapsam içi şirketlerden, başta bu Tebliğ olmak üzere tüm “kamuyu aydınlatma mevzuatına” tam olarak uyacaklarına dair “taahhütnameler”in, noter onaylı bir şekilde İMKB'ye gönderilmesi istenmiştir. Aynı yönde bkz. İMKB Kotasyon Yönetmeliği (RG. 20.06.2004, 25502) m. 9/1-p.

verilmektedir. Yani kanun koyucu, kamuya açıklanacak önemli/esaslı/özel olaylar arasında anonim ortaklığın sermaye yapısı değişikliği ile sermaye ve oy miktarı itibarıyla kontrol sahibi değişikliğini, bir başka deyişle anonim ortaklığın devralınması sonucunu verecek hukuki işlemleri, menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek olaylar arasında özel olarak anmaktadır. Sermaye ve yönetimde kontrolü sağlamak için aleni çağrı ile hisse senetlerinin veya proxy'lerin toplanması, bir devralma yöntemidir¹⁸⁵. Önemli ölçüdeki hisse senedi el değiştirmeleri de, blok alım suretiyle gerçekleşen “devralma”dır¹⁸⁶. Bunun gibi bir başka devralma yöntemi olan sermaye artırımını da¹⁸⁷, SerPK. m. 16/A'da özel olarak anılmaktadır. Öyle ise anonim ortaklığın devrinin, en azından hedef ortaklık açısından, “önemli olay” olarak şekli kamuyu aydınlatmanın kapsamına girdiği, şüphesizdir.

Yapılan aleni çağrı ile hisse senedi veya vekâlet toplanması suretiyle anonim ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesinde, yapılan çağrı işlemine ilişkin kamuyu aydınlatma rejimi, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ'in 12, 13 ve 14. maddelerinde düzenlenmiştir. Bu Tebliğ'in uygulama alanına, sadece halka açık anonim ortaklıklar girmektedir.

Buna göre çağrıda bulunarak vekâlet toplamak suretiyle oy kullanmak istenmesi hâlinde, vekâletname formları bu çağrıyı yapanlarca bastırılır ve ortaklara gönderilir veya gazete, dergi, vb. yazılı iletişim araçları ile ilan edilir. İnceleme konusu Tebliğ Ek.2'de yer alan vekâletname formuna, Ek.3'deki “Bilgi Formu”nun da eklenmesi zorunludur. Yeterli, dürüst ve açık bilgi verecek şekilde düzenlenmesi zorunlu olan bilgi formu vekâlet toplamaya başlama tarihinden en az 30 gün önce vekâletname formu örneği ile birlikte SPK'ya sunulur. SPK başvuru bazında bazı ek bilgilerin vekâletname veya bilgi formunda yer almasını isteyebilir. Vekâlet toplanması amacıyla yapılacak her türlü ilan, reklam ve duyurularla ilgili metinler hakkında önceden SPK'nın uygun görüşünün alınması şarttır¹⁸⁸.

¹⁸⁵ Bkz. yuk. İkinci Bölüm/IV/A/2, İkinci Bölüm/IV/D.

¹⁸⁶ Bkz. yuk. İkinci Bölüm/IV/A/1.

¹⁸⁷ Bkz. yuk. İkinci Bölüm/IV/B/1.

¹⁸⁸ SPK'nın uygun görüşünün alınması zorunluluğu, aleni teklif (çağrı) yoluyla yapılan hisse senedi toplama girişimlerinde de geçerlidir.

Halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak hisse senedi toplama girişimi, münferiden veya topluca Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ Ek 4’de yer alan bilgi formunun da ekleneceği bir teklifle yapılır. Formun, yeterli, dürüst ve açık bilgi verecek şekilde düzenlenmesi şarttır. Çağrı yoluyla hisse senedi toplama girişiminde bulunacaklar, çağrıyla yapılmadan en az 30 gün öncesinde söz konusu “Bilgi Formu”nu Tebliğ’in 15. maddesinde belirtilen aracılık sözleşmesi ile birlikte SPK’ya gönderirler. SPK başvuru bazında bazı ek bilgilerin bilgi formunda yer almasını isteyebilir. SPK’nın uygun görüşü alındıktan sonra bilgi formu, yurt çapında yayın yapan en az 2 gazetede ilan edilir, münferiden yazılı teklif yapılan pay sahiplerine gönderilir. En fazla 30 gün olan satın alma süresinin bitiş tarihini izleyen bir hafta içinde satın almaya konu olan hisse senedinin İMKB’de işlem görüyor olması hâlinde, İMKB ve SPK’ya, aksi takdirde sadece SPK’ya, alım işlemleri ve hisse senetleri toplanan ortaklığın son sermaye ve yönetim durumu hakkında bilgi verilir. Böylelikle hem aleni teklif süreci boyunca kamuyu aydınlatma sağlanmış olmakta hem de teklif ve satın alma prosedürünün ardından ortaklığın sermaye ve yönetim durumu hakkındaki bilgilendirme ile hedef anonim ortaklığın devralınmış olup olmadığı, yani sonuç hakkında da ilgililer bilgilendirilmektedir.

Öte yandan anonim ortaklıklar ile ilgili olarak gerçekleşen önemli olay ve gelişmeler ve bunlar arasında konumuzu oluşturan devralma hakkındaki esas bilgi yayma düzenlemesi, ilk olarak Seri: VIII, No: 20 sayılı Tebliğ, ardından bunun yerine yürürlüğe giren Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ ve son olarak da Seri: VIII, No: 54 ve 57 sayılı Tebliğler’de yer almaktadır. Özel durumların kamuya açıklanması ile ilgili olarak, bugün için anılan bu son iki Tebliğ yürürlüktedir.

Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ’in öncelikli özelliği, kapsamının genişliği ve halka açık anonim ortaklıklar yanında hisse senedi dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz etmiş olan ihraççıların da Tebliğ hükümlerine tabi olmalarıydı¹⁸⁹. O zaman halka açık olmayan ancak örneğin tahvil ihraç edip, halka arz etmiş bir anonim ortaklık da, bu Tebliğ’deki kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine uymak zorunda kalmaktaydı. Bununla birlikte kamuyu aydınlatma rejimi bakımından bugün

¹⁸⁹ Bkz. Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ m. 4’deki “ortaklık” tanımı.

yürürlükte olan Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ’de “...ihraç ettiği sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören ortaklıklar” şeklinde yapılan “ortaklık” tanımı ile (m. 4/d), Tebliğ hükümlerine tabi olan anonim ortaklıkların alanı daraltılmıştır. Keza Tebliğ’in “kapsam” kenar başlıklı 2. maddesinde de, borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarından bahsedilmektedir. Son dönemde sermaye piyasası hukuku ile ilgili olarak AB Yönergelerinde görülen eğilime bu şekilde uyum sağlanmış; kapsamlı ve sürekli kamuyu aydınlatma rejimini oluşturan özel kamuyu aydınlatma kuralları, sadece borsa şirketlerine yönelik olarak getirilmiş; yoksa örneğin pay sahibi sayısı itibarıyla halka açık kabul edilen ortaklıklar, bu Tebliğ’in uygulama alanının dışında bırakılmıştır^{190 191}.

Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ’in “kapsam” kenar başlığını taşıyan 2. maddesi uyarınca, sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırım kararlarını etkileyebilecek veya yatırımcıların haklarını kullanmalarına yönelik “önemli” olay ve gelişmelerde kamuya açıklanacak özel durumlar ve bunların açıklanma esasları bu Tebliğ hükümlerine tabidir. Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 2/1 hükmünde de, hemen hemen aynı ifadelerle “önemli olay ve gelişmelerin” kamuya açıklanması gereğinden söz edilmektedir.

Kamuya açıklama yapılacak özel durumlar, bir başka deyişle kamuyu aydınlatmanın “şekli” yönünün asgari içeriği, Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ’in “özel durumlar” kenar başlığını taşıyan 5. maddesinde belirlenmişti. Maddenin ilk cümlesinde, bu maddede belirtilen özel durumların gerçekleşmesi hâlinde, Tebliğ’de belirtilen esaslar çerçevesinde kamuya açıklama yapılacağı hüküm altına alınmıştı. Kamuya açıklama yapılması gerekli özel durumlar arasında ilk olarak m. 5/a’da “ortaklığın sermaye yapısına ve yönetimin kontrolüne ilişkin değişiklikler” sayılmıştı.

¹⁹⁰ Borsadaki işlem sırası geçici olarak kapatılmış -sermaye piyasası aracı ihraççısı- anonim ortaklıklar, kapsam içinde olmakla birlikte; borsa pazarlarından sürekli olarak çıkarılmış -sermaye piyasası aracı ihraççısı- ortaklıklara Tebliğ hükümleri uygulanmaz. Bkz. Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 2/2-3.

¹⁹¹ Bununla birlikte ihraç ettikleri sermaye piyasası araçları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklara yönelik olarak, kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin hafifletildiği ayrı bir Tebliğ çıkarılmıştır. Bkz. Seri: VIII, No: 57 sayılı Tebliğ.

Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ’de ise, hangi olayların kamuya açıklanacağı tek tek sayılmamakta, bu iş Rehber’e bırakılmakta, ancak kamuya açıklanacak “sürekli bilgiler”in belirlendiği İkinci Bölüm’ün, “Ortaklığın sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler” kenar başlığını taşıyan 5. maddesinde, bildirim yükümlülüğüne tabi olan “özel durum” olarak sadece belirli pay veya oy eşiklerinin aşağıya ya da yukarıya doğru geçilmesi gösterilmektedir¹⁹² ¹⁹³. Yoksa kontrolün el değiştirmiş olmasından ayrıca bahsedilmemektedir¹⁹⁴. Ancak maddenin “yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler” ifadesini içeren kenar başlığından hareketle, kontrolün başka şekilde el değiştirmesinin de kapsam içinde olduğu savunulabilir. Zira yukarıda ayrıntısı ile açıklandığı üzere¹⁹⁵, oy veya sermaye iktisabı olmaksızın kontrolün elde edilmesi mümkün olduğu gibi, maddede sayılan yüzdeler eşik değerlerin alt sınırı olan % 5 oranında bir iktisap gerçekleşmeksizin de, hedef

¹⁹² Hüküm şu şekildedir: *Bildirim yükümlülüğü; a) Bir gerçek veya tüzel kişinin veya bu gerçek veya tüzel kişi ile birlikte hareket eden diğer gerçek veya tüzel kişilerin doğrudan veya dolaylı olarak ortaklık sermayesinin veya toplam oy hakkının % 5, % 10, % 15, % 20, % 25, 1/3, % 50, 2/3 ve % 75 ine veya daha fazlasına sahip olması veya ortaklıktaki toplam oy hakkının veya sermaye payının söz konusu oranların altına düşmesi halinde bu kişiler tarafından...yerine getirilir.*” Söz konusu belirlenen eşik değerler, Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ ile aynıdır. Seri: VIII, No: 57 sayılı Tebliğ’de ise, % 5, % 25, 1/3, % 50 ve 2/3 oranları belirlenmiştir (m. 5/1-a).

¹⁹³ Tasarı’da “bildirim ile tescil ve ilan yükümlülüğü” kenar başlığını taşıyan 198. madde ile şirketler topluluğunun oluşup oluşmadığının belirlenmesi açısından benzer bir düzenleme yapılmıştır. Benzer bir bildirim yükümlülüğü Alman konzern hukukunda da % 25 oranındaki katılımlar açısından bulunmaktadır. Bkz. AktG § 20/1, 21/1. Tasarı hükmünün uygulama alanı sermaye piyasasını aşmakta ve bir sermaye ortaklığı bir diğer sermaye ortaklığında belli oranda bir “katılım” elde ederse bildirim ve tescil/ilan zorunluluğu söz konusu olmaktadır. Düzenleme şöyledir:

“Bir sermaye şirketi, diğer bir sermaye şirketinin sermayesinin doğrudan veya dolaylı olarak, yüzde onunu, yüzde yirmisini, yüzde yirmibeşini, yüzde otuzüçünü, yüzde ellisini, yüzde altmışyedisini veya yüzde yüzünü oluşturan payları iktisap ettiği takdirde veya payları, sahip olduğu bu yüzdelerin altına düşmüşse, anılan oranlarda payların iktisabını ve yitirilmesini, bu işlemlerin tamamlanmasını takip eden on gün içinde, paylarına sahip bulunduğu sermaye şirketi ile bu kanunda ve diğer kanunlarda gösterilen yetkili makamlara yazılı olarak bildirmekle yükümlüdür. Payların yukarıda bildirilen oranlarda iktisabı veya yitirilmesi, yıllık faaliyet ve denetleme raporunda da açıkça ve ayrı bir başlık altında yazılır ve bu Kanun gereği yapılacak ilanlarda belirtilir. Payların hesabında 196 ncı madde hükmünde öngörülen kurallar uygulanır. Katılan ve katılınan şirketin yönetim kurulu üyeleriyle yöneticileri de kendileriyle eşlerinin ve velâyetleri altındaki çocuklarının payları ile bunların sermayelerinin en az yüzde yirmisine sahip oldukları sermaye şirketleri ile şahıs şirketlerindeki payları için de aynı bildirimini yapmakla yükümlüdürler. Bildirim yazılı yapılır; ticaret siciline tescil ve ilan olunur.”

¹⁹⁴ Bununla birlikte borsa şirketi olmayan halka açık anonim ortaklıklara yönelik olan Seri: VIII, No: 57 sayılı Tebliğ’in 5/1-a maddesinde, “bir sözleşme nedeniyle veya sair yollarla ortaklığın yönetim kontrolünün doğrudan veya dolaylı el değiştirmiş olması” açıkça kapsam içine alınmıştır.

¹⁹⁵ İnc. Birinci Bölüm/III/C/1/c.

ortaklıkta kontrol elde edilebilir¹⁹⁶ ¹⁹⁷. Kaldı ki, özel durumların/içsel bilgilerin¹⁹⁸ ayrı ayrı gösterildiği Rehber’de, “yönetim kontrolü değişikliği” başlığı altında, Seri:

¹⁹⁶ Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ’deki diğer hükümler incelendiğinde de, özel durum olarak sayılan hususların, tamamen bu maddedeki sermaye/oy iktisabına yönelik olduğu, kontrol devrinin her durumda kapsama gireceğini gösteren özel bir hükme yer verilmediği görülmektedir. Bu açıdan sınırlandırıcı bir ifadenin kullanılmadığı ve maddenin kenar başlığına uygun bir içeriği haiz Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ m. 5/a düzenlemesinin isabetli olduğu düşünülebilir. Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ m. 5/a/1’de, kamuya açıklanması gereken özel durum olarak gösterilen husus, “*sermaye yapısında, hisselerin sahip olduğu oy haklarında veya ana sözleşme ile tanınan diğer haklarda meydana gelen değişiklik veya sermaye piyasası mevzuatı uyarınca vekâlet toplanması veya bir sözleşme nedeniyle veya sair yollarla yönetim kontrolünün doğrudan veya dolaylı el değiştirmiş olması*”dır. Ancak Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ’de kontrol devri hususunda bu tür bir açık hüküm bulunmaması, Tebliğ’in sistemi ile açıklanabilir. Şöyle ki, Tebliğ’in “tanımlar” kenar başlıklı 4. maddesinin “f” bendinde “içsel bilgi” kavramı, “*sermaye piyasası aracının değerini ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgiler*” şeklinde tanımlanmış; keza aynı maddenin “g” bendinde de, “*içsel bilgi tanımı dışında kalan ve bu Tebliğ uyarınca açıklanması gerekli tüm bilgiler*”, “sürekli bilgi” şeklinde isimlendirilmiştir. Ayrıca bkz. Rehber, N. II/2.

İşte bir anonim ortaklık ile ilgili “esaslı” bilgiler, “içsel bilgiler”dir. Söz konusu Tebliğ’de bu bilgiler, Seri: VIII, No: 20 ve Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ’lerden farklı olarak, sayma yöntemi ile gösterilmemiştir. Bir anonim ortaklık, ihraç ettiği/ilgili olduğu sermaye piyasası aracının değerini ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek bir bilgiyi, kendisi saptayacak ve kamuya açıklayacaktır. Ancak bu konuda yol gösterici olan bir “Özel Durum Açıklamalarına İlişkin Rehber”i, Tebliğ’in 26. maddesi uyarınca SPK tarafından çıkarılmıştır. Söz konusu Rehber’de kamuya açıklanması gereken özel durumlar ve bu bağlamda içsel bilgilerin neler olduğu, önceki Tebliğ’ler gibi tek tek sayılmaktadır. Bununla birlikte bizatihi Rehber’de, sayılan olayların, içsel bilgi türlerini içeren ve kamuya açıklanması gereken tüm hususları kapsamamasının mümkün olmadığı, bu nedenle, Rehber’dekilerin örnek kabilinden olduğu; kamuya açıklama yapma yükümlülüğü bulunanların, karşılaştıkları gelişmeleri kamuya açıklayıp açıklamayacaklarını eldeki veriler ve ortaklığa özgü koşullar altında değerlendirmeleri gerektiği belirtilmektedir. Rehber, N. II/5.

Rehber sistemi, SPK’ya, Tebliğ değişikliği yapmaksızın, yeni özel durumları şekli kamuyu aydınlatmanın içeriğine dâhil etme imkânını vermektedir. Rehber’de yer alan hususlar, SPK (Kurul) kararı hükmündedir. Bkz. Murat HAHOLU, “Seri: VIII, No: 54 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği”, **Borsa Şirketlerine Yönelik Son Düzenlemelerine İlişkin Seminer**, s. 32; (çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=553&fn=553.pdf>, 15.05.2009.

Öte yandan sürekli bilgiler, anonim ortaklıktaki sermaye ve oy hareketleri ile alakalı bilgilerdir. Bunlar, esaslı nitelikte olmayıp, hedef ortaklık için içsel bilgi niteliğinde olmasa da, Tebliğ’in 5 vd. maddelerindeki özel düzenlemeler kapsamında kamuya açıklanmalıdır. O zaman vardığımız sonuç, Tebliğ’in kapsamına giren bir anonim ortaklıktaki kontrol değişikliğinin, bu durum ortaklığın ihraç ettiği tüm menkul kıymetlerin değerini ve ilgililerin yatırım kararlarını etkileyebileceği için, “içsel bilgi” olduğu ve mutlaka kamuya açıklanması gerektiğidir. Buna karşılık örneğin kontrole etki etmeyen % 1’lik bir pay edinimi ise, ancak Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ’in 5/1-a maddesindeki eşik değerlerin geçilmesi sonucunu doğuruyorsa, “sürekli bilgi” olarak, tıpkı içsel bilgiler gibi kamuyu aydınlatma zorunluluğunun şekli yönünün kapsamına girecektir.

¹⁹⁷ Sadece hisse senedi iktisabında değil, oy hakkı verecek payları iktisap etme imkânı veren diğer sermaye piyasası araçlarının devrinde/devralınmasında da bu yükümlülüğe tabi olunacaktır. Bkz. ve karşı. Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 5/2, 7.

Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ’in 5/2. maddesi uyarınca depo sertifikası iktisabında da, ilk fıkradaki bildirim yükümlülüğü uygulanacaktır. Depo (edilen menkul kıymet) sertifikası, zaten

VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 19'daki idarecilerin sermaye payı işlemlerine ilişkin olarak getirilen açıklama yükümlülüğünün, ilgili şirketin yönetim kontrolüne sahip olunmasına yol açan pay edinimleri için de uygulanması gerektiği belirtilmektedir (N. II/5.13). Burada açıkça hedef ortaklıkta herhangi bir payı olmayan veya payı olmakla beraber yönetim kontrolüne sahip olmayan kişilerin, kontrolün el değiştirmesine veya paylaşılmasına yol açan pay alımlarının içsel bilgi olarak değerlendirilmesi ve derhâl kamuya açıklanması gereğine işaret edilmektedir. O zaman Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ sisteminde de, kapsam içindeki bir anonim ortaklıktaki kontrol değişikliğinin, bir özel durum/önemli olay olarak kamuya açıklanması gerektiği hususunda bir şüphe duyulmamalıdır.

Bu şekilde belirli oy/sermaye eşiklerine ulaşılması durumunda, -kontrol değişikliği olmasa dahi- kamuya açıklama yapılmasına ilişkin düzenleme, hem AB hukukunun¹⁹⁹ hem de kurumsal yönetimin (corporate governance)²⁰⁰ bir gereğidir²⁰¹.

bizatili depo edilen hisse senedini temsil ettiği için, depo sertifikası sahibi, ilgili payın, dolayısıyla bu paya bağlı oyun da sahibidir. Bu anlamda depo sertifikası sahipliği ile pay sahipliği özdeştir (SerPK. m. 11/5). Depo sertifikası sahipliğine yönelik 5/2. madde hükmü, muhtemel tereddütleri giderir.

Buna karşılık Tebliğ m. 7'de düzenlenen durumda, ilgili kişi, henüz pay sahibi değildir. O, sadece gelecekte belli oranda payı satın alma hakkı veren bir sermaye piyasası aracını iktisap etmiştir. Hisse senedine dönüştürülebilir tahvil, değiştirilebilir tahvil, ortaklık varantı, rüçhan hakkı tanınan intifa senedi veya oydan yoksun pay, buna örnek gösterilebilir. Bu tür sermaye piyasası araçlarının, iktisap etme hakkı verdiği ortaklık paylarına ilişkin oy haklarının, 5/1. maddedeki eşik değerlere ulaşması durumunda, bu tür sermaye piyasası araçlarının iktisabında da, -henüz oy hakkı dâhil pay sahipliği haklarından yararlanılamasa da- işlem yapanlar kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne tabi olacaklardır. Yani bildirim yükümlülüğü için, hakkın kullanımı ve pay mülkiyetinin iktisabı beklenmemelidir. Belirtelim ki, burada sadece pay iktisap etme hakkı veren "sermaye piyasası araçlarına sahip olunması"ndan bahsedilmesi eksiktir. Pay alım hakkının/opsiyonunun, bir sermaye piyasası aracına bağlanmamış olduğu hâllerde de, hak sahibi, kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün kapsamına girmelidir. Zira burada önemli olan, bir sermaye piyasası faaliyetinin var olup olmadığı değil, hedef ortaklıkta gelecekte kontrolü etkileyebilecek pay hareketlerinin önceden kamuya açıklanması yoluyla ilgililerin pozisyon alabilmelerinin sağlanmasıdır.

¹⁹⁸ Bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/dpn. 196.

¹⁹⁹ 2001/34/EC sayılı Yönerge'nin, kotasyon sonrasındaki kamuyu aydınlatma zorunluluklarının düzenlendiği 4. kısmının üçüncü bölümü (m. 85-97), hisse senetleri bir veya daha fazla AB ülkesi borsasında işlem gören bir borsa şirketindeki önemli ölçüdeki katılımın/menfaatin (holding) iktisabı ya da kaybı ile ilgili bilgilerin kamuya açıklanması hususuna ayrılmıştır. Kapsam içine girmeyen anonim ortaklıklar için ayrıca karş. m. 68/3.

Yönerge'nin 89/1. maddesi uyarınca bir gerçek veya tüzel kişi, bir borsa şirketinde katılım/menfaat elde ederek veya elden çıkararak, ilgili ortaklıkta % 10, % 20, 1/3, % 50 veya 2/3 oy hakkı eşiklerine ulaşırsa veya bunları aşağıya ya da yukarıya doğru geçerse, hem ortaklık tüzel kişiliğini hem de yetkili kurum veya kurumları (m. 96), yaptığı işlem sonrasında sahip olduğu oy hakkı oranı hususunda yedi takvim günü içinde bilgilendirmelidir. Görüldüğü gibi,

Seri: VIII, No: 39 ve Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ hükümleri, bu açıdan Yönerge düzenlemesini fazlasıyla karşılamaktadır.

Yedi günlük süre, katılımın edinildiği veya devredildiğinin öğrenildiği veya duruma göre öğrenilmesi gerektiği tarihten başlar (m. 89/2). Bildirimi alan ortaklık, mümkün olan en kısa sürede ancak azami dokuz takvim gününü de geçmeyecek şekilde, durumu borsaya kote olduğu tüm Birlik üyelerinde kamuya açıklamak zorundadır (m. 91/1).

Yönerge'nin en dikkat çekici yönü, tıpkı çağrıda bulunma zorunluluğunda olduğu gibi, burada da kamuyu aydınlatma zorunluluğundan "muafiyet" imkânının varlığıdır. Yönerge'nin 93. maddesine göre oy hakkı sınırlarının aşılmasını sağlayan edinimi veya devri gerçekleştiren kişi, konsolide hesap tutan bir grup yapısının üyesi olup, grupta bu kişiden üstte bulunan hâkim/ana şirket, yapılan işlem yönünde açıklamada bulunmuş ise, ayrıca doğrudan oy hakkı edinen yavru/bağlı şirketin de açıklama yapma zorunluluğu yoktur. Yani grup yapısı, kamuyu aydınlatma noktasında bir muafiyet sebebidir. İkinci muafiyet hâli, Yönerge'nin 94. maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre önemli ölçüdeki katılım veya devir, menkul kıymet işlemleri ile profesyonel olarak ilgilenen geniş anlamda bir aracı kuruluş (dealer) tarafından mesleği gereği gerçekleştirilmiş ve katılım/iktisap, aracının ilgili/hedef ortaklığın yönetimine müdahil olması için kullanılmayacak ise yetkili kurumlar, bu kişiyi oy hakkı eşiklerini aşıya dahi bildirimde bulunma yükümlülüğünden muaf tutabilirler. Burada 93. maddedeki ilk muafiyet düzenlemesinden farklı olarak, bizdeki SPK'ya denk gelen yetkili kurumlara muaf kılma yetkisinin verilmiş olması, yoksa maddenin kapsamına giren her durumda otomatik/kendiliğinden muafiyet şeklinde bir sistemin kurulmamış olması dikkati çekmektedir. Yönerge'nin 95. maddesinde ise, işlemi yapan ve oy hakkı eşiklerini geçen kişilere değil, kamuya ve yetkili kurumlara yönelik açıklama yapma zorunluluğuna tabi olan hedef ortaklık tüzel kişiliğine yönelik bir muafiyet düzenlemesi yapılmıştır. Yetkili kurumların değerlendirmesine göre bilginin açıklanması kamu menfaatine aykırı olacak veya ilgili ortaklığa ciddi anlamda zarar verecek ise, yetkili kurumların hedef ortaklığı kamuyu aydınlatma yükümlülüğünden muaf tutması mümkündür. Ancak söz konusu muafiyet kararının verilebilmesi için, sessiz kalmanın yani açıklama yapmamanın, sonraki dönemde, ilgili menkul kıymetler hakkında değerlendirme yapılabilmesi açısından elzem olan olaylar ve durumlar ile ilgili olarak kamuyu yanıltmaması şarttır.

Bu kapsamda belirtelim ki, 2003/6/EC sayılı Yönerge'nin 6/2. maddesinde ise, ihraççı ortaklıklara, muafiyet (exemption) yerine, içerideki bilginin kamuya açıklanması hususunda, meşru menfaatlerinin (legitimate interests) zarar görmemesi amacıyla "erteleme (delay)" imkânı tanınmıştır. Ertelemeyi sağlayan "haklı menfaat" örnekleri için bkz. 2003/124/EC sayılı Yönerge m. 3/1.

Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ'de de, hem "muafiyet" hem de "erteleme" düzenlemelerine rastlanılmaktadır. Muafiyet düzenlemesi 5/4. maddede; "*Kanun kapsamındaki sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunulması sırasında elde bulundurulmuş paylar*;

a) Alım satım amacıyla iktisap edilmiş olması ve bu paylara bağlı oy haklarının toplam oy hakları içerisindeki oranının %5'i aşmaması ve

b) Elde edilmesini müteakip, bu paylara bağlı oy haklarının kullanılmaması veya kullanılsa dahi ortaklığın yönetimine müdahale amacı taşınmaması..." şeklindedir. Görüldüğü gibi kontrol amacı taşımayan iktisaplarda, kamuyu aydınlatma yükümlülüğü yoktur. Söz konusu muafiyet düzenlemesi, belirli pay eşiklerinin kamuya açıklanmasındaki amacın, anonim ortaklıktaki kontrolün belirliliğinin sağlanmasına yönelik olduğunu, dolayısıyla bu düzenlemenin "kontrol" kavramı ile olan doğrudan bağlantısını ortaya koymaktadır.

Tebliğ'in 15/1. maddesi uyarınca ise, bir ortaklık, sorumluluğu kendisine ait olmak üzere, meşru çıkarlarının zarar görmemesi için kamuya açıklanması gereken -işsel- bilgilerin kamuya açıklanmasını, bunun kamunun yanıltılmasına yol açmaması ve ortaklığın bu bilgilerin gizli tutulmasını sağlayabilecek olması kaydıyla, "erteleyebilir". Kamuya yapılacak açıklamanın ertelenme yetkisi, anonim ortaklıktadır. Ayrıca SPK'dan izin alınması gerekmez. Ancak SPK, gerekli gördüğü takdirde, erteleme sebeplerinin yerinde olup olmadığını incelemeye yetkilidir (m. 15/2). Ayrıca erteleme kararının, yönetim kurulu kararına veya yönetim kurulu tarafından yetki verilmiş ise yetki verilen kişinin yazılı onayına bağlanması lazımdır (m. 15/4). Bunun gibi

Oy hakkı iktisabı, doğrudan veya dolaylı bir şekilde gerçekleşebilir. Doğrudan iktisap hâlinde, şekli ve hakiki pay sahipliği ya da hukuki ve ekonomik malik örtüşmektedir. Oy hakkının hesaplanmasında birlikte hareket edenlerin oyları beraber dikkate alınır ve eşiklerin geçilip geçilmediği buna göre belirlenir. Birlikte hareket, bir üst kavram olarak, paylara dolaylı sahip olunması kadar, payların iktisabında veya elden çıkarılmasında uyumlu veya ortaklaşa hareket edilmesini de kapsamaktadır. Böylelikle kontrol ilişkileri belirlenecek, özellikle üçüncü kişiler, saman adamlar veya kukla ortaklıklar aracılığıyla hükmün dolanılması önlenilecektir²⁰². Örneğin bağlı şirket tarafından yapılan doğrudan iktisap, hâkim ortaklığın dolaylı iktisabı sayılmakta, bunun gibi bir oy sözleşmesi ile aynı yönde hareket edenlerin sahip oldukları oy sayıları toplanarak hesap edilmektedir²⁰³.

anonim ortaklıkların açıklanması ertelenen içsel bilgilerin gizliliğini sağlamak ve bu bilgilere erişimi kontrol etmek yükümlülükleri de vardır (m. 15/3). Ayrıca inc. Rehber, N. II/6.

²⁰⁰ OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri bölüm V/A/3 uyarınca büyük pay sahipleri ve oy hakları konusundaki esaslı bilgilerin kamuya açıklanması şarttır. Bu konuda inc PASLI, **Kurumsal Yönetim**, s. 261-262.

²⁰¹ Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün söz konusu olacağı oy hakkı eşik değerleri, Almanya’da % 5, % 10, % 25, % 50, % 75 (WpHG § 21/1); İsviçre’de ise % 5, % 10, % 20, % 33, 1/3, % 50 ve 2/3 şeklinde belirlenmiştir (BEHG m. 20).

²⁰² BOYACIOĞLU, **Konzern**, s. 95-96.

²⁰³ Gerek Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ m. 5/a/2 ve 5/h/1 gerek de Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 5/1-a hükümlerinde belirtilen oy haklarının hesaplanma tarzı ve “birlikte hareket”in belirlenme kriterleri Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ m. 14/3-4’de ve Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 4/j ve 6/1 hükümlerinde gösterilmektedir.

“Birlikte hareket eden kişiler” kavramı için, Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 4/j’de, “Bir ortaklığın sermaye yapısında veya yönetim kontrolünde değişiklik oluşturmak amacıyla açık ya da zımni, sözlü ya da yazılı bir anlaşmaya dayanarak işbirliği yapan gerçek ya da tüzel kişiler” tanımı verilmiştir. Aynı Tebliğ’in 6/1 hükmünde ise ayrıntılı belirleme şu şekilde yapılmıştır:

“Bu Tebliğin 5 inci maddesinin birinci fıkrasında belirtilen işlemlere ilişkin bildirimlerde aşağıda sayılan oy hakları da dikkate alınır ve söz konusu oy haklarına sahip olan gerçek veya tüzel kişilerin birlikte hareket ettikleri kabul edilir.

a) Paylar üzerinde işlem yapan gerçek veya tüzel kişilerin, kullanma hakkına sahip oldukları oy haklarını aynı doğrultuda kullanmak yoluyla, ortaklığın yönetiminde ortak bir politika belirlemek için kendilerini yükümlülük altına sokan yazılı bir sözleşme imzaladığı üçüncü kişilerin kullanma hakkına sahip oldukları oy hakları,

b) Paylar üzerinde işlem yapan gerçek veya tüzel kişiler ya da söz konusu kişiler tarafından kontrol edilen ortaklıklarla, oy kullanım haklarının geçici devri için yazılı anlaşma yapmış olan üçüncü kişilerin kullanma hakkına sahip oldukları oy hakları,

c) Paylar üzerinde işlem yapan gerçek veya tüzel kişiye ait olup da oy haklarının teminat altına ait olduğu ve bu hakkın teminat alan tarafından kullanılma niyetinin açıklandığı haller hariç olmak üzere, teminat olarak verilmiş paylardan doğan oy hakları,

ç) Kullanılma koşulları işlem yapan gerçek kişinin hayatta olması veya tüzel kişinin tüzel kişiliğini sürdürmesi şartına bağlı olan oy hakları,

Oy sözleşmelerinin varlığının öğrenilmesi ve bunun kamuya açıklanması da, birlikte hareket eden kişilerin belirlenmesi, böylelikle kontrolün kimde olduğunun ya da olacağına tespiti açısından önemlidir²⁰⁴. Bunun gibi pay gruplarındaki hakların değiştirilmesi, yeni pay grupları oluşturulması, toplam oy haklarındaki ve sermayedeki değişikliklerin kamuya açıklanması da, imtiyaz tesisi, sermaye arttırımı gibi devralma yöntemlerinin tüm ilgililere duyurulması noktasında etkindir²⁰⁵.

Hedef ortaklıkta gerçekleşen veya zaman içinde gerçekleşmesi muhtemel devralma operasyonunun kamuya açıklanması ile ilgili olarak, Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ'in ayrıca 5/g/1²⁰⁶, 5/h/1²⁰⁷, 5/h/6²⁰⁸ ve 5/h/9²⁰⁹ hükümlerinde anılan olaylar/durumlar da zikredilmelidir²¹⁰.

d) Paylar üzerinde işlem yapan gerçek veya tüzel kişilere tevdi edilen ve aksine bir talimat olmaması halinde kendi iradeleri ile kullanabilecekleri oy hakları,

e) Bir başka gerçek veya tüzel kişiye ait olmakla birlikte paylar üzerinde işlem yapan gerçek veya tüzel kişinin kendi adına ve payların ait olduğu kişi hesabına kullanma hakkına sahip olduğu oy hakları,

f) Pay sahibinin aksine bir talimatının olmadığı hallerde, vekil olarak tayin edilen gerçek veya tüzel kişilerin kendi iradeleri ile kullanabilecekleri oy hakları,

g) Bu maddede belirtilen şekilde, payı elinde bulunduran veya payda işlem yapan gerçek veya tüzel kişiler tarafından kontrol edilen ortaklıkların sahip oldukları oy hakları”.

²⁰⁴ Bkz. VIII, No: 39 sayılı Tebliğ m. 5/a/3.

²⁰⁵ Bkz. Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 10, 11.

²⁰⁶ Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ m. 5/g/1: “Ortaklığın yönetim kurulu başkan ve üyeleri, murahhas müdürleri, genel müdür ve yardımcıları, denetimden sorumlu komite üyeleri, denetçileri ile ortaklıkta önemli karar ve yetki sorumluluğu taşıyan diğer kişilerin atanması, ayrılması veya herhangi bir nedenle değişmesi”. Aynı yönde bkz. Rehber, N. II/5.2.

²⁰⁷ Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ m. 5/h/1: “Ortaklıkların; yönetim kurulu başkan ve üyeleri, genel müdür ve yardımcıları, ortaklıkta önemli karar ve yetki sorumluluğu taşıyan diğer kişiler ve sermayenin veya toplam oy haklarının doğrudan veya dolaylı olarak % 5 veya daha fazlasına sahip ortaklarının veya söz konusu kişilerle birlikte hareket edenlerin ortaklık hisse senetlerini almaları ya da satmaları”. Böylelikle kontrol sahibi konumuna gelsin ya da gelmesin, ortaklık işleyişinde belli ölçüde bir etkiyi haiz olabilecek pay sahiplerinin, ortaklık hisseleri ile ilgili işlemleri ve potansiyel yatırım düşünceleri/niyetleri hakkında ilgililer bilgilendirilerek, muhtemel bir devralma öncesi yatırımcıların pozisyon almaları da sağlanmış olmaktadır. Tabi ki, bu düzenlemenin asıl yararı, ortaklık içi bilgi sahibi olabilecek kişilerin, hisse alım/satım işlemlerinin alenileşmesi yoluyla, içeriden öğrenenlerin ticaretinin önüne set çekilmesi, yatırımcılar arasında fırsat eşitsizliğinin engellenmesidir.

Benzer bir düzenleme Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 19 ile de getirilmiştir. Maddenin ilk fıkrası uyarınca, ortaklık içinde idari sorumluluğu bulunan kişiler ve bunlarla yakından ilişkili kişiler tarafından, sermayeyi temsil eden paylar ile ilgili olarak gerçekleştirilen tüm işlemler, işlemi yapan tarafından ilgili borsaya bildirilmelidir. “İdari sorumluluğu bulunan kişiler” ise, m. 4/1’da, “1) Ortaklığın, yönetim veya denetim organlarının üyeler, 2) ...doğrudan ya da dolaylı olarak ortaklık ile ilişkili içsel bilgilere düzenli erişen ve bu ortaklığın gelecekteki gelişimini ve ticari hedeflerini etkileyen idari kararlar verme yetkisi olan kişiler,” şeklinde belirlenmiştir. “İdari sorumluluğu bulunan kişi ile yakından ilişkili kişiler” için bkz. VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 4/i. Ayrıca bkz. Seri: VIII, No: 57 sayılı Tebliğ m. 5/1-1.

Anonim ortaklığın devralınması işleminde, devreden ve/veya devralanın da, sermaye piyasası mevzuatına tabi olan bir anonim ortaklık olması ihtimalinde, işlemin kamuyu aydınlatma açısından bir diğer yönünü de, devreden veya devralanın menfaat gruplarına, yapılan devrin duyurulması oluşturmaktadır. Hedef ortaklık, Seri: VIII, No: 39 veya Seri: VIII, No: 54 (ya da Seri: VIII, No: 57) sayılı Tebliğler'in kapsamına girsin veya girmesin, bir anonim ortaklığın devralınması, hem devreden hem de devralan açısından bir yatırım kararı ve mal varlığı işlemidir. Devralma ile, devreden kontrolüne sahip olduğu bir ortaklığın kontrolünü yitirmekte veya paylaşmaya başlamakta, buna karşılık devralan da bir anonim ortaklığın kontrolünü iktisap etmektedir. Bir mal varlığı değeri olan "kontrol" el değiştirmektedir. Hedef ortaklıktaki "controller" değişikliğinden bağımsız olarak, işlem taraflarının bilançoları değişikliğe uğrayacaktır. Örneğin nakit karşılığı yapılan blok hisse satımı sonucunda, devreden mal varlığındaki/aktiflerindeki finansal duran varlık olan, anonim ortaklık pay sahipliği, yerini nakde bırakacaktır. Bu işlem, finansal duran varlığın bilançoya geçirilme fiyatının elde ediş fiyatı olması itibarıyla, cari satış fiyatı ile önceki iktisap fiyatı arasındaki fark sebebiyle, aynı zamanda bir bilanço kârı da yaratacaktır. Buna karşılık devreden bilançosunda likit mali değer olan bankadaki nakit, yerini bir finansal duran varlık olan anonim ortaklık paylarının sahipliğine bırakacaktır.

²⁰⁸ Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ m. 5/h/6: "*Ortaklar veya üçüncü şahıslar tarafından, ortaklığın hisse senetlerine ya da ortaklık tarafından diğer ortaklıkların hisse senetlerine yönelik olarak; çağrıda bulunarak hisse senedi veya vekâlet toplanmasına karar verilmesi, Kurul tebliğleri uyarınca çağrıda bulunma zorunluluğunun ortaya çıkması, bu zorunluluktan muaf tutulma veya çağrıda bulunma başvurusunda bulunulması, başvurunun sonuçlanması*". Aynı yönde bkz. Rehber, N. II/5.5; Seri: VIII, No: 57 sayılı Tebliğ m. 5/1-k.

²⁰⁹ Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ m. 5/h/9: "*Kurulun mali tablolara ilişkin düzenlemelerinde yer alan tanımlar çerçevesinde ana ortaklık, iştirak, bağlı ortaklık ve müşterek yönetime tabi ortaklıkların faaliyetlerinde, mali yapılarında ve yönetim/sermaye ilişkilerinde önemli bir değişikliğin ortaya çıkması*". Aynı yönde bkz. Rehber, N. II/5.10-6. Bu hüküm ile herhangi bir sermaye piyasası aracını halka arz etmiş olmayan, ancak grup yapısına dâhil olan bir anonim ortaklığın, devre konu olması da, bu Tebliğ kapsamında yapılacak kamuyu aydınlatmanın kapsamına girmektedir.

²¹⁰ Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ'de şekli kamuyu aydınlatmanın içeriği ayrıntılı olarak gösterilmediği için, burada, Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ'in anılan hükümlerinin, Rehber'deki karşılıkları ile birlikte zikredilmesi yararlı görülmüştür.

Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ'in kamuya açıklanacak özel durumların sayıldığı 5. maddesinde, bu konuya özel olarak "finansal duran varlıklara ilişkin değişiklikler" başlığını taşıyan "F" bendinde şu şekilde değinilmektedir:

"f) Finansal duran varlıklara ilişkin değişiklikler;

1) Edinilen veya elden çıkarılan finansal duran varlıkların alış veya satış bedellerinin Kurul Tebliği uyarınca kamuya açıklanan son bilançodaki aktif toplamının % 5 ine ulaşması, başka bir şirketin sermayesinin veya toplam oy hakkının % 10 veya daha fazlasının elde edilmesi ya da elden çıkarılması veya tutarı söz konusu oranların altında kalmakla birlikte faaliyeti önemli ölçüde etkileyecek finansal duran varlık edinilmesi veya elden çıkarılması hususlarında karar alınması,

Varsa, finansal duran varlık satışlarından elde edilen karların sermayeye eklenmesine veya gelir olarak kaydedilmesine ilişkin karar alınması,

2) Ortaklıkça finansal duran varlığın sermaye artırımına kısmen veya tamamen katılma veya katılmama kararı alınması,".

Başka bir ortaklığın sermayesinin veya toplam oylarının % 10'u oranındaki, yani kontrol eşiğine muhtemelen ulaşmayan iktisaplar veya elden çıkarmalar dahi, şekli kamuyu aydınlatmanın kapsamı içindedir. Ancak bunun ön şartı, iktisabın veya kaybın tutarının, son bilançodaki aktif toplamının % 5'ine ulaşmasıdır. Bu orana ulaşılsa dahi, faaliyetin "önemli" ölçüde etkilenmesi ihtimalinde, gene bilgilendirme yapılmalıdır²¹¹. İkinci bentteki sermaye artırımına katılma/katılmama kararı da, bu işlem bir devralma yöntemi olduğu için burada ayrıca zikredilmelidir²¹².

Finansal duran varlıkların değişimine ilişkin bu hüküm, aynen Rehber N. II/5.9'da da yer almaktadır. Rehber'de, ayrıca bir ortaklığın devralınması, (birleşme

²¹¹ Tebliğ'in 5/h/15. maddesindeki; "Diğer alt bentlerde sayılmamakla birlikte, ortaklığın faaliyetlerini ve mali durumunu önemli ölçüde etkileyecek bir gelişme olması ya da daha önce faaliyet raporu, mali tablo, mali tablo dipnotları, izahname, raf kayıt belgesi veya başka yollarla kamuya açıklanan bir durumda önemli bir değişikliğin ortaya çıkması" şeklindeki düzenleme ile 5. maddenin hemen ilk fıkrasındaki "...yapılacak açıklamalar aşağıda belirtilen durumlarla sınırlı olmayıp, yatırım kararlarını ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek her türlü bilginin bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde kamuya açıklanması zorunludur." hükmü, % 5'lik sınıra ulaşılsa dahi özel durum açıklaması yapılması gerekliliğinin ortaya çıkabilmesi ihtimalini teyit etmektedir.

²¹² Ayrıca bkz. Seri: VIII, No: 57 sayılı Tebliğ m. 5/1-g.

ile birlikte) ayrı bir başlık altında da kapsama alınmıştır (N. II/5.5)²¹³. Burada bir anonim ortaklığın hem anlaşmalı bir işlemle hem de mevcut kontrol sahibinin onayı olmaksızın devralınmasının, -ortaklığın sermaye piyasası araçlarının değerini veya bunlara ilişkin yatırımcı kararlarını etkileyebileceğinden- açıklama yükümlülüğü doğurduğu belirtilmektedir.

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne tabi olan kişi, öncelikle ihraççı anonim ortaklık tüzel kişiliğidir. Hedef ortaklık yönetiminin, devirden haberdar olur olmaz Tebliğ'de belirlenen kurallar doğrultusunda kamuyu aydınlatmayı gerçekleştirmesi lazımdır. Sonuçta, kamuyu aydınlatma, anonim ortaklık yönetim kuruluna yüklenmiş bir sorumluluktur²¹⁴. Dolayısıyla hedef anonim ortaklık, kendi içindeki kontrol değişikliğini, -haberi olur olmaz- Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ hükümleri dairesinde kamuya açıklama yükümlülüğü altındadır.

Bununla birlikte Tebliğ'de özel olarak sayılan ve "sürekli bilgiler" ismi verilen durumlarda, işlemi yapanlara açıklamada bulunma yükümlülüğü yüklenmiştir²¹⁵. İşte bu tür özel durumların başında, anonim ortaklığın devralınması ve belli pay eşiklerinin geçilmesi gelmektedir²¹⁶. Bizatihi özel durum olarak sayılan belirli pay oranlarının aşağıya veya yukarıya doğru geçilmesi durumunda, bu eşiği geçen kişiler tarafından bildirim yükümlülüğünün yerine getirileceği hüküm altına alınmıştır. Anonim ortaklığın devralınması durumunda, Tebliğ'de açıkça düzenlenmemekle birlikte, hem devreden hem de devralanın kamuyu aydınlatma sorumluluğu vardır. Dolayısıyla her iki tarafın da, bildirim yükümlülüğünün varlığı kabul edilmelidir. Zira kontrole etki etmeyen pay eşiklerinin geçilmesi durumunda dahi var kabul

²¹³ Rehber'in bu kuralının yazılış şekli, devralmanın sadece alıcı açısından düşünüldüğünü göstermektedir.

²¹⁴ Bkz. Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 14/1: "*Ortaklıklar tarafından içsel bilgiler ve bu bilgilere ilişkin daha önce açıklanan hususlardaki değişiklikler ortaya çıktığında veya öğrenildiğinde özel durum açıklaması yapılması zorunludur.*". Ayrıca bkz. Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 22/4: "*Özel durum açıklamalarını yapmakla sorumlu kişilerin adları, yetki ve unvanları ilgili borsaya ve Kurula bildirilir. Bu kişilerde değişiklik olduğunda bildirim yenilenir. Özel durum açıklamalarını yapmakla sorumlu kişilerin ortaklığı temsil ve ilzama yetkili kişiler arasından seçilmesi zorunludur.*". Karş. Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ m. 10/6.

²¹⁵ YANLI, **Kamunun Aydınlatılması**, s. 144-145.

²¹⁶ SerPK. m. 16/2 hükmü de, sermayenin % 10 veya daha fazlasına sahip ortaklara bildirim yükümlülüğü getirmektedir.

edilen bu yükümlülüğün, söz konusu pay eşiklerinden bağımsız olarak gerçekleştirilen bir kontrol değişikliğinde, varlığı evleviyetle kabul edilmelidir^{217 218}.

O zaman vardığımız sonuç, bir anonim ortaklıktaki kontrol değişikliklerinde, kamuyu aydınlatma yükümlüsünün, öncelikle işlemi gerçekleştiren devralan ile devreden olduğu; bunların yanında hedef ortaklığın da, devralmadan haberdar ise veya haberdar olur olmaz, devralma olayını özel durum açıklaması ile kamuya duyurmasının gerektiğidir²¹⁹. Hedef ortaklık, işlemlerin çoğunda, devralmadan haberdar olacaktır. Sermaye artırımını, esas sözleşme değişikliği gibi hukuki yöntemlerle gerçekleşen devralmalarda, zaten hedef ortaklık, aynı zamanda devralmayı sağlayan hukuki işlemin tarafı/muhatabı konumundadır. Hisse satışında ise, pay defterine kayıt ile ortak sıfatının kazanılacağı nama yazılı paylar ile çıplak paylarda gene ortaklık tüzel kişiliğinin işlemde haberdar olmaması mümkün

²¹⁷ Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 14/2 uyarınca, bir devralma işleminden haberdar olan ortaklıkların toplam oy haklarında veya sermayesinde önemli miktarda paya sahip hissedarlar, ortaklık tüzel kişiliğinin kontrol değişikliğinden haberi olmasa dahi, özel durum açıklaması yapmak zorundadırlar. Bu zorunluluğun, bizatihi işlem taraflarına da yönelik olduğu şüphesizdir.

²¹⁸ “Hisse senetlerinde işlem yapanların açıklaması” kenar başlığını taşıyan Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ m. 14 uyarınca; m. 5/a/2 ile m. 5/h/6’da belirtilen özel durumların ortaya çıkması hâlinde ilgili ortaklığın sermaye piyasası araçları İMKB’de işlem görmekte ise 12. maddede; bunun dışında kalan ortaklıklarda ise 13. maddede belirtilen esaslar çerçevesinde, işlemi gerçekleştirenler tarafından açıklama yapılır. Açıklamanın bir örneği aynı süre içerisinde ilgili ortaklığa da iletilir. Burada 5/a maddesinin ilk bendinin anılmaması eksiklik niteliğindedir.

Tebliğ m. 5/h/1’de belirtilen alış ve/veya satış işlemlerinde ise, işlemi yapan kişilerce, Ek/1 ve Ek/2’de yer alan formlar aracılığı ile aynı gün, ilgili ortaklığın sermaye piyasası araçları borsada işlem görmekte ise İMKB’ye, bunun dışında kalan ortaklıklarda ise SPK’ya özel durum açıklaması gönderilir. Görüldüğü gibi anonim ortaklıkta kontrol değişikliği durumunda, kontrolün el değiştirmesine yol açan işlemin tarafları da, anonim ortaklık, hatta tüzel kişi olmasalar dahi, kamuyu aydınlatma yükümlüsü olarak Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ’in kapsamına girmektedirler. Bunlar, hem hedef ortaklığa hem de İMKB/SPK’ya bildirimde bulunmak zorundadırlar.

Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ’in yürürlüğe girmesi ile başlayan yeni dönemde ise, açıklamaların, Rehber ekinde yer alan formların kullanılması suretiyle yapılması lazımdır. Rehber’de formların doldurulmuş şekli ve bu kapsamda bilginin açıklanması biçimine ilişkin ayrıntılı kurallar belirlenmiştir. Bkz. Rehber, N. II/7 vd.; III/1.

Bu kapsamda altının çizilmesi gerek husus, ilgili borsaya bildirilen, bu şekilde kamuya açıklanan bilgilerin, kamuya açıklama yapıldıktan sonraki iş günü içinde açıklamada bulunan ortaklığın kendi internet sitesinde ilan edilmesi ve söz konusu açıklamaların beş yıl süreyle bu sitede bulundurulması gereğidir. Böylelikle internet sitesi, bir kamuyu aydınlatma aracı/bilgi yayma kanalı olarak, yasal düzenlemede yerini almıştır. Bkz. Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 22/5; Rehber N. V. Ayrıca ortaklıklar tarafından kamunun aydınlatılmasına yönelik bir bilgilendirme politikası oluşturulmalı ve ortaklığın internet sitesi vasıtası ile kamuya duyurulmalıdır. Bkz. Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 23; Rehber II/8.

²¹⁹ Seri: VIII, No: 57 sayılı Tebliğ m. 7/2’de de, kontrol değişikliklerinde işlemi gerçekleştirenler, diğer durumlarda da ortaklık tüzel kişiliğince açıklamanın yapılacağı hüküm altına alınmaktadır.

değildir. İntifa hakkı tesisinde de aynı durum söz konusudur. Ancak hamiline yazılı pay devrinde olduğu gibi tamamen ortaklık dışında gerçekleşen bir devralmada, devralanın genel kurula katılma gibi henüz pay sahipliği haklarını da kullanmadığı bir ortamda, hedef ortaklık açısından bir kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, daha doğrusu imkânından bahsedilemez.

Anonim ortaklığın devralınması, ayrıca devreden veya devralan açısından, - Rehber N. II/5.9 anlamında- bir finansal duran varlık işlemi, yani önemli bir mal varlığı işlemi niteliğinde ise, zaten işlemi gerçekleştiren anonim ortaklıkların kendileri ile ilgili bu özel durumu kamuya açıklama zorunlulukları vardır.

Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 21’de yapılacak açıklamanın şekline ilişkin kural şu şekilde konulmuştur:

“(1) Özel durumlar veya özel duruma konu bilgilerdeki değişiklikler ortaya çıktığı veya öğrenildiği anda en seri haberleşme vasıtasıyla bu Tebliğin 26 ncı maddesinde belirtilen Rehberde yer alan formlar kullanılarak ilgili borsaya ulaştırılması zorunludur.

(2) Ancak, bu Tebliğin 5 inci, 7 nci ve 9 uncu maddeleri uyarınca yapılacak özel durum açıklamaları bu Tebliğin 26 ncı maddesinde belirtilen Rehberde yer alan formlar kullanılarak, en geç durumun ortaya çıktığı günü izleyen üçüncü iş günü saat 9:00’a kadar ilgili borsaya ulaştırılır.

(3) Özel durum açıklaması yükümlülüğü, bilgiye hızlı erişimi sağlayacak ve yatırımcılar arasında eşit işlem ilkesine aykırılık teşkil etmeyecek şekilde yerine getirilmelidir... ”²²⁰.

Devir konusunda yapılacak özel durum açıklaması; açıklamadan yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak ölçüde, zamanında, doğru, tam, dolaysız, anlaşılabilir ve yeterli olmalı; işlemin karşı tarafı belirtilmeli; devralma yani kontrol sahibi değişikliğinin gerçekleşmesinin hukuki şekli ortaya konulmalı ve hem hisse miktarına hem de ödenen bedele yer verilmelidir²²¹.

Burada gündeme gelen bir husus da, devralma prosedürünün aşamalardan oluşması ve uzun bir süreye yayılabilmesi karşısında, özel durum açıklamasının ne

²²⁰ Karş. Seri: VIII, No: 57 sayılı Tebliğ m. 7/1.

²²¹ İnc. Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 22/1, 22/3; Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ m. 10/1.

zaman yapılmasının gerektiğidir. Acaba her türlü işlemin tamamlanması beklenilmeli midir? Özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin ilk Tebliğ olan Seri: VIII, No: 20 sayılı Tebliğ zamanında, Tebliğ bazında cevapsız bırakılan ve SPK'nın 1996/16 sayılı İlke Kararı ile cevaplanan bu konuda, Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ'in "görüşmelere ilişkin bildirimler" kenar başlığını taşıyan 11. maddesinde şu hüküm getirilmiştir:

"Bu Tebliğ kapsamında özel durum açıklaması yapılması sonucunu doğuracak iş ve işlemlere veya görüşmelere ilişkin olarak; görüşmelerin başlangıcında, kesinleşen hususlarda her aşamada ve sonuç aşamasında özel durum açıklaması yapılması zorunludur."

Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ'in 22/2. maddesinde de şöyle denilmektedir:

*"Henüz kesinleşmemiş bir olay veya koşullar nedeniyle hala belirsiz olan özel durumlar bu belirsizlik belirtilmek suretiyle kamuya açıklanır. Bu açıklamada belirsizliklerin çözüme kavuşacağı tahmini tarih ve çözüme kavuşması için gereken koşullara da yer verilir."*²²².

Demek ki, prosedürün sonunun beklenilmesi istenmemekte, yatırımcılar arasında fırsat eşitliğinin sağlanması ve içerideki muhtemel gelişmenin kötüye kullanılmasının önlenmesi için devralma ihtimalinin belirmesi ve bu konuda mevcut kontrol sahibi veya onun onayı ile hedef ortaklık yönetimi ile muhtemel alıcı/alıcılar arasında görüşmelerin başlaması ile birlikte açıklamanın yapılması gerekmektedir²²³. Burada açıklama yapma zorunluluğunun doğumu için, en azından bir niyet mektubunun imzalanması ve/veya devreden veya devralan iradelerinin ortaya konması bakımından bunların kendi içlerinde bir organsal karar almaları gerektiği

²²² Karş. Seri: VIII, No: 57 sayılı Tebliğ m. 6/5.

²²³ Ayrıca daha önce kamuya açıklanan görüşmelere ilişkin olumlu veya olumsuz gelişmelerin de, ortaya çıkar çıkmaz veya öğrenilir öğrenilmez, görüşme tarafları/ilgilileri ve/veya bizatihi hedef ortaklık tarafından kamuya açıklanması şarttır. Bkz. Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 14/1, Bu anlamdaki güncelleme zorunluluğu, Seri: VIII, No: 57 sayılı Tebliğ m. 6/2'de de açıkça vurgulanmıştır. Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ m. 10/2'de ise, güncelleme zorunluluğunun varlığı için herhangi bir gelişme olması dahi aranmamakta ve "Daha önce özel durum açıklaması yoluyla kamuya duyurulan ve henüz sonuçlanmamış bir hususta herhangi bir gelişme olmaz ise, bu durum konuya ilişkin son özel durum açıklama tarihinden itibaren altmışar günlük sürelerle, gerekçeleri ile birlikte kamuya açıklanır." denilerek, 60'ar günlük düzenli periyotlar hâlinde (devralma) görüşmeler(i) hakkında –en azından gelişme olmadığına ilişkin-bilgilendirme zorunluluğu getirilmiştir. Bu zorunluluk, Seri: VIII, No: 54 ve 57 sayılı Tebliğler ile kurulan yeni sistemde kaldırılmıştır.

savunulabilir²²⁴. Kamuyu aydınlatma açısından, zamanlamanın önemi göz önüne alınarak, kamuyu aydınlatmanın kapsamını genişletici bir yorum yapılması, isabetli olacaktır^{225 226}.

²²⁴ Rehber’de bizatihi devralma örneği üstünden bu konuya ilişkin olarak aynen şöyle bir değerlendirme yapılmaktadır (N. II/2.4):

“İçsel bilginin değerlendirilmesi sürecinde, ortada somut bir gerçeğe dayanan bir bilgi bulunup bulunmadığı her bir aşamada ayrı ayrı dikkate alınmalıdır.

Örneğin A şirketinin B şirketinin yönetimini ele geçirme gibi bir niyeti varsa bu somut gerçeği içeren bilgi bu niyet gerçekleşme dahi oluşmuş demektir.

Bununla birlikte, bu gerçeğin, sermaye piyasası aracının değeri veya yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etkisi olup olmadığı, makul bir yatırımcı gözüyle değerlendirilmelidir. Ele geçirme işlemi ne kadar ciddiye sermaye piyasası aracı üzerindeki potansiyel etki de o kadar fazla olacaktır. Eğer B şirketi buna izin verir ve ön değerlendirme aşaması da her iki tarafı tatmin edecek düzeyde olursa bu durum, B şirketinin el değiştirmesi için ciddi bir iradenin olduğunu gösterir ki bunun özel durum açıklaması yoluyla kamuya duyurulması gerekir. Bununla birlikte, görüşmelerin son aşamasına kadar anlaşma olmaması olasılığı mevcuttur.

Bilginin, sermaye piyasası aracı üzerinde etkili olup olmadığının değerlendirilmesi, karar alma sürecinin tamamını içermelidir. Örneğin iki tarafın da karşılıklı güven ifadelerini içeren bir niyet mektubu tek başına bu potansiyeli oluşturmayabilir. Bununla birlikte, tüm tarafları memnun eden bir değerlendirme süreci sonrası bir niyet mektubu yazılması durumu daha farklı değerlendirilmelidir. Mesela çoğunluk payların devredilmesi amacıyla yapılan görüşmeler sonrası ortaya konan bir niyet mektubu, yatırımcıyı bu bilgilerin fiyatlar üzerinde önemli etki potansiyeline sahip olduğu konusunda uyaracaktır.”.

Rehber, N. II/5.5: *“...Alıcı statüsündeki bir ortaklığın yönetim kurulu tarafından, bir şirketle birleşmek veya bir şirketin devralınması için alınan bir karar veya bununla ilgili olarak bir danışman atanması, etkileri sermaye piyasası aracının değerini veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyecek kadar somut değilse, içsel bilgi olarak nitelendirilmez.*

Prensip olarak, makul bir yatırımcının gözüyle, bir işlemin sonuçlanması ihtimali yüksek olduğunda ve fiyatlar ve yatırım kararları üzerinde bir etki yaratması muhtemel olduğunda içsel bilgi meydana gelir. Bu açıdan, piyasada yayılmış olan haberler, söylentiler ve spekülasyonlar dikkate alınmalıdır...”.

²²⁵ İki anonim ortaklığın birleşme görüşmeleri için konuyu değerlendiren *Teoman*, görüşmelere başlanıldığının kabulü için, konunun en azından yönetim kurulunun gündemine alınmış ve burada tartışılmaya başlanmış olması gerektiği görüşündedir. Zira bir açıklama yükümlülüğünün varlığı için ilgili şirket tüzel kişisine ait olduğu söylenebilecek bir irade açıklamasının varlığı zorunludur. Bkz. ve karş. **TEOMAN**, **Kitap 11**, s. 115 vd.

²²⁶ AB mevzuatında da, kamuya açıklanacak bilginin, “kesin (information on precise nature)” nitelikte olması gereğine işaret edilmektedir (2003/6/EC sayılı Yönerge m. 1/1). Bu Yönerge’de kullanılan bazı tartışmaya açık kavramların açıklanması amacıyla çıkarılan 2003/124/EC sayılı Yönerge’nin “İçerideki bilgi (Inside information)” başlığını taşıyan 1. maddesinde, bilginin kesin nitelikte sayılabilmesi;

- var olan veya gelecekte var olacağı makul olarak muhtemel/beklenebilir olan bir duruma ilişkin olması, ya da
- meydana gelmiş veya meydana geleceği makul olarak muhtemel/beklenebilir olan bir olaya ilişkin olması, ve
- bu durum veya olayın mali araçların ya da bağlantılı türev araçların fiyatı hususunda olası etkiye sahip olacağı noktasında sonuca varılabilmesini sağlayacak yeterlikte olması gerekmektedir.

2003/124/EC sayılı Yönerge’nin 3/1. maddesinde ihraççı ortaklıklar açısından yapılacak kamuyu aydınlatmayı (açıklamayı) erteleme imkânını veren “haklı menfaatlere” sınırlandırıcı nitelikte

Anonim ortaklığın devralınması ve bağlantılı olarak anonim ortaklıktaki büyük, bir başka deyişle belli oranı aşan pay sahipleri ile kontrol sahiplerinin kamuya açıklanması hususunda son olarak İMKB mevzuatının da anılması gerekmektedir.

Sermaye piyasası araçları borsada işlem gören anonim ortaklıkların uymaları gereken bu kurallar arasında öncelikle, Bakanlar Kurulu tarafından çıkarılan 02.10.1984 tarih ve 84/8581 sayılı “Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik”²²⁷in 46. madde hükmü zikredilmelidir. Hüküm şu şekildedir:

“E) Bilgi Verme Yükümlülüğü

Madde 46. Menkul Kıymetleri borsa kotuna alınan kuruluşlar aşağıdaki bilgileri borsa yönetim kurulunca tespit edilen sürelerde ve belirlenecek formlara uygun olarak borsaya vermekle yükümlüdürler:

...

c) Bilgisi olduğu takdirde, ortaklık sermayesinin % 10 veya daha fazlasına sahip bulunan pay sahiplerindeki ve sermayesinin % 10 veya daha fazlasına sahip bulunduğu iştiraklerindeki paylarının oranındaki değişiklikleri,

olmayan örnekler verilmiştir. Buna göre devam etmekte olan müzakereler ya da bağlantılı unsurlar ile ilgili olarak, kamuya yapılacak açıklama müzakerelerin sonucunu veya normal gidişatını olumsuz yönde etkileyebilecek ise, açıklama yapılması ertelenebilir. Özellikle zor durumdaki anonim ortaklığın uzun vadeli finansal durumu düşünülerek, sınırlı bir süre ile, kamuyu aydınlatmama mazur görülmektedir. Ancak bu hükümden de anlaşılacağı üzere, örneğin bir devralma görüşmesi, “kesinlik” vasfını kazanmak şartıyla, kural olarak, kamuya duyurulmalıdır. Ancak istisnai hâllerde, ortaklığın haklı menfaati göz önüne alınarak, açıklama yapılması ertelenebilir.

Bunun gibi ihraççının yürütme organının aldığı bir karar ya da akdettiği bir sözleşmenin geçerli olması için diğer bir organın onayına ihtiyaç varsa, onay eksikliği ile birlikte yapılacak bir özel durum açıklaması bilginin doğru değerlendirmesini tehlikeye düşürecekse, gene açıklama yapılması ertelenebilir. Örneğin yönetim kurulu ile genel kurul çoğunluğunun mücadele içinde oldukları bir dönemde yönetim kurulunun esas sözleşmedeki yetkisini aşarak ve genel kurulun işleme icazet vermeyeceğini görerek, ortaklığı likidite sorununa düşürecek şekilde başka bir ortaklığı devralmak üzere müzakerelere başlaması veya bir sözleşme akdetmesi hususundaki açıklama, genel kurul tarihine kadar sözleşme yürürlüğe girmeyecek ise, ortaklık hisselerinde bir spekülasyona sebebiyet verebileceği için, genel kurul tarihine kadar ertelenebilir.

Görüldüğü gibi, anonim ortaklığın devralınması veya benzer diğer hukuki işlemlerin gerçekleşmesi sürecinde, yapılacak bilgilendirmede, bilginin belli bir içeriğe sahip olması ve ilgililere yatırım kararlarının verilmesi hususunda yön gösterici olabilmesi lazımdır. Yoksa her türlü olayın/durumun/gelişmenin özel durum açıklaması olarak ilgililere duyurulması, piyasada kesinlik taşımayan bilgi yığılmasına ve ilgililerin yatırım kararlarında yanlış yönlendirilmelerine ve dolayısıyla yanlış fiyatlandırmaya yol açabilecektir. Ayrıca bkz. Rehber, N. II/2.1.

²²⁷ RG. 06.10.1984, 18537.

ca) Ortaklığın durumu öğrendiği tarihten itibaren yedi gün içinde ortaklığın yöneticilerinin, personelinin ve bunlarla doğrudan veya dolaylı ilgisi olan kişilerin, bu kuruluşun borsa kotuna alınan menkul kıymetlerinde sahip oldukları miktarlardaki değişiklikleri,”.

İMKB mevzuatı açısından zikredilmesi gereken bir başka kamuyu aydınlatma düzenlemesi de, SPK tarafından yayınlanmış olan “İMKB Kotasyon Yönetmeliği”dir. Bu Yönetmeliğin “bilgi verme yükümlülüğü” kenar başlığını taşıyan 29. maddesinde kapsam içindeki anonim ortaklıkların hem özel durum açıklamaları yapma yükümlülükleri teyit edilmekte hem de İMKB’ye yapılacak bildirimlerin şekli belirlenmektedir. Hüküm şöyledir:

“Menkul kıymetleri Borsa pazarlarında işlem gören ve/veya Borsa kotunda bulunan ortaklıklar Genel Yönetmeliğin 46 ncı maddesi ve SPK’nın özel durumların kamuya açıklanması, muhasebe standartları ile mali tablo ve raporlara ilişkin düzenlemelerinde belirlenen bilgi ve belgeleri dönemsel ya da münferit olarak Borsaya göndermek zorundadırlar. Menkul kıymetleri Borsada işlem gören ortaklıklar ile ilgili kamuya açıklanacak bilgilerin SPK ve Borsa tarafından belirlenen esas ve usuller çerçevesinde elektronik sertifikalar kullanılarak elektronik ortamda gönderilmesi ve SPK’nın kağıt ortamında bildirim yükümlülüğünü kaldırması hâlinde sözkonusu bilgi ve belgeler Borsaya gönderilmiş sayılır. Yönetim Kurulu, yukarıda belirtilen düzenlemelerdeki özel hükümler saklı kalmak kaydıyla, elektronik ortam da dâhil olmak üzere sözkonusu bilgi ve belgelerin gönderim usul ve esaslarını tespit etmeye ve bu bilgi ve belgelerin tamamen ya da kısmen Borsa bülteninde yayınlanmasına veya bedeli ortaklıkça karşılanmak şartıyla basında ilan edilerek kamuya açıklanmasına karar vermeye yetkilidir.”²²⁸.

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün kapsamına giren işlemler açısından son olarak belirtelim ki, anonim ortaklığın devralınmasına yol açan işleme konu hisselerin tamamının/çoğunluğunun/bir kısmının SPK kaydına alınmamış olması ve/veya borsada işlem görmemesi bildirim yükümlülüğünün bulunmadığı anlamına gelmez. Zira mevzuat hükümleri, bu konuda bir ayırım yapmamakta, şirketin sermaye

²²⁸ Ayrıca inc. 17.11.2004 tarih ve 216 sayılı “Özel Durum Açıklamaları ile Diğer Açıklamaların Borsa’ya Gönderilmesi ve Kamuya Duyurulmasına İlişkin Usul ve Esaslar Genelgesi”. Bkz. <http://www.imkb.gov.tr/mevzuat/genelgeler2004.htm>, 11.08.2008.

yapısındaki büyük değişimlerin kamuya açıklanmak üzere SPK ve İMKB'ye bildirimini şart kılmaktadır. Borsadaki işlemlerin zaten aleni olması karşısında, kamunun bilgilendirilme ihtiyacı içinde olduğu esas işlem grubunu da, borsa dışı pay devirleri oluşturmaktadır.

3. Aykırılığın Sonuçları

Anonim ortaklığın devralınmasında gerek hedef ortaklık gerek de işlemi gerçekleştirenler tarafından uyulması gereken kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine aykırılığın yaptırımını meselesine²²⁹ gelirsek öncelikle belirtelim ki, yapılan işlem hakkında, birincil ve ikincil mevzuat hükümleri uyarınca ilgililer usulüne uygun bir şekilde bilgilendirilmese, yani kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne uyulmasa dahi, devralma işlemi geçerliliğini yitirmeyecektir. Yasal olarak gerekli olmasına karşın kamuyu aydınlatmamanın hukuki, cezai ve idari sonuçları/yaptırımları olmakla birlikte, örneğin bir blok hisse satışının kamuya açıklanmaması yapılan hisse devir işleminin geçerliliğine etki etmeyecek; bir kişinin kapsam içindeki bir ortaklıktaki pay/oy oranının Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ'deki bildirim sınırları eşiğini yukarıya doğru geçmesine rağmen bunu kamuya açıklamaması da, onun iktisabını hukuka aykırı hâle getirmeyecektir.

a- İdare Hukuku Açısından

Yeni TCK ile birlikte, ceza hukuku sistemimizde var olan, “suç”un, “cürüm ve kabahat” şeklinde ikili sınıflandırmaya tabi tutulması anlayışı terk edilmiş ve “kabahat”ler, suç hukukunun kapsamı dışına çıkarılmıştır. Bu kapsamda yürürlüğe giren 5326 sayılı Kabahatler Kanunu'nun 2. maddesinde “kabahat” kavramı için, “*kanunun, karşılığında idari yaptırım uygulanmasını öngördüğü haksızlık*” tanımı verilmiştir. Dolayısıyla herhangi bir kanuni düzenlemenin idari bir kuruluşa idari yaptırım uygulama yetkisi verdiği hukuka aykırı fiil, -en azından- “kabahat”tir. Kabahatin hukuki karşılığı, yukarıda anılan 2. maddedeki açık ifadeden

²²⁹ AB hukukunda önemli düzeydeki katılımın edinilmesi veya devredilmesi açısından kamuyu aydınlatma standartları ortak hükümler ile belirlenmekle birlikte, kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün ihlalinin sonuçları, yani yaptırımlar kısmı, üye ülke hukuklarına bırakılmıştır. Bkz. 2001/34/EC sayılı Yönerge m. 97. Ayrıca inc. 2003/6/EC sayılı Yönerge m. 14.

anlaşılabileceği üzere, “idari yaptırım” uygulanmasıdır. İdari yaptırımların neler olduğu ise, Kabahatler Kanunu’nun 16/1. maddesinde, “*Kabahatler karşılığında uygulanacak olan idari yaptırımlar, idari para cezası ve idari tedbirlerden ibarettir.*” hükmü ile ortaya konulmuştur²³⁰.

Sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde bir devralma işleminde, gerekli kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü yerine getirmeyenlere karşı, SPK’ya kamunun bilgilenmesini sağlamak üzere, idari tedbir ve idari para cezası uygulama yetkisi verilmiştir. Dolayısıyla bu kapsamda vardığımız sonuç, anonim ortaklık devirlerindeki kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne aykırılığın, yani bilgilendirmenin hiç²³¹ veya gereği gibi yapılmamasının, öncelikle bir “kabahat” olduğu, takiben Kabahatler Kanunu’nun uygulama alanına girdiği ve bu kapsamda idari yaptırımın uygulanması için aykırılığın kasten yapılmasının şart olmadığıdır²³².

Öte yandan Kabahatler Kanunu’nun “İçtima” kenar başlığını taşıyan 15. maddesinin son fıkrası hükmü uyarınca, bir fiil hem kabahat hem de suç olarak tanımlanmış ise, sadece suçtan dolayı yaptırım uygulanabileceği için devralmadaki kamuyu aydınlatma ihlali, SerPK. m. 47’nin uygulama alanına girerse, ayrıca idari yaptırım uygulanmayacaktır²³³.

²³⁰ AYM, bu kavramı şu şekilde tanımlamıştır: “*Öğretide de kabul edildiği gibi idarenin, bir yargı kararına gerek olmaksızın yasaların açıkça verdiği bir yetkiye dayanarak İdare Hukukuna özgü yöntemlerle, doğrudan doğruya bir işlemi ile uyguladığı yaptırımlarla, verdiği cezalara ‘idari yaptırım’ denilmektedir.*” AYM, 23.10.1996, 48/41; (çevrimiçi) <http://www.anayasa.gov.tr/eskisite/KARARLAR/IPTALITIRAZ/K1996/K1996-41.htm>, 15.05.2009. İdarenin, bir yargı organına başvurmadan, kendisinin uyguladığı yaptırımlara, “idari yaptırım” adı verilmektedir. İl Han ÖZAY, **İdari Yaptırımlar**, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi yay., 1985, s. 35; Aydın AKGÜL, **(Danıştay Kararları Işığında) Sermaye Piyasası Kurulu Kararlarının Hukuki Niteliği ve Yargısal Denetimi**, İstanbul, Beta yay., 2008, s. 121. Cumhuriyet savcısının ve mahkemenin idari yaptırım kararı verme yetkisi hususunda bkz. Kabahatler Kanunu m. 23-24.

²³¹ Kabahatler Kanunu m. 7: “*Kabahat, icrai veya ihmali davranışla işlenebilir. İhmali davranışla işlenmiş kabahatin varlığı için kişi açısından belli bir icrai davranışta bulunma hususunda hukuki yükümlülüğün varlığı gereklidir.*”

²³² Bkz. Kabahatler Kanunu m. 9.

²³³ Kanaatimizce bu düzenlemenin dar yorumlanması ve bizatihi ilgililerin devralma işleminden bilgi sahibi olmasını sağlayacak tedbirlerin gene de uygulanması lazımdır.

(1) İdari Tedbirler

Devralma konusundaki kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne aykırılığın öncelikli sonucu, SPK'nın, ilgililerin işlemde bilgilenmesinin sağlanması yönünde alabileceği “tedbirler”dir²³⁴. İdari yaptırım türlerinden biri olan “idari tedbirler”, kamu düzenini bozucu eylemleri önlemek amacıyla başvuru yollarıdır²³⁵. İdari tedbirler, önleyici nitelikteki idari yaptırımlardan olup, SerPK. sisteminde, bu amaca yönelik icrai nitelikteki müeyyideleri de kapsamaktadır^{236 237}.

SerPK. m. 22/e’de SPK’ya kamunun zamanında, yeterli ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla genel ve özel nitelikte kararlar almak yetkisi verilmiştir²³⁸. Keza aynı maddenin “f” bendinde de SPK’ya anonim ortaklıkların faaliyetlerinin sermaye piyasası mevzuatına uygunluğunu gerekli her türlü bilgi ve belgeyi isteyerek izlemek ve denetlemek yetkisi/görevi de verilmiştir. İşte SPK, sermaye piyasası mevzuatına tabi bir anonim ortaklıkta kontrol sahibinin değişmesine yönelik bir işlemin gerçekleşmesinden veya bu yönde görüşmelere başlanmasından bir şekilde haberdar olmasına karşın, bu konuda kendisine bir özel durum açıklamasının gelmemesi ya da gelen özel durum açıklamasının yetersiz olması durumunda, gerek işlemin tarafları gerek de hedef ortaklık tüzel kişiliği hakkında “uyarma” veya özel durum açıklaması yapılması gerektiği yönünde “bilgilendirme” kararı alabilir. Her iki tür karar da, kamunun aydınlatılmasının sağlanmasına yönelik, özel nitelikli tedbirlerdir²³⁹.

SPK böylelikle aldığı özel nitelikli karar ile kamunun aydınlatılmamasından kaynaklanan hukuka aykırı durumu önceden engellemeye çalışmakta ya da “etkin

²³⁴ Bağımsız idari otoritelerin ve bunlar arasında SPK'nın (idari) yaptırım yetkisi konusunda bkz. **A.e.**, s. 41-42, 123.

²³⁵ Melikşah YASİN, **Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri**, Ankara, Seçkin yay., 2002, s. 208; AKGÜL, **Sermaye Piyasası Kurulu Kararları**, s. 124.

²³⁶ Karş. **A.e.**, s. 123 vd., özellikle 131 vd.

²³⁷ Kabahatler Kanunu m. 16/2’de şöyle denilmektedir: “*İdari tedbirler, mülkiyetin kamuya geçirilmesi ve ilgili kanunlarda yer alan diğer tedbirlerdir.*”.

²³⁸ SerPK. m. 22/2’de de SPK'nın yetkilerini, düzenleyici işlemler tesis ederek ve özel nitelikte kararlar alarak kullanacağı hüküm altına alınmıştır.

²³⁹ Bkz. YANLI, **Kamunun Aydınlatılması**, s. 147-148.

piyasa (efficient market)²⁴⁰’nin sağlanması amacıyla ilgililerin yeterince ve eşit bir biçimde bilgilendirilmiş olması durumunu ortadan kaldırmaya gayret etmektedir²⁴¹.

SPK’nın gerekli gördüğü durumlarda, kamuyu aydınlatma yükümlülerinden açıklama yapılmasını isteme yetkisi, Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 25/1 ve 2’de teyit edilmiştir²⁴². Aynı Tebliğ’in “haber ve söylentilerin doğrulanması” kenar başlığını taşıyan 18. maddesinin ilk fıkrasında ise “*Ortaklıklar hakkında, yatırımcıların yatırım kararlarını ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek öneme sahip, basın-yayın organları veya kamuoyunda çıkan, ortaklığı temsile yetkili kişiler kaynaklı olmayan ve daha önce özel durum açıklaması, izahname, sirküler, Kurulca onaylanan duyuru metinleri, finansal raporlar ve diğer kamuyu aydınlatma dokümanları vasıtasıyla kamuya duyurulmuş bilgilerden farklı içerikteki haber veya söylentilerin varlığı halinde, bunların doğru veya yeterli olup olmadığı konusunda, bu Tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde ortaklıklarca bir açıklama yapılması zorunludur. Söz konusu açıklama yükümlülüğü Kurul veya ilgili borsa tarafından herhangi bir uyarı, bildirim veya talep beklenmeksizin ortaklıklarca yerine getirilir.*” hükmü karşısında SPK, kapsam içindeki bir anonim ortaklığın taraf olduğu veya bizzat bu ortaklığın hedef ortaklık konumunda olduğu bir devralma

²⁴⁰ Etkin piyasa, sermaye piyasalarındaki fiyat oluşum sürecini açıklayan en temel kuramdır. Buna göre etkin piyasa, esas itibarıyla bir menkul kıymetin fiyatını etkileyebilecek tüm bilgilerin kamuya açıklanmış ve sonuçta fiyata yansımış olduğu piyasadır. Kuram, kamuya açılanmış olan hatta son aşamada açıklanmamış dahi olsa, ihraççı ile ilgili tüm bilgilerin rasyonel piyasa aktörlerince değerlendirilmesi/kullanılması ve menkul kıymet fiyatının buna göre oluşması esasına dayanır. Etkin piyasa, somut bir bilgi söz konusu olduğunda bu bilgiye sanki herkes sahipmiş ve buna göre yatırım kararını veriyormuş gibi fiyatların oluştuğu piyasadır. Kısaca belirtmek gerekirse, etkin işleyen piyasada fiyatı belirleyen temel etken, bilgidir ve bilgi herkesde vardır. Zaman içinde etkin piyasaya kuramına/teorisine karşı, fiyat oluşum mekanizmasını olması gereken durumdan çok, yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen psikolojik ve diğer yan faktörleri de göz önüne alan, daha gerçekçi bir yaklaşım ile piyasalarda fiilen “olan” olguları fiyat oluşumuna esas alan “davranışsal finans kuramı” ortaya çıkmıştır. Her iki teori için inc. örn. A.e., s. 167 vd.; Çağlar MANAVGAT, **Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon Ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları**, Ankara, BTHAE yay., 2008, s. 69 vd.

²⁴¹ Karş. YASİN, **Sermaye Piyasası Kurulu**, s. 207 vd.; YANLI, **Kamunun Aydınlatılması**, s. 148.

²⁴² Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 25: “(1) Kurul, kamunun zamanında, yeterli ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla, bu Tebliğde sayılmayan özel durumlarda da Kanun uyarınca ilgililerden açıklama yapılmasını isteyebilir. (2) Kurul gerekli gördüğü durumlarda bu Tebliğ uyarınca gönderilen bilgilerin, elektronik ortam da dahil, basın yayın organlarında ilan edilmesini ilgili ortaklıktan veya açıklama yapmakla yükümlü diğer kişilerden isteyebilir...”. Aynı yönde bkz. Seri: VIII, No: 57 sayılı Tebliğ m. 10.

işlemi hakkındaki bir söylentinin varlığı durumunda dahi, bu ortaklıktan özel durum açıklaması yapılmasını talep edebilir²⁴³.

Bu kapsamda son olarak iki hükmün de altının çizilmesi lazımdır. SerPK'nın "denetim ve cezai sorumluluk" isimli altıncı bölümü içinde yer alan ve "tedbirler" kenar başlığını taşıyan 46. maddesinin ilk fıkrasının "e" bendi uyarınca SPK, yaptığı izleme, inceleme ve denetlemeler sonucunda, kamuya açıklanması gerekirken açıklanmayan bir devralma olayını tespit ederse, bunu masrafını açıklama yükümlüsünden²⁴⁴ tahsil ederek kamuoyuna duyurmaya yetkilidir.

Devralmanın kamuya gerektiği gibi açıklanmamasının ortaya çıkardığı "tedbir" niteliğindeki bir başka sonuç da, hedef ve/veya taraf ortaklıkların borsa kotundan geçici veya kalıcı olarak çıkarılmalarıdır.

Yukarıda da anılan "Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik" in 47/g maddesi uyarınca gerekli olan bilgi ve belgelerin zamanında verilmemesi ya da yanlış veya yanıltıcı bilgiler verilmesi, ilgili anonim ortaklığın menkul kıymetlerinin borsa kotundan çıkarılması sebeplerinden biridir. Dolayısıyla anonim ortaklığın devri olayının gerekli olmasına rağmen borsaya bildirilmemesi, taraf ve/veya hedef ortaklığın borsada işlem gören hisse senetlerinin ya da diğer menkul kıymetlerinin İMKB kotasyon komitesinin görüşü alınarak veya bu komitenin teklifi üzerine, İMKB yönetim kurulu kararı ile, sürekli ya da geçici olarak borsa kotundan çıkarılmasına yol açabilecektir. Kottan çıkarma nedenlerinin sıralandığı İMKB Kotasyon Yönetmeliği m. 24'ün "b" ve "c" bentleri de, devralma konusundaki kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne uyulmamasının geçici veya sürekli olarak ortaklık menkul kıymetlerinin borsa kotundan çıkarılması şeklindeki sonucunu teyit etmektedir²⁴⁵.

²⁴³ Ayrıca bkz. Rehber, N. II/2.5. Belirtelim ki, çıkan söylentinin belli bir objektif temele dayalı olması, yani haber kaynağının ve/veya yayın yerinin belli olması lazımdır. Yoksa gerek Tebliğ hükmünde gerek de Rehber'de bulunan "kamuoyunda çıkan" ibaresi, kavramın ucu açıklığı karşısında anonim ortaklıklara her türlü borsa dedikodusunu dahi takip etme ve düzeltme yapma gibi ifası hemen hemen imkânsız bir yük yükleyebilir.

²⁴⁴ Devralmalardaki kamuyu aydınlatma yükümlüsü/yükümlüleri için bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/IV/A/2.

²⁴⁵ İMKB yönetim kurulu, kottan çıkarma kararını vermeden önce ilgili ortaklığı durumu düzeltmesi için uyarma ve süre verme yetkilerine sahiptir.

Devralma konusundaki kamuyu aydınlatma eksikliğinin bir başka muhtemel sonucu da, ilgili anonim ortaklığın menkul kıymetlerinin İMKB’de ulusal pazar yerine gözüaltı pazarında işlem görmesine karar verilmesidir²⁴⁶.

Bunun gibi herhangi kottan çıkarma veya pazar değişikliği yapılmaksızın ilgili ortaklığın menkul kıymetlerine ilişkin işlemlerin, bu menkul kıymet ile ilgili bir devralma olayının bulunduğu ve/veya bu konuda açıklama yapılacağı öğrenilmesi hâlinde, İMKB yönetim kurulu tarafından geçici olarak durdurulmasına da karar verilebilir (İMKB Yönetmeliği m. 25/1-a; İMKB Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği m. 25/1-a)²⁴⁷.

Devralma konusundaki kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne aykırı hareket edenin işlem tarafları olması durumunda ayrıca gündeme gelebilecek olan bir başka idari tedbir de, bu kişilerin borsalarda (İMKB) ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem (alım/satım) yapmalarının geçici veya sürekli olarak önlenmesidir (SerPK. m. 46/1-i)^{248 249}.

(2) İdari Para Cezası

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün ihlalinin SPK ve İMKB tarafından uygulanan idari tedbirler şeklindeki yukarıda sıralanan idare hukukunun kapsamına

²⁴⁶ Gözüaltı pazarı, borsa kotunda iken kotasyon şartlarını kaybeden şirketlerin hisse senetlerinin işlem görebilmeleri için 13.03.1995 tarih ve 22226 sayılı RG’de yayımlanan –önceki- İMKB Kotasyon Yönetmeliği’nin 5. maddesine dayanılarak İMKB yönetim kurulu tarafından 26.11.1996 tarih ve 63 Sayılı Genelge ile kurulmuş bir kot dışı pazardır. Buna göre, ilgili şirketin kamuya açıklamakla ve borsaya göndermekle yükümlü olduğu bilgi ve belgeleri göndermemesi; gecikmeli, eksik, yanlış veya yanıltıcı göndermesi ya da borsa tarafından getirilen düzenlemelere uymaması, diğer pazarlarda işlem gören hisse senetlerinin, gözüaltı pazarına alınma sebeplerindedir.

²⁴⁷ Yedi güne kadar olan durdurma kararları İMKB başkanı, daha uzun süreli durdurma kararları ise İMKB yönetim kurulu tarafından verilir.

²⁴⁸ Kanun koyucu anılan hükümde, SerPK. m. 47’nin A bendinde sayılan fiillere doğrudan ya da dolaylı olarak iştirak eden gerçek ve tüzel kişilerin borsada işlem yapmalarının önlenmesini teminen gerekli tedbirleri alma yetkisini SPK’ya vermektedir. SerPK. m. 47’nin A bendinde “suç” olarak sayılan fiillerden biri de, kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne aykırılıktır. Dolayısıyla devralma konusundaki bir kamuyu aydınlatma ihlali, ihlali yapan ister hedef ortaklık isterse de devralmanın tarafları olsun, hem bunlara hem de bunların yöneticilerine yönelik bir borsada işlem yapma yasağını getirebilir.

²⁴⁹ “İşlem yapma yasağı”nın yasal gelişim süreci ve Danıştay’ın bu konudaki yaklaşımı için inc. AKGÜL, **Sermaye Piyasası Kurulu Kararları**, s. 131 vd.

giren sonuçlarının dışında, bu ihlalin bir diğer idari sonucu, SPK tarafından yükümlü olan(lar)²⁵⁰ aleyhine verilebilen idari para cezasıdır.

İdari para cezaları, idari düzene aykırılık oluşturan eylemler sebebiyle kanunun açıkça izin verdiği hâllerde idarenin, yargıya başvurmaksızın bizzat uyguladığı ve muhatabından bir miktar paranın alınması şeklinde gerçekleşen mali nitelikteki yaptırımlardır²⁵¹. Bu yaptırım türünde idare, düzene aykırılık oluşturan davranışın sahibine para cezası vermek suretiyle, bireyin sahip olduğu mal varlığının bir kısmının kamu kaynaklarına aktarılmasını sağlamakta²⁵²; bu arada böylelikle kişiler, ilgili kurala aykırılık konusunda caydırılmaktadırlar. Bu para cezasına, adli bir organa gerek olmaksızın, idarece karar verilmekte ve ceza, gene idarece uygulanmaktadır²⁵³.

SerPK'ya 15.12.1999 tarihli 4487 sayılı Kanun ile eklenen ve “idari para cezaları” kenar başlığını taşıyan 47/A maddesinin ilk fıkrası uyarınca SerPK'ya dayanılarak yapılan düzenlemelere, belirlenen standart ve formlara ve SPK tarafından alınan genel ve özel nitelikteki kararlara aykırı hareket ettiği tespit edilen gerçek kişiler ve tüzel kişiler hakkında gerekçesi belirtilmek suretiyle gene SPK tarafından para cezası verilir. Dolayısıyla devralmalardaki kamuyu aydınlatma yükümlülüğü de, ilgili kişi açısından hem kanuni hükümlere hem Tebliğ'lere hem de SPK'nın özel nitelikteki kararlarına dayalı bir zorunluluk olduğuna göre, buna aykırı hareket hâlinde SPK'nın idari para cezası vermesi mümkündür. Böylelikle SPK'nın takdirine göre hafif ihlallerde mahkemelerin yükü hafifletilerek, yükümlülüğünü ifa etmeyen kişi hakkında cezai kovuşturma için müracaatta bulunulmaz. Ayrıca yaptırım da hemen uygulanmış ve sermaye piyasalarının gerektirdiği sürat sağlanmış olur²⁵⁴.

²⁵⁰ Kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne aykırı hareket eden tüzel kişi ile birlikte organ üyelerine ve kamuyu aydınlatma ile özel olarak görevlendirilen kişilere de idari para cezası verilebilir. Bkz. Kabahatler Kanunu m. 8,

²⁵¹ Bkz. Yücel OĞURLU, **İdari Yaptırımlar Karşısında Yargısal Korunma**, Ankara, Seçkin yay., 2003, s. 515; Fatih Selami MAHMUTOĞLU, “İdari Para Yaptırımını Gerektiren Eylemler Yönünden Yargılama Rejimi”, **İHFİM**, LV/1-2, s. 153 vd.;

²⁵² AKGÜL, **Sermaye Piyasası Kurulu Kararları**, s. 144-145.

²⁵³ OĞURLU, **Yargısal Korunma**, s. 89; AKGÜL, **Sermaye Piyasası Kurulu Kararları**, s. 145.

²⁵⁴ İdari para cezalarının sisteme eklenmesi ile ilgili olarak yapılan Kanun değişikliğinin madde gerekçesi şu şekildedir:

Bu fiilin tekrarı hâlinde verilen para cezası artırılarak uygulanacaktır (SerPK. m. 47/A-4).

İdari para cezasının uygulanmasında, ölçülülük ilkesi gereğince, ceza ile ihlal edilen kural arasında makul bir oran bulunmalıdır^{255 256 257}.

b- Ceza Hukuku Açısından

Devralma – kamuyu aydınlatma ilişkisi bakımından gündeme gelebilecek bir başka sonuç da, anonim ortaklığın devri hususundaki gerekli açıklamayı yapmayan kişilerin cezai sorumluluğudur.

Anonim ortaklığın devralınması ile ilgili olarak görüşme aşamasından başlanarak, prosedürün tamamlanmasına kadar geçen sürede gerek işlemi gerçekleştiren tarafların, gerek de hedef ortaklığın doğru, yeterli ve zamanında bir kamuyu aydınlatma yükümlülükleri vardır. Bu yükümlülüğün gereği gibi veya hiç yerine getirilmemesi, “bilgiye dayalı manipülasyon” a sebebiyet verebilecektir.

Menkul kıymet piyasalarında işlem gören sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak, bilinçli şekilde yanlış yönlendirici bir izlenim uyandırma veya yanıltıcı bir piyasa yaratmak amacıyla yapılan işlem ve hareketler “manipülasyon” niteliğini taşımaktadır. Buna göre yapay yollarla sermaye piyasası araçlarının piyasa fiyatının yükseltilmesi, düşürülmesi veya belli bir seviyede tutulmasına yönelik tüm

“Bazı hafif ihmalleri suç olmaktan çıkarmak, mahkemelerin yüklerini hafifletmek, buna karşılık müeyyidenin hemen tatbikini sağlamak suretiyle etkinliğini artırmak maksadıyla mevzuatta pek çok Kanunlarda düzenlendiği gibi idari para cezaları öngörülmüştür.

İdarî müeyyideler de cezai müeyyideler gibi hukuk düzeninin teminatıdır. Ancak bir yönü ile kişiyi cezalandırmayı amaçlayan cezai müeyyidelerden farklı olarak idari müeyyideler, kamu idaresi, kamu maliyesi, toplum sükunu ve genel sağlık ve kamu maliyesini korumaya yönelik kabahat türünden fiillerdir.

Bu bakımdan, küçük tasarruf sahibi ve yatırımcılarını korumaya yönelik olarak, sermaye piyasasının güven ve istikrar içinde çalışmasını teminen, Kanuna dayanılarak yapılan düzenlemelere, belirlenen standart ve formlara ve Kurulca alınan genel ve özel nitelikteki kararlara aykırı hareket edilmesi hâlinde idari para cezası öngörülmüştür...”.

²⁵⁵ SerPK. m. 47/A'nın ik fıkrasında idari para cezası, alt ve üst sınır şeklinde belirlendiği için, ceza miktarı belirlenirken kamuyu aydınlatmamanın haksızlık içeriği ile failin kusuru ve ekonomik durumu birlikte göz önünde bulundurulmalıdır. Bkz. Kabahatler Kanunu m. 17/2.

²⁵⁶ İdari para cezalarının uygulanma aşamasına ilişkin ayrıntılar için inc. Kabahatler Kanunu m. 17, 25 vd.

²⁵⁷ SPK'nın vereceği idari para cezalarına ilişkin, “savunma alma zorunluluğu”, “gerekçeli olma zorunluluğu”, “miktarın tespiti meselesi” ve “ölçülülük ilkesi” hakkında bkz. A.e., s. 145 vd.

faaliyetler manipülasyon tanımı içine girebilir^{258 259}. Bu şekilde bir menkul kıymetin piyasa fiyatının yapay olarak, gerçek olmayan bir şekilde oluşturulması, ya bu menkul kıymet üzerindeki alım-satım yönündeki işlemlerle ya da bu menkul kıymet ile ilgili haberlerin/bilgilerin kamuya yanlış veya yetersiz bir şekilde açıklanması veya hiç açıklanmaması ile sağlanabilir. Birinci durumda, “işleme dayalı manipülasyon”, ikinci durumda ise “bilgiye dayalı manipülasyon” ortaya çıkar^{260 261}.

İşte anonim ortaklığın devralınması, taraf ve/veya hedef ortaklıkların sermaye piyasası araçlarının değerini/fiyatını etkileyebilecek bir bilgi olduğu için, ilgililerin bu konudaki eksik veya yanlış bilgilendirilmeleri ya da hiç bilgilendirilmemeleri, gerçek durumun yatırımcılarca göz önüne alınmaması sebebiyle borsadaki menkul kıymet fiyatının etkin piyasa teorisine aykırı bir şekilde, ortaklığın gerçek durumuna göre değil, yapay olarak oluşmasına yol açacaktır. Bu da kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü gereği gibi veya hiç yerine getirmeyen kişilerin sorumluluğunu gündeme getirecektir. Manipülasyon eyleminin, hemen hemen tüm hukuk sistemlerinde düzenlenen öncelikli sonucu, cezai yaptırım şeklindedir. Yani gerektiği gibi veya hiç kamuyu aydınlatmama, aynı zamanda, bir “suç”tur.

“Cezai sorumluluk” kenar başlığını taşıyan SerPK. m. 47’nin “A” bendinin 3 numaralı fıkrası uyarınca, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi veren; haber yayan; yorum yapan ya da açıklamakla yükümlü oldukları bilgileri açıklamayan gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenler 2 yıldan 5 yıla kadar hapis cezası ve ayrıca adli para cezası ile cezalandırılırlar²⁶². Demek ki, kamuya açıklanması gereken

²⁵⁸ Meral Varış TEZCANLI, **İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar**, İstanbul, İMKB yay., 1996, s. 121.

²⁵⁹ Manipülasyonun genel kabul gören üç unsuru; arz ve talebin serbestçe karşılaşmasına müdahale, başkalarını işlem yapmaya ikna etme ve menkul kıymetin fiyatını yapay bir düzeye çekmedir. Bu üç unsur ve eleştirisi için bkz. MANAVGAT, **Manipülasyon**, s. 15 vd.

²⁶⁰ 2003/6/EC sayılı Yönerge’de de, manipülasyon, işleme ve bilgiye dayalı olmak üzere ikili anlayışa uygun bir şekilde tanımlanmıştır. Bkz. 2003/6/EC sayılı Yönerge m. 2; 2003/124/EC sayılı Yönerge m. 4-5. Türk kanun koyucusu da, manipülasyon eylemini, aynı maddenin farklı bentlerinde, ikili anlayışa uygun olarak düzenlemiştir.

²⁶¹ “Hareket Bazlı Manipülasyon” – “Bilgi Bazlı Manipülasyon” – “İşlem Bazlı Manipülasyon” şeklindeki üçlü sınıflandırma için bkz. TEZCANLI, **Manipülasyonlar**, s. 125 vd.

²⁶² SerPK. m. 47’nin “A” bendinin 2. fıkrasında ise, işleme dayalı manipülasyon suçu şu şekilde düzenlenmiş ve bilgi bazlı manipülasyon eylemi ile aynı cezai sonuca bağlanmıştır:

bir devralma olayını bu yükümlülüğe aykırı olarak açıklamayan hedef ortaklık yetkilileri ile devreden ve devralanın gerçek kişi olmaları hâlinde kendileri ya da tüzel kişi olmaları durumunda yetkilileri söz konusu cezai sorumluluğa tabidirler. Doktrinde “bilgi bazlı (bilgiye dayalı) manipülasyon suçu” olarak adlandırılan bu eylemin cezalandırılması ile piyasadaki aktörlerin yatırım kararlarının sağlıklı ve güncel verilere dayalı olması amaçlanmaktadır. Etkin piyasanın oluşumu önündeki engeller, cezai sorumluluk gibi oldukça ağır bir yaptırım tesisi ile kaldırılmaya çalışılmaktadır²⁶³.

Öte yandan gerek halka arz izahnamesindeki devralmadan kaynaklanan değişikliğin bildirilmemesi (SerPK. m. 10’a aykırılık), gerek mali tablo ve raporlar kapsamındaki –kontrol sahipliğini gösterici- bilgilendirmenin yanlış yapılması (SerPK. m. 16’a aykırılık), gerek de devralmaya ilişkin özel durum açıklamasının yapılmaması (SerPK. m. 16/A’ya aykırılık) durumları, SerPK. m. 47’nin “C” bendi hükmü gereğince adli para cezasına tabi tutulmuştur²⁶⁴. Adli para cezası, TCK. m. 45’de ancak suç karşılığında uygulanan bir yaptırım türü olarak düzenlendiğine ve TCK. m. 20/2 uyarınca tüzel kişiler hakkında –güvenlik tedbiri niteliğindeki yaptırımlar saklı olmak üzere- ceza yaptırımını uygulanamayacağına göre, SerPK. m. 47’nin “C” bendi kapsamında bizzat hedef ortaklık tüzel kişiliğinin kendisi veya devralma işlemine taraf tüzel kişilere ceza verilmesi mümkün değildir. Dolayısıyla

“Yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapan gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenler...”

²⁶³ Ayrıca henüz kamuya açıklanmamış bir devralma olayını, görevleri sebebiyle önceden öğrenerek, ilgili menkul kıymetin değerini aşağıya veya yukarıya doğru etkileyebilecek bu olayı kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak sermaye piyasasında işlem yapan ve mamaleki yarar sağlayan kişiler, “içeriden öğrenenlerin ticareti (insider trading)” olarak adlandırılan söz konusu eylemleri sebebiyle aynı cezaya tabidirler. Bkz. SerPK. m. 47-A/1.

İçeriden öğrenenlerin ticareti ile bilgiye dayalı manipülasyon suçunun birleşmesi mümkündür. Örneğin hedef ortaklığın yönetiminde olup özel durum açıklamalarının yapılmasından sorumlu olan kişi, bu açıklamanın yapılmasını geciktirip, bu arada şirketin borsada işlem gören hisselerinin devrin duyulmasından sonraki muhtemel değer artışından yararlanmak için alım yapar ve gerçekten bundan maddi bir getiri sağlarsa, SerPK. m. 47/A’nın hem 1. hem de 3. fıkralarındaki suçu işlemiş olur. Bu tür bir durumda hapis cezasının asgari haddi 3 yıl, azami haddi ise 6 yıl olacaktır. SerPK. m. 47-A/son.

²⁶⁴ Devralmanın kamuya açıklanmaması, ilgisine, içeriden öğrenenlerin ticaretinden bağımsız olarak, herhangi bir maddi menfaat sağlamış ise, SerPK. m. 47 uyarınca verilecek para cezası, söz konusu maddi menfaatin üç katından az olmayacaktır (SerPK. m. 47/son).

SerPK. m. 47'nin "A" bendinin üçüncü fıkrasındaki bilgiye dayalı manipülasyon suçu ile "C" bendindeki özel olarak anılan kanun maddelerine aykırılık hâllerinin çakışması mümkündür. Bu sebeple "C" bendindeki suçun oluşması için manipülasyon suçunun unsuru olan "sermaye piyasası araçlarının değerini etkileme"nin aranmaması gündeme gelebilir.

SerPK. m. 47'de düzenlenen ve tehlike suçu niteliğinde olan kamuyu aydınlatmama suçunun manevi unsuru, genel kasttır²⁶⁵. Fail, devralma olayına/işlemine ilişkin bilgilerden haberdar ve ayrıca bu konuda açıklama yapma gerekliliğinin de farkında olmalıdır. Ancak suçun oluşumu için ilgili sermaye piyasası araçlarının değerinin etkilenebileceğinin bilincinde olunması ya da failin böylelikle maddi bir manfaat temin etmeyi amaçlaması ya da elde etmesi gerekmemektedir.

SerPK. m. 49'da, SerPK. m. 47'de yazılı suçlardan ve bu arada devralmanın kamuya açıklanmamasından ötürü kovuşturma yapılması, SPK tarafından Cumhuriyet Savcılığına yazılı başvuruda bulunulmasına bağlanmıştır. Bu başvuru ile SPK aynı zamanda, yapılan eylemden zarar gören sıfatı bulunmasa bile, katılan (müdahil) sıfatını kazanır²⁶⁶.

c- Özel Hukuk Açısından

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün ihlalinin özel hukuk alanındaki sonuçları açısından SerPK.'da genel nitelikli bir kural konulmamıştır. Sadece SerPK. m. 7/2'de, birincil piyasadaki kamuyu aydınlatmayı sağlayan izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmasından ihraççıların sorumlu olduğuna ilişkin bir hüküm bulunmaktadır. İhraççı anonim ortaklığın yanında, kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlara da ihraççı anonim ortaklığa tazmin ettirilmeyen kısım için yani ikinci derecede müracaat edilebilir.

²⁶⁵ Ali Hakan EVİK, **Sermaye Piyasası Araçlarının Değerini Etkileyebilecek Aldatıcı Hareketler Yapma (Manipülasyon) Suçları**, Ankara, Seçkin yay., 2004. s. 244-245. Ayrıca karş. Sahir ERMAN, **Şirketler Ceza Hukuku, Ticari Ceza Hukuku**, C. VII, İstanbul, İ.Ü. Basımevi ve Film Merkezi, 1993. s. 145-146.

²⁶⁶ SerPK'ya aykırı fiillerin işlendiğine dair bilgi edinen Cumhuriyet Savcıları, ancak SPK'ya haberdar ederek durumun incelenmesini isteyebilirler. Yoksa resen kovuşturmayla başlayamazlar. Ayrıca belirtelim ki, Cumhuriyet Savcıları kovuşturmayla mahal olmadığına karar verirlerse, SPK kendisine tebliğ edilecek bu kararlara karşı itiraza yetkilidir.

Buradaki “gerçeği dürüst bir biçimde yansıtma” ifadesi, sadece yanlış bilgiyi değil, bunun yanında eksik bilgi verilmesini ve ayrıca esaslı bir bilginin hiç verilmemesini de kapsar²⁶⁷. Anonim ortaklık kontrol sahibine yönelik bir bilgi yanlışlığı veya halka arz süreci içerisinde gerçekleşen bir devralma üzerine izahname/sirküler değişikliğine gidilmemesi, bu maddenin işletilmesine yol açabilecektir.

Kanun’da özel olarak düzenlenmiş bir diğer hukuki sorumluluk çeşidi ise, periyodik kamuyu aydınlatma açısından bağımsız denetleme kuruluşlarına yönelik olarak getirilmiştir. SerPK. m. 16/4 uyarınca bağımsız denetleme kuruluşları, denetledikleri mali tablo ve raporlara ilişkin olarak hazırladıkları denetleme raporlarındaki yanlış ve yanıltıcı bilgi ve kanaatler sebebiyle doğabilecek zararlardan hukuken sorumludurlar²⁶⁸.

Bununla birlikte anonim ortaklığın devralınması açısından esas kamuyu aydınlatma zorunluluğu, özel durum açıklaması şeklinde ikincil piyasada sürekli/anında yapılacak bilgilendirmelerde ortaya çıkmaktadır. Ancak SerPK. m. 16/A hükmünde yasal dayanağını bulan bu zorunluluğa aykırılığın, bilgiye dayalı manipülasyon şeklinde SerPK. m. 47-A-3’de özel bir suç tipi şeklinde düzenlenmesine karşın, özel hukuk alanındaki sonuçlarına ilişkin özel bir hüküm konulmamıştır. Ancak bu durum, devralmalardaki anında kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne aykırı davranan kişi veya kişilerin hukuki sorumluluklarının bulunmadığı anlamına gelmez²⁶⁹.

Öncelikle belirtelim ki, yukarıda da vurgulandığı üzere, devralma hususundaki bir kamuyu aydınlatma noksanlığı, bilgilendirmeye konu olacak devir işleminin geçersizliği sonucunu doğurmayacaktır. Zira böyle bir sonucun gerçekleşmesi için gerekli olan yasal düzenleme bulunmamaktadır. Kamuyu aydınlatma zorunluluğu ile

²⁶⁷ Karş. YANLI, **Kamunun Aydınlatılması**, s. 151.

²⁶⁸ Ayrıca bkz. Seri: X, No: 22 sayılı Tebliğ İkinci Kısım/m. 29.

²⁶⁹ MANAVGAT, **Manipülasyon**, s. 179. Bu konuda öncü rol oynayan Amerikan hukukunda manipülasyon, öncelikle idari ve cezai yaptırımlara tabi bir fiil olarak düzenlenmiş (SEA m. 9, 10/5), tazminat sorumluluğunun hukuki dayanağı yargısal içtihatlar ile ceza hükümlerine dayalı olarak geliştirilmiş, sonrasında hukuki sorumluluk da özel olarak düzenlenmiştir. Bu konuda inc. **A.e.**, s. 179 vd.

işlemin dışında kalanlar korunmaktadır, yani bilgilendirme dışarıya yöneliktir²⁷⁰. Dolayısıyla buradaki kanuna aykırılığın mağduru, işlemin tarafları olmayıp, devri sağlayan hukuki işlem irade serbestisi kuralı çerçevesinde gerçekleştirilmiştir. Görüşmeler sırasındaki veya işlemin tamamlanmasından sonraki bilgilendirme/aydınlatma eksikliğinden ancak üçüncü kişiler etkilenebilir ve bu olumsuz etkinin, yapılan işlemin butlanına/hükümsüzlüğüne yol açacak düzeyde olduğunu kabul olanaksızdır. Yapılan işlemin konusu, yöneldiği amaç; kanuna, ahlâka, kamu düzenine veya şahsi haklara aykırı değildir (BK. m. 19-20)²⁷¹. Örneğin sermaye piyasası mevzuatına tabi bir anonim ortaklığın hisse senetlerinin çoğunluğunu satın alan veya satan kişi, bu işlem hakkında kamuya bir açıklamada bulunmazsa, söz konusu hukuka aykırılığın sonucu, devir işleminin hükümsüzlüğü ve pay sahipliğinin el değiştirmemesi değildir. De lege ferenda, bazı yabancı hukuk sistemlerinde görüldüğü üzere²⁷², payları devralan kişinin genel kurulda oydan yoksunluğu, böylelikle kontrolü fiilen elde edememesi yaptırımını gündeme gelebilir²⁷³

274

Burada üzerinde durulması gereken konu, hedef ortaklıkta kontrolün el değiştirmesine yol açan hukuki işleme konu payların dışında kalan şirket paylarında

²⁷⁰ Kamuyu aydınlatma, ilgili işlemin aşamalarının veya tamamlanmasının ardından üçüncü kişilerin bilgilendirilmesine yönelik bir kural iken; MK. m. 2 temelli işlem tarafları arasındaki bilgilendirme zorunluluğu işlem öncesinde, görüşmeler sırasında gerçekleştirilmelidir. Birincisi, işlem dışındakileri korurken; ikincisi, bizatihi işlemin taraflarını muhafaza etmektedir. Öte yandan birincil piyasadaki hisse arzında olduğu üzere, kamuyu aydınlatma zorunluluğunun muhatabının, -hukuki durumunun değerlendirileceği- ikinci işlemin de tarafı olması ve takiben işlem bazında karşı tarafı bilgilendirme/aydınlatma sorumluluğu altında olması mümkündür. Böyle bir olasılıkta devralma işlemindeki kamuyu aydınlatma zorunluluğuna aykırılık, sonraki hisse satımı açısından bir bilgilendirme noksanı teşkil edebilecektir. Ancak gene buradaki işlem bazlı bilgilendirme eksikliğinin, devralma işlemine yönelik olmadığı, dolayısıyla kontrol değişikliğini sağlayan hukuki işlemin geçerliliğine etki etmeyeceği göz ardı edilmemelidir.

²⁷¹ Bkz. M. Kemal OĞUZMAN/M. Turgut ÖZ, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 5. Bası, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2006, s. 72 vd.

²⁷² Bkz. örn. WpHG § 28, BEHG m. 20/4bis.

²⁷³ Bu tür bir yaptırım yani aydınlatma yükümlülüğüne aykırı davranan kişinin, oy haklarının askıya alınması suretiyle, onun kontrolden uzaklaştırılması, yabancı hukuk sistemlerinde çağrıda bulunma zorunluluğuna uyulmaması hâlinde de gündeme gelmektedir. Bu konuda bkz. aş. Üçüncü Bölüm/IV/B/6.

²⁷⁴ Yukarıda anılan ve şirketler topluluğu yani grup hukukunu ilgilendiren bir düzenleme olan Tasarı'nın 198. maddesindeki pay eşiklerinin geçildiğinin bildirilmesi zorunluluğuna uyulmamasının yaptırımını, aynı maddenin ikinci fıkrasında, bildirim yükümlülüğü yerine getirilmediği süre boyunca, oy hakkı da dâhil olmak üzere, sahip olunan paylardan kaynaklanan hakların kullanılmaması şeklinde düzenlenmiştir.

yapılan işlemlerin hukuki akıbetidir. Örneğin anonim ortaklıkta çoğunluk hisseleri devredilmiş, bu durum kamuya açıklanmamış ve bu arada kontrol değişikliğinden bihaber olan bir kişi, şirketin azınlık paylarını satın almıştır. Devrin dışındaki üçüncü kişilerin, -devir hususundaki kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne uyulmaması sebebiyle- devirden habersiz bir şekilde yaptıkları işlemler veya bizzat devir işleminin taraflarının veya ilgililerinin sonradan diğer hisseler üzerinde yaptıkları işlemler bu kapsamda değerlendirilmelidir. Ayrıca olmamasına rağmen, kontrol değişikliği varmış izlenimi yaratılarak ilgili sermaye piyasası araçlarında yapılan işlemlerin durumu da, kamuyu aydınlatma zorunluluğuna aykırılık kapsamında ele alınmalıdır.

Bunun gibi hedef ortaklıkta değil de, bilgilendirmenin eksik/yanlış yapılması veya hiç yapılmaması sebebiyle etkin piyasanın oluşmadığı devir işlemine taraf olan (devreden veya devralan) ortaklıkların sermaye piyasası araçlarını konu alan hukuki işlemler de aynı sonuca tabi olacaktır.

Bir anonim ortaklığın borsada işlem gören hisse senetlerinin fiyatını olumlu yönde etkileyebilecek olan bir devir işlemi için görüşmelerin başlamasına ve belli bir aşamaya gelinmesine karşın bu konuda gerekli özel durum açıklamasının yapılmaması hâlinde, bu anda ortaklığın hisse fiyatı düşük değerlendirilmiş olacaktır. Ya da bu konudaki görüşmelerin başladığının kamuya açıklanması ve bunun olumlu etkisi ile hisse fiyatlarının yükselmesi ile birlikte aradan geçen zamanda görüşmelerin anlaşma ile sonuçlanmaması ve devir ihtimalinin ortadan kalkmasına rağmen görüşmelerde gelinen söz konusu noktanın kamuya açıklanmaması durumunda ise hisse senetleri değerine göre yüksek fiyatlanmış olacaktır. Kamuyu aydınlatma konusundaki eksiklik, her iki ara dönemde de devir işleminin akıbeti ile ilgili olarak durumdan yeterli oranda haberdar olmayan yatırımcıların zarara uğramalarına yol açabilecektir. Görüşmelere başlandığının kamuya açıklanmadığı ilk örnekte ilgili ara dönemde portföyünde bulunan ortaklık hisselerini satan; görüşmelerin anlaşmazlık ile sonuçlandığının kamuya açıklanmadığı ikinci örnekte ise bu dönemde hisseleri alan yatırımcılar, ilerleyen dönemde zarara uğrayacaklardır. Bu zararın sebebi, ilgili piyasanın “etkin” olmaması, yani fiyatı etkileyebilecek önemli bir olayın/gelişmenin piyasa aktörlerine duyurulmamasıdır.

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne aykırılık birincil piyasa işlemlerinde gerçekleşmiş, örneğin hisse senetlerini halka arz eden bir anonim ortaklık, satış gerçekleşmeden ve halka arz süreci tamamlanmadan önce ortaklığın kontrol sahipliğindeki değişikliği, izahname/sirküler değişikliği yolu ile kamuya açıklamamış veya ilk/orijinal izahnamede kontrol sahibini gösterecek bilgi yanlış verilmiş ise, halka arzın tamamlanması ile ihraççı ortaklığın hisse senetlerini satın alan yatırımcıya karşı, yanlış/eksik bilgilendirme sebebiyle ihraççı ortaklığın hukuki sorumluluğu doğacaktır. Belirtelim ki, anonim ortaklık hisselerinin blok satışında satıcının ayba karşı tekeffül sorumluluğu açısından da vurguladığımız üzere²⁷⁵, burada satışı yapılan hisse senetlerinin kıymetli evrak/menkul kıymet olarak kendilerine yönelik bir yanlış bilgilendirme olmamakla birlikte, hisse senedinin değeri üzerinde doğrudan etkili olabilecek olan ihraççı ortaklığın kontrol sahipliğine yönelik yanlış/eksik bilgilendirme, menkul kıymet halka arzını da olumsuz yönde etkileyecek ve satıcı ortaklığın hukuki sorumluluğuna yol açabilecektir.

Burada ihraççı, bir sözleşme ilişkisi içine gireceği kişi ya da kişilere karşı kanundan kaynaklanan aydınlatma yükümlülüğünü ihlal etmektedir. İhraççı, sözleşmenin karşı tarafının özgür iradesinin oluşmasına engel olmakta, onun irade özgürlüğünü ortadan kaldırmaktadır²⁷⁶.

Bu hukuki sorumluluk kapsamında, hisse senedi yatırımcısı; ihraççının yanlış bilgi vererek yaptığı aktif davranış ve/veya hiç bilgi vermeyerek yaptığı pasif davranış sebebiyle, BK. m. 28 vd.de düzenlenen irade fesadı hâllerinden hilenin kanuni unsurlarının²⁷⁷, özellikle de hile kastının²⁷⁸ bulunması hâlinde kurulan

²⁷⁵ Bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/II/A.

²⁷⁶ Bkz. Zekeriya KURŞAT, **Borçlar Hukuku Alanında Hile Kavramı**, İstanbul, Kazancı yay., 2003, s. 53.

²⁷⁷ Hepsi yerine sadece bkz. A.e., s. 11 vd. Özel bir yasal düzenlemeye dayanan aydınlatma yükümlülüğünün ihlali hâlinde “hile”nin varlığı için kanuni unsurların aranıp aranmayacağı ve ispat yükümlüsü hususundaki tartışma için bkz. A.e., s. 54/dpn. 257.

²⁷⁸ Bkz. A.e., s. 25-26. İhraççı anonim ortaklığın hile kastından behsedebilmek için, ortaklığın kontrol sahipliğindeki yanlışlığın, bilerek ve özellikle yatırımcıların bu şekilde halka arz edilen hisse senetlerini satın almasının sağlanması amacıyla yapılması gerekmektedir. Bu davranışın, yatırımcıları hataya düşürüp, sözleşme yapmaya yani hisseleri almaya sevk edeceğine inanılması, yanlışlığın/eksikliğin bu amaçla yapılması lazımdır.

sözleşmenin iptali (BK. m. 31) yoluna gidebilir²⁷⁹. Ayrıca ihraççının borçlar hukuku anlamında hilesi bulunmasa dahi, alıcının/yatırımcının, kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün ihlal edilmiş olması sebebiyle uğradığı zararın tazminini, sözleşme ilişkilerine hâkim olan aydınlatma yükümlülüğüne aykırı davranılmış olması sebebiyle gene ortaklık tüzel kişiliğinden, üstelik borca/sözleşmeye aykırılık hükümleri kapsamında talep etmesi de mümkündür²⁸⁰.

Halka arzın ardından ikincil piyasada yapılan işlemler sırasında belli bir dönemde anonim ortaklığın devralınması ile ilgili bir yanlış/eksik bilgilendirme durumunda ise, yapılan işlemin tarafları –kural olarak- hukuka aykırı fiilin faili değildirler. Burada hisse senetleri daha önceden halka arz edilmiş ve borsada işlem görmeye başlamış olan bir anonim ortaklıkta kontrol –örneğin borsa dışı bir işlem ile- el değiştirmiş, ancak bu durum kamuya açıklanmamış veya yanlış açıklanmış, bu arada şirket hisseleri borsada alınıp/satılmıştır. Mesele, buradaki kamuyu aydınlatma eksikliğinin, ilgili/münferit borsa işlemi üzerindeki etkisidir.

Borsada işlem gören bir hisse senedi el değiştirmektedir, ancak işlemin tarafları olan alıcı ile satıcı, bu hisse senedinin değerini olumlu veya olumsuz yönde etkileyen devralma bilgisine sahip değildirler. Dolayısıyla duruma göre yapılan aşırı veya eksik ödeme sebebiyle taraflardan biri, maddi zarara uğramaktadır. İşte bu zararın tazminat sorumlusu kimdir?

Burada gündeme gelebilecek öncelikli ihtimaller, “hata”, “hile” veya “ayıp” hükümlerine başvurulmasıdır.

BK. m. 23 uyarınca sözleşme yapılırken “esaslı hataya” uğrayan taraf, sözleşme ile ilzam olunamaz. İkincil piyasadaki bir alım/satım işleminde işlem den zarar gören taraf, ihraççı anonim ortaklığın kontrol sahibinin kim olduğu hususunda hataya düşmüş durumdadır. Hukuki bir yaptırımı gerektiren anlamıyla “hata”, bir kimsenin sözleşme yaparken, bu sözleşmeyi yapmasına etkili olabilecek bir olay

²⁷⁹ Bu ihtimalde iptal ile birlikte ödediği bedeli geri alabilecek olan yatırımcı, ayrıca bu süre içinde borsadaki genel ulusal endekste ki yükselişten yararlanamamış olması gibi uğradığı diğer zararların tazminini de, sözleşme görüşmelerindeki kusur (culpa in contrahendo) teorisi uyarınca ihraççıdan talep edebilir.

²⁸⁰ Burada ayrıca belirtelim ki, yatırımcının, SerPK. m. 7/2 uyarınca halka arza aracılık eden aracı kuruma ve aynı Kanun’un 16/4. maddesi uyarınca da bağımsız denetleme şirketine karşı olan talep hakkı da saklıdır.

veya durum hakkında esaslı bir şekilde, eksik veya yanlış fikir sahibi olması ya da doğru ve tam bir fikir sahibi olmasına rağmen, beyanını istemeden iradesine aykırı bir şekilde açıklaması demektir²⁸¹. Birinci hâlde “temel/saikte” hata, ikinci hâlde ise beyan hatası söz konusudur. İşte temel hatası şeklinde gerçekleşen buradaki yanılmanın, sözleşmeye etki edebilmesi, esaslı bir saik hatası olmasına bağlıdır. Akdin yalnız saiklerine taalluk eden hataların, “esaslı” nitelikte olmadığı da kanun hükmüdür (BK. m. 24/2). BK. m. 24/1-b.4 uyarınca ancak hata ettiğini iddia eden tarafça sözleşmenin lüzumlu vasıflarından olarak değerlendirilmesi ticari doğruluk gereği olan şeylerdeki saik hatası, istisnaen, “esaslı” kabul edilebilir. Yani irade fesadı hâllerinden hata hükümlerinin uygulama alanı bulabilmesi için gerekli olan “esaslılık” ile kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün söz konusu olması açısından şart olan “esaslılık” aynı içeriğe sahip değildir. Anonim ortaklığı ilgilendiren bir bilginin kamuya açıklanması noktasında başvuru alan “esaslılık” ölçütüne göre, bir bilgi yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilme potansiyeline sahip ise “esaslı”dır ve kamuya açıklanmalıdır. Hâlbuki borçlar hukuku alanında bir bilginin/durumun/olayın/saikin BK. m. 24 anlamında “esaslı” kabul edilebilmesi ve bu konudaki yanılmanın sözleşmenin iptaline yol açabilmesi için yanılığa yol açan bilgi yanlışlığının sözleşmenin kurulması için olmazsa olmaz (condictio sine qua non) nitelikte olması lazımdır. Bir kimsenin kendisi ve iş hayatındaki dürüstlük kuralları bakımından sözleşmenin olmazsa olmaz şartı teşkil eden bir konudaki yanılması hâlinde, düşülen hata “esaslı”dır ve temel hatası olarak kabul edilebilir. Kamuyu aydınlatma teorisinin amacı gereği “esaslılık” geniş yorumlanmalı ve mümkün olduğunca fazla bilginin tüm ilgililere ulaştırılması sağlamalı iken; tam tersine borçlar hukuku alanında sözleşmelerin ayakta tutulması ve sözleşmelere güven esası uyarınca iki taraflı bir hukuki işlem olan sözleşmelerin tek tarafı ilgilendiren bir durumdan ötürü hükümsüzleşmesinin önü mümkün olduğunca kesilmeli ve bunun için de bu alanda “esaslılık” dar yorumlanmalıdır.

Bu bilgiler ışığı altında somut olaya dönülecek olursa, anonim ortaklıktaki kontrol sahibinin kimliği, bunun belirlenmesine yönelik ipuçları ve daha önemlisi kontrol sahibinin değişmesi, kamunun aydınlatılmasının gerektiği “esaslı” bilgilerdir.

²⁸¹ Bkz. örn. **A.e.**, s. 141.

Ancak ihraççı anonim ortaklığın dışındaki taraflar arasında, söz konusu ortaklığın sermaye piyasası araçlarının konu edildiği ikincil piyasadaki bir hukuki işlem açısından, kural olarak, ortaklığın kontrol sahipliğindeki bilgi yanlışlığı, sözleşme tarafları açısından düşülen bir “hata” olmakla birlikte, sözleşmenin iptalini sağlayabilecek anlamda “esaslı” değildir. Zira borsadaki işlemlerin takasın ardından kesinliği prensibi ve borsa sisteminin işleyişi açısından²⁸², tarafların sözleşme ilişkisi içine girerken, ortada ekonomik değeri olan bir menkul kıymetin bulunması yeterlidir. Kontrol sahibinin kim olduğu, tarafları bu menkul kıymette işlem yapmaya yönelten olmazsa olmaz şart vasfında değildir. Hatta işleme konu menkul kıymetin değerinin, esasında şirketin mal varlığını tamamıyla yitirmesi sebebiyle, sıfırlanmış olması ihtimalinde dahi, borsa sistemi işlem taraflarına hata hükümlerine başvurma imkânı verilmemesini gerektirir.

Hile hükümleri açısından ise belirtelim ki, kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne uymayarak piyasayı yanıltan ihraççı anonim ortaklığın, buradaki esas amacı, inceleme konumuzu oluşturan ikincil piyasadaki alım satım sözleşmesinin yapılması hususunda işlem taraflarının yönlendirilmesi olmayıp, genellikle ya devralmanın gerçekleşmesine engel olabilecek rakiplerin ortaya çıkmasına engel olunması ya yasal izinlerin alınması veya vergisel sorumluluklardan kurtulunması ya da ortaklığın piyasa fiyatını belli bir seviyede tutma arzusudur. Bunlar, hukuka aykırılığa engel değildir, ancak ihraççıdaki hile kastının yokluğunu ortaya koymaktadır. Kaldı ki, buradaki esas önemli olan husus da, hilenin varlığı hâlinde de, bu hilenin sözleşme

²⁸² Sermaye piyasasındaki menkul kıymet işlemleri ile diğer menkul mal işlemleri arasında yapısal farklar vardır. Özellikle borsada yapılan işlemler, diğerlerinden ayrılır. Borsa işlemleri, sözleşmenin kuruluşu sırasında tarafların bir araya gelmediği, birbirlerinin kimliğini bilmediği ve esasen de bunun gerekli olmadığı işlem türüdür. Sözleşme konusu mal/araç, standart özelliklere sahiptir ve bunun gibi sözleşmenin koşulları, akdedilme yöntemi, yükümlülüklerin karşılıklı yerine getirilme yöntemleri de standarttır. Karşılıklı pazarlık söz konusu değildir. Bilginin piyasaya yansması ile oluşan fiyat dikkate alınır. MANAVGAT, **Manipülasyon**, s. 176-177.

İMKB’de yapılan hisse alım satım işlemlerinin takası, işlem gününü izleyen ikinci iş günü bitiminde gerçekleştirilmekte, bu tarih itibarıyla karşılıklı yükümlülükler yerine getirilmekte ve işlem kesinleşmektedir. Sermaye piyasalarında hem fiyat hem de işlem hareketleri, süreklilik arz etmekte ve farklı fiyatlardan da olsa işleme konu menkul kıymetler sürekli olarak el değiştirmektedir. Dolayısıyla BK. m. 31’deki 1 yıllık sürede kullanılması gereken iptal hakkına, sermaye piyasalarında ihtiyatla yaklaşılması kaçınılmazdır. Zira iptal, ifa edilen edimlerin iadesini gerektirecektir. Menkul kıymet iadesi, mislen yapılabilecek ve fiyat oynaklığı sebebiyle, bu da haksız sonuçlara yol açabilecektir. Dolayısıyla İşlemin iptali, hem sermaye piyasasının işleyişini bozabilecek hem de dürüstlük kuralına aykırı sonuçlar doğurabilecektir. Bkz. **A.e.**, s. 233-234.

tarafının değil, üçüncü kişinin hilesi niteliğinde olması ve bunun BK. m. 28/2 uyarınca kural olarak, sözleşmenin geçerliliğine etki etmemesidir. Ancak ikincil piyasadaki işlemin diğer tarafı, hileyi biliyor veya bilmesi gerekiyorsa ya da bizzat ihraççı anonim ortaklık – TK. m. 329’ya rağmen - ya da onunla birlikte hareket edenler işlemin tarafı ise, hile hükümlerine dayalı olarak sözleşmenin iptali ihtimali gündeme gelebilir. Ancak burada da gene sermaye piyasalarının genel özelliği ve borsa işlemlerinin kesinliği karşısında, hisse senedi mülkiyetine yönelik işlemlerin geri dönmesi yolunda bir sonuca varılmasındansa, tazminat yoluna gidilmesi mümkün olacaktır. Menkul kıymetlerin borsada sürekli olarak el değiştirmesi karşısında, aradaki herhangi bir satım sözleşmesinin hükümsüzlüğü tüm sistemi olumsuz etkileyeceği gibi, bu şekildeki bir sonuç da, menkul kıymetlerin muhtemelen yeni bir üçüncü kişinin mülkiyetinde olmasından ötürü pek mümkün değildir. Maddi tazminat, menkul kıymetlerin mislililiği de göz önüne alınınca²⁸³, zarar görenin tercihine göre aynı sonuca ulaşmasını sağlayacaktır.

Ayıp hükümleri açısından belirtilmesi gereken husus ise, anonim ortaklığın genel yapısal özellikleri, payların serbestçe devredilebilirliği karşısında, işlem tarafları açısından bir anonim ortaklığın kontrol sahipliğinin el değiştirmesi ve “controller”ın kimliği, satım konusu malda bulunmaması gereken bir özellik, dolayısıyla “ayıp” olarak değerlendirilemez. Kaldı ki, burada sermaye piyasası/borsa sistemi, satım konusu malın özelliklerini, bu konudaki bilgilendirmeyi ve fiyatını belirlemekte olup, ihraççının dışındaki bir satıcının ayıba karşı tekeffül sorumluluğunun varlığı kabul edilemez.

Tüm bunlarla beraber, ikincil piyasada alım/satım yapan ve yetersiz kamuyu aydınlatma sebebiyle zarara uğrayan şahsın, zararını tazmin ettirme imkânının bulunmadığı da zannedilmemelidir. Yukarıda yapılan tespitler, özellikle borsa sisteminin çalışma usulü gereğince, devralma konusundaki bir aydınlatma eksikliğinin, ikincil piyasadaki bir alım satım işleminin geçerliliğini etkilemediğine ve zarara uğrayan tarafın karşısındaki –alıcı veya satıcı olan- işlemin diğer tarafının hukuki sorumluluğunun bulunmadığına ilişkindir. Ancak aydınlatma eksikliği, bu

²⁸³ Menkul kıymetin “misililik” unsuru/özelliği hakkında bkz. PASLI, **Menkul Kıymet**, s. 1539-1540.

dönemde devralma konusundaki gelişmelerden habersiz olarak işlem yapanların, zarara uğramalarına sebep olabilir. Yeterli bilgilendirme yapılsaydı, zarara konu işlem hiç yapılmayabilecek veya işlem fiyatı farklı olabilecekti.

Devralma konusunda kamunun gereği gibi aydınlatılmaması sebebiyle zarara uğrayan -üçüncü- kişi/yatırımcı/ilgili, öncelikle genel hükümler uyarınca, “haksız fiile (BK. m. 41 vd.)” maruz kaldığını ortaya koyarak zararının tazmini yoluna gidebilir²⁸⁴. Haksız fiilin unsurları olan “zarar”, “hukuka aykırılık”, “kusur” ve “illiyet bağı” unsurları burada vardır. Talep sahibi, kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne hukuka aykırı bir şekilde uyulmadığını, ortaklığın menkul kıymetlerinin gerçek değeri ile işlem fiyatı arasındaki farktan kaynaklanan zararının varlığını, bu zararın kamunun bilgilendirilmemesinden ve dolayısıyla fiyatın gereği gibi etkin piyasa teorisi kurallarına göre oluşmamasından kaynaklandığını ve kamuyu aydınlatma yükümlüsünün kasten veya ihmalen bilgiyi zamanında veya yeterli bir şekilde ya da hiç açıklamadığını ispat ederek, -duruma göre kamuyu aydınlatma yükümlülüğü altında olan- hedef ortaklık ve/veya devir işleminin taraflarından zararının tazminini talep edebilir²⁸⁵ ²⁸⁶. Buradaki hukuka aykırılık, genel bir davranış kuralının ihlali niteliğinde olduğu ve kamuyu aydınlatma yükümlülüğü şeklindeki yasal yükümlülük, yükümlülüğünün muhatabı ile üçüncü kişi ilgililer/yatırımcılar arasında somut bir hukuki ilişkiden kaynaklanan bir borç teşkil etmediği için, genel hükümlere dayalı sorumluluğun temeli, haksız fiildir,

²⁸⁴ Bu kapsamda belirtelim ki, kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne aykırılığın, faili açısından hukuki sorumluluk doğurabilmesi için, SerPK. m. 47'nin A bendinin 3 numaralı fıkrasında düzenlenen bilgiye dayalı manipülasyon suçlarının kanuni unsurlarının gerçekleşmesi şart değildir. Kamuyu aydınlatma, zaten ilgilileri açısından özel yasal normlar ile getirilmiş bir davranışta bulunma yükümlülüğüdür. Söz konusu davranış yükümlülüğüne uyulmaması, “hukuka aykırılık” için yeterlidir, ayrıca manipülasyon suçunun unsurlarının gerçekleşmesi hukuki sorumluluk için bir ön basamak değildir. Örneğin kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün ihmalen yerine getirilmemesi, cezai sorumluluktan kurtulmayı sağlasa da, hukuki sorumluluğun varlığına engel değildir. Karş. MANAVGAT, **Manipülasyon**, s. 183 vd. Yazar, olaya salt işleme dayalı manipülasyonun sonuçları açısından yaklaşmakta ve manipülasyonun unsurları ile tazmin sorumluluğunun koşullarının birbirinden ayrılması gerektiğini; tazmin sorumluluğunun doğumu için öncelikli şartın, ortada manipülasyon tanımına giren bir fiilin varlığı olduğunu belirtmektedir.

²⁸⁵ Manipülasyonun işleme dayalı olan sınıfı açısından, bu hâlde gündeme gelen failin haksız fiil sorumluluğunun; hukuka aykırı eylem, zarar, nedensellik bağı ve kusur unsurları açısından değerlendirmesi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **A.e.**

²⁸⁶ Devralma konusundaki bilgi eksikliğinin yıl sonu ve/veya ara dönem mali tablo ve raporlarındaki yanlış bilgilendirmeye dayalı olması ihtimalinde, SerPK. m. 16/4 uyarınca bunları denetleyen bağımsız denetleme şirketinin hukuki sorumluluğu da gündeme gelebilecektir.

yoksa “kanundan doğan borcun ihlali” değil²⁸⁷. Dolayısıyla açılacak dava, bir ifa davası olmayacak, zararın varlığı ve failin/davalının kusuru ispat edilecektir. Bunun gibi on yıllık genel zamanaşımı süresi (BK. m. 125) değil , haksız fiile ilişkin bir ve on yıllık süre (BK. m. 60) uygulama alanı bulacaktır.

Öte yandan belirtelim ki, ikincil piyasadaki işlem açısından zarara uğrayanın alıcı değil de satıcı olması ve kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü ihlal edenin ihraççı anonim ortaklık olması durumunda, bu kişinin, kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün ihlal edildiği tarih itibarıyla ihraççı ile arasında bulunan sözleşmesel ilişkiye dayalı olarak, aydınlatma yükümlülüğünün ihlali sebebiyle uğradığı zararın tazminini BK. m. 96 vd. uyarınca da talep etmesi gündeme gelebilecektir²⁸⁸. Burada talep sahibi açısından, hakların yarışması söz konusu olabilir. Bunun yanında aynı şahsın, zarara sebebiyet veren işlem tarihi itibarıyla anonim ortaklık pay sahibi olması, ona yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu hükümleri dairesinde (TK. m. 336 vd.), uğradığı doğrudan zararın tazmini amacıyla yönetim kurulu üyeleri aleyhine sorumluluk davası açma imkânını da vermektedir. Zira kamuyu aydınlatma, yönetim kurulu üyelerinin görevleri arasındadır ve bunun ihlali, ortaklık tüzel kişiliği yanında, bu ihlal sebebiyle doğrudan zarara uğrayan pay sahiplerine yönetim kurulu üyelerine tazminat davası açma hakkını verir²⁸⁹. Dolayısıyla devralma olayının kamuya açıklanmamasında kusuru (kastı veya ihmali) bulunan ilgili anonim ortaklık yönetim kurulu üyelerinin, TK. m. 336/b.5’in ihlali sebebiyle, anonim ortaklık tüzel kişiliğinin yanında, BK. m. 51 uyarınca, müteselsil sorumluluğu söz konusu olacaktır.

²⁸⁷ İnc. ve karş. aş. Üçüncü Bölüm/IV/B/6.

²⁸⁸ Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü ve bunun daha dar bir içeriğini oluşturan pay sahiplerinin bilgilendirilmesi gereği açısından, pay sahipleri ile ortaklık tüzel kişiliği arasında iki ayrı kişinin taraf olduğu bir hukuki bağın varlığı kabul edilmelidir. Payların devralınması ile birlikte ilgili kişi, ortaklıksal/sözleşmesel ilişkinin tarafı hâline gelmiştir ve bu ilişki çerçevesinde onun gerekli konularda bilgilendirilmesi ihtiyacını, ortaklık tüzel kişiliği karşılayacaktır, yoksa diğer pay sahipleri değil. Dolayısıyla bu ihtiyacın karşılanması edimini gereği gibi ifa etmeyen tüzel kişiliğin, sözleşmesel ilişki çerçevesinde sorumluluğu söz konusu olabilir. Kamuyu aydınlatma ve bilgilendirilme açısından, pay sahipleri ile ortaklık arasında söz konusu olan ilişki, yönetim kurulu üyelerinin TK. m. 336’da sayılan sorumluluk hâlleri açısından geçerli değildir.

²⁸⁹ PASLI, **Kurumsal Yönetim**, s. 249, 314; DİNÇ, **Çağrı**, s. 144.

B. Çağrıda Bulunma Zorunluluğu

1. Anlamı ve Ortaya Çıkış Gereçekleri

Anonim ortaklığın devralınmasının sermaye piyasası hukuku²⁹⁰ açısından ortaya çıkardığı ikinci temel sonuç, devralana yüklenen “çağrıda bulunma zorunluluğu”dur²⁹¹. Çağrıda bulunma zorunluluğu (mandatory/compulsory takeover bid/tender offer), halka açık bir anonim ortaklığın kontrolünü ele geçiren kişinin, devir işleminin ardından, devralma işleminin dışında kalan hedef ortaklık pay sahiplerinin paylarını satın almak üzere aleni/genel teklifte/çağrıda bulunmak zorunda olmasını ifade eder²⁹². En yalın ifade ile çağrıda bulunma zorunluluğu, anonim ortaklığın kontrol eşliğini aşan oranda paylarını satın alan kişinin, geri kalan payları da almak için bu payların sahiplerine yönelik olarak aleni teklif yapması yükümlülüğüdür.

²⁹⁰ Çağrıda bulunma zorunluluğunun, devralmanın sermaye piyasası hukukunu ilgilendiren bir sonucu olduğu tespitinin sebebi, bu zorunluluğun, hem ülkemizde hem de yabancı ülkelerde, halka açık anonim ortaklıklardaki veya borsa şirketlerindeki kontrol değişikliklerine yönelik olarak öngörülmüş olmasıdır. Çağrıda bulunma zorunluluğunun anonim ortaklıklar ve sermaye piyasası hukuku açısından karşılaştırmalı değerlendirmesi için bkz. Umut KOLCUOĞLU, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2009, s. 20 vd.

²⁹¹ Çağrıda bulunma zorunluluğunun, ortaklıktaki yönetim kontrolünün değişmesine bağlanan bir sonuç olduğu hususunda bkz. SÖNMEZ, **Ayrılma Hakkı**, s. 45; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 8.

²⁹² *Dinç*, zorunlu çağrı için şu tanımı vermektedir. “...genel olarak zorunlu çağrı, teklif sahibi (the bidder) konumundaki kişi ya da ortaklık ve bunlarla birlikte hareket eden kişilerin halka açık bir anonim ortaklık (listed company) nezdindeki payların muayyen bir oranını iktisap etmesiyle, hedef ortaklığın diğer hisselerinin toplanması açısından teklif sahibine terettüp eden bir yükümlülük olarak ifade edilebilir. Bir başka ifade ile, çağrıda bulunma yükümlülüğü, teklif sahibinin hedef ortaklık nezdinde kontrolü iktisap etmesi ile gündeme gelmektedir.”. DİNÇ, **Çağrı**, s. 228. Belirtelim ki, yazarın muhtemelen inceleme konusu itibarıyla daraltıcı bir şekilde “teklif sahibi” şeklinde adlandırdığı devralan, hedef ortaklıktaki hisselerle yönelik bir çağrıda bulunmak ve devamında çağrının gereklerine uymakla yükümlülüğünü yerine getirmiş olur. Dolayısıyla tanımsal olarak ona, diğer hisseleri toplamak, yani satın almak yükümlülüğü yüklenmemelidir. Aksi hâlde devralanın, çağrıyı/teklifi kabul etmeyen pay sahiplerine yönelik, onların paylarını satın almak için bir ikna sorumluluğu varmış izlenimi yaratılabilir.

Kolcuoğlu, “herhangi bir yöntemle, doğrudan veya dolaylı olarak halka açık bir ortaklığın yönetim kontrolünü ele geçirecek oranda pay iktisap edenlerin, söz konusu ortaklığın yönetiminin dışında kalan diğer pay sahiplerine ait paylarını da satın almak için çağrıda bulunma yükümlülüğü altına girmesi” tanımını vermektedir. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 7. Tanıma, cümlelerin ikinci parçasındaki “yönetimin dışında kalan” ifadesindeki “yönetim” kavramının, “kontrol” şeklinde anlaşılması kaydıyla katılmaktayız. Yazarın kullandığı ifade, “yöneten - yönetilen” pay sahibi ayrımı ile uyumlu olsa da (bkz. **A.e.**, s. 23), o zaman da tanım cümlesinin ilk kısmındaki “yönetim kontrolü” ifadesi anlamsız kalmaktadır. “Yönetim” ve “kontrol” kavramları için inc. yuk. Birinci Bölüm/II, III.

Özellikle Anglo-Sakson sermaye piyasasında sıklıkla görülen bir hisse senedi iktisap yöntemi olan çağrı yoluyla hisse toplanması yani aleni pay alım teklifi (tender offer) işleminin²⁹³, teklif sahibinin bu tür bir çağrıda bulunmasının yasal bir zorunluluğa dayanıp dayanmaması açısından yapılan sınıflandırmasına göre, iki tür çağrı/aleni teklif vardır: “İhtiyari Çağrı – Zorunlu Çağrı”²⁹⁴. İşte anonim ortaklığın devralınması, zorunlu çağrının ön basamağı olup, devir ile birlikte devralan, kural olarak, çağrıda bulunma yükümlülüğü/zorunluluğu ile karşı karşıya kalmaktadır.

Çağrıda bulunma zorunluluğu kurumunun temeli, anonim ortaklığın yönetim hâkimiyetine sahip olan kişi ya da grubun değişmesi durumunda, özellikle azınlık²⁹⁵ pay sahiplerinin bu değişiklikten zarar görmemeleri amacıyla, önleyici bir tedbir olarak ortaklığın yeni kontrol sahibinin diğer pay sahiplerinin paylarını adil bir fiyattan satın almak zorunda olmasına dayanmaktadır. Böylelikle kontrolden uzak pay sahiplerine, yeni bir “controller”ı bulunan ortaklıkta kalıp kalmama tercihinde bulunma olanağı sağlanmaktadır.

Zorunlu çağrı, İngiliz hukuku (City Code) orijinli bir sistem olup, zaman içerisinde tüm Avrupa’ya, Commonwealth ve bazı Asya ülkelerine yayılmış, buna

²⁹³ Bkz. yuk. İkinci Bölüm/IV/A/2.

²⁹⁴ Bu ayırım/sınıflandırma için bkz. DİNÇ, **Çağrı**, s. 91-92. Zorunlu çağrı müessesinin gerek ülkemizde gerek de yabancı hukuklardaki düzenleme yeri de, bu ayırımı teyit etmektedir. Zira çağrıda bulunma zorunluluğu, hemen daima aleni teklifi kurallara bağlayan yasal düzenlemelerde ele alınmaktadır; yoksa devralmaya bağlanan genel bir sonuç olmasına rağmen, ihtiyari tekliften bağımsız bir şekilde değil. Çağrıda bulunma zorunluluğu, aleni pay alım teklifinin hem bir “çeşidi” hem de bu teklifin başarılı sonuçlanması ve hedef ortaklığın kontrolünün iktisabı ihtimalinde “sonucu”dur.

²⁹⁵ Çağrıda bulunma zorunluluğu ile korunan azınlık, anonim ortaklıklar hukukundaki teknik anlamdaki “azınlık” yani ortaklık esas sermayesinin % 10’una (veya halka açık anonim ortaklıklarda ödenmiş sermayenin % 5’ine) sahip olan pay sahipleri değildir. Ortaklık kontrolünü herhangi bir şekilde elinde bulunduran, bu çerçevede organları seçme imkânına sahip olanların dışında kalan tüm pay sahipleri, korunması amaçlanan “azınlık”tır. Bunların sahip oldukları pay oranının, kontrolü elinde bulunduran pay sahibinin/sahiplerinin pay oranlarından fazla olması mümkün olduğu gibi, % 10’luk (veya % 5’lik) sınırın altında bulunması da olasıdır. Kurumsal yönetim ile korunan “azınlık” için aynı yönde PASLI, **Kurumsal Yönetim**, s. 198.

Bunun gibi, burada zorunlu çağrı ile birlikte kontrolün dışında kalan pay sahiplerine tanınan çıkma hakkı, bireysel olarak kullanılacak bir haktır. Bu haktan yararlanabilmesi için ilgili küçük pay sahibinin, teknik anlamda “azınlık” olması gerekli değildir. Ortak, maliki olduğu tek payını dahi, bu hak çerçevesinde yeni kontrol sahibine satarak ortaklıktan çıkma imkânına sahiptir. Bkz. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 23.

karşılık Amerikan hukukunda kabul görmemiştir²⁹⁶. Amaçlanan, ortaklıktaki yönetim kontrolünün el değiştirmesi nedeniyle pay sahiplerine, paylarını adil şartlar altında satarak ortaklıktan çıkma imkânını tanımaktır^{297 298}. Böylelikle hedef ortaklıktaki sermaye dağılımı, salt devir işleminin taraflarının arzularına göre belirlenmeyecek ve devrin dışında kalan ortaklar da paylarını kendi istedikleri oranda satarak ortaklığın sermaye yapısı üzerinde belirleyici rol oynayabileceklerdir²⁹⁹.

Çağrıda bulunma zorunluluğunu haklı kılan gerekçeler (rationale) olarak ileri sürülen hususlar, iki temele dayanmaktadır. Bunlar; azınlık (non-controller) pay sahiplerinin korunması ile kontrol priminin paylaşılması ve bu kapsamda pay sahipleri arasındaki eşitliğin sağlanmasıdır^{300 301}. Gerçekten de çağrıda bulunma zorunluluğu kuralının altındaki yegâne gerekçenin, hedef ortaklıkta kontrolden uzak kalan pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması ve ileri sürülen diğer gerekçelerin de bu amacın yansıması olduğu söylenebilir. Pay sahiplerinin korunması amacı, SerPK. m. 16/A'nın ilk fıkrasında açıkça anıldığı gibi, aleni pay alım teklifi kurumunun AB nezdinde düzenlendiği 2004/25/EC sayılı 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi'nin 5. maddesi “azınlık pay sahiplerinin korunması, zorunlu çağrı, adil fiyat” başlığını taşımakta ve zorunlu çağrının hükme bağlandığı bu maddede de

²⁹⁶ Bkz. Reha POROY, “Halka Açık Anonim Şirketlerde Çağrı Yoluyla Oyda Vekâlet Veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Sorunlar”, **Prof. Dr. Hayri Domanıç’e Armağan**, İstanbul, İÜHF yay., 1995, s. 199; MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 121; DİNÇ, **Çağrı**, s. 227.

²⁹⁷ Çağrıda bulunma zorunluluğu - çıkma hakkı karşılaştırması için bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/III/C/2.

²⁹⁸ Buradaki çıkma – ayrılma karşılaştırması için bkz. Abuzer KENDİGELEN, “Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlâlinde Aktif Husumet Ehliyeti”, **Makalelerim**, C. II (2001-2006), İstanbul, Arıkan yay., 2006, s. 282/dpn. 10. Ayrıca bkz. aş. Üçüncü Bölüm/dpn. 304. *Çeker*, çağrıda bulunma zorunluluğunu “çıkma hakkı” olarak vasıflandırmaktadır. Bkz. ÇEKER, **Çıkma Hakkı**, s. 61, 63. Burada bir “çıkarma hakkı”nın söz konusu olmadığı, azınlık pay sahiplerinin yapılacak aleni teklife olumlu yanıt vermek zorunda olmadıkları hususunda bkz. **A.e.**, s. 63.

²⁹⁹ MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 121.

³⁰⁰ İnc. FARRAR/HANNIGAN (Furey/Wylie), **Company Law**, s. 594; MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 121; DİNÇ, **Çağrı**, s. 228 vd.; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 8 vd.

³⁰¹ Zorunlu çağrı kurumunun, “kilitli” pay sahiplerinden kaynaklanacak problemlerin önlenmesine yönelik olduğu hususunda bkz. BIRDS/BOYLE/MacNEIL/McCORMACK/TWIGG-FLESNER/VILLIERS, **Boyle & Birds’ Company Law**, s. 640.

açıkça, çağrıda bulunma zorunluluğunun hedef ortaklığın azınlık pay sahiplerinin korunması aracı olduğu hükme bağlanmaktadır³⁰².

Anonim ortaklığın devri durumunda, devrin dışında kalan azınlık, kontrolden uzak pay sahipleri, en başta hâkimiyeti ele geçiren kişinin/grubun kendi tercihleri doğrultusunda bir yönetim kadrosunu göreve getirecek olmasından ötürü etkilenir. Yeni “controller”, böylelikle gerek genel kurulda alınacak kararlarda gerek de yönetim kurulunun yapacağı faaliyetlerde etkin olacak ve ortaklık tüzel kişiliğinin yönetim politikası, kâr dağıtım anlayışı, hatta faaliyet alanları değişebilecektir³⁰³. Daha önceden bağımsız olan ortaklık, devrin ardından bir grup şirketi hâline gelebilecek veya dâhil olduğu grup değişebilecektir. Ortaklığın önceki kontrol sahibini, konumunu ve yönetim anlayışını göz önüne alarak pay sahibi olan kişi, kendisinin dışında gerçekleşen bir işlem sonucunda, kendisinin ekonomik menfaatlerini etkileme kudretine sahip, tanımadığı ve/veya güvenmediği yeni bir kişi/grup ile karşı karşıya kalabilecektir. Dolayısıyla azınlıktaki pay sahiplerine, ortaklığın yeni “controller”ını değerlendirme ve uygun görürse zarar görme tehlikesini önlemek için “ortaklıktan çıkma imkânı”³⁰⁴nın verilmesi lazımdır. İşte bunu sağlayacak kurum, yeni “controller”ın yapacağı çağrıdır^{305 306}.

³⁰² Pay sahiplerinin korunması amacının ön plana çıkarılması hususunda bkz. WINTER vd., **Winter Report on Takeover Bids**, s. 45; OKUTAN NILSSON, **Pay Sahipleri Sözleşmeleri**, s. 424; PASLI, **Kurumsal Yönetim**, s. 199.

³⁰³ *Manavgat*, kontrolü ele geçiren grubun ortaklığın yönetim politikasında köklü değişiklikler yapmasının güçlü bir olasılık olduğunu belirtmekte ve azınlık pay sahiplerinin aleyhine sonuçlar doğuracak değişiklik örnekleri vermektedir. Bkz. MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 259.

³⁰⁴ İnc. KENDİGELEN, **Aktif Husumet**, s. 279-280. Yargıtay, *Manavgat*’ı da takiben, “ayrılma hakkı” ifadesini kullanılmaktadır. Bkz. MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 121, 261; Yarg. 11. HD. 07.11.2003, 3498/10556 – karar metni için bkz. **Batider**, 2003/XXII-2, s. 276 vd.; KÜTÜKÇÜ, **Sermaye Piyasası**, s. 37 vd. Buradaki talebin muhatabının anonim ortaklık tüzel kişiliği olmaması ve çıkma bedeli değil, devir bedeli ödenmesi gerekçeleriyle, “çıkma”nın TK. açısından teknik anlamda kullanılmadığı, fiilen şirketten ayrılma olanağı manasına geldiği hususunda bkz. KENDİGELEN, **Aktif Husumet**, s. 282/dpn. 10; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 12.

³⁰⁵ Bu konuda *Kendigelen*, aynen şöyle demektedir: “... ‘zorunlu çağrı kuralları’ ile esasen, bir anonim ortaklıktaki yönetim kontrolünün el değiştirmesinden memnun olmayan yatırımcıların korunması hedeflenmiş ve onların hukuki konumları güçlendirilmek istenmiştir. Gerçekten halka açık bir anonim ortaklıktaki yönetim hâkimiyetinin ele geçirilmesi sonucu, yeni hâkim ortak örneğin şirketin ana sözleşmesini, bu anlamda özellikle faaliyet konusunu, işletme politikasını, yöneticilerini, hedeflerini değiştirmek suretiyle mevcut yatırımcıların beklentilerini sarsabilir, tüm bu değişikliklerden yönetimin dışında kalan [azınlık] pay sahipleri zarara uğrayabilir veya zarara uğrayabileceği endişesine kapılabilir...”. KENDİGELEN, **Aktif Husumet**, s. 279.

Esasında gene azınlık pay sahiplerini korumak amacına matuf olan bir başka gerekçe, kontrol priminin paylaşılmasıdır. Buradaki amaç, ortaklığın devrini sağlayan işleme konu hisseler için, ortaklığın gerçek veya piyasa değerine nazaran ödenen yüksek fiyattan, bir başka deyişle kontrol priminden sadece “mevcut controller”ın yararlanmasının engellenmesi ve bu primin geniş yatırımcı gruplarına dağıtılması, yani bu primden azınlık pay sahipleri de dâhil olmak üzere tüm pay sahiplerinin yararlanmasının sağlanmasıdır. İşte bunun yöntemi, kontrolü devralan kişinin çağrıda bulunma zorunluluğuna tabi olması ve çağrı fiyatının da kontrol primini de kapsayacak şekilde belirlenmesidir³⁰⁷.

Kontrol priminin paylaşılması gerektiği düşüncesinin dayandığı temel, pay sahipleri arasındaki eşitliğin sağlanmasıdır. Çağrıda bulunma zorunluluğu kurumunun varlığı, bu anlamda pay sahipleri için fırsat eşitliğini sağlar; bunun yanında kontrol priminin paylaşılması esası ile de fiyat eşitliği sağlanmış olacaktır³⁰⁸. Zorunlu çağrı kuralları, kontrolü ele geçirmek için mümkün olduğunca asgari düzeyde pay iktisabı ve bunların sahiplerine yüksek miktarda kontrol primi ödenerek gerçekleştirilecek devralmaların maliyetini artırarak, kontrol priminden yararlanmak hususunda pay sahipleri arasındaki eşitliği sağlayacaktır³⁰⁹.

³⁰⁶ Doktrinde yeni kontrol sahibinin yapabileceği değişikliklerin, esasen ortaklıkta kontrol değişikliği olmaksızın mevcut “controller” tarafından da yapılabileceği, ancak bu hâlde küçük ortaklara genel bir çıkma hakkı tanınmamış olduğu belirtilerek, zorunlu çağrı düzenlemesinin sadece küçük ortakların pay sahipliği haklarını korumaya değil, bunun ötesinde sermaye piyasası yatırımcılarının yatırımlarının değerini ve bu yolla sermaye piyasasının genel işleyişini korumaya yönelik olduğu ileri sürülmektedir. Bkz. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 12-13. Buradaki genel düşünce tarzı isabetli olmakla birlikte, kontrol değişikliği olmaksızın, ortaklıktaki yapısal değişikliklerde, -henüz Türk hukukunda bulunmayan, ancak yabancı hukuklarda yasal düzenlemeye bağlanan- genel bir çıkma/ayırılma hakkının (appraisal right) bulunduğunu belirtelim. Bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/III/C/2.

³⁰⁷ Zorunlu çağrıda hisse başına teklif edilmesi gereken asgari fiyat eşiği olarak, hisselerin piyasa fiyatının esas alınması, özellikle likit olmayan piyasalar ve borsada işlem görmeyen paylar bakımından zorunlu çağrı kurumunun birinci amacı olan pay sahiplerinin korunmasını sağlasa da, kontrol priminin paylaşılması, böylelikle eşit işlemin tesisini sağlamaz.

³⁰⁸ Fiyat eşitliği ve fırsat eşitliği kavramları hususunda karşı. MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 110 vd.; HACİMAHMUTOĞLU, **13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi**, s. 113 vd., 127-128.

³⁰⁹ Pay sahipleri arasındaki eşitlik üzerinde duran *Hacımahmutoğlu*, bu konuda şu ifadeleri kullanmaktadır: “...zorunlu pay alım önerisini düzenleyen hükümler hedef ortaklığın kontrolünün el değiştirmesi sırasında hedef ortaklığın aynı konumda bulunan tüm ortaklarına eşit olanaklar sağlamayı ve bu arada onlara aynı koşullarla ortaklıktan çıkma fırsatı tanıyarak kontrolü temsil etmeyen pay sahiplerinin çıkarlarını korumayı hedefler. ‘Zorunlu pay alım önerisi’ (mandatory bid), hedef ortaklığın kontrolünü temsil etmeyen pay sahiplerine hedef ortaklığın kontrolünün el değiştirmesinden sonra yeni yönetime güven duymayacaklarsa ya da yeni yönetimin ortaklığın kontrolünü kazanmasından sonra paylarını daha düşük bir bedelle

2. Eleştirisi

Kanaatimizce anonim ortaklığın devralınmasında, devralana yüklenen çağrıda bulunma zorunluluğu kurumu, anonim ortaklıklar hukukunun temel ilkeleri ile uyumlu olmayıp, haklı gerekçelere dayalı olarak geliştirilmiş bir yöntem değildir³¹⁰. Kontrol priminin paylaşılması, küçük/azınlık/kontrolün dışındaki pay sahiplerinin korunması ve eşit işlem ilkesi, çağrıda bulunma zorunluluğunu haklı ve/veya mecburi kılar nitelikte değildir. Ayrıntıya girilmeksizin bu konudaki gerekçelerimizi şu şekilde sıralayabiliriz:

- Yukarıda da ortaya konulduğu üzere, anonim ortaklık düzeninde “kontrol”, bir mal varlığı unsuru, bir aktif değer olup, bizzat kendisinin bir (iktisap ve gerçek) değeri vardır³¹¹. Şartlara, zamana, taraflara göre değişen kontrol primi, bir anonim ortaklığın kontrolünün elde edilmesi için mevcut “controller”a ödenen bedeldir. Bu

satın almaları konusunda bir korkuları varsa, paylarını, pay alım önerisinde bulunana ortaklığın kontrolünü temsil eden pay sahipleri ile aynı koşullarda devretme şansı tanır. Böylece ortaklığın kontrolünü ele geçirmek için ödenen ve payların piyasa fiyatından yüksek olan bedel hedef ortaklığın tüm ortakları tarafından eşit bir biçimde paylaşılmış olur. O hâlde, zorunlu pay alım önerisi ortaklığın kontrolünün el değiştirmesi sırasında hedef ortaklığın ortakları için fırsat eşitliği sağlayarak, ortaklığın kontrolünü temsil etmeyen pay sahiplerini kontrolü temsil eden pay sahiplerine karşı koruyan bir mekanizma olarak belirlemektedir.” A.e., s. 114.

³¹⁰ Çağrıda bulunma zorunluluğu kurumunun lehindeki ve aleyhindeki görüşler için bkz. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 31 vd.

³¹¹ Devralanın kontrolü elde etmek için her bir payın toplam piyasa değeri üzerinde ödediği bedel, kontrol için ödenen bedeli yani kontrol primini ifade etmektedir. Söz konusu prim, devralanın ilgili anonim ortaklık hakkındaki hedeflerine ve devredenin ortaklığa bağlılığına göre farklılık gösterebilir. Hem devralanın kimliğine hem de zamana göre kontrolün değeri değişir. Örneğin bir gazete dağıtım şirketinin kontrolü için gazete çıkaran bir şirketin ödeyeceği kontrol primi ile herhangi bir üçüncü kişinin ödeyeceği kontrol primi farklı olacaktır. Bunun gibi devralanın faaliyet gösterdiği alanların zaman içinde değişmesi ile kontrolünde bulunan bir anonim ortaklığın kontrol değeri onun için azalabilir veya artabilir. Örneğin hem işgal konusu motorlu taşıt üretimi olan bir anonim ortaklığın hem de lastik üretimi ile uğraşan bir başka anonim ortaklığın kontrolüne sahip olan bir grup şirketin, zaman içerisinde motorlu taşıt sektöründen herhangi bir şekilde çekilmesi hâlinde, onun için lastik üreten anonim ortaklığın kontrol değeri azalacaktır. Hatta kontrol değerini, manevi unsurlar da belirleyebilir. Çok büyük ve uzun zaman önce kurulan bir şirketler topluluğu için, aile büyükleri tarafından bizzat kurulan ilk ortaklıktaki kontrolün değeri ve dolayısıyla bunun devrinde talep edilecek kontrol primi daha fazla olabilecektir. Nitekim kurucular veya aileler tarafından kontrol edilen firmalarca domine edilen piyasalarda temel öneme sahip olanın kontrol pozisyonunun verdiği şöhretin sağladığı menfaat olduğu ve bunun başka bir kişiye devrinin çok zor olduğu, zira zaman içerisinde elde edildiği, sahibine bağlı olduğu ve birçok durumda aile üyeliğini veya en azından coğrafi bağlılığı gerektirebileceği vurgulanmaktadır. Bkz. O. EHRHARDT/E. NOWAK, “Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation – Empirical Evidence from IPOs of German Family-Owned Firms”, CFS Working Paper, 2001/10, s. 23 vd.; (çevrimiçi) <http://www.ssrn.com/abstract=302919>>9, 15.08.2008.

bedelin ödenmesi sebebi, kontrolün ekonomik açıdan bir değeri ifade etmekte olup, devralana belli avantajlar sağlamasıdır.

İşte bir aktif değeri olarak kontrol, ilgili anonim ortaklığın değil, onu elinde bulduran kişinin mal varlığına dâhildir³¹². Anonim ortaklık tüzel kişiliği, tıpkı kendi paylarının sahibi olamayacağı gibi, kendi kontrolünün de sahibi değildir. Bunun gibi pay sahibi kontrolü, anonim ortaklık modelinin temel özelliklerinden biri olmakla birlikte³¹³, ilgili ortaklığın tüm pay sahiplerinin –payları oranında- kontrolün değerine ortak oldukları savı da isabetli değildir³¹⁴. Zira kontrol, yukarıda ayrıntısı ile açıklandığı üzere³¹⁵, hedef anonim ortaklığın kendi özellikleri doğrultusunda, pay sahibi olan veya olması dahi gerekmeyen belli bir kişinin elindedir. Bu kişi de, genellikle, “çoğunluk pay sahibi”dir. Azınlığın, sahip olduğu oy hakkı, bilgi alma hakkı gibi yönetsel haklar sayesinde, kontrole ortak olduğu söylenemez. Aksi takdirde kontrol devri için azınlığın da işleme katılması gerekirdi. Hâlbuki azınlığın hiçbir iştiraki olmaksızın, hedef anonim ortaklıkta kontrolün el değiştirmesi, böylelikle ortaklığın devredilmesi mümkündür. İşte bu sebeple, bu tür kontrol işlemlerinde, işlemin dışında kalan azınlığın korunmasına yönelik özel müesseseler geliştirilmiştir.

Bu durumda varılması gereken sonuç, kontrolün değeri olan kontrol priminin, sanki ekonomik ve hukuki olarak anonim ortaklık tüzel kişiliği ve/veya onun tüm ortakları bunun sahibi imişcesine, devrin ardından ortaklar arasında paylaşılması ve

³¹² Kontrol priminin, ortaklığa ait bir “iç değer” olmayıp, paya bağlı “dış değer” olduğu hususunda bkz. Clas BERGSTROM/Peter HOGFELDT/Jonathan R. MACEY/Per SAMUELSSON, “The Regulation of Corporate Acquisitions, A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform”, **Columbia Business Law Review**, 1995/2, s. 495 vd. (KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 36/dpn. 69’dan naklen).

³¹³ Bkz. yuk. Birinci Bölüm/III/B.

³¹⁴ İnc. FARRAR/HANNIGAN (Furey/Wylie), **Company Law**, s. 595; BIRDS/BOYLE/MacNEIL/McCORMACK/TWIGG-FLESNER/VILLIERS, **Boyle & Birds’ Company Law**, s. 640; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 14 vd. Bu son yazar, kontrol priminin paylaşılması esasını kabul etmekle birlikte, “kontrol değerinin tüm ortaklarca eşit olarak paylaşılmasının...yönetim kontrolünün belli bir kişi veya grubun elinde bulunmayıp tüm pay sahipleri arasında bölünmüş olduğu şirketler açısından düşünülmesi gerekecektir” demektedir. **A.e.**, s. 16. Anonim ortaklık teorisinde ve uygulamasında, kontrolün bu şekilde bölünmüş olması hemen hemen imkânsız olmakla birlikte, kontrol tüm pay sahiplerince paylaşılıyorsa, devralan kişi, zaten ancak devreden sahip olduğu kadar kontrol gücünü iktisap edeceğine göre, devrin dışında kalanlar açısından, devir sebebiyle maruz kalınabilecek bir zarar yoktur. Kontrol, bu sefer devreden yerine devralan ile birlikte paylaşılmaya/bölüşülmeye başlanacaktır.

³¹⁵ Bkz. yuk. Birinci Bölüm/III.

bu bağlamda azınlık pay sahiplerine dağıtılmasının haklı bir gerekçeye dayanmadığıdır. Kontrol, hedef ortaklığın sahip olduğu bir değer değildir. Kontrolden ekonomik olarak yararlanan “controller”, bunun hukuken de yegâne sahibi olup, onun alacağı kontrol primini düşürecek şekilde, tüm ortaklar arasında paylaşılması esası kabule şayan değildir³¹⁶.

- Bir anonim ortaklığın tüm paylarının aynı değerde olması ekonomik açıdan ve hukuken şart değildir. Aksi hâlde imtiyazlı pay – adi pay ayrımı da olmamalıydı. İmtiyazlı pay niteliğindeki “altın hisse”nin bedeli ile diğer adi veya imtiyazlı payların değerleri aynı olmayacaktır. Dolayısıyla altın veya diğer bir imtiyazlı hisseye kim sahipse, onun satış hasılatından da sadece onun yararlanması hem ekonomik hem ahlaki hem de hukuki açıdan doğrudur. Unutulmamalıdır ki, örneğin borsada aynı anonim ortaklığın farklı pay gruplarının, farklı harflerle isimlendirilerek, ayrı ayrı ve farklı fiyatlarla işlem görmesi mümkündür. Kontrol priminin paylaşılması gerektiği anlayışı kabul edilecekse, bu tür farklı fiyatlandırmalara da müsaade edilmemelidir. Zira ilgili payların sermaye oranları aynıdır ama fiyatları farklıdır.

Bir anonim ortaklığın hisselerinin % 49’u, % 50’si ve % 51’i için oransal açıdan uyumlu olmayan farklı bedellerin ödenmesi doğaldır. Zaten satıcı da, daha önceden ya koyduğu farklı sermaye oranı ve girişimcilik anlayışı ya da ödedeği benzer bir ekstra bedel ile kontrole sahip olmuştur.

Yönetimde veya kârda imtiyazlı pay nasıl ki adi paydan daha değerli ise, kontrolü sağlayan paylar da diğerlerinden daha değerli olacaktır. Zira sonuçta imtiyazlı paylar da kontrol imkânını veren paylar da sahiplerine ekonomik bir menfaat sağlamaktadır. Bu menfaatin hukuki sahibi, payın sahibi olan kişidir ve paylaşılması/dağıtılması gerekmez.

- Çağrıda bulunma zorunluluğunun dayandığı “eşitlik” düşüncesi ve bunun anonim ortaklıklar hukukundaki yansıması olan “eşit işlem” ilkesi, aynı şartlar altındaki pay sahiplerinin aynı muameleye tabi tutulması anlamına gelmektedir. Yani bu ilke, bütün pay sahiplerinin birbirleriyle aynı işleme tabi tutulmalarını

³¹⁶ Zaten kontrol priminin paylaşılmasını savunan *Hacımahmutoğlu* da, “payların temsil ettiği kontrolü” ifadesini kullanarak, esasında kontrolün değerinin payların içinde olduğunu ve bunun sahibinin de payların sahibi olduğunu teyit etmiş olmaktadır. HACİMAHMUTOĞLU, **13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi**, s. 113.

gerektirmemekte, sadece eşit şartların varlığı hâlinde hiçbir pay sahibinin diğerinden daha kötü işleme muhatap olmaması zorunluluğunu ifade etmektedir³¹⁷. Alınan kararlarda bu ilkeye uymak, ortaklık organlarının bir yükümü, ortaklığın irade serbestisinin sınırlandırılmasıdır. Anonim ortaklıklarda pay sahipleri, oransallık ilkesi çerçevesinde -kural olarak- sahip oldukları paylar nispetinde haklara sahip olurlar. Kâr payı, oy kullanma, tasfiye bakiyesine katılma, vb. haklar, hep bu kapsamdadır. Buna karşılık sahip olunan payların sayısına, içinde bulunulan şartlara bakılmaksızın pay sahiplerinin tamamen eşit bir şekilde yararlandıkları genel kurula katılma, davet edilme, öneride bulunma, payların birleştirilmesini reddetme gibi hakları da bulunmaktadır. İşte bu şekilde farklı şartlarda farklı işlemin, aynı şartlarda da aynı işlemin uygulanması “nispi eşitlik”; her durumda aynı işlemin uygulanması ise “mutlak eşitlik” olarak ifade edilmektedir³¹⁸. Anonim ortaklıklar hukukuna hâkim olan ilke, “nispi eşitlik” ilkesidir³¹⁹.

Eşit işlem ilkesinin pay sahipleri arasındaki fırsat eşitliğini ve ayrıca fiyat eşitliğini de kapsadığı, pay sahiplerinin bu kapsamda hem tıpkı mevcut kontrol sahibi gibi ortaklıktan çıkma imkânına sahip olması hem de bunu yaparken kontrol priminden de eşit olarak yararlanması gerektiği ileri sürülmektedir³²⁰.

Belirtelim ki, kontrol sahibi pay sahibi ile geri kalan azınlık pay sahipleri, devralma işlemi açısından aynı konumda değildirler. Dolayısıyla gerek payların devri gerek de kontrol priminden yararlanılması bakımından bunların aynı durumda bulunmaları ve aynı imkânlardan yararlanmaları, nispi eşitliğin gereği değildir.

Eşit işlem ilkesi ile esas itibarıyla ortaklık işlemleri bakımından pay sahipleri arasında ayırım yapılmaması amaçlanır. Hâlbuki anonim ortaklığın devri, kural

³¹⁷ Merih Kemal OMAĞ, “Anonim Şirketler Hukukunda Eşit İşlem İlkesi”, **Hukuk Araştırmaları**, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi yay., C. I, S. 1 (Ocak-Nisan 1986), s. 2; TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 888. *Tekil* de ilkeden kastın, “her pay sahibinin aynı hakka sahip olması değil, pay sahiplerinin hukuki durumlarını şirkete karşı değiştiren her şirket kararı karşısında pay sahiplerinden her birinin diğer pay sahipleri gibi işlem görme hakları” olduğunu belirtmektedir. TEKİL, **Anonim Şirketler**, s. 66.

³¹⁸ TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 889. Mutlak ve nispi eşitlik kavramları için inc. Şükrü YILDIZ, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi**, Ankara, Seçkin yay., 2004, s. 33 vd.

³¹⁹ OMAĞ, **Eşit İşlem**, s. 1-2; YILDIZ, **Eşit İşlem**, s. 75.

³²⁰ Bkz. FARRAR/HANNIGAN (Furey/Wylie), **Company Law**, s. 594; Eddy WYMEERSCH, “Takeovers from a Comparative Perspective”, **Seminario internazionale in materia di Opa**, 32 Quaderni di Finanza, 1999, s. 55, 62; DİNÇ, **Çağrı**, s. 230 ve ayrıca dpn. 589’da anılan yazarlar.

olarak, bir ortaklık işlemi değildir. Burada işlemi yapan kontrol sahibidir. Öte yandan özellikle kurumsal yönetim anlayışının gelişmesi ile kontrol sahiplerinin faaliyetleri de eşit işlem ilkesinin içine girse, bu ihtimalde kontrol sahiplerinin yaptıkları veya menfaatleri doğrultusunda yapılan yolsuz işlemlere karşı azınlığın korunması amaçlanmaktadır³²¹. Hâlbuki devir, bu anlamda yolsuz bir işlem olarak kabul edilemez.

Anonim ortaklıktaki pay satışından elde edilen kazanç, eşit işlem ilkesinin kapsamına girmez. Yukarıda da belirtildiği üzere, aynı sermaye oranına sahip paylar arası fiyat farkı normal olup, dürüstlük kuralına ve adalet düşüncesine³²² dayanan eşit işlem ilkesi ortaklık işleyişinde pay sahiplerinin haksızlığa maruz kalmasını engellemeye yöneliktir. Burada işlemi yapan kişi, kendisi dışındakiler açısından bir ayrımcılık yapmamakta, kontrol priminden bazılarını yararlandırıp bazılarını yararlandırmama yoluna gitmemektedir³²³.

- Anonim ortaklıktaki kontrol değişikliklerinde kategorik olarak azınlık pay sahiplerinin zarara uğrayacakları/uğrayabilecekleri, bu sebeple korunmaları gerektiği düşüncesi hatalıdır. Devralma olayı, genellikle anonim ortaklık tüzel kişiliğinin menfaatine olan, çoğu hâlde ortaklık hisselerinin borsa/piyasa fiyatının yükselmesine sebep olan ve zaman içinde de ortaklıkta performans artışına yol açan bir özel durumdur. Controller değişikliğinin azınlığa zarar vereceği şeklinde, üstelik düşük bir ihtimale dayalı olarak, bir genelleme ile tüm devralmaları etkileyecek bir kural konularak, kontrol değişikliklerini engelleyici veya zorlaştırıcı bir sistem benimsenmesi isabetli değildir.

Gerçekten de bazı durumlarda, örneğin yüksek kâr dağıtan veya bağımsız (bağlı olmayan) bir şirketteki kontrol sahibi değişiklikleri, azınlığın zararına sonuçlar verebilir. Ancak bu durumlarda, anonim ortaklıklar hukuku ve özellikle grup hukuku bağlamında yapılacak düzenlemeler ile azınlık pay sahiplerinin korunması

³²¹ Bkz. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri III/A/2. Karş. PASLI, **Kurumsal Yönetim**, s. 197 vd.

³²² **A.e.**, s. 185.

³²³ Eşit işlem ilkesinin, City Code ve bu arada çağrıda bulunma zorunluluğu açısından değerlendirmesi için bkz. CHEFFINS, **Company Law**, s. 463 vd.

mümkündür³²⁴. Yoksa kategorik olarak devralmalarda azınlığın zarara uğrayacağı kabulü ile bir kural konulması, muafiyet sisteminin çok genişletilmesi gibi, hukuki düzenleme yapma geleneği ile uyumlu olmayan bir sistemin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Piyasa uygulamasında da azınlık pay sahipleri, çağrıda bulunma zorunluluğuna, yeni “controller”dan memnun olmadıkları için kendilerine ortaklıktan çıkma imkânı sağlanması açısından yaklaşmamaktadırlar. Çağrıda bulunma zorunluluğu, halka açık anonim ortaklıklardaki azınlık pay sahiplerini korumaktadır, hâlbuki bu tür ortaklıklardaki azınlık pay sahipleri, zaten “yatırımcı” kimliğinde olup, onlar genellikle kontrol sahibi ile çok fazla ilgilenmemekte, kontrol sahibinin işletme politikaları üzerindeki etkilerini değerlendirmemektedirler. Azınlık pay sahiplerinin düşüncesi, piyasa fiyatından fazla olacak çağrı fiyatından yararlanarak ekstra bir kazanç elde etmek olmaktadır. Yoksa ortaklıktan çıkma imkânı, zaten borsa şirketlerinde sorun teşkil etmemektedir. Çağrıda bulunma zorunluluğunun sağladığı çıkma imkânı, ancak likiditesi/işlem hacmi çok düşük olan piyasalar ve hisseler ile hisseleri borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklar açısından bir anlam

³²⁴ Doktrinde kontrol sahibi değişikliği sonrasında yeni “controller”ın ortaklığın yönetim/işletme politikalarını değiştirebileceği ve bu bağlamda hedef ortaklığın bir başka ortaklık ile birleşerek azınlık ortaklarının yeni ortaklıktaki payının düşürülmesi, teklif finansmanı için alınan kredinin geri ödenmesi amacıyla hedef ortaklık öz kaynaklarının kullanılması, hedef ortaklıktan hâkimiyetine girdiği gruba kaynak aktarılması, ortaklığın tasfiye edilmesi gibi azınlık pay sahiplerinin aleyhine sonuçların ortaya çıkabileceği ileri sürülmektedir. MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 259. Yazar, bu tespiti takiben, kontrol değişikliğinden sonraki dönemin azınlıkta kalan ortaklar için belirsizlik taşıdığı, bu durumda ya ortaklık içi demokrasi ve azınlığı koruyucu hükümler ile dengeyi sağlamak gerektiği ya da yönetim hâkimiyetini ele geçiren gruba tüm paylar için teklif yapmak zorunluluğunun yüklenmesi gerektiğini belirtmektedir. Yazar, TK hükümlerinin küçük pay sahiplerinin korunmasında yetersiz kalması sebebiyle, ortaklık içinde sonu gelmez mücadelelerin önünü kesmek amacıyla, bu iki yoldan, ikincisinin seçilmesi gerektiğini savunmaktadır. **A.e.**, s. 259-260.

Bizzat *Manavgat* tarafından da belirtildiği üzere, kontrol değişikliğinin, hedef ortaklığın daha etkin yönetilerek eskiye göre daha başarılı bir çizgiye gelmesine neden olabileceği gerçeği bir tarafa, yazarın verdiği azınlık pay sahiplerinin kontrol değişikliğinden olumsuz etkilenmesine ilişkin örneklerin hepsi, hukuken engellenebilir, kontrol gücünün kötüye kullanılması hâlleridir. Bunların, kontrol değişikliği olmaksızın mevcut “controller” tarafından da hayata geçirilmesi olasıdır. Ancak bu hâlde azınlık pay sahiplerinin korunma mekanizması, ortaklık içi demokrasi kuralları ve TK'daki koruyucu düzenlemeler olmaktadır. Buna karşılık daha söz konusu olumsuz durumlar ortaya çıkmadan, bir ihtimale dayalı olarak, kontrol değişikliğinde azınlık pay sahipleri açısından çağrı zorunluluğu gibi çok daha radikal bir korunma mekanizması öngörülmesi tutarlı değildir. Burada çözüm, gerek TK'da, gerek de sermaye piyasası mevzuatındaki ortaklık içi suistimalleri önleyici ve gerçekleştiğinde zarar görenlere etkili bir tazminat olanağı sağlayan bir sistemin kurulması olmalıdır; yoksa devralmaları kategorik olarak zarar verici bir işlem olarak kabul edip, devralmaları engelleyici –ya da en azından zorlaştırıcı- bir sistem oluşturulması değil. Karş. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 35-36, 40.

ifade eder. Dolayısıyla çağrıda bulunma zorunluluğunun kapsamına giren anonim ortaklıkların çok büyük bir bölümünde demek ki, bu kurum ile azınlık pay sahiplerinin korunmasının anlamı, sadece onların kontrol priminin paylaşılması suretiyle piyasa fiyatının üzerinde bir kazanç elde etmeleridir. Bu ise, bir ekonomi için makro ve mikro düzeyde önemli yararlar sağlayabilecek bir kurumun, yani anonim ortaklığın devralınması aktivitesinin zorluğa düşürülmesi için yeterli ve haklı bir gerekçe değildir. Yatırımcılar, sermaye piyasasında bir yatırım kararı alırken zaten bir hissenin piyasa/borsa fiyatındaki hareketler ile ekonomik menfaat elde etmeyi öngörmektedirler, dolayısıyla kontrolden uzak olan bu kişilerin kontrol priminden yararlandırılması ve piyasa fiyatının üzerinde bir değer ile hisselerini satmalarının sağlanması, korunan menfaat ile bunun için feda edilen menfaat arasında bir dengesizlik meydana getirecektir. Unutulmamalıdır ki, çağrıda bulunma zorunluluğunun veya böyle bir tehlikenin varlığı birçok potansiyel alıcıyı anonim ortaklık devirlerinden uzaklaştırabilecek ve piyasa denetiminin oluşmasını engelleyebilecek bir faktördür³²⁵. Zira devralan açısından satın alınacak hisse oranının, % 100'e ulaşması mümkündür ve bu, finansal açıdan kaldırılamayacak bir yük olabilir. Zaten çağrıda bulunma zorunluluğundan muafiyet sebeplerinin sayısının fazlalığı ve çeşitliliği de, hem ülke ekonomisi hem de hedef ortaklık açısından oldukça faydalı olabilecek bir yapısal değişiklik olan kontrol devirlerinin önünün kapanmaması gerekliliğinin bir yansımasıdır³²⁶.

- Anonim ortaklık modelinin temeli, pay devir serbestisine dayanmaktadır. Anonim ortaklığı diğer tüm ortaklık tiplerinden ayıran en temel özellik, sermayenin paylara bölünmüş olması ve her bir payın birbirinden bağımsız olarak üçüncü kişilere devrinin serbest olmasıdır. Bu serbestinin kanuni ve esas sözleşmesel istisnaları bulunmakla birlikte, halka açık anonim ortaklıklarda ve özellikle de borsada işlem gören paylar açısından kurala çok daha fazla sadık kalınmaktadır. Belli oranda

³²⁵ Çağrıda bulunma zorunluluğu kurumunun, “market for corporate control” şeklindeki dış denetim sistemine zarar verdiği düşüncesinden hareketle, bu tür piyasa sisteminin teşviki amacıyla Amerika'da zorunlu çağrı ile ilgili bir düzenleme bulunmadığı ileri sürülmektedir. Bkz. ve karşı. SÖNMEZ, **Ayrılma Hakkı**, s. 44.

³²⁶ Gerçekten de, Türk hukuku açısından çağrıda bulunma zorunluluğuna ilişkin göreceli olarak ayrıntılı kuralların konulduğu Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17 hükmü incelendiğinde, bu maddenin toplam beş fıkradan oluştuğu ve bunların üçünde “muafiyet” ile ilgili kuralların düzenlendiği görülmektedir.

payları devralanın, diğer payları da satın almak zorunda olduğu bir sistemde, pay devir serbestisinden bahsedilemez³²⁷. Zira bu kurumun varlığı sebebiyle kontrol hisselerinin devri imkânı daralmakta, ayrıca yeni kontrol sahibi, istemese dahi kontrol gücü vermeyen payları da satın almak zorunda kalmaktadır. Burada payı devralma olgusu, yasal bir yükümlülüğün sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Payın alıcısı ve satıcısı ile devir bedeli, önceden ve kanunen belirli/belirlenebilir durumdadır³²⁸.

Görüldüğü gibi burada hem pay devir serbestisinden feragat edilmekte hem de bu feragat, sadece halka açık anonim ortaklıklara (veya borsa şirketlerine) ilişkin olarak yapılmaktadır³²⁹. Bu da, anlamsızdır. Zira çağrıda bulunma zorunluluğunun gerekçelerinden hareket edilecek olursa, ortaklıktaki kontrol sahibinin kimliği ile daha fazla ilgilenecek olan ve sermaye piyasası yapısı ile bir merkezî otoritenin sağladığı korumadan yararlanamayacak olmasından ötürü kontrol sahibinin işlemlerinden daha fazla etkilenecek olan, kapalı anonim ortaklıklardaki azınlık pay sahipleridir. Üstelik bu tür ortaklıklarda hiçbir pay devir sınırlaması bulunmasa bile, açık piyasa işlemlerinin yokluğu sebebiyle pay sahiplerinin, paylarını düşük bir fiyattan dahi olsa satarak ortaklıktan çıkmaları mümkün olamayabilmektedir. Kaldı ki, kontrol priminin paylaşılması gerekiyorsa, bu gereklilik anonim ortaklığa özgü eşit işlem ilkesine dayandığına göre, bunun kapalı ortaklıklarda da geçerli olması lazımdır. Ancak buna rağmen çağrıda bulunma zorunluluğu, sadece halka açık anonim ortaklıklarda geçerli bir kuraldır. Bu da, muhtemelen anonim ortaklık mantalitesinin halka açık anonim ortaklık açısından şekillendiği İngiliz sisteminin çağrıda bulunma zorunluluğunu ortaya çıkarmasından kaynaklanmaktadır³³⁰.

³²⁷ **A.e.**, s. 47.

³²⁸ **Bkz. A.e.**

³²⁹ *Kolcuoğlu*, çağrı zorunluluğunun kapsamına giren ortaklıklar açısından, halka açık anonim ortaklık belirlemesini doğru görmekte ve kapsamın hisseleri borsada işlem gören ortaklıklar ile sınırlanmaması gerektiği sonucuna varmaktadır. **KOLCUOĞLU, Zorunlu Çağrı**, s. 52 vd.

³³⁰ *Kolcuoğlu*, kapalı anonim ortaklıklardaki alım satımlarda tarafların özel işlemler yoluyla çıkış yöntemlerini ve yeni ortak girişini engelleyecek yolları gündeme getirebileceklerinden ve bu ortaklıklardaki pay sahiplerinin, kontrol değişikliği hâlinde hisselerini satıp çıkabilme beklentisi içinde olmalarının makul olmadığından hareket ederek, kapalı ortaklıklarda zorunlu çağrının uygulanmasının isabetli olmadığı sonucuna varmaktadır. **A.e.**, s. 53. Belirtelim ki, kapalı anonim ortaklıklardaki gibi halka açık anonim ortaklıklarda da, kontrol değişikliğini engelleyebilecek esas sözleşme hükümleri bulunabilir. Unutulmamalıdır ki, halka açık ortaklıklardaki, açıklık oranı, -üstelik ülkemizde- çok düşüktür ve kapalı kısım açısından bir pay devir sınırlamasının

Anonim ortaklığa ortak olan herkes, bu modele hâkim olan pay devir serbestisinden haberdar olarak pay iktisap etmektedir ve kendi onayı olmaksızın çoğunluk veya daha az miktardaki payların el değiştirebileceğinin bilincindedir³³¹. Dolayısıyla onların bu anlamda özel bir hukuki araç ile korunmaları gerekli değildir.

- Çağrıda bulunma zorunluluğu, anonim ortaklık modeline hâkim olan bir başka kural olan “tek borç ilkesi”ne de aykırılık teşkil etmektedir³³². Bu sefer, zararlı sonuç devedene değil, devralana yönelik olup, sınırlı sorumluluk ilkesinin cari olduğu bir düzende, belli bir pay sahibine önemli bir mali külfet yüklenmektedir.

- Modern anonim ortaklıklar ve özellikle sermaye piyasası hukuklarının geldiği nokta, devletin piyasaya doğrudan müdahale etmemesi, yasaklayıcı kurallardan çok tüm ilgililerin her türlü işlemde haberdar olup ona göre önlem alabilmelerinin sağlandığı kamuyu aydınlatma esasına dayanmaktadır. Çağrıda bulunma zorunluluğu, söz konusu kamuyu aydınlatma anlayışı ile de uyumlu değildir. Zira zorunlu çağrı düzenlemeleri, anonim ortaklık modelinin liberal yönünü ortaya koyan pay devir serbestisi ve tek borç ilkelerine istisna/aykırılık oluşturduğu gibi, borçlar hukukunun en temel kuralı olan “sözleşme özgürlüğü ilkesi”ne istisna niteliğindedir³³³. Bir anonim ortaklığın kontrolünü iktisap eden şahıs, kendi alım/icap ya da icaba davet iradesi olmaksızın belli kişilerle satım sözleşmesi ilişkisi içine girmekte ve bu sözleşmenin şartları da, irade serbestisi olmaksızın kendisi dışında belirlenmektedir. Bu durum, devletin piyasaya doğrudan müdahalesidir³³⁴.

varlığına engel yoktur. Ayrıca burada yapılacak değerlendirmede önemli olan husus, yeni ortak girişinin engellenmesinin mümkün olup olmadığından çok, yeni ortağın girişi ile yani kontrol değişikliğinin gerçekleşmesi ile birlikte gündeme gelecek sorunlardır. Bu açıdan kapalı ortaklıklardaki pay sahiplerinin özel işlemler yoluyla çıkış yöntemleri tesis etmeleri mümkün değildir. Esas sözleşmedeki bu tür çıkma düzenlemeleri, geçerli olmayacağı gibi, bu pay sahipleri zaten kontrol değişikliğine yol açan işlemin dışında olacaklardır. Çıkma hakkına yönelik beklenti açısından ise, fiilen çok daha kolay çıkma hakkına sahip olan halka açık anonim ortaklık veya borsa şirketlerinin pay sahiplerinin değil, kapalı ortaklık azınlık pay sahiplerinin özel bir yasal mekanizma ile korunmasının öncelikli olması gerekmektedir.

³³¹ Bkz. **A.e.**, s. 21.

³³² OKUTAN NILSSON, **Pay Sahipleri Sözleşmeleri**, s. 37, 424; ÇEKER, **Çıkma Hakkı**, s. 64; DİNÇ, **Çağrı**, s. 235 vd. Karş. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 19-20.

³³³ Çeker, “sözleşme yapma yükümü”nün varlığından bahsetmektedir. ÇEKER, **Çıkma Hakkı**, s. 64. Ayrıca bkz. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 18.

³³⁴ Bu konuda inc. Mike BURKART/Fausto PANUNZI, “Mandatory Bid, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process”, **Reforming Company and Takeover Law in Europe**, Ed. by., Guido Ferrarini/Klaus J. HOPT/Jaap Winter/Eddy Wymeersch, New York, Oxford University Press, 2004, s. 741-742.

- İngiliz hukuku orijinli olan zorunlu çağrı müessesesi, esas itibarıyla ihtiyari aleni pay alım tekliflerinin düzenlenmesi amacıyla matuf City Code'da ilk olarak öngörülmüş, buradan hareketle özellikle tüm Avrupa'ya yayılmış ve ülkemizde de benimsenmiştir. Zorunlu çağrı, İngiltere'de ihtiyari çağrıda uyulması gereken genel ilkelerden³³⁵ olan pay sahipleri arasındaki fırsat eşitliğini tam olarak sağlama yöntemi olarak ortaya çıkmıştır³³⁶.

Aleni pay alım teklifinin tüm ortaklara açık olması ve kabul süresi içerisinde olmak kaydıyla teklifin kabulü zamanından bağımsız olarak alımların kistel yevm esasına göre yapılması, "teklif primi"³³⁷nden eşit olarak yararlanma yani fiyat eşitliğini sağlamakla birlikte, tüm paylarını elden çıkarmak suretiyle hedef ortaklık ortağına azınlık pay sahipliğinden kurtulma olanağını sağlamaz. Zira kısmi teklif yapılması mümkündür. Dolayısıyla fırsat eşitliği, teklifin tüm ortaklara açık olmasının yanı sıra ancak belli bir pay oranına ulaşan teklif sahibinin tüm paylar için de teklif yapması ile sağlanabilir. Böylelikle hedef ortaklık pay sahibi, hem teklif priminden yararlanacak hem de ortaklıktan çıkma/ayrılma imkânını elde edebilecektir³³⁸.

³³⁵ Bu genel ilkeler için bkz. City Code B1. Bu konuda inc. MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 73 vd.; HACİMAHMUTOĞLU, **13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi**, s. 110 vd. City Code B1'deki ilk genel ilke, hedef ortaklığın aynı sınıftaki menkul kıymet sahiplerinin tümünün eşit/adil işleme tabi tutulmaları gereği ve özellikle bir ortaklığın kontrolünün elde edilmesi durumunda, diğer menkul kıymet sahiplerinin korunması zorunluluğudur.

³³⁶ Zaten doktrinde de gerek buradan, gerek de kurumun yasal düzenleme yerinden hareketle, çağrıda bulunma zorunluluğu için sanki sadece aleni pay alım teklifi ile kazanılan kontrol iktisaplarında uygulama alanı bulacakmışcasına, "aleni pay alım tekliflerinde kalan payların alımı için icapta bulunma zorunluluğu" kavramı kullanılmaktadır. Bkz. OKUTAN NILSSON, **Pay Sahipleri Sözleşmeleri**, s. 423.

³³⁷ Aleni pay alım teklifindeki teklif/çağrı fiyatı, ilgili hissenin piyasa fiyatından yüksek olacaktır. Teklif fiyatı ile piyasa fiyatı arasındaki fark, teklif primidir. Teklif primi, bu anlamda kontrol priminin bir diğer görünüm şeklidir. Aleni pay alım teklifi ile kontrolün elde edilmesi amaçlandığı ve kontrolün elde edilmesi ile ortaklık yeni yönetimi ile daha iyi bir performans gösterip, piyasa fiyatının yükseleceği düşünüldüğü için söz konusu prim teklif edilmektedir. Bkz. HACİMAHMUTOĞLU, **13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi**, s. 113.

³³⁸ Bu düşünce tarzı için inc. MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 116; HACİMAHMUTOĞLU, **13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi**, s. 113. Fırsat eşitliğinin tam olarak sağlanmasında, teklifin tüm pay sahiplerine açık olması ve zorunlu çağrıdan sonraki son halkanın da pay sahiplerine tanınan satma hakkı olduğu belirtilmektedir. MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 116. Buradaki satma hakkı, "sell out right"ı, yani "çıkma" hakkını karşılamaktadır. Bu hak ve aleni pay alım tekliflerindeki fırsat eşitliğinin sağlanmasındaki rolü için bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/III/C/2.

Bu kapsamda kısaca, buradaki fırsat eşitliğinin ilk aleni teklif sırasında teklifi kontrol değişikliğinin olmayacağı düşüncesi ile kabul etmeyen pay sahiplerine ikinci bir fırsat verilmesi suretiyle sağlanmaya çalışıldığını, esasında özellikle aleni pay alım teklifinde fırsat eşitliğinin sağlanması için teklifin tüm ortaklara açık olmasının yeterli olduğunu, tıpkı Amerika'daki gibi teklifi izleyen dönemde azınlıkta kalan pay sahiplerini ortaklıktan ayrılmaya zorlayan veya onlara zarar verici işlemlere engeller getirilmesi ve azınlık haklarının etkili bir şekilde korunması ile fırsat eşitliğinin tamamlanabileceğini³³⁹, bunun için aleni teklif sahibine teklifini tüm ortaklara yönelik olarak genişletme zorunluluğu yüklenmesinin gerekli/şart olmadığını belirtelim^{340 341}.

Görüldüğü gibi, zorunlu çağrı, ihtiyari aleni pay alım teklifi ile bir anonim ortaklıkta kontrolü ele geçiren kişiye, tüm ortaklar arasında tam bir fırsat eşitliği sağlanması amacıyla, paylarını -tamamıyla veya hiç- satmayan ortakların payları için de yeni bir teklifte bulunma zorunluluğu yüklenmesi orijindir. Yani zorunlu çağrı,

³³⁹ Bkz. Deborah DE MOTT, "Current Issues in Tender Offer Regulation: Lessons From the British", *New York University Law Review*, 1983, 58/5, s. 986.

³⁴⁰ AB'de çağrıda bulunma zorunluluğunu düzenleyen 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi'ne ilişkin görüşmeler sırasında ve bu arada hazırlanan 2. Teklif'de üye devletlerin zorunlu çağrı yerine ona denk düşebilecek ve kontrolü el değiştiren ortaklıkta azınlığın korunmasını sağlayacak başka tedbirler alabileceği hükme bağlanmıştır. Bunun için grup hukukundan yararlanılabileceği de ileri sürülmüştür. Ancak nihai metinde çağrıda bulunma zorunluluğu, tüm Birlik düzeyinde kabul edilmiştir. İnc. HACİMAHMUTOĞLU, **13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi**, s. 127.

³⁴¹ *Kolcuoğlu*, kıta Avrupası ülkelerindeki anonim ortaklıklar ile Amerikan anonim ortaklıkları arasındaki sermaye dağılım durumundaki farka değinmekte ve kıta Avrupasında yer alan halka açık ortaklıklardaki temel çıkar çatışması azınlık ile çoğunluk arasında yaşanırken; Amerikan şirketlerinde bu çatışmanın pay sahipleri ile şirket yönetimi arasında olduğunu belirtmektedir. Yazar, buradan hareketle Amerika'da küçük yatırımcıları koruyacak bir takım özel mekanizmaların kabul edildiğine işaret ederek, Amerika'da çağrıda bulunma zorunluluğu kurumunun bulunmamasını, söz konusu özel koruyucu düzenlemelerin varlığına bağlamaktadır. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 31/dpn. 55. Belirtelim ki, Kıta Avrupası sistemi ile Amerikan sistemi arasındaki pay sahipliği yapısı arasındaki fark bir vakıa olmakla birlikte, zorunlu çağrı kurumunun varlığına ilişkin bir tartışmada buradan hareket edilmesi isabetli değildir. Zira zorunlu çağrı açısından, takeover hukukunun genelinde olduğu gibi, ikili bir karşılaştırma yapılacaksa bu, öncelikle, İngiliz ve Amerikan sistemleri arasında yapılmalıdır. Çağrıda bulunma zorunluluğu, bir İngiliz icadıdır ve kıta Avrupası ülkeleri ve son olarak AB, İngiltere'yi takip etmektedir. İngiliz anonim ortaklıklarındaki pay sahipliği dağılımı ile Amerika'daki durum arasında ise belirgin bir fark yoktur. Her iki ülkede de, günlük sermaye yapısı bulunmakta, blok pay sahiplerinden ziyade, paylar, geniş yatırımcı kitleleri arasında dağılmış durumdadır. Bu durumu takiben Amerikan hukukunda var olan küçük yatırımcıları koruyucu özel düzenlemelere ve yöneticilerin sorumluluğu meselesine yaklaşım bakımından da her iki ülkenin benzer bir noktada olduğu görülmektedir. Ancak bu benzer sistemlerin varlığına rağmen, çağrı zorunluluğu birinde varken, diğerinde yoktur.

ihtiyari aleni pay alım teklifindeki muhtemel bir sorunun çözümüne yönelik bir kurumdur. Hâlbuki bugün gerek AB nezdindeki düzenlemelerde gerek de ulusal düzenlemelerde, çağrıda bulunma zorunluluğunu doğuran kontrol eşiğinin aleni pay alım teklifi ile aşılması durumunda, bu zorunluluğun uygulama alanı bulmayacağı kabul edilmektedir.

- Burada son olarak belirtelim ki, özellikle AB düzeyinde çağrıda bulunma zorunluluğunun öngörülme amacı olarak ileri sürülen³⁴² Birlik düzeyinde ortak bir uygulama oluşturma amacı da kanaatimizce yerinde değildir³⁴³. Gelişmişlik düzeyleri ve sermaye piyasaları yapıları birbirinden oldukça farklı olan Birlik ülkelerinin tümünde kontrol iktisaplarında çağrıda bulunma zorunluluğunun kabul edilmesi, anonim ortaklığın devralınması yoluyla bir ülkeye, sermaye piyasasına ve ilgili anonim ortaklığa gelebilecek yatırımın azalmasına yol açabilecektir. Özellikle devralma kültürü uzun yıllara dayanan İngiltere gibi gelişmiş ülkeler açısından sorun teşkil etmeyebilecek bu durum³⁴⁴, gelişmekte olan Birlik üyelerinin menfaatine olmayabilecektir. Dolayısıyla kanaatimizce, ülkelerin kendi yerel gelişim modelleri doğrultusunda bir tercih yapabilmelerine izin verilmesi isabetli olurdu.

3. Düzenleme Şekli

a) Yabancı Hukuklar

(1) İngiliz Hukuku

³⁴² Söz konusu amaç için bkz. WINTER vd., **Winter Report on Takeover Bids**, s. 18 vd.; Luca ENRIQUES, “The Mandatory Bid Rule in the Proposed EC Takeover Directive: Harmonization as Rent-Seeking?”, **Reforming Company and Takeover Law in Europe**, Ed. by., Guido Ferrarini/Klaus J. HOPT/Jaap Winter/Eddy Wymeersch, New York, Oxford University Press, 2004, s. 784.

³⁴³ Burada yerinde olmayan husus, çağrıda bulunma yükümlülüğünün tüm AB düzeyinde devralmalarda uygulanmasının zorunlu hâle getirilmesidir. Yoksa bu kurum tüm AB’de var olacaksa, bunun yeknesak kurallara bağlanması yanlış değildir.

³⁴⁴ Kaldı ki kanaatimizce, İngiltere’de dahi, azınlık pay sahiplerinin korunması, esas itibarıyla piyasa denetimi (market for corporate control) gibi oldukça liberal bir sisteme dayalı olduğu için çağrıda bulunma zorunluluğu, yerinde bir koruma yöntemi değildir. İngiltere’nin Amerika’ya nazaran devralmalarda geride kalması, çağrıda bulunma zorunluluğunun varlığına bağlı olabilir.

Çağrıda bulunma zorunluluğunun ana vatanı olarak İngiltere’de, anılan müessese, City Code’un F bölümünde 9. kural olarak düzenlenmiştir³⁴⁵. Kural 9.1. uyarınca çağrıda bulunma zorunluluğu iki hâlde ortaya çıkmaktadır. Bunlardan ilki; belli bir zaman dilimine dağılan birden fazla işlem serisi ile veya tek seferde, bir kişinin tek başına veya birlikte hareket ettiği kişilerle beraber, City Code’un uygulama alanına giren bir anonim ortaklığın³⁴⁶ % 30 veya daha fazla oranda oylarını barındıran paylarda bir menfaat elde etmesi, ikincisi ise; % 30 ile % 50 arasında oya sahip olan bir kişinin/grubun kendisinin veya birlikte hareket ettiği kişilerin, oy yüzdesini artıracı bir şekilde diğer paylarda bir menfaat elde etmesi/etmeleridir.

Çağrıda bulunma zorunluluğu, City Code’un B bölümündeki ilk genel ilkesi olan anonim ortaklığın kontrolünün elde edilmesi durumunda, diğer menkul kıymet sahiplerinin/pay sahiplerinin korunması kuralının gerçekleştirilme yöntemidir. City Code C6’daki tanım uyarınca fiilî kontrolü sağlayıp sağlamadığına bakılmaksızın bir anonim ortaklığın toplam oy haklarının % 30 veya daha fazlasını barındıran paylardaki menfaat(ler), “kontrol” manasına gelmektedir. Demek ki, City Code anlamında bir anonim ortaklıktaki kontrol iktisabı, fiilen yönetim hâkimiyetini sağlamasa dahi, devralan açısından çağrıda bulunma zorunluluğu doğurmaktadır. City Code C10 uyarınca bir pay üzerinde en önde gelen menfaat, bu payın mülkiyetine sahip olmaktır. Ancak, menfaat iktisabı, mülkiyet hakkı edinimi ile sınırlı değildir³⁴⁷.

³⁴⁵ Ocak 1972’den itibaren bu kural, İngiltere’de City Code kapsamında uygulanmaya başlanmıştır. Bkz. MORSE/GIRVIN, **Company Law**, s. 685.

³⁴⁶ City Code’un uygulama alanına giren ortaklıklar, esasen merkezleri Birleşik Krallık’da olan ve menkul kıymetleri borsada işlem gören anonim ortaklıklardır. Bunun istisnaları için inc. City Code A3 vd. Öte yandan *Kolcuoğlu*, muhtemelen, City Code’un 01.05.2002 tarihli iki dönem önceki versiyonunu dikkate alarak, hisseleri borsada işlem görsün veya görmesin, halka açık tüm anonim ortaklıkların (public limited company) City Code’un kapsamına girdiğini ve bunlarda zorunlu çağrı kurumunun uygulama alanı bulacağını belirtmektedir. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 46/dpn. 85, 48, 52. Hâlbuki 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi’nin yürürlüğe girmesinin ardından, City Code’un uygulama alanı da daraltılmış ve bu açıdan kıta Avrupası ile özdeşlik sağlanmıştır.

³⁴⁷ City Code C10’da yer alan tanım uyarınca, payın/hisse senedinin/menkul kıymetin fiyat değişimi üzerinde, kesin veya şartlı olarak, bir ekonomik ilgisi/beklentisi olan kişinin, bu pay üzerinde “menfaat”i var kabul edilir. Aynı yerde özellikle hangi durumlarda, menfaat sahibi olunacağı da sayılmıştır. Buna göre örneğin söz konusu payın mülkiyetine sahip olunması veya bu payın bahsettiği oy hakkını kullanma ya da kullanımını yönlendirme hakkına sahip olunması yahutta herhangi bir sözleşme vasıtasıyla bu payı alım hakkına sahip olunması, pay üzerindeki

Çağrıda/aleni teklifte bulunma zorunluluğuna tabi olan kişi, kural olarak, % 30 pay oranını aşan bir menfaat iktisap eden veya bu oranı aşmış olup küçük alımlar yapan kişi olmakla beraber, Kural 9.2. uyarınca bunun yanında birlikte hareket eden kişilerin oluşturduğu grubun her esas/etkin (principal) üyesi de aynı yükümlülüğe tabi olacaktır.

Bununla birlikte hedef ortaklığın kontrolü, City Code hükümleri dairesinde tüm pay sahiplerine ve oy hakkı sahibi menkul kıymet sahiplerine yönelik olan aleni pay alım teklifi ile elde edilmiş ise, yeni kontrol sahibi çağrıda bulunma yükümlülüğüne tabi olmayacaktır.

Yapılacak çağrı ile anonim ortaklıktaki oy hakkı bulunsun bulunmasın tüm ortakların hisseleri ve oy hakkı barındıran devredilebilir diğer menkul kıymet sahiplerinin menkul kıymetleri için, 9.3., 9.4 ve 9.5.de yer alan hükümler dairesinde aleni teklifte bulunulacaktır.

Panel'in verdiği onay ile yukarıda sayılan olayların gerçekleşmesine rağmen çağrıda bulunma zorunluluğunun tabi olan kişinin, bundan muaf hâle gelmesi mümkün olmaktadır.

(2) Alman Hukuku

Alman hukukunda aleni pay alım tekliflerinin yapılma şekli, teklif taraflarınca uyulması gereken kurallar ve devralmanın sonuçları gibi hususların düzenlendiği WpÜG'de, § 35/2 ile kontrol devirlerinde çağrıda bulunma zorunluluğu öngörülmüştür.

Bu Kanun'da “aleni pay alım teklifi (Übernahmeangebot)”, hedef ortaklıkta kontrolün elde edilmesi amacıyla yapılan teklif şeklinde tanınlanmakta, devamında “kontrol” kavramının da, hedef ortaklıkta en azından % 30 oranında oy hakkına sahip olunması/elde bulundurulması anlamına geldiği belirtilmektedir (§ 29).

“menfaat” olarak kabul edilir. “Menfaat (interest)” kavramı, Anglo-Sakson hukukunda, bir şey üzerindeki hakkı, talebi, tasarruf hakkını veya kanuni bir payı ifade etmek için kullanılan genel bir terimdir. Bu kavram, faiz hakkını ifade edebileceği gibi, işletme haklarını, mülkiyetten doğan herhangi bir imkânı, imtiyazı veya benzer nitelikteki herhangi bir hakkı ya da bundan elde edilebilecek faydayı da karşılamaktadır. Bkz. ÜNAL, **Menkul Kıymetler**, s. 11-dpn. 9.

WpÜG § 35/1 uyarınca menkul kıymetleri borsada veya teşkilatlanmış benzer bir piyasada işlem gören bir anonim (veya paylı komandit) ortaklığın, doğrudan veya dolaylı kontrolünü ele geçiren kişi, gecikmeksizin ve en geç yedi takvim günü içerisinde, bu durumu oy hakkı oranını da bildirerek kamuya açıklamalıdır. Bu süre, kontrolün elde edildiğinin öğrenilmesinden veya öğrenilmesinin gerekmesinden başlayacaktır. İşte kontrolün elde edildiğine ilişkin olarak kamuya yapılan açıklamadan itibaren dört hafta içerisinde, anonim ortaklığı devralan kişinin BaFin'e teklif belgesini sunması ve ihtiyari teklif kuralları kapsamında (§ 14/2) tüm pay sahiplerine yönelik olarak paylarını satın almak üzere çağrıda bulunması zorunludur.

Hedef ortaklığın kendisinin, kendisine bağlı bir işletmenin ya da üçüncü bir kişinin hedef ya da bağlı ortaklığı hesabına sahip olduğu paylara yönelik aleni teklif yapılması zorunluluğu yoktur. Bunun gibi hedef ortaklığın kontrolü aleni pay alım teklifi yöntemi ile elde edilmiş ise, hem § 35/1'deki kamuyu aydınlatma hem de § 35/2'deki çağrıda bulunma zorunluluğu uygulama alanı bulmayacaktır (§ 35/3).

% 30'luk oy oranına ulaşıp ulaşılmadığının belirlenmesinde, devralan kişinin hem doğrudan sahip olduğu hem de dolaylı olarak yönlendirme yeteneğini haiz olduğu oylar hesaba katılır. § 30/1 uyarınca örneğin teklif sahibinin/devralanın³⁴⁸ yavru ortaklığının sahip olduğu oylar, üçüncü bir kişinin devralan hesabına sahip olduğu paylardan kaynaklanan oylar, devralanın üçüncü kişilere teminat olarak verdiği paylara bağlanan oylar³⁴⁹, devralanın intifa hakkına sahip olduğu paylardan kaynaklanan oylar, devralanın oy verme hususunda görevlendirildiği paylardan kaynaklanan oylar³⁵⁰ da devralanın/teklif sahibinin doğrudan sahip olduğu oylara denk kabul edilir. Bunun gibi devralanın/teklif sahibinin bir anlaşmaya (pay sahipleri sözleşmesi) dayalı olarak veya başka bir şekilde hedef ortaklık işleyişi hakkında uyumlu davranış içine girdiği kişiye ait oy hakları da, % 30'luk oy hesabında birlikte

³⁴⁸ Burada hem devralandan hem de teklif sahibinden bahsedilmesinin sebebi, Alman kanun koyucusunun bu hükmü aleni pay alım teklifinde bulunan kişinin sahip olduğu oy oranının belirlenmesi açısından düzenlemesidir. § 35 uyarınca kontrol iktisabında da, devralanın dolaylı oy oranı, bu hükme göre belirlenecektir.

³⁴⁹ Bununla birlikte payları teminat olarak alan kişi, paylara bağlanan oy hakkının kullanımı hususunda yetkilendirilmiş ve devralanın talimatlarından bağımsız olarak oy kullanabilecek ise, bu paylar/oylar, devralanın dolaylı olarak kontrolünde sayılmaz.

³⁵⁰ Pay sahibinin kullanılacak oy hususunda belirli talimatları varsa ve dolayısıyla devralan kendi karar verme yeteneği/iradesi/düşüncesi ile oy kullanamayacaksa, bu oylar, devralanın oyu olarak hesaba katılmaz.

değerlendirilecektir (§ 30/2)³⁵¹. Böylelikle topluca hesaplama sonucunda belirlenen oy oranı miktarına göre kontrolün elde edilip edilmediği ve çağrıda bulunma zorunluluğunun doğup doğmadığı tespit edilecektir.

Öte yandan oy oranı hesabında BaFin, yazılı başvuru üzerine, miras, boşanma, nev'i değişikliği veya bir grup/konzern içindeki yeniden yapılandırma sonucunda elde edilen paylardan kaynaklanan oyların dikkate alınmamasına karar verecektir.

Ayrıca BaFin'e, belli özel durumların gerçekleşmesi hâlinde, menfaat dengesinin sağlanması amacıyla § 35/1 ve § 35/2'den kaynaklanan kamuyu aydınlatma ve çağrıda bulunma zorunluluklarına tabi olan kişiye muafiyet tanıma yetkisi, Federal Finans Bakanlığı'na da bu konuda ayrıntılı kurallar koyma yetkisi tanınmıştır. İşte anılan son Bakanlık, özellikle çağrı zorunluluğu ve muafiyet konusundaki düzenlemeleri içeren 27.12.2001 tarihli WpÜGAngebV'yi yayınlamıştır³⁵².

(3) İsviçre Hukuku

İsviçre'de bizdeki SerPK'nın karşılığı olan BEHG'nin 22 vd. maddelerinde aleni pay alım teklifi kurumu düzenlenmiştir. Kanun'un 22/1. maddesi uyarınca 22-33. maddeleri içeren ve aleni pay alım teklifini düzenleyen 5. Bölüm, payları tamamen veya kısmen borsada işlem gören anonim ortaklıklar hakkında uygulanır. Kanun'un bu bölümü, borsaya kote bir şirketin paylarını ele geçirmek yoluyla ortaklığı devralmak isteyenlerin izlemeleri gereken prosedürü göstermekte ve hedef ortaklık ile özellikle azınlık pay sahiplerini koruyucu kurallar öngörmektedir. Aleni pay alım tekliflerine ilişkin yasal kurallara uyumun sağlanması için bu konuda yetkili ve görevli bir "Devralma Komisyonu (Übernahmekommission)" oluşturulmuştur.

Çağrıda bulunma zorunluluğu, "teklif yapma zorunluluğu" kenar başlığını taşıyan 32. maddede düzenlenmiştir. Bu maddede çağrıda bulunulma zorunluluğunu doğuran "kontrol eşiği", hedef ortaklığın oy haklarının % 33,3'ü olarak belirlenmiş

³⁵¹ Aynı yerde, arızı nitelikteki oy sözleşmeleri hükmün kapsamı dışında bırakılarak, bu şekilde bir seferlik oy sözleşmesi akdeden kişilerin oylarının birlikte hesaplanmayacağı kabul edilmiştir.

³⁵² Muafiyet sebepleri için bkz. WpÜGAngebV § 9.

ve mevcut payları ile birlikte bu sınırı aşan kişiye, anonim ortaklığın borsada kayıtlı hisselerinin alımı hususunda çağrıda bulunma zorunluluğu getirilmiştir³⁵³.

Çağrıda bulunma zorunluluğu açısından İsviçre hukukunun en dikkat çekici yönleri; sermayeye katılımı gösteren menkul kıymetlerden sadece borsaya kayıtlı olanlar için çağrıda bulunulacak olması; Kanun'un 22. maddesi uyarınca hedef ortaklığın esas sözleşmesine konulan bir hükümlerle (opting-out klozu) devralan için bu zorunluluğun baştan bertaraf edilme olanağının bulunması³⁵⁴; ve gene bir esas sözleşme hükmü ile kontrol eşiğinin, % 49'a yükseltilmesinin (opting-up klozu) mümkün olmasıdır (m. 32/1-son cümle)³⁵⁵.

Çağrıda bulunma zorunluluğunun düzenlendiği BEHG'nin 32. maddesinin 2. fıkrasında oy oranının kontrol eşiğini aşmasını sağlayan iktisabın yeniden yapılandırma sırasında gerçekleşmesi, eşiğin geçici süre ile aşılması gibi muafiyet sebepleri düzenlenmiş; 3. fıkrasında ise oy hakkı iktisabının bağışlama, halefiyet, mal paylaşımı, evlilik veya icra hukuku kapsamında gerçekleşmesi hâlinde çağrıda bulunma zorunluluğunun uygulanmayacağı belirtilmiştir. Maddenin 4. ve 5. fıkralarında çağrı fiyatı kuralları belirlenmiş, hedef ortaklıkta pay gruplarının bulunması olasılığında pay gruplarına teklif edilecek fiyat arasında uygun bir ilişkinin bulunması öngörülmüştür. 6. fıkrada FINMA'ya çağrıda bulunma zorunluluğu ile ilgili kuralları belirleme yetkisi/görevi verilmiş; son fıkrada ise çağrıda bulunma zorunluluğuna aykırılığın oy hakkı kullanımının dondurulması/geçici olarak durdurulması şeklindeki yaptırımını düzenlenmiştir.

³⁵³ Maddede, söz konusu oy haklarının kullanılabilir olup olmamasının önemli olmadığına vurgu yapılmıştır. Öyle ise, oydan yoksunluk, akdedilmiş bir pay sahipleri sözleşmesi veya benzeri bir sebeple ya da genel kurulun fiilen yapılmıyor olmasından ötürü oy hakkı kullanılmayacak olsa da, çağrı zorunluluğu doğacaktır.

³⁵⁴ Anonim ortaklıklar, hisse senetlerinin borsaya kotasyonu öncesinde, aleni teklifte bulunacak kişinin 32. madde uyarınca çağrıda bulunma zorunluluğuna tabi olmayacağı yönünde bir hükmü esas sözleşmelerine koyabilir (m. 22/2). BEHG'in 22/3. maddesi uyarınca ise, OR m. 706 anlamında pay sahiplerinin menfaatlerine hâle gelmemek kaydıyla, yani alınan genel kurul kararına karşı iptal davası açma hakkı saklı kalmak koşuluyla, BEHG'nin 22/2. maddesindeki opting-out klozunun, esas sözleşmeye -her zaman, yani kotasyon sonrasında esas sözleşme değişikliği ile- eklenmesi de mümkündür.

³⁵⁵ Bkz. RÖTHLISBERGER/NÄGELI, **Hostile Bid**, s. 11, 17 vd.; MALACRIDA/WATTER, **Corporate Restructuring**, s. 73-74.

(4) AB Hukuku

AB hukukunda çağrıda bulunma zorunluluğu, uzun tartışmaların ardından kabul edilen 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi'nin 5. maddesinde düzenlenmiştir. Çağrıda bulunma zorunluluğu, bu Yönerge'nin, var olup olmaması tartışmalara neden olan bir kurumu olup, bunun etkisi ile kurumun her türlü ayrıntısı düzenlenmemiş ve kontrol eşiği oranı, çağrı fiyatı gibi belli konularda nihai tespit yetkisi, üye ülkelere bırakılmıştır.

Söz konusu Yönerge'nin 5/1. maddesi uyarınca bir gerçek veya tüzel kişi, birlikte hareket ettiği kişilerin ya da kendisinin, hisse senetlerinin tamamı veya bir kısmı teşkilatlanmış bir piyasada işlem gören bir ortaklıktaki edinimi/iktisabı sonucunda, daha önceden kendisinin veya birlikte hareket ettiği kişilerin sahip olduğu paylarla beraber, doğrudan veya dolaylı olarak ortaklığın kontrolünü sağlayan belli bir oranda oy hakkı sahipliğini elde ederse³⁵⁶, üye ülkeler ortaklıktaki azınlık pay sahiplerinin korunma yöntemi/aracı olarak bu kişinin aleni teklif yapmasını sağlamalıdır³⁵⁷. Bu teklifin adil bir fiyat üzerinden, ortaklığın tüm pay sahiplerine ve tüm paylarına yönelik olması lazımdır. Görüldüğü gibi, burada da çağrıda bulunma zorunluluğunun uygulanacağı ortaklık açısından borsada/teşkilatlanmış piyasada işlem görme şartı bulunmakla birlikte, BEHG'deki düzenlemeden farklı olarak, çağrının muhatabı olacaklar açısından bu tür bir koşul öngörülmemiştir. Ortaklığın oy hakkı veren tüm menkul kıymet sahipleri, böylelikle paylarını satma ve ortaklıktan çıkma imkânını elde edebileceklerdir. Yönerge'nin 2. maddesindeki “menkul kıymet” tanımında da, menkul kıymete yönelik bu tür bir borsada işlem görme unsuru eklenmemiştir.

³⁵⁶ Kontrolü bahşeden oy hakkı oranının ve bunun hesaplanma metodunun belirlenmesi, ortaklığın kayıtlı olduğu üye ülke hukuklarına bırakılmıştır (m. 5/3). Ancak belirtelim ki, kontrolü karşılayan spesifik bir oy miktarının belirlenmesi şarttır. Buna karşılık Çeker, Yönerge Tasarısı'nda yer alan 1/3'lük oranın, yürürlüğe giren Yönerge'de bulunmamasından hareket ederek, oran şartı aranmaksızın şirket yönetimin etki altına alınıp alınmadığına bakılarak karar verilmesine olanak sağlandığı sonucuna varmıştır. ÇEKER, **Çıkma Hakkı**, s. 68. Hâlbuki Yönerge sisteminde yapılan, tüm üye ülkelerde geçerli olacak sabit bir oranın belirlenmemesidir. Yoksa hemen yukarıda anılan 5/3. madde hükmünde, üye ülkelere kontrol eşiği olacak objektif bir oy yüzdesinin belirlenme görevi verilmektedir.

³⁵⁷ Yönerge'nin 5/6. maddesinde çağrıda bulunma zorunluluğuna ek olarak, üye ülkelerin, aleni teklifin normal işleyişine engel olmamak kaydıyla, azınlık pay sahiplerini koruyucu başka araçlar da öngörebileceği hükme bağlanmıştır.

Yönerge'nin 5/2. maddesi uyarınca tüm paylara yönelik aleni teklif ile kontrolün elde edilmesi hâlinde, devralan için çağrıda bulunma zorunluluğu doğmayacaktır³⁵⁸.

Temel kural olarak çağrı fiyatının adil olması gerekliliğinin öngörüldüğü Yönerge'de, ayrıca bu fiyatın, teklif öncesinde ve üye ülkeler tarafından altı ay ile on iki ay arasında belirlenecek belirli bir süre içinde, kontrolü devralan kişinin ya da birlikte hareket ettiklerinin, hisseler için ödedikleri en yüksek fiyattan az olamayacağı da hükme bağlanmıştır. Ayrıca teklifin kamuya açıklanmasından ve kabul süresinin kapanmasından önce, teklif sahibi veya onunla birlikte hareket edenler, çağrı fiyatından daha yüksek bir fiyattan hisse alımı yaparlarsa, çağrı fiyatının da bu oranda artırılması lazımdır (m. 5/4). Bunun yanında fiyat hususunda ayrıntılı kurallar koyma yetkisine sahip üye ülkelere, adil fiyatın belirlenmesine ilişkin yönlendirici ilkeler sunulmuştur (m. 5/4-2). 5/5. maddede ise ödeme şekli olarak teklif sahibinin/devralanın menkul kıymet, nakit veya bu ikisinin kombinasyonunu teklif edebileceği temel kuralının ardından, nakit ödeme zorunluluğuna ilişkin kurallar da belirlenmiştir³⁵⁹.

b) Türk Hukuku

SerPK. m. 16/A ile halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak hisse senedi toplama girişimlerinde küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacıyla düzenlemeler yapmakla görevlendirilen SPK, bu amaçla “aleni pay alım teklifi” kurumunu, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ'in “pay sahiplerine çağrıda bulunarak hisse senedi toplanmasına ilişkin esaslar” başlığını taşıyan üçüncü bölümünde, 14 vd. maddelerinde düzenlemiştir. SPK, Tebliğ'in bu bölümü içerisinde, SerPK. m. 22/i'nin verdiği yetki/görev ile³⁶⁰, 17. maddede halka açık

³⁵⁸ Aynı yönde bir istisnai düzenleme, Taslak Tebliğ m. 6/2'de de yer almaktadır.

³⁵⁹ Zorunlu çağrı hâlinde adil fiyat gerekliliğine işaret edilen Winter raporunda da vurgulandığı üzere, Yönerge'de fiyat konusunda iki temel kural vardır. Bunlardan ilki, ayrıntıları 5. maddede açıklanan fiyatın adil olması gerekliliğine ve belirlenme şekline; ikincisi ise teklif dokümanında teklif sahibinin, çağrı fiyatını belirleme yönteminin yer alması ve bunun kamuya açıklanması gerekliliğine ilişkindir (m. 6/3-d). Bkz. WINTER vd., **Winter Report on Takeover Bids**, s. 46.

³⁶⁰ SerPK. m. 22: “*Sermaye Piyasası Kurulunun başlıca görev ve yetkileri şunlardır: ...*

anonim ortaklıklarda uygulama alanı bulacak olan “çağrıda bulunma zorunluluğu” kurumuna ilişkin kuralları belirlemiştir. Buna göre herhangi bir devralma yöntemi ile halka açık bir anonim ortaklığın sermayesinin ve oylarının % 25 veya daha fazlasına ya da yönetim kontrolüne sağlayan paylara sahip olan kişiler, diğer ortaklara ait hisse senetlerini satın almak üzere çağrıda, yani aleni pay alım teklifinde bulunmak zorundadırlar. Hükmün ilk fıkrası aynen şu şekildedir:

“Çağrı yoluyla hisse senedi toplanması, blok veya münferit alımlar ya da diğer herhangi bir yöntemle, tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın sermayesinin ve oy haklarının % 25’ine veya daha fazlasına ya da bu orana bağlı olmaksızın yönetim kontrolünü sağlayan paylarına sahip olanlar, diğer ortaklara ait hisse senetlerini de satın almak üzere çağrıda bulunmak zorundadır. Tek başına veya birlikte hareket ettiği kişilerle beraber bir ortaklığın sermayesine ve oy haklarına % 25 ile % 50 arasında bir oranda sahip olanlar da, herhangi bir on iki aylık süre içerisinde bu oranı, % 10 ya da daha fazla arttırlarsa, diğer ortaklara ait hisse senetlerini satın almak üzere çağrıda bulunmakla yükümlüdürler. Söz konusu oranlara ulaşılmasını izleyen on beş gün içerisinde, çağrı yapmak üzere Kurul’a başvurulması gereklidir.”

i) Halka açık anonim ...ortaklıklarda yönetim kontrolünün el değiştirmesine yol açacak oranda vekâlet toplayan yada pay iktisap edenlerin, diğer payları satın alma yükümlülüğüne ve azınlıktaki ortakların da kontrolü ele geçiren kişi veya gruba paylarını satma hakkına ilişkin düzenlemeleri yapmak,”

SerPK’nın 22/i maddesine bugünkü şeklini veren 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun’un söz konusu maddeye ilişkin “madde gerekçesi”nde şöyle denilmektedir:

“Kanunun 22 nci maddesinin (i) bendinde yapılan değişiklik, halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kontrolünün, vekâlet toplama ya da pay iktisabı suretiyle el değiştirmesi hâlinde kontrolü ele geçiren grubun azınlıktaki ortakların paylarını satın alma yükümlülüğüne ve azınlıktaki ortakların da sahip oldukları payları, kontrolü ele geçiren gruba satma hakkına ilişkin düzenleme yapma hususunda Kurul’a yetki tanınmıştır. Bu değişiklik, Kanunun 16/A maddesinin birinci fıkrasında Kurul’a yetki tanınan konularda yapılacak düzenlemelere, küçük yatırımcılar lehine etkinlik kazandırma ve ortaklık içi huzuru temin etme amacına yöneliktir. Başta İngiltere’deki “City Code on Take overs and Mergers” düzenlemesi olmak üzere, gelişmiş sermaye piyasasına sahip Avrupa ülkelerinin hukuklarında ve konuyla ilgili Avrupa Birliği direktif tasarısında yer alan kontrol değişikliği hâlinde azınlıktaki ortakların payları için zorunlu satın alma teklifi yapılmasına ve hâkimiyet oranı belli bir oranın üstüne çıktığında da, azınlığın, paylarının satın alınmasını hâkim gruptan talep etmek hakkına ilişkin hükümler, azınlık ortaklarına objektif koşullarla ortaklıktan ayrılma hakkı tanımaktadır. Modern sermaye piyasası hukukunun temel taşlarından olan bu düzenlemeler, Gümrük Birliği sonrasında halka açık anonim ortaklıklardaki kontrol değişikliklerinde artış olması beklenen ülkemizde de Tasarıyla tanınan yetki çevresinde Kurulca yapılabilecek ve azınlıktaki ortakları koruyucu hükümler öngörülebilecektir.”

Burada dikkati çeken ilk husus; İngiliz, Alman ve İsviçre hukuklarında yer alan düzenlemelerden farklı olarak, üstelik ülkemizde özellikle İngiliz piyasasına oranla çok daha konsantre bir anonim ortaklık sermaye dağılım yapısı bulunmasına rağmen, kontrol eşiğinin daha düşük bir biçimde, % 25 olarak belirlenmesidir³⁶¹. Kaldı ki, bu orana ulaşılmadan bir şekilde yönetim kontrolüne sahip olan paylara sahip olunması da çağrıda bulunma zorunluluğunun doğumu için yeterli görülerek, kurumun ortaya çıkış amacına bu açıdan uygun bir model oluşturulmuştur. Zira çağrıda bulunma zorunluluğu için sonuçta önemli olan, ortaklık kontrolünün el değiştirmesidir ve yüzdelik kontrol eşiklerine, sermaye piyasasının gerektirdiği süratin ve kolaylığın sağlanması açısından başvurulmaktadır³⁶². Öte yandan % 25’lik kontrol eşiğine hem sermaye hem de oy oranı açısından ulaşılması lazımdır.

Kontrolün elde edilmesi ve/veya kontrol sahipliğindeki veya kontrol yöntemindeki değişiklik ihtimalini de kapsama almak amacıyla, İngiliz hukukunu takiben³⁶³, % 25’lik kontrol eşiğini örneğin ortaklığın kuruluşundaki asli iktisabı ile zaten geçmiş olan ve çağrıda bulunma zorunluluğuna tabi olmayan kişinin, herhangi bir on iki aylık süre içerisindeki % 10 ve üzerindeki iktisapları da çağrıda bulunma zorunluluğunun doğumuna yol açmaktadır. Burada City Code’un bugünkü hâinden farklı olarak, kontrol eşiğinden bağımsız olarak, ayrıca çağrıda bulunma zorunluluğuna sebep olan iktisap belli bir orana (en az % 10) bağlanmış hem de belli bir süre sınırı (on iki ay) getirilmiştir³⁶⁴.

³⁶¹ Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ’in ilk hâinde % 35 olan söz konusu oran, sonradan bu Tebliğ’de Seri: IV No: 21 sayılı Tebliğ ile yapılan değişiklik ile, % 25’e düşürülmüştür. Taslak Tebliğ’in ilk versiyonunda bu oran, % 33’e, ardından yayınlanan (bugün itibarıyla geçerli olan) ikinci versiyonunda ise % 50 + 1 paya yükseltilmektedir (m. 6/1). Böylelikle mevcut oranın düşüklüğü teyit edilmiş olmaktadır.

³⁶² Çağrıda bulunma zorunluluğu açısından, genel bir belirleme yapılması ile yetinilmeyip, rakamsal bir kontrol eşiğinin/sınırının belirlenmesi sistemine, tüm yasal düzenlemelerde rastlanılmaktadır. Hatta İtalyan hukukunda 1998 yılına kadar zorunlu çağrı uygulamasında, “kontrolün ele geçirilmesi” ölçütü olarak alınmış ve bu sebeple her bir ortaklıkta ayrıca kontrolün ele geçirilip geçirilmediğinin tespiti gerekmiştir. Ancak zaman içinde uygulamada ortaya çıkan zorluklar sebebiyle bu sistemden vazgeçilmiş ve % 30’luk bir eşik öngörülerek, kontrolün bu şekilde elde edileceği varsayımına dayanan sisteme geçilmiştir. Bkz. SÖNMEZ, **Ayrılma Hakkı**, s. 45/dpn. 166.

³⁶³ Yukarıda verilen SerPK. m. 22/i madde gerekçesinde atıf yapılan yabancı düzenlemeler arasında öncelikle City Code’a yer verilmektedir.

³⁶⁴ Zaten kontrol eşiğini aşar bir şekilde pay/oy oranına sahip olanların yaptıkları işlemler sonucunda çağrıda bulunma zorunluluğuna tabi olmalarının gerekçesi olarak, bu işlemler ile bu kişilerin kontrol oranlarını/güçlerini güçlendirmeye yönelik girişimde bulunmaları ve ortaklığın

“Birlikte hareket (acting in concert)” ve “dolaylı iktisap (indirect acquisition)” kavramlarına, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/1’de de yer verilmiş ve sonuç bağlanmıştır.

Tebliğ’deki pay/oy oranlarına ulaşılması durumunda çağrıda bulunma zorunluluğunun ifası amacıyla SPK’ya başvurulması lazımdır.

Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17’nin ikinci fıkrasında çağrı fiyatının miktarına ve şekline; üçüncü fıkrasında ise çağrı zorunluluğunun doğumuna rağmen bundan muafiyeti sağlayan sebeplere yönelik kurallar öngörülmektedir. Maddenin dördüncü fıkrasında muafiyet başvuru prosedürü, son fıkrasında ise özelleştirme uygulamalarına ilişkin özel muafiyet hâli düzenlenmektedir.

Şimdi özellikle Türk hukuku kapsamında çağrıda bulunma zorunluluğuna ilişkin kuralların ayrıntılı incelemesine geçelim:

4. Uygulama Alanı

a) Kapsamına Giren Ortaklıklar

Kamuyu aydınlatma zorunluluğundan farklı olarak, çağrıda bulunma zorunluluğu, sermaye piyasası mevzuatına tabi olan tüm anonim ortaklıklarda değil, sadece halka açık anonim ortaklıklarda (SerPK. m. 3/g) uygulama alanı bulacaktır (Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 1, 2)^{365 366}. Yoksa hisse senetlerini değil de başka bir

değişen sermaye yapısı karşısında bundan zarar görme ihtimali olan azınlık pay sahiplerine ortaklıktan çıkma/ayırılma imkânının sağlanması ile aleni teklif kurallarına uyulmaksızın yavaş yavaş kontrolün güçlendirilmesinin önlenmesi gereklilikleri görülmektedir. Bkz. MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 121. Kaldı ki % 25 ile % 50 sermaye/oy oranlarının kontrolün elde edilme mücadelesinde kritik eşikler oldukları, ortaklığın sermaye yapısına göre bu eşikler arasındaki her türlü değişikliğin kontrolün fiilen elde edilmesi noktasında değişiklikler meydana getirebileceği göz ardı edilmemelidir.

³⁶⁵ Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ’in “amaç” kenar başlığını taşıyan 1. maddesinde Tebliğ’in uygulama alanı halka açık anonim ortaklıklar ile sınırlanmış, keza 2. maddede yer alan “ortaklık” tanımı da, “halka açık anonim ortaklıklar ve hisse senetleri borsada işlem gören bankalar” şeklinde yapılmıştır. SerPK. m. 3/c’nin ikinci fıkrasındaki “halka arz” tanımı uyarınca, bir ortaklığın hisse senetlerinin borsada devamlı olarak işlem görmesi bu senetlerin halka arz edildiği anlamına geldiğine ve SerPK. m. 3/g uyarınca da hisse senetleri halka arz edilmiş olan anonim ortaklıklar, halka açık anonim ortaklık olarak kabul edileceğine göre, bir bankanın hisse senetlerinin borsada işlem görmesi, “halka arz”ın kanuni tanımında yer alan diğer unsurlar karşılanmasa da, zaten bu ortaklığın/bankanın halka açık anonim ortaklık niteliğinde olmasına yol açacaktır. Dolayısıyla Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ’in uygulama alanının, “halka açık anonim ortaklıklar” şeklinde sınırlanması yeterli ve doğru olacaktır. SAKA, **Çağrı**, s. 16/dpn. 7; k.g. DİNÇ, **Çağrı**, s. 134-136.

menkul kıymeti ihraç ve/veya halka arz etmiş olan ya da sermaye piyasası mevzuatına hiç tabi olmayan bir anonim ortaklıktaki kontrol değişikliği, devralan açısından diğer ortakların paylarını satın alma zorunluluğunu gündeme getirmeyecektir^{367 368}.

Burada gündeme SerPK. m. 50/a'daki kendi menkul kıymetlerini halka arz eden bankaların, "bunlarla sınırlı olarak" SerPK hükümlerine tabi olacakları kuralı gelmektedir. Kanun hükmündeki "bunlarla sınırlı olarak" ifadesinden hareketle bankaların, normalde SerPK. m. 16/A ve 22/i'den kaynaklanan çağrıda bulunma zorunluluğuna tabi olmayacakları ve bu sebeple bankaları kapsam içine alabilmek için Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 2'de hisse senetleri borsada işlem gören bankaların ayrıca zikredildiği savunulamaz. Tebliğ hükmü ile kanuni bir düzenlemenin uygulama alanının genişletilemeyeceği bir tarafa, aksi takdirde örneğin özel durumların kamuya açıklanması ile ilgili Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ'de bankaların ayrıca anılmamış olması sebebiyle bankaların bu Tebliğ hükümlerine tabi olmadıkları sonucuna varmak gerekecektir ki, bu sonucun isabetli olmadığı açıktır. Gerek kamuyu aydınlatma gerek de çağrıda bulunma zorunluluklarının, bankaların halka arz ettikleri menkul kıymetlerini ve yatırımcılarını ilgilendiren düzenlemeler olduğu açıktır. Zaten SerPK. m. 50'deki değişikliğin amacı da, bankaların diğer halka açık anonim ortaklıklar ile olan mevzuat farklılığına mümkün olduğunca son verilmesidir.

Kolcuoğlu, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ'in "ortaklık" tanımını, bir bankanın Tebliğ'in kapsamına girmesi için, hisse senetlerinin borsada işlem görmesinin gerektiği, hisse senetleri borsada işlem görmeyen tüm bankaların (halka açık veya kapalı) kapsam dışında bırakıldığı şeklinde yorumlamaktadır. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 41, 44 vd. Yazarın yorumu, Tebliğ hükmünde bankaların ayrıca anılmasını bir gerekçeye bağlamakla birlikte, hükmün lafzı bu yorumu desteklememektedir. Zira hisse senetleri borsada işlem görmeyen bir bankanın, SerPK. m. 3/c'deki geniş "halka arz" tanımı sebebiyle "halka açık anonim ortaklık" olmasına engel yoktur. Tebliğ'deki "amaç" hükmünde ve "ortaklık" tanımının ilk kısmında da, tüm halka açık anonim ortaklıklar kapsam içine alınmaktadır. Yazar da, halka açık bir bankanın hisselerinin borsada işlem görmesinin şart olmadığını belirtmektedir. İşte hisse senetleri borsada işlem görmeyen, ancak halka arz sebebiyle "halka açık anonim ortaklık" olan bir bankanın, Tebliğ'in, halka açık anonim ortaklıkların yanında hisselerin borsada işlem gören bankaları sayan m. 2 hükmü karşısında, Tebliğ'in kapsamı dışında bırakılması doğru değildir. Kaldı ki, yazar, Tebliğ'in anılan tanım hükmünün "hisse senetleri borsada işlem gören bankalar" yerine "hisse senetleri halka arz edilmiş bankalar" olarak düzeltilmesi gerektiği fikrindedir. Belirtelim ki, "hisse senetleri halka arz edilmiş banka" ifadesi, bir bankanın pay sahibi sayısı itibarıyla "halka açık" olması mümkün olmadığı için (bkz. SerPK. m. 50/a-son cümle) "halka açık banka" ifadesi ile eş değer olup, Tebliğ'de "halka açık anonim ortaklıklar" yanında ayrı bir grup olarak anılması yerinde değildir. Zaten yazar da, yabancı ülkelerde bankalar için bu tür bir ayrı statü öngörülmediğinin altını çizmektedir.

³⁶⁶ *Kendigelien*'in, çağrı zorunluluğunun kapsamına sadece hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıkları alan ifadesi, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ'in uygulama alanına halka açık anonim ortaklıkların girmesi ve hisse senetleri borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıkların da bulunması sebebiyle, eksiktir. Karş. Abuzer KENDİGELEN, "Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlâlinin Hukuki Sonucu (Yaptırımı)", **Prof. Dr. Ergon A. ÇETİNGİL ve Prof. Dr. Rayegân KENDER'e 50. Birlikte Çalışma Yılı Armağanı**, İstanbul, 2007, s. 820/dpn. 3.

³⁶⁷ Bkz. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 44.

³⁶⁸ "Halka açıklık anı" ve "hedef ortaklığın merkezinin bulunduğu ülke" bakımından ortaya çıkabilecek problemler ve çözümleri için bkz. **A.e.**, s. 47 vd.

b) Kapsamına Giren İşlemler

(1) Kural

Çağrıda bulunma zorunluluğu açısından özellikle belirlenmesi gereken husus, bu zorunluluğun hangi durumlarda, yani hangi işlemin/işlemlerin gerçekleşmesinin ardından uygulama alanı bulacağıdır.

Yukarıda da belirtildiği üzere, bu konudaki genel kural, anonim ortaklığın devralınması yani kontrol sahibinin değişmesi üzerine yeni “controller”ın, ortaklık içi fırsat eşitliğinin tesisi amacıyla diğer pay sahiplerinin paylarını satın almak için teklifte bulunmasının gerekmesi ve çağrıda bulunma zorunluluğu kurumunun uygulama alanı bulmasıdır. Ancak çağrıda bulunma zorunluluğu açısından kontrolün el değiştirmesi gibi genel bir ifade yerine, bunu gösteren daha özel bir yapı oluşturulmuş ve hatta kontrol sahipliği değişikliği olmaksızın dahi zorunluluğun doğumunun önü açılmıştır.

Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17'nin ilk fıkrası incelendiğinde çağrıda bulunma zorunluluğunun ortaya çıkması için;

- ya ortaklık sermayesinin ve toplam oylarının % 25'ine sahip olunması (objektif ölçüt),
- ya bu orana ulaşılmassa da kontrol imkânını veren payların sahibi olunması (subjektif ölçüt),
- ya da belli pay sahipleri açısından herhangi bir on iki aylık süre içerisinde % 10'luk iktisapta bulunulması (creeping in)

ayrıca, bu konuma çağrı yoluyla hisse senedi toplanması, blok veya münferit alımlar ya da diğer herhangi bir yöntemle, yani bir hukuki işlem ile sonradan ulaşılmaması lazımdır. Yoksa daha başlangıçta, ortaklığın kuruluşunda örneğin ortaklığın % 51 oranında payına sahip olan bir kişinin, böyle bir zorunluluğa tabi olması söz konusu değildir.

Şimdi çağrı zorunluluğunun doğumu için ulaşılmaması gereken “konum” ve bunu sağlayan “yöntemler” üzerinde duralım:

i) Konum

i1) Ortaklık Sermayesinin ve Oy Haklarının % 25'ine Sahip Olunması

Çağrıda bulunma zorunluluğu kurallarının konulduğu tüm düzenlemelerde görülen husus, yükümlülüğün doğmasının muayyen bir orandaki sermaye ve/veya oy iktisabına bağlanmış olduğudur. Kontrolün elde edilmesine bağlanan diğer hukuki sonuçlardan farklı olarak, burada kontrol eşiği (control threshold) adı verilen ve yönetim hâkimiyetini sağladığı farz edilen bir oran öngörülerek, ilgili kişi tarafından bu orana ulaşılması veya aşılması ile birlikte ortaklığın kontrolünün de elde edildiği ve çağrıda bulunma zorunluluğunun uygulama alanına girildiği kabul edilmektedir.

Sermaye piyasasında var olan hız ve belirlilik ihtiyacı karşısında, çağrıda bulunma zorunluluğunun doğumu açısından objektif ve önceden belirlenmiş bir kontrol eşiği tespit edilmiştir. Bu eşik, ilgili ortaklığın sermaye yapısından ve diğer özel şartlarından bağımsız olarak, bir kişi tarafından aşılsa veya söz konusu eşiğe ulaşırsa, bu kişinin ortaklığın kendisine has koşulları itibarıyla kontrolü elde etme imkânına sahip olup olmadığına veya fiilen elde edip etmediğine ilişkin bir ön araştırma yapılmaksızın³⁶⁹, bu kişinin bulunduğu “konum” itibarıyla çağrıda bulunma zorunluluğu kurumu uygulama alanı bulabilecektir.

Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17’de kontrol eşiği, hedef ortaklığın sermayesinin ve oy haklarının en az % 25’i olarak belirlenmiştir³⁷⁰. Tebliğ hükmünde kullanılan “ve” bağlacı sebebiyle hem sermaye hem de oy oranı itibarıyla % 25’lik kontrol eşiğine ulaşılması lazımdır³⁷¹. Bunun yanında kontrolün bir şekilde elde edilmesi değil, kullanılan “sahip olanlar” ifadesinden anlaşılabilmesi üzere % 25’lik sermaye ve oy oranına hukuken “malik” olunması, yani bu orandaki bir mülkiyet hakkı sahipliği gerekmektedir³⁷².

³⁶⁹ Bu araştırma, muafiyet talebi başvurusu üzerine yapılacaktır. Bu konuda bkz. aş. Üçüncü Bölüm/IV/B/4/b/(2)/iii.

³⁷⁰ Yasal dayanağın bulunmaması sebebiyle, hukukumuzda, opting-up, yani kontrol eşiğinin esas sözleşme ile daha yüksek öngörülmesi mümkün değildir. Bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/IV/B/3/a/(3).

³⁷¹ *Kendigelen*’in sadece, oy haklarının % 25’inin iktisap edilmesinin yeterli olduğuna ilişkin ifadesi için bkz. KENDİGELEN, *Yaptırım*, s. 820/dpn. 3.

³⁷² “Sahip olmak” ifadesinin, dar yorumlanarak, “mülkiyet hakkı” olarak anlaşılması gerektiği hususunda bkz. KOLCUOĞLU, *Zorunlu Çağrı*, s. 72-73. Yazar, burada “mülkiyet hakkının,

Devralan, % 25'lik kontrol eşiğine hedef ortaklıkta daha önceden sahip olduğu sermaye ve oy haklarının, yeni iktisabına ilavesi ile ulaşabileceği gibi, hedef ortaklık ile hiçbir bağlantısı olmayan bir kişinin tek bir seferde bu eşiğe gelmesi ve çağrı zorunluluğuna tabi olması da mümkündür³⁷³.

Halka açık olsun veya olmasın, bir anonim ortaklığın sermayesinin % 25'ine sahip olunması, bu ortaklığın paylarının % 25'ine malik olmayı karşılamaktadır³⁷⁴. Esas sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklarda “esas sermaye”; kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklarda ise “çıkarılmış sermaye” paylara bölünmüştür. Her ortaklık payı, bağımsız bir sermaye payını ifade etmektedir. Dolayısıyla paylara sahip olunması, dolaylı olarak sermaye sahipliğini karşılamaktadır. Yoksa esasında bir anonim ortaklığın sermayesinin sahibi, bizatihi ortaklık tüzel kişiliğidir. Ortakların koymayı taahhüt ettikleri sermaye paylarını ortaklığa getirmeleri, yani sermaye borçlarını ifa etmeleri ile getirilen aynı ve/veya nakdi sermaye unsurunun sahibi, hukuken, ortaklık tüzel kişiliği olur. Ancak sermayenin getirileceği taahhüdü sermayenin nakdi/itibari karşılığına göre belirlenen sayıda payın sahipliğini, taahhütte bulunan kişiye, yani ortağa kazandırmaktadır. Sermaye taahhüdü ile kazanılan payın devri ile bu payın karşıladığı sermaye miktarının ekonomik sahipliği ve henüz ifa edilmemiş sermaye borcu, payı devralana geçmiş olur.

Anonim ortaklık yapısının sermayeye dayalı genel özelliği, bu bağlamda hakların kaynağının sermaye/pay oranı olması ile her payın kural olarak, eşit bir şekilde ve bir oy hakkı vermesi sebebiyle, % 25'lik sermaye/pay sahipliği, beraberinde otomatikman aynı oranda oy hakkı “sahipliğini” de getirecektir. Oyun

diğer bir ifadeyle herkese karşı ileri sürülebilen mutlak bir hakkın varlığı aranmalıdır” demekteyse de, buradaki “herkese karşı ileri sürülebilen mutlak hak” ifadesinin içeriğine, sınırlı aynı hakları dâhil etmediği anlaşılmaktadır. Bkz. A.e., s. 76-77.

³⁷³ Çeker, Tebliğ’de “büyük pay sahibi” teriminin kullanıldığından bahsetmekteyse de (bkz. ÇEKER, **Çıkma Hakkı**, s. 65), Tebliğ’de çağrı zorunluluğuna tabi olacak kişi veya kişileri karşılamak için, böyle bir terim kullanılmamıştır.

³⁷⁴ Bir payın, hem sermaye oranı hem de buna paralel olarak oy hakkı sayısı, itibari değerine göre belirlenecektir. Dolayısıyla paylar arasındaki itibari değer farklılıkları, hem ilgili payların ve dolayısıyla sahiplerinin sermaye ve oy hakkı hesabına etkendir hem de bu yolla imtiyaz yaratılması mümkündür. İnc. Bkz. Ömer TEOMAN, “Anonim Ortaklıklar Hukukunda Payın Birim (İtibari - Nominal) Değerinin Oy Hakkının Saptanılmasındaki İşlevi Ve Türk Sistemi”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku, - Tüm Makalelerim**, 2 c., C. I, 1971-1982, İstanbul, Beta yay., 2000, s. 73 vd., özellikle 81 vd.

paydan bağımsız olarak devrinin de mümkün olmaması karşısında³⁷⁵, payın maliki, kural olarak, oyun da sahibi olacaktır.

Ancak sermaye oranı ile oy oranı arasındaki özdeşlik her durumda geçerli değildir. Oy hakkında imtiyazlı paylar, oydan yoksun paylar ve oy hakkının bir üçüncü kişiye ait olması/üçüncü kişi tarafından kullanılma hakkına sahip olunması, bu kurala istisna teşkil etmektedir.

TK. m. 401 uyarınca ilgili anonim ortaklık esas sözleşmesindeki hüküm uyarınca bazı paylara sermaye oranlarının üzerinde oy oranı/sayısı/hakkı bahşedilmiş ise, bu ortaklıkta % 25 veya üzerindeki bir sermaye oranı iktisabına rağmen, sahip olunan oy hakkı oranı % 25'e ulaşmayabilir. Bunun tersi de mümkün olabilir ve % 25'in üzerinde bir oy iktisabına karşın, sahip olunan sermaye oranının kontrol eşiğinin altında kalması olasıdır. Hedef ortaklığın sermaye yapısında bulunan oy hakkında imtiyazlı payların varlığı durumunda, adi payların iktisabı, oy oranının; imtiyazlı payların iktisabı da sermaye oranının % 25'in altında kalması ile sonuçlanabilir. Çağrıda bulunma zorunluluğu ile ilgili olarak incelenecek diğer hükümler saklı kalmak kaydıyla, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ sisteminde³⁷⁶ her iki durumda da devralan, çağrıda bulunma zorunluluğuna tabi olmayacaktır.

SerPK. m. 14/A ile bu maddeye dayalı olarak çıkarılan Seri: I, No: 36 sayılı Tebliğ hükümleri uyarınca bir anonim ortaklıkta, TK. sisteminde bulunmayan ve özel bir pay çeşidi olan “oydan yoksun pay” ihraç edilmiş ise, bu payların % 25'lik

³⁷⁵ MOROĞLU, **Oy Sözleşmeleri**, s. 5; TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar**, N. 960.

³⁷⁶ Burada özellikle Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ'in anılma sebebi, yabancı mevzuatta, spesifik olarak belli bir rakamsal belirlemeye tabi tutulan kontrol eşiğinde, sadece sahip olunan oy oranının esas alınmış olması, dolayısıyla oyda imtiyazlı pay iktisabında, bu payların sermaye oranının düşüklüğü sebebiyle ilgili kontrol eşiğine bu açıdan ulaşılamasa da, çağrıda bulunma zorunluluğunun doğmasıdır. Çağrıda bulunma zorunluluğunun, kontrol devri esasına dayalı olması ve anonim ortaklıkta kontrolün, genel kurulda kullanılan oylar ile sağlandığı düşünüldüğünde, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17'de kontrol eşiğinin hem sermaye hem de oy oranına bağlanmasının isabetli olmadığı görülmektedir. Aynı yönde bkz. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 63.

Bizatihi Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17 bağlamında yapılması planlanan ilk değişiklik taslağında, oy ve sermaye sahipliği arasında kullanılan “veya” bağlacı ile bu şartın kaldırılması öngörülmüyordu. Bkz. **A.e.**, s. 71. Öte yandan çağrı yoluyla hisse senedi toplanması ile vekâlet toplanması işlemlerini ayıran ve ortaklık paylarının toplanmasını bağımsız bir Tebliğ'de düzenleyen yeni Taslak Tebliğ'in ilk versiyonunun 6. maddesinde, gene “*ortaklığın sermayesinin ve oy haklarının*” ifadesi kullanılarak, bugünkü mevcut sistemin korunması yoluna gidilmiş; ancak bu Taslak Tebliğ'in ikinci versiyonunda “*ortaklığın sermayesinin veya oy haklarının*” denilerek yeniden değişiklik yoluna gidilmiştir.

sermaye oranını³⁷⁷ aşan bir şekilde iktisap edilmiş olması da, bunların sahiplerinin genel kurulda bu paylara dayalı olarak oy kullanma hakkı bulunmadığı için, oy oranını yükseltmeyecek ve devralan açısından çağrıda bulunma zorunluluğu doğurmayacaktır^{378 379}. Bunun gibi oydan yoksun payların dışındaki payların oy oranları da, sermaye paylarına nispetle yükselecek ve söz konusu geri kalan payların iktisabında -önceki ve mevcut paylarla birlikte- sahip olunan toplam oy oranının tespitinde, oydan yoksun payların varlığı göz önüne alınarak³⁸⁰, şirketteki toplam oy sayısı buna göre belirlenecektir.

Bunun gibi oy hakkının, pay sahibi olmayan bir üçüncü kişiye ait olması hâlinde de sermaye iktisabı, aynı oranda oy sahipliğini doğurmayacaktır. Üzerinde intifa hakkı, hapis hakkı veya bir sözleşme ile oy hakkının kullanım yetkisi rehin sahibine bırakıldığı rehinli payların devralınmasında da, oyun sahibinin kim olduğu tartışmasından bağımsız olarak, kontrol işlemleri açısından oyun kullanma yetkisinin ve bu konudaki yönlendirme yeteneğinin kimde olduğunun önemli olduğunu belirterek, sermaye iktisabına rağmen, oy hakkı kazanımının bulunmadığını ve

³⁷⁷ Oydan yoksun payların itibari değeri bulunacağı hususunda bkz. Seri: I, No: 36 sayılı Tebliğ m. 7.

³⁷⁸ Unutulmamalıdır ki, çağrıda bulunma zorunluluğu, kontrol sahipliği değişikliklerinde gündeme gelen bir kurumdur. Hâlbuki oysuz (oydan yoksun) pay iktisabı, ortaklığın yönetim hâkimiyeti üzerinde etkili olmak amacıyla yapılmamaktadır. Bununla birlikte zaten ortaklıktaki oy oranı % 25 olan bir kişinin, oydan yoksun payların iktisabı ile sermaye oranını da kontrol eşiğinin üstüne çıkarması ve çağrıda bulunma zorunluluğunun uygulama alanı girmesi mümkündür. İşte böyle bir durumda ortaklığın kontrol sahipliğine yönelik olmayan bir işlemin yapılması ile, çağrıda bulunma zorunluluğu doğmuş olur ki, bu da, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17’de kontrol/devralma, yani çağrıda bulunma zorunluluğunun doğum eşiğinin sermayeye de dayandırılmış olmasının yanlışlığını teyit eder.

³⁷⁹ Oydan yoksun paylara bağlanabilen, “değiştirme” veya “satın alma” haklarının (bkz. Seri: I, No: 36 sayılı Tebliğ m. 12-13) kullanılması ile birlikte çağrı zorunluluğu doğabilir. Yoksa bu hakları barındıran oydan yoksun payın iktisabı anında çağrı zorunluluğu söz konusu olmayacaktır. Seri: I, No: 36 sayılı Tebliğ m. 16’daki dönüşümün çağrı zorunluluğu açısından değerlendirilmesi için bkz. aş. Üçüncü Bölüm/IV/B/4/b/(1)/ii.

³⁸⁰ Karş. DİNÇ, **Çağrı**, s. 242. Seri: I, No: 36 sayılı Tebliğ m. 20/2’de genel kurul toplantı ve karar yeter sayılarında, oydan yoksun payların dikkate alınmayacağı hüküm altına alınmıştır. Dolayısıyla oydan yoksun paylar, geri kalan pay sahiplerinin birbirleri ile olan oransal ilişkilerine etki etmez, ayrıca oydan yoksun pay sahiplerinin genel kurula katılmaları, nisabın oluşmasında dikkate alınmaz. Genel kurulda nisaplar, onlar yokmuşçasına hesap edilir. Ancak oydan yoksun payların varlığı, bir kişinin sermaye payına nispetle toplam oy oranının yüksek olmasına yol açar. Bir şirketteki 100 payın, 20’si oydan yoksun ise, 20 adet adi paya sahip kişinin, toplam sermaye/oy oranı % 20 iken, oy oranı % 25’dir.

devralanın gene, en azından söz konusu sınırlı aynı hakların sona ermesine kadar, çağrıda bulunma zorunluluğuna tabi olmayacağını belirtelim³⁸¹.

Bu kapsamda son olarak, kontrol eşliğinin aşılmasında hedef anonim ortaklığın kapalı veya açık ya da borsaya kote veya değil, tüm payları³⁸² içindeki ister çıplak pay durumunda olan, isterse de herhangi bir çeşitte hisse senedi ya da ilmuhabere bağlanmış olan % 25'lik kısmın iktisabının yeterli olduğunu; ayrıca bunu sağlamak üzere hisse senetlerini temsil eden “depo edilen menkul kıymet sertifikalarının (SerPK. m. 11/5)” da devralınmasının çağrıda bulunma zorunluluğunun doğumuna yol açabileceğini; bununla birlikte hedef ortaklık tarafından ihraç edilmiş olan diğer herhangi bir menkul kıymete hangi oranda olursa olsun sahip olunmasının çağrıda bulunma zorunluluğunu doğurmayacağını belirtelim³⁸³.

³⁸¹ Pay üzerinde bu şekilde sınırlı aynı hak iktisap eden kişilerin, çağrıda bulunma zorunluluğu kurumu açısından durumu için bkz. aş. Üçüncü Bölüm/IV/B/4/b/(1)/ii.

³⁸² Hedef ortaklık payları içinde bizzat ortaklık tüzel kişiliğince –TK. m. 329'daki istisnalar kapsamında- iktisap edilen payların bulunması veya bazı pay sahiplerinin ıskat edilmiş olması olasılıklarında, bu paylara ilişkin pay sahipliği hakları “donmuş” olsa da, pay mevki varlığını sürdürmeye devam ettiğine ve -yakın bir gelecekte- pay mevkiinin başka kişilerce doldurularak normalleşme sağlanacağına göre, kontrol eşliğinin söz konusu özellikli payların toplam sermayeden düşülerek hesaplanması -gerçekten de teorik açıdan- doğru değildir. Bkz. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 87 vd. Bununla birlikte burada göz ardı edilmemesi gereken husus, çağrı zorunluluğu kurumu ile ortaklıktaki kontrol değişikliklerinde azınlığa özel bir çıkış imkânı tanınmıyor olmasıdır. Dolayısıyla kontrol sahibi değişiyorsa bu sonuca uygun yorum yapılması, kurumun konuluş amacına uygun olacaktır. % 25'lik (veya daha fazla) pay iktisabı ile müktesibin kontrolü elde ettiği varsayıldığına göre; donmuş payların toplam sermayeden düşülmesinin ardından, geri kalan payların % 25'lik kısmını devralan kişi, bu orandaki sermaye ve oy gücü ile devirden sonra hedef ortaklığın kontrolünü eline geçirecektir. Gerek ortaklığın geçici süreli olarak iktisap ettiği paylarda gerek de ıskat durumunda, ilgili payların sonradan üçüncü kişilere devri/tahsisi noktasında yetki, yönetim kurulundadır. Yönetim kurulunun bu yetkiyi kullanacağı sırada ise, ortaklığın yönetimi üzerindeki hâkimiyet, daha önceden –donmuş payların göz önüne alınması suretiyle yapılan hesaplama uyarınca- % 25'lik iktisapta bulunan kişidedir. Bu kişinin, daha önce elde ettiği kontrolü kaybetmesine yol açacak bir tasarrufa izin vermeyeceği ve yönetim kurulunu buna göre yönlendireceği aşıkardır. Dolayısıyla gerek objektif ölçüt kapsamında % 25'lik oranın hesaplanmasında gerek de subjektif ölçütteki payların yönetim kontrolünü sağlayıp sağlamadığının belirlenmesinde donmuş payların dikkate alınarak, toplam sermaye ve oy miktarından düşülerek hesap yapılması, amaca uygun yorum olacaktır. Bu arada belirtelim ki, bizatihi ıskat veya ortaklığın kendi paylarını iktisabı işlemi ile birlikte, bu işlemin dışındaki ortağın kontrol eşiklerini aşması veya sahip olduğu payların ona kontrolü vermesi durumunda, kontrol değişikliği bu ortağın iradesi/katılımı dışında olmaksızın gerçekleştiği için, çağrı zorunluluğunun uygulama alanına girilmemelidir. Karş. City Code Kural 37.1, 37.2 (P1-P3); WpÜG § 35/2-c.3.

Öte yandan belirtelim ki, oydan yoksunluk hâlleri (TTK. m. 374), genel bir sınırlama niteliğinde olmadığı için, hedef ortaklıktaki toplam oy sayısının hesaplanmasında etkili olmayacaktır. Karş. **A.e.**, s. 91.

³⁸³ Burada özellikle anılması gereken menkul kıymet/kıymetli evrak çeşidi, intifa senetleridir. Bunlar arasında “kurucu intifa senetleri”, uygulamada “kurucu hisse senedi” şeklinde

i2) Yönetim Kontrolünü Sağlayan Paylara Sahip Olunması

Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17’de, % 25’lik kontrol eşiğine ulaşılmasa, yani bu oranda bir sermaye ve oy sahipliği elde edilemese de, çağrıda bulunma zorunluluğunun uygulama alanı bulmasının önü açılmıştır³⁸⁴. Buna göre % 25’lik orana bağlı olmaksızın ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan paylarına sahip olunması hâlinde de, çağrı zorunluluğu doğacaktır. Bu düzenleme, çağrı zorunluluğu kurumunun kontrol sahibi değişikliğine dayalı temel düşüncesi ve anonim ortaklık modelindeki belli araçlarla düşük oranlardaki mülkiyet sahipliğine (ve hatta hiç mülkiyete sahip olunmamasına) rağmen kontrolün elde edilmesinin mümkün olması ile uyumludur.

Yukarıda belirtildiği üzere³⁸⁵, anonim ortaklıkta özellikle oy ve/veya yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme haklarındaki³⁸⁶ pay/grup imtiyazları ile, anonim

adlandırılmaktadır. Doktrinde de “hisse senedi” şeklinde vasıflandırıldıkları görülmektedir. Bkz. DİNÇ, **Çağrı**, s. 244. Ayrıca aynı yönde bir kullanım için bkz. Tasarı, 502. madde gerekçesi.

TK. m. 402 vd. uyarınca ihraç edilen bu tür senetler, sahiplerine kâr payı, tasfiye bakiyesine katılma ve yeni çıkarılan payları alma hakları tanıyabilmektedir. Bunların TK’da “Hisse Senetleri” Kısmında düzenlenmekle birlikte, sahiplerine “ortak” sıfatını vermedikleri, TK. m. 403’ün ifadesidir. Bunlar, belli bir sermaye payını temsil etmediği gibi, sahiplerine oy ve devamında ortaklık yönetimine katılma hakkı vermez. Zaten yukarıda incelenen 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi kapsamında bir menkul kıymet iktisabının, çağrıda bulunma zorunluluğu doğurması için, devre konu menkul kıymetin sahibine oy hakkı vermesi şarttır. İntifa senetlerinin her türünün bu vasıftan uzak olduğu şüphesizdir. Türk hukukunda anonim ortaklıklar tarafından ihraç edilen kıymetli evrak/menkul kıymetler arasında oy hakkı barındıranlar; hisse senedi, ilmuhaber ve depo sertifikasıdır.

Öte yandan vurgulayalım ki, pay alım hakkı veren sermaye piyasası araçlarının iktisabında da bildirim yükümlülüğünün bulunduğu, yani kamuyu aydınlatma açısından örneğin hisse senedi/depo sertifikası iktisabı ile ortaklık varantı ediniminin özdeş sonuçlar doğurması kuralı (bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/dpn. 197), çağrıda bulunma zorunluluğunda yoktur. Çağrı zorunluluğunun doğumu için alım hakkının kullanımı ve pay sahipliğinin kazanılması lazımdır. Yoksa sadece alım hakkı iktisabı, hakkın kullanılabilmesi hisse oranı ne olursa olsun, ilgili kişinin çağrıda bulunma zorunluluğunun kapsamına girmesine yol açmayacaktır. Kamuyu aydınlatma kuralları, muhtemel kontrol değişikliklerinin de tüm yatırımcılara duyurulmasını amaçlarken, zorunlu çağrı müessesesi ancak kontrol değişikliğinin gerçekleşmesi ile birlikte muhatabı olan pay sahiplerini korumaya başlayacaktır. İşte rüçhan hakkı veren intifa senetlerinde, hakkın kullanımı ile birlikte çağrı zorunluluğunun kapsamına girilmesi mümkündür. Bkz. yuk. İkinci Bölüm/IV/G.

³⁸⁴ İngiltere, Almanya ve İsviçre’de kontrol eşiğinden bağımsız bir ölçüt belirlenmiş değildir.

³⁸⁵ Bkz. yuk. Birinci Bölüm/III/C.

³⁸⁶ SPK’nın yönetim kurulu üyelerini seçme konusunda oy imtiyazına sahip payların iktisabının çağrı zorunluluğu doğurmadığına ilişkin bir kararı için bkz. SPK 2005/16 Sayılı Haftalık Bülten (11.04.2005 – 15.04.2005), s. 5. Burada –karar metninden net olarak anlaşılacakla birlikte, muhtemelen- devralanın, hedef ortaklık yönetim kurulundaki ağırlığından hareketle bu sonuca varılmıştır. Yoksa bu tür payların iktisabının çağrı zorunluluğu doğurabileceği savı, kategorik olarak reddedilmemektedir.

ortaklığın çoğunluk ilkesine dayalı genel sistemine aykırı olarak, kontrolün elde edilmesi mümkündür. Bunun gibi, Türkiye’de pek görülmemekle birlikte, sermaye yapısının çok dağınık olması ve pay sahiplerinin genel kurullara olan ilgisizliği sebebiyle, % 25’den düşük orandaki pay iktisabı ile kontrolün elde edilmesi de, pratikte, olasıdır³⁸⁷. Dolayısıyla % 25’lik kontrol eşiğine ulaşılmaksızın sermaye oranı çok daha düşük olan ancak barındırdığı imtiyaz(lar) veya hedef ortaklığın diğer özel durumu itibarıyla sahibine yönetim hâkimiyetini sağlayan payların el değiştirmesi, devralan açısından çağrı zorunluluğunu gündeme getirecektir.

Kontrolün herhangi bir şekilde elde edilmesine değil, kontrol imkânı veren paylara “sahip” olunmasına sonuç bağlanmıştır³⁸⁸. Tek bir adet “imtiyazlı/altın pay” dahi olsa, pay mülkiyetine sahip olunması şarttır³⁸⁹. Dolayısıyla pay sahibi sıfatını

Öte yandan *Kolcuoğlu*, yönetim kuruluna aday önerme imtiyazının/hakkının kullanımına rağmen, genel kuruldaki oy çoğunluğunun önerilen adayı “haklı nedenlere” dayalı olarak veya olmayarak üyeliğe seçmemesinin mümkün olmasından ve bu durumda ilgili imtiyaz sahibinin iptal davası ile uğraşacağından hareketle, salt aday önerme imtiyazının/hakkının varlığı durumunda, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17 anlamında “yönetim kontrolü”nden söz etmenin doğru olmadığı sonucuna varmıştır. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 102-103. Bu görüşe katılma olanağı yoktur. Tebliğ hükmünde “kontrol” kavramı ve bunun elde edilme araçlarına yönelik bu tür sınırlama getirilmemiştir. Var olan bir esas sözleşmesel hakkın, fiilen kullandırılmama ihtimalinden hareketle sonuca varılması kabul edilecekse, bu durum tüm kontrol araçları açısından gündeme getirilebilecektir. Sermaye çoğunluğuna sahip olanların, oy imtiyazının genel kurulda dikkate alınmamasını sağlayabilecekleri veya oyun pay üzerindeki intifa hakkı sahibine kullandırılmayabileceği ya da proxy’lerin kabul edilmeyebileceği de göz önüne alınmalıdır. Ortağın, oy sözleşmesine aykırı yönde oy kullanması da gayet muhtemeldir. Tüm bu aykırılıklar da, “haklı neden”in varlığı hâlinde mazur görülecektir. O zaman yönetim kurulu üyeliğine aday önerme imtiyazı gibi, en önde gelen ve kuvvetli kontrol araçlarından birinin, üstelik yasal bir dayanak bulunmaksızın, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17’nin kapsamı dışında bırakılması, anlamlı değildir. Kaldı ki, yazarın “yönetim kontrolü” kavramını açıklarken değindiği yasal tanımların hepsinde (bkz. Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ m. 4, BankK. m. 3, Tasarı m. 195) yönetim kurulu üyeliğine aday önerme (yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunu atama gücü) imtiyazı, kontrol araçları arasında özel olarak anılmaktadır. Unutulmamalıdır ki, çağrıda bulunma zorunluluğunun doğumu için kontrolün fiilen elde edilmesi şart değildir. Ana kural olan, % 25’lik iktisap durumunda da, bu orandaki pay sahibi, bilhassa Türk anonim ortaklıklarında, muhtemelen “controller” hâline gelemeyecektir. Bu tür durumlara yönelik olarak “muafiyet” kurumu ihdas edilmiştir. Genel kurulda, aday önerme hakkına riayet edilmeyen kişi, -en azından- hakkın icrasına yönelik olarak açacağı davanın sonuna kadar çağrı zorunluluğunun askıya alınmasını SPK’dan talep edebilir. Mahkeme safhası sonunda dahi imtiyaz sahibi, yönetim kurulu üyelerini belirleyemiyorsa, bu sefer de, kendisine muafiyet tanınabilecektir.

³⁸⁷ Bkz. yuk. Birinci Bölüm/III/C.

³⁸⁸ Bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/dpn. 372; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 93.

³⁸⁹ *Çeker* de, “elde edilen *pay çoğunluğu* ile şirketin yönetim ve kontrolünün ele geçirilmesi gereklidir” demektedir. ÇEKER, **Çıkma Hakkı**, s. 62. Yazar, burada “çoğunluk” ifadesini teknik anlamda kullanmamaktadır. Kanaatimizce pay mülkiyetine sahip olunması yani pay sahibi olunması yeterli olup, ayrıca “büyük veya çoğunluk” pay sahipliği şartı aranmamalı, “controller” olunup olunmadığı irdelenmelidir.

haiz olmayan bir “yabancı”nın, çağrıda bulunma zorunluluğuna tabi olması söz konusu değildir³⁹⁰. Bir başka deyişle yabancı kontrolünde, “controller”, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17’nin kapsamına girmeyecektir.

Bu şekilde ortaklığın yönetim kontrolüne sahip olma fırsatının/olanağının elde edilmesi gerekli ve yeterlidir. Kontrol eşiği sisteminde ise kontrolün gerçekten elde edilebilip edilemeyeceği, ilk etapta araştırılmaz ve % 25’lik sınırın aşılması ile, Tebliğ’in uygulama alanına girilir. Burada bir önceki başlıkta incelenen kontrol eşiği sisteminden, yani objektif ölçütten farklı olarak, hedef ortaklığın sermaye yapısı, esas sözleşme hükümleri gibi kendi özel şartlarına göre yapılacak bir subjektif değerlendirme ile % 25’den düşük oranda olan devre konu payların, sahibine kontrol gücünü verip vermediği irdelenecektir³⁹¹. Burada “kontrol” denetimi daha başlangıçta, muafiyet talebine bırakılmaksızın, çağrı zorunluluğunun doğup doğmadığının tespiti için yapılacaktır. Kontrolün elde edilebilip edilemeyeceğine ilişkin “gerçek durum” araştırması yapılır. Ancak bir kişinin, kendisine yönetim hâkimiyetini sağlayabilecek payları iktisap etmesi yeterli olup, ayrıca bu paylardan kaynaklanan hakları fiilen kullanıp kullanmaması çağrı zorunluluğunun uygulama alanı bulması için etkili değildir. İktisap ile birlikte, çağrı zorunluluğu doğacaktır.

Örneğin hedef ortaklığın yönetim kurulu yedi üyeden oluşuyor ve bunların dördünün seçiminde aday önerme imtiyazına sahip bir pay grubunun çoğunluk hisseleri el değiştirirse, devre konu payların ortaklığın toplam sermayesine oranı %

³⁹⁰ “Yabancı kontrolü” kavramı için bkz. yuk. Birinci Bölüm/III/C.

³⁹¹ Doktrinde Tebliğ hükmünde “yönetim kontrolü” kavramının tanımlanmamış olması eleştirilmektedir. DİNÇ, **Çağrı**, s. 246; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 92, 103. Bkz. Taslak Tebliğ m. 5. Gerçekten de, yukarıda zikredilen yasal kontrol tanımlarında (bkz. yuk. Birinci Bölüm/III/A) olduğu gibi, özellikle yönetim kurulu üyeliği seçimindeki etkinliğe bağlanan bir “kontrol” tanımı yapılması, yasal tutarlılık açısından yerinde olabilirdi. Ama sonuçta, kontrolün anlamına ilişkin olarak genel kabul gören anlayış uyarınca aynı sonuca varılabilecektir.

Dinç, aynı yerde, bu durumda genel hükümler dikkate alınarak, anonim ortaklığın toplantı ve karar yeter sayılarına ilişkin TK hükümlerinin kontrol oranının tespitinde yol gösterici olacağını ifade etmektedir. Belirtelim ki, artık burada bir kontrol oranının varlığından bahsedilmesi isabetli değildir. % 25’lik kontrol oranı, sermaye piyasasının genel özelliği ve halka açık anonim ortaklıkların yapısal özellikleri, bilhassa genel kurullardaki güç boşluğu sorunu ve sermaye dağılım durumu göz önüne alınarak ve buna göre bir genelleme yapılarak belirlenmiştir. Burada ise bir genelleme yapılmamakta ve sahip olduğu imtiyaz sebebiyle sermaye oranı daha düşük olmasına rağmen kontrolü sağlayacak payların iktisabı söz konusudur. Dolayısıyla artık hedef ortaklığın kendi spesifik durumuna göre kontrolün elde edilip edilmeyeceğinin belirlenmesi gerekmektedir. Örneğin sahip olduğu oyda imtiyaz ile toplam oyların % 25’lik kısmına sahip olan payların iktisap edilmiş olması, bu oy oranı, hedef ortaklıkta kontrolü sağlamaya yetmiyorsa, çağrı zorunluluğunu doğurmayacaktır.

25'den az olsa hatta % 1 düzeyinde olsa dahi, devralan, devir işlemi dışında kalan ortaklık paylarının satın alınması için aleni teklifte bulunmak zorundadır. Devralanın aday gösterme imtiyazını fiilen kullanıp kullanmadığına ilişkin ön araştırma yapılmaz, sadece bu paylara sahip olunması ile hedef ortaklığın yönetim hâkimiyetinin ele geçirilebileceğinin tespiti ile, çağrı zorunluluğunun doğduğuna karar verilir.

İşbu subjektif ölçüt açısından önemli olan husus, ortaklık içindeki veya dışındaki yeni bir kişinin yönetim kontrolünü sağlayan paylara sahip olması yoluyla, hedef ortaklıktaki kontrol sahipliğinin değişmesi ve yeni bir kontrol yapısının ortaya çıkmasıdır. Yapılan devralma işlemi, hedef ortaklığın kontrolünün bütünüyle el değiştirmesi şeklinde olabileceği gibi, kontrolün “ortak kontrol” şeklinde paylaşılmaya başlanması da, zorunlu çağrıyı gerektiren bir kontrol değişikliği meydana getirecektir.

Unutulmamalıdır ki, kontrolün paylaşılması için de, bir kontrol primi ödenecek ve paylaşılan kontrol ile birlikte muhtemelen hedef ortaklığın yönetim politikalarında azınlık pay sahiplerini zarara uğratabilecek bazı değişiklikler vuku bulabilecektir. Hem kontrol priminin paylaşılması hem de azınlığın değişen politikalar karşısında zarar görmemesinin sağlanması gerekleri, pay iktisap eden kişinin tek başına kontrolü elde etmesinde olduğu kadar, ortak kontrol sahibi durumuna gelmesinde de caridir. Zaten çağrıda bulunma zorunluluğu, azınlığın uğradığı mevcut bir zararın tazminine yönelik bir kurum olmayıp; kontrol dışında kalan pay sahiplerinin uğrayabilecekleri muhtemel risklere karşı onlara bir nevi güvenlik tedbiri sağlamaktadır. Kontrolün bütünüyle el değiştirmesinde azınlık için var olan riskler, münferit kontrolden ortak kontrole geçiş durumunda da vardır. Örneğin yapılan sermaye artırımının ardından ihraç edilen yeni payların tahsis edildiği kişi ile ortaklığın mevcut “controller”ı arasında yapılmış olan, ortaklık yönetimine ilişkin kuralların belirlendiği, pay sahipleri sözleşmesi devreye girecektir. Söz konusu pay sahipleri sözleşmesi bulunmadan mevcut “controller”ın ortaklığı yönlendirme şekli ile pay sahipleri sözleşmesi çerçevesindeki yönetim tarzı farklı olacaktır. Dolayısıyla

gerek doktrinin³⁹² gerek SPK'nın³⁹³ gerek Yargıtay'ın³⁹⁴ gerek de Danıştay'ın³⁹⁵ - esas itibarıyla tam bir yönetim değişikliği olmadığı, eski yönetimin hâkimiyetini yeni pay sahiplerine devretmediği, çağrı zorunluluğu kurallarının dar yorumlanması gerektiği gerekçelerine dayalı- kontrolün paylaşılmasını, çağrı zorunluluğu doğuran bir devralma olarak kabul etmeme yönündeki görüşleri/içtihatları, kanaatimizce, yerinde değildir³⁹⁶. Çağrı zorunluluğu kurumunun ihdas amacına ilişkin eleştirilerimiz saklı kalmak kaydıyla³⁹⁷, eleştirdiğimiz gerekçelerin varlığı kabul edilerek bir kurum tesis edilmiş ise, kurumun uygulanması ile ilgili olarak da, dar veya geniş, ancak mutlaka konuluş amacına uygun yorumların yapılması gerekmektedir. Kurumun sözleşme özgürlüğü ve tek borç ilkeleri karşısında istisnai

³⁹² Abuzer KENDİGELEN, **Hukukî Mütalâalar (Mahkeme Kararları İle Birlikte)**, C. IV: 2002, İstanbul, Arıkan yay., 2006, s. 170 vd.; DİNÇ, **Çağrı**, s. 280-281; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 104 vd.

³⁹³ SPK 2005/37 sayılı Haftalık Bülten (05.09.2005-09.09.2005), s. 3 vd.; 2005/42 sayılı Haftalık Bülten (03.10.2005-07.10.2005), s. 8 vd.; 2006/28 sayılı Haftalık Bülten (19.06.2006-23.06.2006), s. 4 vd.; 2007/17 sayılı Haftalık Bülten (23.04.2007-27.04.2007), s. 2-3.

³⁹⁴ Yarg. 11. HD. 20.02.2006, 923/1567 – karar metni için bkz. KENDİGELEN, **Mütalâalar**, s. 214 vd.

³⁹⁵ Danıştay 10. Dairesi, 17.05.2004, 4538/4889 – karar metni için bkz. **A.e.**, s. 247 vd., özellikle 251. Danıştay'ın söz konusu kararına konu olayda devralan, % 25'in altındaki imtiyazlı pay iktisabı ile eşit kontrol imkânını elde etmiştir. Danıştay, bu hâlde çağrı zorunluluğunun doğmayacağına karar vermiştir. Bu içtihat, Tebliğ çerçevesinde “gerçek durum” araştırmasının yapıldığı iki hâlde de uygulama alanı bulabilecek niteliktedir.

³⁹⁶ Taslak Tebliğ'in ilk versiyonunda, “yönetim kontrolü” kenar başlığını taşıyan 5. maddenin, ilk fıkrasının ikinci cümlesinde; “...pay iktisabı ya da herhangi bir yöntemle mevcut yönetim kontrolünün bir başka kişi veya bu kişinin birlikte hareket ettiği başka kişilerce eşit olarak paylaşılır hale gelmesi halinde de yönetim kontrolünün değiştiği kabul edilir.” denilerek, eşit paylaşım hâli ile sınırlı olmak üzere, ortak kontrole geçişin, zorunlu çağrı doğuran bir devralma olduğu kabul edilmektedir. Ancak Taslak Tebliğ'in ikinci versiyonunun, “yönetim kontrolü” kavramının tanımlandığı aynı maddesinde, bu sefer eşit paylaşımına ilişkin bu düzenleme kaldırılmış, buna paralel bir şekilde, ayrıca maddenin ikinci fıkrasında yer alan, “Belirli ve özellikli stratejik konularda karar alınmasını engelleme gücüne sahip olmak, yönetim kontrolünün elde edildiği anlamına gelir.” hükmü, “Belirli ve özellikli stratejik konularda karar alınmasını engelleme gücüne sahip olmak, yönetim kontrolünün elde edildiği anlamına gelmez.” şeklinde değiştirilmiştir. Böylelikle çağrı zorunluluğu kurumunun uygulama alanı daraltılmaktadır.

Ayrıca Taslak Tebliğ'in söz konusu ikinci versiyonunda, 6. maddenin son fıkrasında şöyle bir düzenlemeye de gidilmiştir: “Pay devrinden önce yönetim kontrolüne mutlak olarak sahip olunan bir ortaklıkta, pay devri ile yönetim hakimiyetinin daha önce ortaklıkta mutlak hakimiyete sahip olanlar ile eşit olarak paylaşılması halinde çağrı yükümlülüğü doğmaz. Bu fıkra geçiş eşit paylaşım, yönetim kurulunda eşit sayıda üye ile temsil anlamına gelmektedir.”. Burada kullanılan “mutlak” ifadesi, “münferit” şeklinde anlaşılmalıdır. Bu hükümden çıkan sonuç, devralanın, kendisinin ağırlıkta olduğu bir şekilde “ortak controller” hâline gelmesi durumunda, çağrı zorunluluğuna tabi olacaktır.

³⁹⁷ Bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/IV/B/2.

bir düzenleme olması, istisnaların yorum kuralı uyarınca dar yorumu haklı kılsa da, bu kurum ile azınlık pay sahiplerinin korunması amaçlandığı için güçlünün karşısında zayıfın gerçek anlamda muhafazası da, ancak geniş yorum ile mümkün olabilecektir.

Kaldı ki, münferit kontrolden ortak kontrole geçişte mevcut kontrol sahibi ortaklıkta kalmaya devam ettiği için çağrı zorunluluğu doğmayacaksa, aynı şekilde ortak kontrolden kontrol sahiplerinin birinin elinde olacak şekilde münferit kontrole geçiş durumunda da çağrı zorunluluğu uygulanmayacaktır. Bu da, zorunlu çağrının dolanılmasına yönelik işlemlerin önünü açmış olacak, devralan ile devreden yapacakları terditli işlemler ile Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17'nin uygulamasından kurtulabileceklerdir³⁹⁸. Burada karışıklığa mahal vermeyecek, kimin hangi anda pay sahibi ve “controller” olduğunu tespitini zorunlu olmadığı bir çözüm tercih edilmelidir. Bu da, gerek münferit kontrolden ortak kontrole, gerek de bunun tam tersinin, çağrıda bulunma zorunluluğu doğurabilecek bir “anonim ortaklığın devralınması” işlemleri olduğunun kabulüdür.

Tebliğ hükmünün lafzı da, çağrı zorunluluğunun varlığının kabulü için, devralanın, anonim ortaklık kontrolünü bütünüyle ve/veya tek başına elde etmesi gerektiğini teyit eder nitelikte değildir. SerPK. m. 22/i'de de, “yönetim kontrolünün el değiştirmesi”nden bahsedilmektedir. Münferit kontrol sahibi, kontrolü bir başkası ile paylaşmaya başlamış ise, kontrol el değiştirmiş demektir. Zira kontrol şekli farklılaşmıştır. Kontrol, bir mal varlığı unsurudur ve diğer tüm aktifler gibi, bunda da, bireysel mülkiyetten müşterek mülkiyete geçilmiş ise, bir mülkiyet devri yapılmış demektir. Buradaki mülkiyet devri, kontrolün devridir. Yapılan işlemin ardından kontrol aktifine (müşterek olarak da olsa) malik olan yeni bir kişi ortaya çıkmıştır. “El değiştirme” kavramı, “devir” işlemini karşılar ve “devir” için devreden devir konusundan bütünüyle el çekmiş olması şart değildir.

Burada yapılacak yorumda dikkatli davranılmalı, pay iktisap eden kişinin, kontrolü sadece “etkileme” mi yoksa “paylaşma” mı yetkisine/gücüne sahip olduğu irdelenmelidir. Örneğin yapılan pay sahipleri ve tanınan aday gösterme imtiyazı sayesinde yedi kişilik yönetim kurulunda bir üye ile temsil edilme imkânı elde eden

³⁹⁸ Karş. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 107-108.

müktesibin, yönetim kurulunun alacağı esaslı kararlarda oy birliği esası getirilmemiş ise, kontrolü paylaştığı/paylaşma imkânına sahip olduğu söylenemeyecektir. Dolayısıyla sadece etkileme gücü sağlayan iktisap ve esas sözleşme değişikliğinin ardından, hedef ortaklığın yönetim hâkimiyetinin el değiştirdiği ve/veya paylaşılmaya başlandığı ve çağrı yapılması gerektiği tespiti yapılamayacaktır.

i3) Kontrol Eşiğindeki % 10'luk Artış

Çağrı zorunluluğunu doğurabilecek bir başka konum, hedef ortaklıkta % 25'lik kontrol eşiğini zaten geçmiş olan kişinin, sahip olduğu sermaye ve oy hakkı oranını herhangi bir on iki aylık süre içerisinde % 10 oranında artırmasıdır. Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/1'in ikinci cümlesinde bu durum şu şekilde ortaya konulmuştur:

“Tek başına veya birlikte hareket ettiği kişilerle beraber bir ortaklığın sermayesine ve oy haklarına % 25 ile % 50 arasında bir oranda sahip olanlar da, herhangi bir on iki aylık süre içerisinde bu oranı, % 10 ya da daha fazla arttırlarsa, diğer ortaklara ait hisse senetlerini satın almak üzere çağrıda bulunmakla yükümlüdürler.”

Burada kontrol eşiğine ulaşılmasına ilişkin yukarıda³⁹⁹ incelenen ilk “konum”dan farklı olarak, iktisapta bulunan kişinin hedef ortaklık ile bağlantılı olması şarttır. Bu bağlantı, ortaklığın sermayesine ve oy haklarına % 25 ile % 50 arasındaki bir oranda sahip olunması ile kurulabilir. Bu düzenlemede güdülen amaç, yönetim hâkimiyetindeki değişiklik ihtimalinin kapsama alınmasıdır⁴⁰⁰. Bu sebeple

³⁹⁹ Bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/IV/B/4/b(1)/i/1.

⁴⁰⁰ Taslak Tebliğ'in ilk versiyonunda, “...bir ortaklığın sermayesine ve oy haklarına % 33 ile % 50 arasında bir oranda sahip olanlar da, herhangi bir on iki aylık süre içerisinde bu oranı % 50'nin üzerine çıkarmaları halinde, ...çağrıda bulunmakla yükümlüdürler.” düzenlemesi (m. 6/1-c.2) ile kontroldeki değişiklik ihtimali veya bu yöndeki çaba değil, genel kural olan çoğunluk kontrolüne ulaşılması, yani bizatihi kontrolün elde edilmesi çağrı zorunluluğunu doğurmaktadır. Bu düzenleme, mehz sayılabilecek City Code'dan sapma niteliğinde olmakla birlikte, kanaatimizce çağrı zorunluluğu kurumunun amacına ve işlevine daha uygundur. Zira özellikle konsantre sermaye dağılım durumuna sahip ülkemizde, kontrol eşiğinin üzerindeki kişinin, artık gerçekten fiilî kontrolü elde etmesini sağlayacak orandaki iktisapları ile çağrı zorunluluğunun uygulama alanına girmesi sağlanmalıdır. Yoksa İngiltere'de olduğu gibi % 1'lik veya ülkemizdeki mevcut durumda olduğu gibi % 10'luk her iktisabın bu sonucu doğurması, adil sonuçlar vermeyebilecektir. Öte yandan Taslak Tebliğ'in ikinci versiyonunda, bu şekilde kontrol eşiğindeki (nispeten küçük) artışlarla (creeping in) çağrı zorunluluğunun uygulama alanına girilmesi sisteminden bütünüyle vazgeçilmiş, objektif ve subjektif kıstaslar ile

% 25'lik kontrol eşiği, alt sınır olarak öngörülmüş, bu sınıra ulaşıp hâlâ pay iktisabına devam edenlerin, böylelikle fiilî kontrolü sağlamaya veya güçlendirmeye gayret ettikleri düşüncesi ile bunların da çağrıda bulunmaları zorunlu tutulmuştur. % 50'lik üst sınırın belirlenmesinin sebebi ise, % 50'yi aşan orandaki sermaye ve oy gücünün anonim ortaklık modelinin genel özellikleri itibarıyla, zaten sahibine kontrol gücünü verecek olmasıdır. Dolayısıyla % 50 oranının üzerinde bir sermaye ve oy hakkını haiz olan pay sahibinin bu oranı artırması, yönetim hâkimiyetinde esaslı bir artış meydana getirmeyeceğinden bu kişi için çağrı zorunluluğu da söz konusu olmayacaktır⁴⁰¹.

City Code temelli olan bu düzenlemenin, -kontrol eşiğinin düşüklüğü ile sermaye ve oy gücünün birlikte aranması dışında- City Code'un güncel versiyonundan ayrılan noktaları, hem sermaye/oy oranının artış miktarı hem de süre bakımından, uygulama alanının daraltılmış olmasıdır⁴⁰². Buna göre hedef ortaklıkta % 25 - % 50 arasında sermaye ve oy oranına sahip olan kişinin, bu oranı herhangi bir miktarda veya yüzdelik dilimde değil, en az % 10 oranında artırması hâlinde, çağrı zorunluluğu uygulama alanı bulacaktır. Bunun gibi söz konusu % 10'luk artışın da, son on iki aylık süre içerisinde gerçekleşmiş olması lazımdır. On iki aylık sürenin hesaplanmasında, bir takvim yılı veya hedef ortaklığın hesap dönemi önem arz etmeyecek olup⁴⁰³, % 10'luk artışı sağlayan iktisabın gerçekleştiği tarihten geriye doğru on iki aylık incelemede, devralanın pay oranının % 25 - % 50 arasında olduğunun tespit edilmesi yeterlidir⁴⁰⁴.

yetinilmiştir. Bunun sebebi, muhtemelen, çağrı zorunluluğu doğuran kontrol eşiğinin zaten % 50'ye çıkartılmış olmasıdır.

⁴⁰¹ FARRAR/HANNIGAN (Furey/Wylie), **Company Law**, s. 595; DİNÇ, **Çağrı**, s. 259. Bu son yazar aynı yerde “...üst sınır % 50 olarak tespit edilmiş ve bu oranın üzerindeki artışlar zorunlu çağrının kapsamı dışında bırakılmıştır...” demektedir. Burada kullanılan “artışlar” ifadesi hatalıdır. Zorunlu çağrının kapsamı dışında bırakılan husus, % 50'yi aşan artışlar değil, zaten % 50'nin üzerinde paya sahip olan kişinin iktisaplarıdır. Yoksa örneğin sermaye/oy oranı % 41 olan bir kişi, % 10'luk pay alımı ile, sermaye/oy oranını % 51'e yükseltirse, çağrıda bulunma yükümlülüğüne tabi olacaktır.

⁴⁰² City Code'da kontrol eşiği olan % 30 ile % 50 arasında oya sahip olan kişinin, oy yüzdesini (percentage of...voting rights) artırması kapsama alınmıştır. Dolayısıyla City Code'da % 10 değil, % 1'lik artış esas alınmış, ayrıca 12 aylık bir süre sınırlaması yapılmamıştır. Bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/IV/B/3/a/(1).

⁴⁰³ ÇEKER, **Çıkma Hakkı**, s. 62; DİNÇ, **Çağrı**, s. 259.

⁴⁰⁴ İnc. SPK'nın Gedik Yatırım Ortaklığı A.O.'da, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.O. açısından çağrıda bulunma yükümlülüğünün on iki aylık dönemdeki % 10'u aşan oranda doğrudan ve

Tebliğ hükmünde % 10'luk orandaki artışın tek seferde tek bir işlem ile gerçekleştirilmesi gerektiğine ilişkin sınırlandırıcı bir ifade kullanılmadığı, on iki aylık süre içerisinde bir şekilde % 10'luk artışın sağlanması yeterli görüldüğü için, ilgili süre içerisinde birden fazla pay iktisabı ile, toplam % 10'luk oranda sermaye/oy artışı sağlanması hâlinde de, çağrı zorunluluğu söz konusu olacaktır⁴⁰⁵.

ii) Yöntemler

Çağrı zorunluluğunun doğumu açısından göz önüne alınan esaslı unsur, hedef ortaklıktaki kontrol sahibinin değişmesi ve yeni “controller”ın bulunduğu konum olmakla birlikte, kontrol değişikliğinin gerçekleşme yönteminin, yani kontrolün elde edilme şeklinin hiçbir etkiye sahip olmadığı da söylenemez. Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/1'deki ifadeler de, kontrolün elde edilme yöntemine değer verildiğini ortaya koymaktadır⁴⁰⁶.

Tebliğ hükmünde çağrıda bulunma zorunluluğunun doğumuna sebep olan kontrolün elde edilmesinin çağrı yoluyla hisse senedi toplanması, blok veya münferit alımlar ya da “diğer herhangi bir yöntem” ile gerçekleşeceği belirtilmekle birlikte, kullanılan sermaye ve pay sahipliği ifadelerinden anlaşılacağı üzere, kontrolün asgari düzeyde de olsa mülkiyete dayalı olması lazımdır. Yukarıda ayrıntısı ile açıklandığı üzere, “kontrol”ün elde edilme araçları/yöntemleri çok çeşitli olup, mülkiyet hakkına dayalı olmayan kontrol çeşitleri de bulunmaktadır⁴⁰⁷.

Gerçekten de mülkiyete dayalı olmayan bir yöntemle anonim ortaklıkta yönetim hâkimiyetini ele geçiren kişi, “controller” vasfını elde eder, ancak kontrolün sonucu olarak bu kişinin çağrı zorunluluğuna tabi tutulması isabetli olmayacaktır.

dolaylı pay artışı sebebiyle doğduğuna (ve bundan muafiyete) ilişkin kararı. 2006/42 sayılı Haftalık Bülten (25.09.2006-29.09.2006), s. 4.

⁴⁰⁵ A.e., s. 260-261.

⁴⁰⁶ K.g. SAKA, **Çağrı**, s. 17 vd.; DİNÇ, **Çağrı**, s. 249. Gerçekten, *Dinç*'in de belirttiği üzere, çağrıda bulunma yükümlülüğüne ilişkin hükümlerin tatbik edilmesi açısından Tebliğ'de öngörülen pay eşiklerinin aşılmamasına bakılacak, söz konusu eşiklerin aşılmasında kullanılan yöntem çok önemli olmayacaktır. Ancak bu tespit, sadece eşiklerin aşılması ve bunu sağlayan pay mülkiyetinin iktisabı açısından geçerlidir. Yoksa yazarın dipnotta yaptığı, zorunlu çağrıya ilişkin hükümlerin kontrolü değiştiren yöntemlerle değil, netice olarak kontrolün değişip değişmediği ile ilgili olduğu tespiti yerinde değildir. Anonim ortaklık kontrolü, mülkiyete dayalı olmayan araçlarla da el değiştirebilir.

⁴⁰⁷ Bkz. yuk. Birinci Bölüm/III/C.

Zira çağrı zorunluluğu sonucunda yapılacak aleni teklif ile anonim ortaklığı devralan kişi, ortaklıktaki tüm payları satın almak durumunda kalabilecektir. Çağrı zorunluluğu, iki veya daha fazla kişi arasındaki bir hukuki işlem sonucunda ortaya çıkar. Devralan açısından mülkiyet iktisabına dayalı olmayan ya da zaten onun var olan mülkiyet hakkına etki etmeyen bir işleme, anonim ortaklıktaki tüm paylara malik olmak üzere bunları satın almak zorunluluğu şeklindeki bir hukuki sonucun bağlanması adil/tutarlı olmayacaktır. Kontrol priminin paylaşılması da, ancak kontrol satışı veya benzer bir işlem ile devralanın mülkiyet iktisabı hâlinde anlamlı olacaktır. Dolayısıyla çağrı zorunluluğu açısından, anonim ortaklıkta ortaya çıkan kontrol değişikliği sonucu esasen etkili olmakla birlikte, kontrolü sağlayan yöntemin öneminin bulunmadığı savı, kanaatimizce kabul edilebilir nitelikte değildir.

Bu bilgiler ışığı altında çağrıda bulunma zorunluluğunun uygulama alanı bulmasına yol açan işlemler yani controller olma yöntemleri⁴⁰⁸ açısından şu tespitlerde bulunulabilir:

- Hedef ortaklıkta % 25 oranındaki paylar veya yönetim hâkimiyeti sağlayan imtiyazlı paylar üzerinde sınırlı ayni hak iktisap eden şahıslar, diğer payları satın almak üzere çağrıda bulunmakla yükümlü olmayacaklardır. Pay üzerinde elde edilebilecek sınırlı ayni haklar arasında en önde gelen, kanunen sahibine paya bağlanan oy hakkını kullanma imkânını da veren intifa hakkıdır. Yargıtay uygulaması gereğince pay üzerindeki hapis hakkı da, sahibine oy hakkını vermektedir⁴⁰⁹. Pay üzerindeki rehin hakkının sahibine oy hakkını vermesi ise, pay sahibi ile rehin hakkı sahibinin bu yönde anlaşmasına bağlıdır. Tüm bu hâllerde oy hakkını kullanma imkânına sahip olan sınırlı ayni hak sahibinin, sınırlı ayni hak iktisabı ile çağrı zorunluluğunun uygulama alanına girdiği kabul edilmemelidir. Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/1 hükmünde açıkça sermaye ve pay sahipliği hâllerinde, bu zorunluluk öngörülmüştür. Hâlbuki bir pay üzerinde herhangi bir sınırlı ayni hakkın bulunması, payın ve dolayısıyla sermayenin mülkiyet sahibini değiştirmez. Sınırlı ayni hak sahibinin sermaye/pay sahibi olarak kabul edilmesi

⁴⁰⁸ Bkz. yuk. İkinci Bölüm/IV.

⁴⁰⁹ Bkz. yuk. Birinci Bölüm/dpn. 134.

mümkün değildir. Çağrı zorunluluğu, sermaye sahipliğini gerektirir ve bu da, ancak pay mülkiyetinin iktisabı ile söz konusu olur⁴¹⁰.

Yeterli oranda pay üzerinde intifa hakkı edinen kişi, “controller” hâline gelir⁴¹¹, ancak çağrı zorunluluğuna tabi olmaz. Hem çağrı zorunluluğu kurumunun genel niteliği hem de Tebliğ hükmünün lafzı buna engeldir⁴¹². Çağrı zorunluluğuna tabi olan kişi, mülkiyet hakkı satın alacaktır, dolayısıyla aynı nitelikte veya en azından güçte bir hakkın zaten sahibi olması gerekir. Tebliğ hükmündeki % 25’lik objektif kontrol eşiği ölçütünde açıkça “sermaye sahipliği” gerekmektedir. İntifa hakkı sahibi, pay ve dolayısıyla sermaye sahibi değildir⁴¹³. Bu kişi, yönetim kontrolünü elde etmiş olabilir, ancak Tebliğ’de söz konusu subjektif ölçüt bakımından da “yönetim kontrolünü sağlayan paylara sahip olunması” gerekmektedir. İntifa hakkı sahibi, kontrolü elde edebilir, ancak bunu paylara sahip olarak yapmamaktadır⁴¹⁴.

Tebliğ hükmünün düzenlemesi aynı zamanda mantıkidir de. Zira hedef ortaklıkta hiçbir mülkiyet hakkına sahip olmayan bir kişiye, sınırlı ayni hak sahibi olduğu paylar dışındaki tüm payların mülkiyetini devralmak zorunluluğunun yüklenmesi adil olmayacaktır. Unutulmamalıdır ki, bu kişi, oy hakkını kullandığı payların ve kendisini çağrı yükümlüsü yapan/yapacak payların dahi mülkiyetine sahip değildir.

⁴¹⁰ Bununla birlikte doktrinde *Dinç*, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/1’deki “*ortaklığın sermayesinin ve oy haklarının % 25’ine veya daha fazlasına ... sahip olanlar*” ifadesini göz ardı ederek, hisse senetleri üzerinde intifa hakkı tesis edilmesi durumunda, oy hakkı intifa hakkı sahibi tarafından kullanılacak ise çağrı zorunluluğunun uygulanacağını belirtmektedir. Bkz. A.e., s. 243. Aynı yöndeki bir SPK kararı için bkz. 2004/27 sayılı Haftalık Bülten (28.06.2004-02.07.2004), s. 6.

⁴¹¹ Bkz. yuk. Birinci Bölüm/III/C, İkinci Bölüm/IV/C.

⁴¹² SerPK. m. 22/i’deki “el değiştirme” ifadesi ise, bu konuda kesin bir ölçüt vermemektedir. Zira pay üzerinde sınırlı ayni hak iktisap ederek veya vekâlet toplayarak da kontrolün el değiştirmesi mümkündür. Belirtelim ki, pay üzerinde sınırlı ayni hak sahibi olan kişinin çağrı zorunluluğuna tabi tutulmaması, kurumun dar veya geniş yorumu olmayıp, amaca uygun yorumdur. Kanuni düzenlemenin kısıtlılığı, bu konudaki temel kuralları belirlemeyişi ve SPK’ya düzenleme yapma yetkisi verme amacına yönelik olması göz önüne alınarak, çağrıda bulunma zorunluluğunun yabancı orijinli bir kurum olmasından hareketle, tereddüde düşülen noktalarda, mümkün olduğunca, kaynağına, yani kurumun özüne uygun yorumlar yapılmalıdır.

⁴¹³ Kaldı ki, kontrol eşiği ölçütü sadece oy sahipliğine bağlanmış olsaydı dahi, farklı sonuca varılması gerekmezdi. Zira kanunen intifa hakkı sahibi tarafından kullanılan oyun sahibinin dahi, pay sahibi mi yoksa intifa hakkı sahibi mi olduğu oldukça tartışmalıdır. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. KENDİGELEN, *İntifa Hakkı*, s. 207 vd.

⁴¹⁴ Sadece objektif ölçüt bakımından bir değerlendirme yapmakla birlikte, aynı yönde bkz. KOLCUOĞLU, *Zorunlu Çağrı*, s. 76-77.

Çağrı zorunluluğunun konulma gerekçelerinden olan pay sahipleri arasındaki eşitliğin sağlanması ve bu amaçla kontrol priminin paylaşılması gereğinden de bahsedilemez. Zira sınırlı aynı hak sahipliği ile anonim ortaklığı devralan kişinin, kontrol için ödediği bedelin, ilgili payların satışı için belirlenen piyasa fiyatından düşük olması muhtemeldir ve burada gerçek anlamda bir kontrol primi de yoktur. Ayrıca sınırlı aynı hakların mülkiyet hakkına nazaran göreceli olarak “geçici” vasıfları da bunların sahipleri için çağrı zorunluluğunun uygulanmaması gereğinin bir başka gerekçesidir.

Burada özetle vardığımız sonuç, kontrol eşiği münhasıran sahip olunan veya yönlendirilebilen oy oranı ile belirlenebilirse de, çağrı zorunluluğuna tabi olan kişinin hedef ortaklıkta mülkiyet sahibi konumunda olması gerektiğidir. Dolayısıyla örneğin WpÜG § 30/1-b.4’de yer alan teklif sahibinin üzerinde intifa hakkına sahip olduğu paylardan kaynaklanan oyların kendisinin doğrudan sahip olduğu oylara eklenmesi kuralı, ancak devralanın oylarının hesabında dikkate alınabilecek bir kuraldır. Yoksa Alman hukuku açısından farklı bir sonuca varılabilirse de, intifa hakkının veya diğer bir sınırlı aynı hakkın kontrole etkisi göz önüne alınarak, ortaklık ile sermayesel bir ilişkisi olmayan bir kişiye, hemen hemen tüm sermaye paylarını satın almak zorunluluğu yüklenmemelidir^{415 416}.

- Gene çağrı zorunluluğu kurumunun amacı (yeni kontrol sahibinin verebileceği zararların önlenmesi) ile kurumun sonucunun (tüm payların satın alınması gereği) uyumlu olması gereğinden hareketle, ortaklık kontrolünü vekâlet toplayarak, yani proxy yöntemi ile elde eden kişinin/kişilerin de, çağrı zorunluluğuna tabi olmaması gerekir. Pay üzerindeki sınırlı aynı hak iktisaplarındaki gibi, şahsi hak iktisapları da çağrı zorunluluğu doğurmayacaktır.

Zaten Tebliğ hükmündeki sermaye ve pay sahipliği gerekliliği de, bu sonucu teyit etmektedir. Oy hakkı kullanımı hususunda temsil yetkisini haiz olan kişi,

⁴¹⁵ Belirtelim ki, City Code sisteminde, paya bağlanan oy haklarını kullanma veya kullanımını yönlendirme hakkına sahip olunması, bu pay üzerinde menfaat sahibi olunmasını sağlamaktadır (C10). Bir kişinin çağrı zorunluluğuna tabi olması için, % 30 oranında pay üzerinde menfaat elde etmesi şarttır (Kural 9.1/a - F1). Dolayısıyla -durumun özelliği ve Panel’e yapılacak özel danışma çerçevesinde (bkz. örn. Kural 9.1/Not 17-18, F12-13)- sadece oy hakkına sahip olan kişi, “menfaat sahibi” kabul edilerek ve çağrı zorunluluğuna tabi olabilecektir.

⁴¹⁶ Çağrı yükümlülüğünün dolanılması amacıyla, pay üzerinde mülkiyet yerine intifa hakkı edinilmesi durumunda çağrı zorunluluğunun doğacağı hususunda bkz. **A.e.**, s. 77-78.

konum itibarıyla sınırlı aynı hak sahibinden dahi geride olup, oy hakkının kullanım yetkisini kanundan değil, oy sahibinin bireysel iradesinden almaktadır. Yani burada oyun sahibinin kim olduğu noktasında bir tartışma dahi yoktur ve pay sahibi, kesinlikle paydan kaynaklanan oyun da sahibidir. Dolayısıyla % 25 veya daha fazla oranda bir vekâlet toplayan kişinin, çağrıda bulunmak zorunda olduğu söylenemez

417

- Kontrolü sağlayan mülkiyet dışındaki hukuki araçlar arasında pay sahipleri sözleşmesi ve bunlar arasında oy anlaşmaları, özellikle büyük çaplı devralma işlemlerindeki uygulama sıklığı ile, özel bir yere sahiptir. Bu tür sözleşmelerin, çağrı zorunluluğu açısından oynadığı rol, “birlikte hareket” kavramı üzerindeki etkisi bakımındandır.

Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/1 hükmünde hem “birlikte hareket etme” hem de “dolaylı sahiplik” kavramlarına yer verilmiştir. Bu şekildeki düzenleme, 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi’nin 5. maddesi ve BEHG m. 32 ile uyumlu olmakla birlikte, City Code Kural 9.1 (F1) ve WpÜG § 35 ile uyumlu değildir. Gerçekten de özellikle City Code’da (C1) “birlikte hareket eden kişiler (persons acting in concert)” kavramına verilen geniş anlam sebebiyle, “birlikte hareket” zaten, “dolaylı sahipliği” de içine almaktadır. Bununla birlikte Tebliğ’de bu iki kavram ayrı ayrı ve bir arada kullanıldığına göre, bunlara farklı bir içerik verilmelidir.

Tebliğ hükmünde çağrıda bulunma zorunluluğuna tabi olan kişinin, sermaye ve oy sahipliğini “doğrudan veya dolaylı” elde etmesi öngörülmüştür. Tebliğ’de

⁴¹⁷ Öte yandan çağrıda bulunma zorunluluğu kurumunun yasal dayanağını oluşturan SerPK. m. 22/i hükmü, farklı sonuca varılmasına yol açabilecek bir lafza sahiptir. Bu hükümde pay iktisabı dışında, “yönetim kontrolünün el değiştirmesine yol açacak oranda vekâlet toplayanların” da diğer payları satın alma yükümlülüğünden bahsedilmektedir. Saf bir kontrol anlayışı ile, oy hakkı kullanım sahipliğine dayalı kontrolün herhangi bir şekilde elde edilmesine çağrı zorunluluğu sonucunun bağlanması şeklindeki bu düzenleme, WpÜG § 30/1-b.6’daki özel talimat olmaksızın oy hakkının kullanım yetkisinin alınmasının, oy hakkı sahipliğine denk kabul edilmesi anlayışı ile örtüşmektedir.

Yukarıda da vurgulandığı üzere (bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/dpn. 412), kurumun özüne uyumlu olmayan yorumlardan kaçınılması, örneğin tam bu noktada, SerPK. m. 22/i’ye karşılık, Tebliğ hükmünü, City Code’a uygun yorumlamak doğru olacaktır. Çağrı zorunluluğuna tabi olanların alanının, “pay üzerindeki menfaat sahibi (interest in securities)” tanımının kapsamı sebebiyle, kurumun ana vatanı olması itibarıyla oldukça geniş tutulduğu City Code’da dahi, spesifik bir pay sahipleri genel kurulu veya pay grupları toplantısı bakımından, oy hakkının kullanımı hususunda temsil yetkisine sahip olan (vekâlet/proxy toplayan) kişinin, ilgili pay üzerinde “menfaat sahibi” olmadığı açıkça belirtilmektedir (C12).

tanımlanmayan “dolaylı sahiplik”, hukuki bağımsızlığı bulunan gerçek veya tüzel kişiler üzerinden, onları kontrol eden üstün/hâkim kişinin mülkiyetini veya bir gerçek veya tüzel kişinin hedef ortaklık üzerinden onun (hedef ortaklığın) kontrol ettiği anonim ortaklık üzerindeki hâkimiyeti/mülkiyeti ifade etmektedir⁴¹⁸. Bu anlamıyla, dolaylı mülkiyet kavramı ile, hukuki bağımsızlık/ekonomik bağımlılık anlayışına dayalı olarak, ekonomik gerçeklik ön plana alınmaktadır.

Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17 anlamında “dolaylı sahiplik”, grup yapısında aşağıya doğru etki ederken, “birlikte hareket” için böyle bir sınırlama yoktur. Buna göre devralana hâkim olan üstteki kişi, dolaylı mülkiyet/sahiplik yoluyla, hedef ortaklık pay sahiplerine yönelik çağrıda bulunmak zorunda değildir. Bu kişi, dolaylı olarak hedef ortaklıkta “controller” olsa da, çağrı zorunluluğu, bizatihi hedef ortaklık kontrolünü iktisap eden kişidedir⁴¹⁹. Burada hukuki gerçeklik esas alınmaktadır. Bununla birlikte halka açık veya kapalı bir anonim ortaklığın kontrolü devralındığında, bu hedef ortaklığa bağlı şirket konumunda olan -grup yapısında aşağıda yer alan- bir diğer (halka açık) şirketin kontrolü dolaylı şekilde iktisap edilmiş kabul edilir. Dolayısıyla devralan, zincirdeki ilk (üstteki) şirketin de halka açık olması ihtimalinde, her iki; diğer hâlde ise son (alttaki) şirketin azınlık pay sahiplerine yönelik olarak çağrıda bulunmak zorundadır^{420 421}.

Öte yandan bir çatı ortaklığın, yavru ortaklığı ile birlikte hedef ortaklığın paylarının % 25’ini veya daha fazlasını kendi adına da devralması hâlinde, her iki ortaklığın “birlikte hareket eden kişiler” olarak kabul edilmesi lazımdır.

⁴¹⁸ Bkz. yuk. Birinci Bölüm/III/E.

⁴¹⁹ **A.e.**, s. 156-157.

⁴²⁰ Bu durum, İngiliz hukukunda “zincir ilkesi (chain principle)” olarak anılmaktadır. City Code sisteminde bu tür bir hâlde kural, zincirde sonra gelen şirkete yönelik olarak çağrı yapmanın – kural olarak- zorunlu olmamasıdır. Ancak üstteki ilk şirketin alttaki ikinci şirketteki menfaatinin onun için finansal açıdan önemli olması hâlinde veya ilk şirketteki kontrolün elde edilmesindeki esas amaçlardan birinin ikinci şirketin kontrolünün sağlanması olması durumunda, ikinci şirkete yönelik olarak da çağrı zorunluluğu gündeme gelecektir. Burada Panel’e çağrı zorunluluğunun bulunup bulunmadığı noktasında bir değerlendirme yetkisi verilmiştir. City Code Kural 9.1/Not 8 (F8). Ayrıca bkz. MORSE/GIRVIN, **Company Law**, s. 685.

⁴²¹ Dolaylı kontrol durumunda çağrı zorunluluğunun doğumuna ilişkin objektif ve subjektif ölçütün belirlenme şekli hususunda bkz. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 158 vd.

Esasında bu iki kavramın birbirinden ayrılması ve sadece dolaylı sahiplik durumunda da yukarıya doğru çağrı zorunluluğunun önünün açılması lazımdır⁴²². Aksi takdirde –üstelik pay sahipliği haklarının donma yaptırımının bulunmadığı bir ortamda- çağrı zorunluluğunun dolanılması amacıyla göstermelik şirketlerin⁴²³ kurulması ve bunların üzerinden kontrol iktisaplarına gidilmesi muhtemeldir. Bu şekildeki bir dolaylı mülkiyet anlayışının varlığı ile, “birlikte hareket” kavramına nispeten dar bir anlam verilebilecektir. Kontrol ilişkisi içerisinde olan iki kişinin bulunması durumunda, kontrol edilenin iktisapları, zaten kontrol edenin sayılacağı için, bunların teknik anlamda “birlikte hareket eden” olarak kabul edilmeleri doğru olmayacaktır⁴²⁴. Kanaatimizce “birlikte hareket, hem hukuken hem de ekonomik açıdan birbirinden bağımsız olan iki kişinin hedef ortaklığın kontrolünü elde etmek (veya kontrolün elde edilmesini engellemek) için koordineli davranmaları durumudur⁴²⁵. İşte bu hâlde, çağrı yükümlülüğü de, birlikte hareket edenlerin oluşturduğu grubun esaslı/asıl üyeleri üzerinde doğacaktır^{426 427}.

⁴²² Aynı yönde bkz. WpÜG § 30/1-b.1.

⁴²³ Karş. A.e., s. 157-158/dpn. 245.

⁴²⁴ De lege ferenda savunduğumuz bu görüşe karşılık, yabancı ülke mevzuatlarında -de lege lata- ana ortaklık ile bağlı ortaklığın veya grup şirketlerinin “birlikte hareket ettikleri” karine olarak kabul edilmektedir. İnc. A.e., s. 170-171. Grup şirketleri, aynı gücün kontrolünde olan şirketler oldukları için bunların birlikte hareket ettiği tespiti isabetli olacaktır. Ancak bir çatı/ana ortaklık, kendi kontrolünde bulunan bir başka ortaklık üstünden alım yapıyorsa, en azından kamu otoritesine, duruma göre bunu çatı/ana ortaklığın dolaylı alımı sayıp, çağrı yükümlülüğünü söz konusu çatı/ana ortaklık için getirme yetkisi verilmelidir.

⁴²⁵ “Birlikte hareket” kavramının yabancı düzenlemelerdeki tanımlarına bakıldığında, dolaylı sahipliği sağlayacak şekilde, hâkim ortaklık ile yavru ortaklık arasındaki ilişkinin de “birlikte hareket” olarak kabul edildiği görülmektedir. City Code C1’de birlikte hareket kavramı tanımlandıktan sonra, kural olarak, birlikte hareket ettikleri kabul edilecek kişiler sayılmış ve bunlar arasında öncelikle bir ortaklık ile hâkim/ana ortaklığına ve yavru/bağlı ortaklığına yer verilmiştir. Keza WpÜG § 2/5’in ikinci cümlesinde de, teklif sahibinin yavru/bağlı ortaklıkların onunla birlikte hareket ettiklerinin farz edileceği hüküm altına alınmıştır.

Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ’de tıpkı “dolaylı sahiplik” gibi, “birlikte hareket” kavramı da tanımlanmış veya örneklerle açıklanmış değildir. Ancak *Dinç*’in belirttiğinin aksine, mevzuatımızda “birlikte hareket eden” kişilere ilişkin bir hüküm bulunmadığı tespiti de doğru değildir. Zira –yazarın bu saptamayı yaptığı dönemde yürürlükte olan- kamuyu aydınlatmanın gerektiği özel durumların sayıldığı Seri: VIII, No: 39 sayılı Tebliğ’in 14. maddesine, Seri: VIII, No: 42 sayılı Tebliğ ile eklenen üçüncü fıkrada, dolaylı sahipliği de kapsayacak bir şekilde, “birlikte hareket ettiği” kabul edilen gerçek veya tüzel kişiler, dokuz bent hâlinde sayılmıştır. Ayrıca bkz. Seri: VIII, No: 54 sayılı Tebliğ m. 4/j, 6.

⁴²⁶ Bkz. aş. Üçüncü Bölüm/IV/B/5. Bu yorum, dolaylı mülkiyette yukarıdaki “controller”ın kontrolünde olan alttaki şirketin yaptığı devralmadan ötürü “controller”ın çağrı zorunluluğuna tabi olmaması sistemi ile uyumludur.

Koordineli davranışın belli bir yazılı ya da sözlü anlaşmaya dayalı olması mümkün olduğu gibi, herhangi bir açık veya zımni anlaşmaya dayalı olmaksızın fiilen beraber hareket etme güdüsü/anlayışı (understanding) da, “birlikte hareket” anlamına gelebilir⁴²⁸. Birlikte hareket, anonim ortaklığın kontrolünün elde edilmesinde olabileceği gibi, ortaklık yönetimine ilişkin hakların kullanımında da söz konusu olabilir⁴²⁹. İşte söz konusu koordineli davranışı yani birlikte hareketi

⁴²⁷ City Code Kural 9.2.’de (F13) 9.1.’de zikredilen kişiye ek olarak, birlikte hareket eden kişi grubunun asıl/esas üyelerinin (principal members), olayın şartlarına göre, çağrı zorunluluğuna tabi olabileceği hüküm altına alınmıştır. Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ’de birlikte hareket olasılığında çağrı yükümlüsünün kim olacağına ilişkin tam bir açıklık yoktur. Ancak maddenin lafzından, birlikte hareket eden tüm kişilerin çağrı zorunluluğuna tabi olacağı izlenimi alınmaktadır. Birlikte hareket eden grubu oluşturan gerçek ve tüzel kişilerin birbirlerine bağlı olanlarından sadece hâkim ortaklık konumunda olanların çağrı zorunluluğunun olması gerektiği gibi; bir pay sahipleri sözleşmesi ile birlikte hareket eden üç bağımsız pay sahibinden biri sözleşme şartları gereğince örneğin yedi yönetim kurulu üyesinin sadece birini belirleyebilecek durumda ise, çağrı zorunluluğuna tabi olmamalıdır. Zira birlikte hareket eden grubun asıl üyesi değildir. Kontrolü paylaşılanların, çağrıda bulunmaları gerekmektedir. Dolayısıyla birlikte hareket eden grubun her bir üyesini çağrı zorunluluğuna tabi tutmak, birçok durumda adil olmayan sonuçlar doğuracaktır. Bu kabul, kurumun dar yorumlanması gerektiğine ilişkin görüşler ile de çelişmektedir.

Dar yorum gereğini tüm eseri boyunca savunan *Kolcuoğlu*, birlikte hareket edenlerin her birini ayrı ayrı çağrı yükümlüsü olarak kabul etmekte, ancak bunların ayrı ayrı değil tek bir çağrı yapmaları gerektiğini belirtmektedir. Yazar, bu ihtimalde söz konusu çağrı çerçevesinde tarafların (birlikte hareket edenlerin), çağrıyı payları oranında müştereken yüklenmeleri, ancak dış ilişkide her bir çağrı yükümlüsünün diğerinin yükümlülüğünden ötürü üçüncü kişilere karşı müteselsilen sorumlu tutulabilmesinin gerektiği sonucuna ulaşmaktadır. *A.e.*, s. 174-175. Yazarın her bir üyenin çağrı yükümlüsü olduğu tespitinin dar yorum görüşü ile uyumlu olmadığını altını çizdikten sonra, müteselsil sorumluluk görüşünün çağrı yükümlülüğüne aykırılığın haksız fiil değil, kanundan doğan borcun ihlali olduğu görüşü ile çeliştiğini belirtelim. Zira müteselsil sorumluluk, -ticaret hukukundaki teselsül karinesi (TK. m. 7) saklı kalmak kaydıyla- ancak haksız fiilde asıldır. Bkz. BK. m. 50, 141/2. Yoksa kanunun “tayin ettiği bir hâl” olmaksızın, sırf azınlık/küçük pay sahiplerinin çıkarlarına aykırılık mantığından hareketle, sorumluluğun müteselsil olduğu kabul edilemez.

⁴²⁸ İhtiyari teklif açısından konunun ele alındığı Amerika’da, taraflar arasında birlikte hareket etme amacının mevcut olduğunu gösteren irade mutabakatının varlığını ispat eden bir anlaşmanın varlığı gerekmele birlikte, rekabet hukuku düzenlemelerine benzer bir şekilde, söz konusu anlaşmanın bütün unsur ve şartları üzerinde mutabakata varılmış, bağlayıcılığı olan bir sözleşme niteliğinde olması şart koşulmamaktadır. Hâl ve şartlar delili (circumstantial evidence) (bkz. RKK. m. 4/3, 59/1) ile de irade mutabakatının varlığı tespit edilebilir. İnc. MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 58 vd.; ÇEKER, **Çıkma Hakkı**, s. 65; DİNÇ, **Çağrı**, s. 123-124; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 165 vd.

Birlikte hareket konusunun çağrıda bulunma zorunluluğunun en sorunlu konusu olduğunun belirtildiği City Code’da, uzun yıllara dayalı uygulamanın da etkisi ile kapsamlı belirlemeler yapılmış ve Panel’in yorum kuralları da gösterilmiştir. Bkz. City Code C1 vd.; Kural 9.1 (F1 vd.).

⁴²⁹ Bu konuda İngiliz sistemi ile Alman sisteminin farklılaştığı, City Code’da sadece payların iktisabında koordineli davranma hususunun düzenlendiği ileri sürülmektedir. İnc. DİNÇ, **Çağrı**, s. 126. Karş. WpÜG § 2/5, 30/2, City Code C1. Gerçekten de özellikle WpÜG § 2/5’deki “birlikte hareket eden kişiler (gemeinsam handelnde Personen)” tanımında, teklif sahibi ile

sağlayan ve bunu ispatlayan en önemli durum, taraflar arasında oy sözleşmelerini de içine alan bir pay sahipleri sözleşmesinin akdedilmiş olmasıdır⁴³⁰. Bu tür bir sözleşme ile birbirlerine bağlanan kişilerin sahip oldukları sermaye/oy oranları birlikte hesaplanacak ve çağrı zorunluluğunun doğru doğmadığı buna göre belirlenecektir⁴³¹.

Örneğin ortaklık yönetim kurulu üyelerinin seçimi hususunda⁴³² bir pay sahipleri sözleşmesi ile birlikte hareket eden kişilerden pay sahibi (P1)'in pay oranı % 10, (P2)'nin ise % 12 iken, (P2), % 3'lük bir pay iktisabında bulunursa, her ikisine yönelik çağrı zorunluluğu gündeme gelecektir. Ayrıca her ikisinin de pay oranı % 15 iken, herhangi bir pay iktisabında bulunmaksızın, ilk defa aralarında akdettikleri bir pay sahipleri sözleşmesi ile bir araya gelirlerse de, çağrı zorunluluğu doğacaktır. Görüldüğü gibi ikinci örnekte çağrı zorunluluğunu doğuran işlem, bir pay mülkiyeti

koordineli hareketin hedef ortaklık menkul kıymetlerinin iktisabında veya oy haklarının kullanımında olabileceği belirtilmektedir. Bununla birlikte City Code C1'deki "birlikte hareket (acting in concert)" tanımında birlikte hareket edenlerin, hedef ortaklığın kontrolünün elde edilmesi veya birleştirilmesi için, iş birliği yapanlar oldukları belirtilmektedir. Kontrolün münhasıran sahip olunan/kontrol edilen oy oranına dayandırıldığı City Code sisteminde, kontrolün birleştirilmesinin anlamı da, oy hakkının kullanımı hususundaki anlaşmalar olacaktır. Dolayısıyla bu açıdan bu iki ülke hukuk sistemi arasında bir farktan bahsedilmesi çok da yerinde değildir.

⁴³⁰ WpÜG § 30/2'den hareketle belirtelim ki, "birlikte hareket" in varlığı için, pay sahipleri/oy sözleşmesinin, belli bir sürekliliğe sahip olması, sadece spesifik tek bir genel kurula yönelik olmaması lazımdır.

⁴³¹ Öte yandan *Kolcuoğlu*, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 11/B'den hareket ederek oy sözleşmelerinin hukukumuzda, zorunlu çağrı değerlendirilmesinde dikkate alınmayacağı tespitinde bulunmakta, devamında da bunun Tebliğ hükümlerinin iç tutarlılığı açısından doğru olmadığını belirtmektedir. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 81-82, 165. Hâlbuki yazarın vardığı sonuç doğru değildir. Zira Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 11/B'de düzenlenen husus, oy sözleşmelerinin, düzenlenme aşaması ve şartları itibarıyla, bu Tebliğ'e tabi olmadığı, Tebliğ'deki vekâlet toplama yani oy kullanmada temsil hakkı edinilmesi hükümlerinin, oy sözleşmelerinin akdine uygulanmayacağıdır. Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ'de aleni pay alım teklifi dışında, çağrı yoluyla vekâlet (proxy) toplama usulünün de düzenlenmiş olması, bu karışıklığa mahal vermektedir. Yoksa zorunlu veya ihtiyari aleni pay alım teklifi açısından oy sözleşmeleri Tebliğ'in kapsamı dışında bırakılmak istenseydi bu düzenleme, Tebliğ'in ya giriş kısmında ya da üçüncü bölümünde yapılırdı. Oysa ki, oy sözleşmelerini kapsam dışında bırakan düzenleme, "Pay Sahiplerine Çağrıda Bulunarak Vekalet Toplanmasına İlişkin Esaslar" başlığını taşıyan ikinci bölümünde, "Çağrıda Bulunarak Vekalet Toplama Ve Sınırları" kenar başlığını taşıyan 11. maddede yer almaktadır. Bu maddede yer alan "bu Tebliğ hükümleri" ifadesinin, Tebliğ'in vekâlet toplama kurumuna ilişkin hükümleri ile sınırlı olarak anlaşılması lazımdır. Dolayısıyla oy sözleşmeleri, çağrıda bulunma zorunluluğunun doğmasına sebep olabilecektir.

⁴³² City Code sisteminde Panel, genel kuruldaki aynı yöndeki oy kullanmayı -kural olarak- birlikte hareket olarak öngörmemekle birlikte, bir genel kurulda yönetim kurulu kontrolünün elde edilmesine yönelik aynı yöndeki tutumu/teklifi, taraflar arasında pay sahipleri sözleşmesi bulunmasa bile, "birlikte hareket" olarak kabul edebilmektedir. Bu yönde Panel tarafından geliştirilen göstergeler/faktörler için bkz. City Code Kural 9.1/Not 2 (F2 vd.).

edinimi olmamakla birlikte, kontrol eşiğinin geçilmesini sağlayan pay sahipleri sözleşmesi ile, zaten belli oranda mülkiyet hakkına sahip kişiler ilk defa bir araya gelmiş, yani tek kişi gibi olmuş ve eşiği geçmiş olurlar. Öte yandan örneğin % 25 oranında sermaye ve oy oranına sahip bir kişinin, ortak olmayan bir kişi ile pay sahipleri/oy sözleşmesi yapması durumunda, sözleşmenin ortak olmayan tarafı, bu şekilde “controller” hâline gelebilirse de⁴³³, -pay sahibi olmadığı için- çağrıda bulunma zorunluluğuna tabi olmayacaktır⁴³⁴.

- Çağrıda bulunma zorunluluğuna sebep olan hisse mülkiyet iktisabı çeşitli hukuki işlemlere dayalı olabilir. Bunlar arasında, devralan ile devreden (mevcut controller) arasındaki blok hisse satım sözleşmesi öne çıkmaktadır. Bunun dışında devralanın borsadan yapacağı münferit alımlar veya ihtiyari olarak yaptığı aleni pay alım teklifi ile de çağrı zorunluluğunu doğuran “konum” a gelmesi mümkündür. Belli orandaki hissenin mülkiyetinin satım sözleşmesine dayalı olmaksızın, karz sözleşmesi⁴³⁵, sermaye artırımına iştirak, birleşme, aynı sermaye olarak kabul gibi işlemlerle kazanılması da mümkündür⁴³⁶. Bunun gibi ortaklık tüzel kişiliğinin kendi paylarını iktisabı, belli oranda payların itfası⁴³⁷ veya ortaklığın elden çıkardığı payların edinimi ile de kontrol eşiğine ulaşılması ve/veya geçilmesi mümkündür.

Ayrıca bağışlama⁴³⁸, cebri icra, karı-koca mal paylaşımı gibi yöntemlerle⁴³⁹ de, kontrol eşiğinin aşılması, kontrolü sağlayan payların iktisabı veya gene % 10’luk pay

⁴³³ Bkz. yuk. Birinci Bölüm/III/C, İkinci Bölüm/IV/E.

⁴³⁴ **A.e.**, s. 84.

⁴³⁵ Ödünç olarak alınan paylar ile ilgili olarak bkz. City Code Kural 9.1/Not 17 (F12).

⁴³⁶ Bkz. yuk. İkinci Bölüm/IV/B/2, İkinci Bölüm/IV/F. Ayrıca inc. DİNÇ, **Çağrı**, s. 250 vd.

⁴³⁷ Sermaye azaltımı ve/veya ortaklığın kendi paylarını iktisabı sonucunda belli oranda payın itfası/imhası ile geri kalan pay sahiplerinin, şirketteki pay oranları yükselebilir ve kontrol eşiğini aşabilir. Bu hâlde, kontrol eşiğine ulaşan pay sahibi açısından, Tebliğ hükmünde “konum” a/sahipliğe önem verilse de, aktif bir işlem iradesi bulunmadığı için çağrı zorunluluğu doğmamalıdır. City Code’da da, bu durumdaki pay sahibi, yönetim kurulu üyesi değilse veya yönetim ile bağlantısı yoksa, çağrı zorunluluğuna tabi olmamaktadır (Kural 37.1/Not 1 - P1). Bununla birlikte bu tür bir azaltımın/itfanın gerçekleşeceğini tahmin edebileceği bir dönemde pay iktisap edenler, çağrı zorunluluğundan kurtulamayacaklardır (Kural 37.1/Not 2 - P1). Ayrıca durumun farkında olan yönetim kuruluna, ilgili kişiyi çağrı zorunluluğundan kurtarmak için genel kurul gündemine bir onay maddesi ilave etme zorunluluğu yüklenmiştir (Kural 37.1/Not 3 - P1-P2). Bu konudaki diğer ayrıntılar için bkz. City Code Kural 37.2.-37.4 (P2-P4).

⁴³⁸ City Code’da bu hâlde kesin bir kural konulmamakta, bağışlananın Panel’e müracaat etmesi gereğinden söz edilmektedir (Kural 9.1/Not 12 - F11).

⁴³⁹ Bu konulardaki Alman ve İsviçre hukuklarındaki özel kurallar için bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/IV/B/3/a/(2)-(3).

artışı mümkündür. Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ'de bu tür iktisapları kapsam dışı bırakan bir düzenleme bulunmadığı için, bu hâllerde müktesip açısından çağrı zorunluluğu söz konusu olacaktır.

- Bununla birlikte çağrıda bulunma zorunluluğuna tabi olacak kişinin - doğrudan veya dolaylı olarak- hiçbir şekilde katılımı olmaksızın, bir üçüncü kişinin yaptığı işlem sonucunda hedef ortaklıktaki kontrol el değiştirmiş ise, artık burada yeni kontrol sahibi, çağrıda bulunmak zorunda olmamalıdır. Yani kontrol değişikliğini sağlayan hukuki işlem, tamamen yeni kontrol sahibinin iradesi, katılımı ve isteği dışında cereyan etmiş, ancak anonim ortaklıklar hukukuna has bir özellik sebebiyle ortaklıkta kontrol değişikliği meydana gelmiş ise, yeni “controller”ın geri kalan tüm payları satın alması ile karşı karşıya bırakılmaması lazımdır⁴⁴⁰. Zaten bu tür bir durumda ortada “anonim ortaklığın devralınması” hukuki işlemi de yoktur⁴⁴¹.

Burada karışıklığa yol açılmaması ve kötüye kullanmaların önlenmesi amacıyla, yeni kontrol sahibinin işleme katılmamasının geniş yorumlanması lazımdır. Örneğin hedef ortaklıktaki sermaye artırımını, imtiyazlı pay tesisi gibi işlemler, bu kapsamda değerlendirilmemelidir. Mevcut ortak, bu işlemlerin tarafı olmasa da, onun iradesi olmaksızın bu tür şirket işlemleri ile hedef ortaklık kontrolünün ona geçmesi fiilen mümkün değildir. Bir kişinin onayı olmaksızın adi payının imtiyazlı paya dönüştürülmesi veya bir sermaye artırımında onun lehine diğer ortakların rüçhan haklarının sınırlandırılması/kaldırılması düşünülemez⁴⁴². Bunun gibi hisse senedine dönüştürülebilir tahvil ve değiştirilebilir tahvil iktisabında, dönüştürme/değiştirme talebi ihraççı anonim ortaklıktan gelse de⁴⁴³, bu senetleri edinen kişi, söz konusu dönüştürme/değiştirme ihtimalini bilerek bunları aldığına göre, işlem açısından “pasif” durumda kabul edilmemelidir.

Buna karşılık örneğin ortaklık tüzel kişiliğinin kendi paylarını iktisap etmesi veya bir pay sahibini ıskat etmesi sonucunda hedef ortaklıktaki sermaye/oy dengelerinin değişmesi sonucunda “controller” hâline gelen kişi, gerçekten yönetim kurulu ile bağlantılı durumda değilse, tamamen kendisi dışındaki bir işlem

⁴⁴⁰ Aynı yönde bkz. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 114 vd.

⁴⁴¹ Bkz. yuk. İkinci Bölüm/I/A.

⁴⁴² Karş. **A.e.**, s. 116/dpn. 139.

⁴⁴³ Bkz. Seri: II, No: 22 sayılı Tebliğ m. 40, 50.

sonucunda kontrol sahibi konumuna gelmiştir ve çağrı zorunluluğuna tabi olmamalıdır. Bunun gibi oydan yoksun payların, şirketin belirli bir süre kâr dağıtmaması ile Seri: I, No: 36 sayılı Tebliğ m. 16/1 kapsamında oylu adi paylara dönüşmesi ihtimalinde de, aynı durum söz konusudur. Zira bu değişim, oysuz pay sahibinin iradesi/katılımı, onun bir şekilde dâhil olduğu bir işlem ile gerçekleşmiş değildir. Buna karşılık Seri: I, No: 36 sayılı Tebliğ m. 16/2'ye dayanan oylu paylara dönüşme, esas sözleşmede hüküm bulunmasına ve süre şartına tabi olduğu için, oysuz pay sahibi açısından öngörülebilir bir durum olup, onun iradesi dışında gerçekleşmemiştir⁴⁴⁴.

Bir diğer irade dışı kontrol iktisabı hâli, hedef ortaklıktaki çoğunluk pay sahibinin kendi paylarının tamamını halka arz etmesi ve bunu takiben ikinci büyük pay sahibi bloğunu oluşturan ortağın “controller” hâline gelmesidir. Burada da görüldüğü üzere örneğin % 30 oranında paya sahip olan kişi, kontrolden uzakken, % 51 payın atomize olması ile birlikte, kontrolü iktisap etmektedir. Şirket, çoğunluk kontrolünden azınlık kontrolüne geçmiştir, ancak bu geçiş yeni kontrol sahibinin iradesi dışında gerçekleşmiş olup, onun çağrı zorunluluğuna tabi kılınmaması adil olan çözümdür.

Belirtelim ki, “miras” durumu da bir irade dışı iktisap olarak, burada anılabilir⁴⁴⁵ ⁴⁴⁶. Ayrıca miras yoluyla kazanılan kontrolün, çağrı zorunluluğu doğurmamasının bir diğer sebebi de, mirasçı ile murisin çağrıda bulunma zorunluluğu kurumu bakımından, ölümden önce “birlikte hareket eden” kişiler olarak kabul edilmeleridir. Dolayısıyla ölüm ile birlikte gerçekleşen iktisap, ekonomik birlik anlayışı uyarınca, farklı kişiler arasında bir el değiştirme niteliğinde değildir ve mirasçı açısından çağrı zorunluluğu doğmayacaktır⁴⁴⁷.

⁴⁴⁴ A.e., s. 68-69.

⁴⁴⁵ WpÜG § 36 ve BEHG m. 32/3 hükümlerinde miras yoluyla edinilen paylar, zorunlu çağrının doğumu açısından, açıkça, kapsam dışında bırakılmıştır.

⁴⁴⁶ Bkz. yuk. İkinci Bölüm/I/A, İkinci Bölüm/IV/F.

⁴⁴⁷ Tüm bu kapsam dışı hâllerin sonucu, bunlarda artık muafiyet incelemesine gerek olmadığı, zira çağrı zorunluluğunun yeni “controller” bakımından hiç doğmadığı, örneğin mirasçının çağrı zorunluluğundan kurtulmak için paylarını devretmesinin veya devretmeyi taahhüt etmesinin gerekmemesidir.

Çağrı zorunluluğunun iki temel gerekçesinden azınlığın kontrol değişikliğinden etkilenmemesinin sağlanması açısından kontrolün el değiştirme şekli önemli olmadığı için, “controller”ın bu şekilde pasif kaldığı işlemlerde çağrı zorunluluğunun varlığının kabulü düşünülebilirse de, burada paylaşılacak bir kontrol primi yoktur ya da bir şekilde olsa bile bunu ödeyen yeni “controller” değildir. Bu durumda, yeni kontrol sahibinin ancak durumdan haberdar olup, bundan yararlanmaya başlamasının ardından kamuyu aydınlatma sorumluluğu gündeme gelebilirse de, çağrıda bulunma zorunluluğu gibi oldukça ağır ekonomik sonuçları olan bir kuruma, hiçbir aktif işlemi/faaliyeti bulunmayan kişinin tabi tutulmaması lazımdır. Kontrol el değiştirmiş olsa da, bu, hedef anonim ortaklığa has bir özellikten kaynaklanmıştır ve yeni kontrol sahibinin bunda katkısı yoktur. Dolayısıyla menfaatler dengesi, onu bu zorunluluğa tabi kılmamayı gerektirir.

Zaten Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17'nin kanuni dayanağı olan SerPK. m. 22/i'de de, “*yönetim kontrolünün el değiştirmesine yol açacak oranda...pay iktisap edenler*”den bahsedilmektedir. Yani Kanun hükmünde, zorunlu çağrı yükümlüsünün aktif bir eylemi ile pay iktisap etmesi lazımdır⁴⁴⁸. Hâlbuki burada hedef ortaklık pay sahibi, herhangi bir yeni pay iktisabında bulunmaksızın, kendisi dışındaki bir işlem ile, hedef ortaklıkta “controller” hâline gelmektedir. Bunun gibi Tebliğ'in 17. maddesinde de “sahip olma” gibi bir duruma/konuma sonuç bağlanmakta ise de, bu konuma ulaşma konusunda “*Çağrı yoluyla hisse senedi toplanması, blok veya münferit alımlar ya da diğer herhangi bir yöntemle*” ifadesi ile konuma ulaşan kişinin, aktif bir eylemine işaret edilmektedir. Zira örnek kabilinden sayılan ihtiyari aleni pay alım teklifinde de, blok alımda da çağrı zorunluluğuna tabi olan kişi, işlemi gerçekleştirmektedir. Kaldı ki, bu tür bir ihtimalde çağrı fiyatının nasıl belirleneceği de başka bir problem olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu kapsamda son olarak belirtelim ki, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/3'ün son bendinde, “oranların istenmeden aşılması” bir muafiyet hâli olarak öngörülmüş olsa da, bu düzenleme aktif bir eylem ile pay iktisap eden kişinin, isteği dışında kontrolü elde etmesine işeret etmekte, yoksa kontrolün pasif kalınarak kazanılmasını

⁴⁴⁸ SerPK. m. 22/i ile Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17 hükmünün karşılaştırması ve Tebliğ'deki “sahip olma” ifadesinin Kanun hükmüne uygun yorumlanması gereği için bkz. KENDİGELEN, **Mütalâalar**, s. 170 vd.; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 111 vd.

karşılammamaktadır. Zira hükümde, açıkça oranların aşılmasından bahsedilmektedir. Ancak örneğin çoğunluk pay sahibinin yaptığı halka arz sonrası “controller” hâline gelen azınlığın, ne sermaye ne de oy oranı değişmektedir. Yani onun oranları aşması söz konusu değildir.

- Bir kişinin kontrol eşiğini geçecek veya kontrolü sağlayacak oranda –sermaye piyasası aracına bağlanmış veya bağlanmamış- hedef ortaklık payını alım hakkı elde etmesi veya bu oranda hisse senedine dönüştürülebilir tahvil iktisabı, ancak fiilen alım hakkının kullanılması veya tahvilin hisse senedine dönüşmesi ile çağrı zorunluluğunu gündeme getirecektir⁴⁴⁹.

(2) İstisnalar

Yukarıda incelenen kurallar kapsamında anonim ortaklığı devralan veya devraldığı varsayılan kişi üzerinde çağrıda bulunma zorunluluğu doğsa bile, gerek devralma yöntemine, gerek hedef ortaklığın içinde bulunduğu duruma, gerek hedef ortaklık pay sahiplerinin devralma işlemine yaklaşımına dayanan çeşitli gerekçeler ile çağrı yükümlüsü, bu yükümlülüğün ifasından muaf tutulabilir. Gerçekten de çağrı zorunluluğunun uygulama alanı bulması için gerekli şartların oluşmasına rağmen, amaca aykırı sonuçların ortaya çıkmasının engellenmesi, istisnaların öngörülmesi ile mümkün olmaktadır⁴⁵⁰.

Burada tıpkı rekabet hukukundaki “muafiyet” kurumunda olduğu gibi, öncelikle çağrıda bulunma zorunluluğunu doğuran olay gerçekleşecek, ancak sonrasında çağrı yükümlüsünün başvurusu üzerine, menfaat dengesinin^{451 452}

⁴⁴⁹ Bkz. ve karşı. City Code Kural 9.1/Not 10 (F9-F10), City Code Kural 9.1/Not 15 (F11); WpÜG § 30/1-5. İnc. yuk. İkinci Bölüm/IV/G; Üçüncü Bölüm/dpn. 383; A.e., s. 80-81, 85.

⁴⁵⁰ MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 124.

⁴⁵¹ Söz konusu menfaat dengesi, zorunlu çağrıya ilişkin kuralların öngörülme sebepleri olan azınlık pay sahiplerinin korunması, fırsat eşitliğinin sağlanması ve kontrol priminin paylaşılması şeklindeki menfaatlere karşın, devralma işleminin özellikle hedef ortaklık açısından sağladığı ekonomik fayda ve büyüme/kurtulma imkânının yarattığı menfaat arasındadır. Muafiyet kararı verilip verilmeyeceği noktasında ilgili kamu otoritesi, üstün tutacağı menfaati belirleyecektir.

⁴⁵² Muafiyet kurumunun ihdası açısından *Manavgat* da, iki türlü menfaate işaret etmekte ve şöyle demektedir: “Zorunlu teklif kuralları, hedef ortaklık ortaklarına fırsat eşitliği sağlamakla birlikte, teklif sahibine ağır bir mali külfet yüklediği için aleni pay alım teklifleri üzerinde caydırıcı bir rol de oynayacaktır. Bu durum, hedef ortaklık ortağının primden yoksun kalması, ortaklığın ihtiyacı olan yönetim değişikliği ve sermaye girişinin önlenmesi ya da kontrol değişikliğinden sonra da ortakların isteğine rağmen kısmi teklifin yapılamaması gibi olumsuz

sağlanması amacı ile, Tebliğ’de sayılan sınırlı sayıda⁴⁵³ sebeplerden birine veya daha fazlasına dayalı olarak⁴⁵⁵, SPK çağrı yükümlüsünü, yükümlülüğün ifasından “muaf tutma” kararı alacaktır⁴⁵⁶. Böylelikle çağrı zorunluluğu gibi oldukça katı bir hukuki çözümün yaratabileceği sakıncaların önlenmesi, bir dereceye kadar, mümkün hâle gelmekte, makro ve/veya mikro düzeyde ekonomik açıdan önemli yararları olabilecek anonim ortaklığın devralınması işleminin önü açılabilir.

Muafiyet kararı/kurumu, sermaye piyasasına doğrudan müdahale teşkil eden çağrı zorunluluğunun, bir başka kamusal müdahaleci işlem ile muhtemel olumsuz etkilerinin bertaraf edilmesi sistemidir.

Burada Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/1 uyarında çağrı zorunluluğunun uygulama alanına girilmekte ancak gene Tebliğ’in üçüncü fıkrasındaki gerekçelerden biri ile Tebliğ’deki çağrı zorunluluğunun uygulanmayacağına karar verilmektedir. Dolayısıyla SPK’nın kendisine yapılan başvuru üzerine, bir pay iktisabının, hedef ortaklık nezdinde diğer payların satın alınması zorunluluğuna yol açmadığı şeklindeki kararı, rekabet hukukundaki “menfi tespit kararı (RKK. m. 8)”na benzer⁴⁵⁷ ve bu hâlde ayrıca muafiyet incelemesi yapıl(a)maz.

*sonuçlara yol açabilir. Ortakların fırsat eşitliğinden yararlanma hakkına üstün tutulabilecek menfaatler söz konusu olduğunda, zorunlu teklif kurallarına istisna getirilmesi, anılan olumsuz sonuçların önlenmesi bakımından gereklidir.” A.e., s. 261. “Üstün tutulabilecek hak ve menfaat” açıklaması için ayrıca bkz. DİNÇ, **Çağrı**, s. 270.*

⁴⁵³ Muafiyet sebeplerinin, yasal düzenlemede sınırlı sayıda gösterilmesi ve çağrı zorunluluğunun – hem azınlığı hem de sermaye piyasası bağlamında kamu menfaatini koruyucu- emredici karakteri karşısında, esas sözleşme ile gerek burada sayılanlar dışındaki bir muafiyet sebebinin belirlenmesi gerek de çağrı zorunluluğunun hedef ortaklıkta bütünüyle uygulanmayacağına öngörülmesi mümkün değildir. Bu yöndeki esas sözleşme hükümleri, yasal dayanağın bulunmaması sebebiyle, geçersizdir. Bkz. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 51-52. İsviçre’deki “opting-out” imkânı için bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/IV/B/3/a/(3).

⁴⁵⁴ SPK’nın Tebliğ’de yer almadığı hâlde özel nitelikli kararlar almasının, birel işlemler ile ilave muafiyet sebepleri öngörmesinin mümkün olmadığı, buna karşılık yetkili kamu otoritesi sıfatı ile genel nitelikli düzenleyici işlemler, özellikle Tebliğ değişikliği yoluyla yeni muafiyet sebepleri belirleyebileceği yönünde bkz. ve karşı. ÇEKER, **Çıkma Hakkı**, s. 66; DİNÇ, **Çağrı**, s. 288.

⁴⁵⁵ Birden fazla muafiyet sebebinin muafiyet kararı verilmesine etki ettiği bir örnek için bkz. 2001/14 sayılı Haftalık Bülten (02.04.2001-06.04.2001), s. 3.

⁴⁵⁶ Dinç, muafiyeti “*ilgili kişilerin talebi üzerine ve Tebliğ’de öngörülen durumların varlığı hâlinde, çağrı yükümlülüğü doğuran pay iktisaplarına çağrıda bulunma yükümlülüğüne ilişkin m. 17 hükmünün tatbik edilmeyeceğine ilişkin SPK tarafından tesis edilen bir karardır*” şeklinde tanımlamaktadır. A.e., s. 270.

⁴⁵⁷ Rekabet hukukundaki menfi tespit kararı için bkz. ASLAN, **Rekabet Hukuku**, s. 461-462; GÜVEN, **Rekabet Hukuku**, s. 522 vd.

Tebliğ’de öngörülen ve aşağıda incelenen muafiyet sebeplerinden birisinin gerçekleşmesi, otomatik olarak, devralanın çağrı zorunluluğundan muaf hâle gelmesine yol açmaz⁴⁵⁸. Muafiyet, ancak SPK’nın bu yöndeki kararı ile gerçekleşir⁴⁵⁹. Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/3’ün ilk cümlesinde kullanılan “*Kurul’ca muafiyet getirilebilir*” ve m. 17/4’ün ikinci cümlesindeki “*Kurul...muaf kılabilir*” ifadelerinden anlaşılacağı üzere, muafiyet sebeplerinin varlığına rağmen, SPK’nın muafiyet kararı verme hususundaki takdir yetkisi saklıdır⁴⁶⁰. SPK, yukarıda işaret edilen menfaat dengelerini göz önüne alarak, üstün tutacağı menfaat doğrultusunda muafiyet kararı verecek veya vermeyecektir. Yani SPK’nın muafiyet kararı, “açıklayıcı” değil, “kurucu” niteliktedir.

Buna karşılık SPK’nın muafiyet kararını, re’sen verme yetkisi yoktur. Muafiyet kararı, ancak başvuru üzerine verilebilir. Çağrı yükümlüsünün, şartları gerçekleşse dahi, muafiyet talebinde bulunmaması ve çağrı zorunluluğunu yerine getirmesi mümkündür.

Muafiyet kararının, talebe bağlı olması, talebin şartı ve kararın verilme şekli, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/4’de; “*Muafiyet başvurularının, çağrı yapma zorunluluğunun doğmasını izleyen beş gün içerisinde çağrı yapmakla yükümlü olanlar tarafından Kurul’a yapılması gerekir. Kurul, uzmanları aracılığıyla yapacağı incelemeler ve talep edeceği bilgi ve belgelerin değerlendirilmesi sonucunda muafiyet koşullarının gerçekleştiği sonucuna varırsa, ilgilileri çağrı yapma yükümlülüğünden muaf kılabilir.*” hükmü ile ortaya konulmuştur.

Demek ki, muafiyet başvurusunun SPK’ya yönelik olarak, çağrı zorunluluğunun doğmasına sebep olan devralma işleminin tamamlanmasından^{461 462}

⁴⁵⁸ Bununla birlikte yabancı ülkelerde yasal örnekleri görülen ve doktrinde “muafiyet”ten farkını ortaya koymak üzere “istisna” adı verilen, kontrolün ihtiyari aleni pay alım teklifi ile veya miras yoluyla elde edilmesi gibi hâllerde, herhangi bir idari karara gerek olmaksızın, çağrı zorunluluğu hiç doğmamaktadır. Bkz. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 176.

⁴⁵⁹ SAKA, **Çağrı**, s. 20; DİNÇ, **Çağrı**, s. 286; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 190.

⁴⁶⁰ Bu yetkinin sınırsız olmadığı yönünde bkz. SAKA, **Çağrı**, s. 20; KENDİGELEN, **Mütalâalar**, s. 233 vd.; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 190.

⁴⁶¹ Tebliğ hükmünde beş günlük sürenin başlangıcı olarak, çağrı yapma zorunluluğunun doğması esas alınmıştır. Çağrı zorunluluğu, devralmayı sağlayan pay iktisabının gerçekleştiği tarih olduğu için, örneğin nama yazılı hisse senetlerinin satın alınması ile gerçekleşen bir devralma işleminde, alıcı taraf pay sahibi sıfatını ve bunun sonucunda hedef ortaklık kontrolünü ancak pay

itibaren en fazla beş gün içerisinde, çağrı yükümlüsü devralan tarafından yapılması lazımdır⁴⁶³. Öte yandan söz konusu beş günlük başvuru süresine ilişkin Tebliğ'in 17/4. madde hükmü, maddenin lafzı farklı yöndeki bir yorumu da mümkün kılmakla birlikte, bir düzen hükmü niteliğinde olup, muafiyet başvurularının değerlendirilmesine yönelik kesin bir süre sınırı getirmemektedir⁴⁶⁴. SPK, beş günün geçmesinden sonra yapılan başvuru üzerine, yükümlünün süre şartına uyum konusunda uyarılması ile birlikte, muafiyet kararı verebilmektedir⁴⁶⁵.

Muafiyet başvurusunun yapılmasının, hatta SPK'nın muafiyet kararı vermesinin ardından ilgili kişinin, çağrı yükümlülüğünü fiilen ifa etmesi ve hedef ortaklık pay sahiplerinin tümüne yönelik olarak aleni pay alım teklifinde bulunması

defterine kayıt ile birlikte elde edebileceği için, gerek çağrı zorunluluğu gerek de beş günlük muafiyet başvuru süresi, pay defterine kayıt ile birlikte başlayacaktır.

Özelleştirme istisnası bir tarafa, -ileriye yönelik olarak- gerek devralmanın gerçekleşmesine gerek de muafiyet koşulunun oluşmasına bağlı olarak, şarta bağlı muafiyet kararı verilemez. DİNÇ, **Çağrı**, s. 289.

Öte yandan uygulamada muhtemel bir çağrı yükümlülüğünün doğuracağı maliyet dikkate alınarak, anonim ortaklık devralınmadan önce SPK'ya, tüm dünyada uygulaması olan "no-action letter" (temiz işlem mektubu) başvurusunda bulunmaktadır. Burada devralmayı yani kontrol değişikliğini sağlayan hukuki işlem henüz gerçekleştirilmemekte/tamamlanmamakta, ancak muhtemel alıcı, işlem sonrasında kendisine muafiyet tanınıp tanınmayacağını kamu otoritesinden sormaktadır. SPK, bu hâlde, muafiyet kararı niteliğinde olmayan, istisari nitelikteki görüşünü açıklayarak, işlem sonrasında muafiyet tanınıp tanınmayacağı hususunda yol gösterici bir karar alabilmektedir. Bu kararın varlığına rağmen, devralan, devir işleminden itibaren beş gün içinde muafiyet için yeniden başvuru yapmak zorundadır. Söz konusu muafiyet başvurusunda, SPK işlemlerin gerçekten kendisine daha önceden bildirildiği şekilde gerçekleşip gerçekleşmediğini ve çağrı zorunluluğunu ilgilendiren şartların değişip değişmediğini irdeleyecek ve buna göre farklı bir sonuca varabilecektir. Bkz. örn. 2006/5 sayılı Haftalık Bülten (06.02.2006-10.02.2006), s. 3; 2006/25 sayılı Haftalık Bülten (29.05.2006-02.06.2006), s. 4.

⁴⁶² Özelleştirme kapsamında gerçekleşen pay iktisaplarında muafiyet başvurusunun, kamu paylarının satışı gerçekleşmeden önce yani çağrı zorunluluğu doğmadan yapıldığı belirtilmektedir. ÖİB, satıcı/devreden olarak, yani çağrı yükümlüsü olmamasına rağmen, müstakbel alıcılar için muafiyet başvurusu yapmaktadır. Bkz. **A.e.**, s. 286.

Özelleştirmenin, bir muafiyet sebebi olarak öngörüldüğü Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/son'un lafzı, tartışmaya açıktır. Muafiyet başvurusuna gerek olmaksızın SPK'nın re'sen muafiyet kararı alabileceği izlenimi vardır. Bu sebeple, ÖİB'in de başvuruda bulunabileceği savunulabilir. Ancak devralma işlemi gerçekleşmeden ve çağrı zorunluluğu doğmadan muafiyet başvurusunun yapılabileceği ve SPK'nın muafiyet kararı alabileceği hususuna yönelik maddede bir açıklık yoktur. Bilâkis "...kamu paylarının satışında bu Tebliğe göre çağrı yükümlülüğü doğduğu takdirde...muafiyet getirilebilir." ifadesi, burada da devir işleminin gerçekleştirilmiş olduğunun arandığını göstermektedir.

⁴⁶³ Özelleştirme işlemlerinde muafiyet başvurusunun devralmadan önce yapılmasına paralel olarak, bu aşamada devralan/alıcı belli olmadığı için muafiyet başvurusu devreden/satıcı konumdaki ÖİB tarafından yapılmaktadır. DİNÇ, **Çağrı**, s. 286; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 190.

⁴⁶⁴ KENDİGELEN, **Mütalâalar**, s. 233, KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 191-192.

⁴⁶⁵ Bkz. örn. SPK 2005/16 Sayılı Haftalık Bülten (11.04.2005 – 15.04.2005), s. 5.

mümkündür. Bunun gibi beş günlük süre şartı saklı kalmak kaydıyla, çağrı yükümlülüğünün hiç doğmadığının tespitine veya çağrı zorunluluğunun ifasına yönelik talebin, muafiyet başvurusuna çevrilmesi mümkündür. Ya da muafiyet başvurusu terditli olarak yapılarak; öncelikle çağrı zorunluluğunun doğmadığının belirlenmesine ilişkin bir menfi tespit başvurusu, ancak bu kabul edilmezse muafiyet kararı verilmesi de talep edilebilir.

SPK'nın verdiği muafiyet kararı, çağrı yükümlülüğünü sona erdirdiği için, zorunlu çağrıdan yararlanabilecek olan azınlık pay sahipleri, çağrının ifasına yönelik özel hukuk temelli bir dava açamazlar. Muafiyet konusundaki takdir yetkisi münhasıran SPK'ya aittir. SPK'nın söz konusu takdir yetkisinin, yargısal denetim yeri ise, idare mahkemeleridir. Dolayısıyla bu ihtimalde, SPK'nın muafiyet kararının gerekli şartlar oluşmaksızın alındığını düşünen ilgililerin ancak, bu kararın iptali için idari yargıya başvurmaları gerekmektedir⁴⁶⁶.

Muafiyet kurumu, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17'nin üçüncü, dördüncü ve beşinci fıkralarında düzenlenmektedir. Üçüncü fıkra, “*Bu madde uyarınca çağrı yapma zorunluluğuna, aşağıdaki hâllerin varlığı hâlinde, Kurul'ca muafiyet getirilebilir...*” hükmü ile başlayarak, devamında dört bent hâlinde muafiyet sebeplerini sıralamaktadır. Beşinci fıkrada da, özel bir muafiyet sebebi düzenlemesi yapılmıştır. Dördüncü fıkra ise, yukarıda incelendiği üzere, muafiyet verilme şekline yönelik bir düzenlemedir.

Şimdi muafiyet kurumu açısından esas önemli olan, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/3 ve 5'de sayılan, -gerek farklı hukuk sistemlerinde gerek de Taslak Tebliğ'de⁴⁶⁷ farklı düzenlemelere tabi tutulan- muafiyet sebeplerini/hâllerini inceleyelim:

i) Hedef ortaklık açısından zorunluluk

Tebliğ'in 17/3. maddesinde ilk muafiyet sebebi, “*ortaklığın hisse senetlerinin ve oy haklarının iktisabının, ortaklığın mali yapısının güçlendirilmesi bakımından zorunlu olan bir sermaye veya yönetim yapısı değişikliği gereğince*

⁴⁶⁶ A.e., s. 178.

⁴⁶⁷ Taslak Tebliğ'deki yeni muafiyet sebepleri için bkz. m. 11/1-b, ç.

gerçekleştirilmesi.” şeklinde düzenlenmiştir. Söz konusu muafiyet hâli, hedef ortaklığa yönelik olup, devralmanın hedef ortaklığın mali yapısı itibarıyla ortaklık açısından zorunluluk teşkil etmesi gereğine dayanmaktadır⁴⁶⁸. Belirtelim ki, birçok devralma, hedef ortaklığın verimliliğini artırıp, ortaklığın mali yapısını olumlu yönde etkiler. Ancak bu durum, inceleme konusu muafiyet sebebinin uygulanması için yeterli değildir. Yani kontrol sahibi değişikliğinin sadece hedef ortaklığın yararına olması yeterli olmayıp, ayrıca bu değişikliğin ortaklığın içinde bulunduğu mali sıkıntının aşılması bakımından zorunluluk teşkil etmesi gerekmektedir.

Buna göre hedef ortaklık mali açıdan zor durumda ise⁴⁶⁹ ve anonim ortaklığın devralınması sayesinde sağlanacak finansman ile ortaklık bu zor durumdan kurtulacak ise, hedef ortaklığın ihtiyacı olan sermayeyi ve yönetim organizasyonunu sağlayacak bir potansiyel alıcı grubun zorunlu çağrı yükümlülüğüne tabi tutulması, devralmayı engelleyebilecek ve bu durumdan ortaklık tüzel kişiliği ile birlikte en başta, zorunlu çağrı ile korunması amaçlanan hedef ortaklık pay sahipleri zarara uğrayacaktır. Dolayısıyla bu tür bir durumda menfaat dengesi itibarıyla, uzun vadede hedef ortaklığın mali bünyesinin güçlenerek kârlı hâle gelme ihtimaline üstünlük tanınması lazımdır. Ortaklığın tüzel kişilik olarak sürdürülebilirliği, ortaklıklar hukuku ve ekonomisinde, en üstün menfaat olmalıdır. İşte burada ortaklık tüzel kişiliğinin makro menfaati, pay sahiplerinin kısa vadeli mikro menfaatine üstün tutulmakta ve uzun vadede bundan pay sahiplerinin de yarar sağlayacağı düşünülmektedir.

Bu istisnanın/muafiyet hâlinin uygulanmasına tutarlılık ve objektiflik kazandırılabilmesi için hedef ortaklığın mali bünyesinin, sermaye ve yönetim yapısı değişikliği ihtiyacının, her somut olayın kendi özel şartları göz önüne alınarak objektif bir şekilde tespiti şarttır. Tebliğ hükmünde buna işaret edilmiş ve SPK'nın bu şartın varlığının, bağımsız bir kuruluş raporuyla kanıtlanmasını isteyebileceği gibi, kendi uzmanlarına gerekli incelemeleri yaptırabileceği de belirtilmiştir.

⁴⁶⁸ Bu konuda bkz. MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 261-262; DİNÇ, **Çağrı**, s. 271 vd.

⁴⁶⁹ İşbu muafiyet sebebi açısından anonim ortaklığın mali durumunun zayıf/bozuk olduğunun kabulü için geçici likidite eksikliğinin dahi yeterli olduğu; ödemelerin tatil edilmesi, acz hâline düşülmesi, iflas prosedürünün başlaması veya konkordato ilanı gibi koşulların mutlak olarak aranmadığı hususunda bkz. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 182.

Böylelikle SPK, muafiyet başvurusu üzerine pay iktisabının “ekonomik sonucu”nu göz önüne alarak, yapacağı veya yaptıracığı inceleme ile sonuca varacaktır^{470 471}.

ii) Pay sahiplerinin onayı

Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/3’ün ikinci bendinde, bir diğer muafiyet sebebi, “*ortaklığın hisse senetlerinin ve oy haklarının iktisabının, TK’nun 388 inci maddesinin ikinci fıkrasının birinci cümlesindeki yetersayı ile toplanan ortaklık genel kurulunda onaylanması*” şeklinde belirlenmiştir. Yabancı mevzuatta da karşılığı bulunan söz konusu muafiyet hâlinin öngörülme gerekçesi, çağrı yükümlüsünün yapacağı aleni tekliften yararlanacak olan hedef ortaklık pay sahiplerinin, çağrı zorunluluğunu doğuran işlemin yapılma/gerçekleşme aşamasında veya sonrasında bir şekilde, bu işleme muvafakat vermiş olmalarıdır. Böylelikle devralma zaten hedef

⁴⁷⁰ Doktrinde, SPK uygulamasında 4743 sayılı “Mali Sektöre Olan Borçların Yeniden Yapılandırılması ve Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun” hükümleri çerçevesinde alacakların tasfiyesi amacıyla, alacaklı mali kurumlarca iktisap edilen ortaklık payları açısından muafiyet tanındığı belirtilmektedir. DİNÇ, **Çağrı**, s. 272. Biz, 4743 sayılı Kanun kapsamındaki iktisapların, esas itibarıyla dördüncü bentteki muafiyet hâlinde yararlanabileceğini ve inceleme konusu -hedef ortaklığın mali yapısının güçlendirilmesi açısından tanınan- istisnai düzelemenin uygulama alanının 4743 sayılı Kanun ile sınırlı olmadığı kanaatindeyiz.

⁴⁷¹ *Dinç*, Fransız sermaye piyasası sisteminde yer alan kontrol oranının aşılmasının ortaklık pay sahipleri tarafından onaylanan bir sermaye artırımını neticesinde gerçekleşmesi hâline yönelik muafiyet sebebinin, hedef ortaklığın mali yapısına ilişkin istisnaya/muafiyet hâline muadil bir düzenleme olduğunu belirtmektedir. **A.e.**, s. 273. Yazarın buna gerekçe olarak ileri sürdüğü, ortaklık pay sahiplerinin onayını taşıyan sermaye artırımının çoğu zaman ortaklığın mali yapısının güçlendirilmesi amacına matuf bir artırım niteliğinde olduğu, zira ortaklıkların meydana gelen bir ihtiyaçtan dolayı sermaye artırımını yoluna gittikleri ve ihtiyacın alınan karar ile pay sahiplerince teyit edildiği hususu, burada gerekçe olarak kullanılamaz. Unutulmamalıdır ki, anonim ortaklıklar hukukunda, kayıtlı sermaye sistemi bir tarafa bırakılırsa, her türlü sermaye artırımını zaten pay sahiplerinin onayı ile gerçekleştirir. Sermaye artırımının herhangi bir gerekçe gösterilerek yapılması şart olmadığı gibi, iktisadi açıdan sermaye artırımının birçok gerekçesi bulunabilir. Kaldı ki, hedef ortaklığın mali yapısına ilişkin muafiyet hâlinde, hedef ortaklık mali açıdan zor durumdadır ve bu zor durum, objektif olarak tespit edilmiştir. Hâlbuki mali bir kaynağa herhangi bir şekilde ihtiyaç duyan anonim ortaklığın, mali açıdan kuvvetli olsa dahi, sermaye artırımına, örneğin finansman avantajı sebebiyle başvurması mümkündür ve olağandır. Yazarın düşüncesi doğru olsaydı, dış kaynaklı sermaye artırımını yapan her anonim ortaklığın, mali açıdan zor durumda olduğunun kabulü gerekecekti. Sermaye artırımını, anonim ortaklık devirlerinde, getirilen finansmanın doğrudan ortaklık aktiflerine dâhil olmasının istendiği her durumda başvuru bir yöntemdir. Sermaye artırımının bir devralma yöntemi olduğu hususunda bkz. yuk. İkinci Bölüm/IV/B/1. Yazarın değindiği pay sahiplerinin onayına ilişkin istisna, Fransız hukukuna has olmamanın ötesinde, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ sisteminde dahi m. 17/3’ün ikinci bendindeki muafiyet hâlinin uygulama alanına girmektedir.

Öte yandan hedef ortaklığın mali durumuna ilişkin muafiyet verilmesinde, devralma yönteminin sermaye artırımını ile sınırlı olmadığı hususunda bkz. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 184.

ortaklık pay sahiplerinin katılımı ile gerçekleşmiş ise, bu kişiler devralma işleminin dışında değillerdir ve devralmadan ötürü çağrı zorunluluğu gibi ayrı bir kurum ile korunmaları gerekmemektedir.

Burada ağırlaştırılmış toplantı nisabı kuralları çerçevesinde toplanan hedef ortaklık genel kurulunun aldığı karar, öncelikle hedef ortaklığın devralma işlemi karşısındaki iradesini, ancak daha çok pay sahiplerinin işleme onaylarını ifade etmektedir.

Tebliğ hükmünde TK. m. 388/2-c.1'e yapılan atıf sebebiyle, hedef ortaklığın muafiyet kararına esas olacak genel kurul toplantısının yapılabilmesi için şirket sermayesinin en az üçte ikisine sahip olan pay sahiplerinin (veya temsilcilerinin) hazır bulunması lazımdır. Karar nisabı ise, mevcut oyların çoğunluğudur (TK. m. 378/1, 388/4).

Genel kurul kararının, en azından, muafiyet başvurusundan önce alınmış olması şarttır⁴⁷². Ancak istisnaen özelleştirme uygulamalarında görüldüğü üzere, devirden önce ÖİB tarafından yapılan başvurularda, şartlı olarak, yani genel kurulun onay kararı almasına bağlı olarak muafiyet kararının verildiği görülmektedir⁴⁷³.

Söz konusu muafiyet hâli, ya devralmanın bizzat hedef ortaklık pay sahiplerinin katıldığı bir işlem ile gerçekleşmesi durumunda ya da devralmanın hedef ortaklık pay sahiplerince ayrı bir işlem ile onaylanması hâlinde uygulama alanı bulacaktır.

Hedef ortaklıktaki esas sermaye artırımını (ve bunu takip eden mevcut pay sahiplerinin rüçhan haklarının sınırlanması/kaldırılması ve ihraç edilecek yeni

⁴⁷² Doktrinde buradaki muafiyet hâlinin uygulanabilmesi için genel kurul kararının, kontrol değişikliğine yol açan pay iktisabından önce alınmış olması gerektiği savunulmaktadır. DİNÇ, **Çağrı**, s. 275-276; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 185. Pay sahiplerinin ilgili işlem yönündeki olumlu iradelerinin var olması ve Tebliğ'de bu yönde sınırlandırıcı bir ifade bulunmaması karşısında, kanaatimizce, iradenin oluşma anı, muafiyet verilmesine engel oluşturmamalıdır. Tabi ki, bu iradeyi simgeleyen genel kurul kararının, en geç, muafiyet başvurusu sırasında var olması lazımdır.

⁴⁷³ Bkz. SPK 2000/49 sayılı Haftalık Bülten (11.12.2000-15.12.2000), s. 4. Doktrinde kontrol değişikliğinden önce genel kurul kararı alınması şartına bağlı olarak muafiyet kararı verildiğinden ve bunun "daha ziyade" ÖİB'nin portföyünde bulunan hisselerin devrinde söz konusu olduğu belirtilmektedir. DİNÇ, **Çağrı**, s. 276; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 185-186. Belirtelim ki, kontrol değişikliği gerçekleşmeksizin, şartlı olarak muafiyet kararı verilmesi, münhasıran, özelleştirme uygulamalarına has bir işlem olup, burada her iki yazarın da "daha ziyade" ifadesini kullanmaları hatalıdır.

payların devralacak üçüncü kişiye tahsisi) ile kontrol sahibinin değişmesi birinci duruma⁴⁷⁴; devralan ile devreden arasındaki hisse satım sözleşmesinin hedef ortaklık genel kurulunda onaylanması ikinci duruma örnektir. Her iki durumda da çağrı zorunluluğu kurumunun korumak istediği pay sahipleri, işleme bir şekilde katılmışlardır ve onları, aksi yöndeki iradelerine rağmen korumak yerinde değildir⁴⁷⁵.

Çağrı zorunluluğunun, koruma kapsamına hedef ortaklığın mevcut “controller”ı girmemektedir. Dolayısıyla gerek sermaye artırımını kararının gerek de pay satışının onaylanması kararının, nisaplar açısından, “controller” olan kişinin oyu olmaksızın alınabilecek olması lazımdır. Yoksa muafiyet düzenlemesi anlamını yitirecektir⁴⁷⁶. Özellikle konsantre bir sermaye yapısına sahip Türk halka açık anonim ortaklıklarında, çoğu durumda, devreden zaten hem sermaye hem de oy oranı itibarıyla gerekli nisaplara, tek başına veya birlikte hareket ettiği pay sahiplerinin katılımı ile ulaşma imkânına sahiptir. Dolayısıyla söz konusu genel kurul kararını ve muafiyet durumunu, devredenin münhasır iradesine bırakmak çağrı zorunluluğunun düzenleme amacı ile tutarlı olmayacaktır. Azınlık pay sahiplerinin, sermaye artırımını/onay kararının alındığı genel kurul toplantısına katılabilmeleri yeterli değildir, ayrıca kararın alınma şekline doğrudan etki gücüne de sahip olmalıdırlar. Azınlığın kendi içindeki çoğunluk, kararda müessir olmalıdır⁴⁷⁷.

⁴⁷⁴ Sermaye artırımını kararı, TK. m. 388/3'deki daha düşük toplantı nisapları ile toplanan genel kurulda alınabilir. Hâlbuki Tebliğ'deki muafiyetten yararlanılabilmesi için pay sahiplerinin onayı niteliğindeki genel kurul kararında, asgari 2/3'lük toplantı nisabının sağlanması şarttır. Dolayısıyla söz konusu orandan düşük orandaki nisap ile toplanan genel kurulun aldığı sermaye artırımını kararı ile gerçekleşen devralmalarda, pay sahiplerinin onayına ilişkin muafiyet şartı gerçekleşmiş olmaz.

Öte yandan anılan nisap kuralına uyulması kaydıyla bir sermaye artırımını kararı ile devralma gerçekleşmiş ise, işbu muafiyet hâlinin uygulama alanı bulması için, genel kurulda sermaye artırımını dışında ayrı bir gündem maddesi altında kontrol değişikliği durumunun da görüşülüp, onaylanması şartı aranmamalıdır. Tebliğ hükmünde sadece “*hisse senetlerinin ve oy haklarının iktisabının...onaylanması*” aranmaktadır. Rüşhan haklarının sınırlanması ve ihraç edilecek yeni payların kime tahsis edileceğinin kararlaştırılmış olduğu bir sermaye artırımını işlemini gerçekleştiren genel kurulun, devralma işlemine ve devralana yönelik olumlu iradesini ortaya koymuş olduğu kabul edilmeli ve ayrı bir onay kararının bulunmadığından bahisle muafiyet talebi reddedilmemelidir. K.g. A.e., s. 186-187.

⁴⁷⁵ DİNÇ, **Çağrı**, s. 274.

⁴⁷⁶ Muhtemelen bu sebeple, Taslak Tebliğ'de söz konusu muafiyet hâli yer almamaktadır.

⁴⁷⁷ Devredenin oyunun nisaplarda dikkate alınmaması gerektiği yönünde bkz. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 185.

Bunun gibi onay kararı, devir işleminin sonrasında gerçekleşecek ise, devralan kişi, kurumun doğası gereği, oydan yoksun olmalıdır. Burada oydan yoksunluğun var olup olmadığının belirlenmesinde, TK. m. 374 ile sınırlı kalınmamalı ve gene kurumun amacına uygun yorum yapılmalıdır. Zira anılan hükümdeki yasak, TK. hükümleri göz önüne alınarak düzenlenmiştir. Hâlbuki Tebliğ’de, TK. sisteminde bulunmayan bir şekilde, hedef ortaklık genel kurulunun, esasen kendisi dışında gerçekleşen ve tarafı olmadığı bir işleme onay verip vermemesine sonuç bağlanmaktadır^{478 479}.

⁴⁷⁸ Gerçekten de, genel kurulda oydan yoksunluğun düzenlendiği TK. m. 374 incelendiği vakit, pay sahiplerinin kendileri ile ortaklık tüzel kişiliği arasındaki şahsi bir işe veya davaya dair olan müzakerelerde oy hakkını kullanamayacakları hükme bağlanmaktadır. Bu kişilerin toplantıya katılma hakları vardır, ancak oy kullanamazlar. İşte sermaye artırımı ve pay sahiplerinin rüçhan haklarının sınırlandırılması/kaldırılması ve yeni payların üçüncü kişilere tahsisi ile, ihraç edilen yeni payları edinen üçüncü kişilerin pay oranları ile ortaklıkta “controller” hâline gelmeleri esasına dayalı devralma işlemi, bir ortaklık (genel kurul) kararına dayanmaktadır. Bu karara konu işlem, TK. m. 374/1 anlamında ortaklığın mevcut “controller”ı ile ortaklık tüzel kişiliği arasındaki şahsi bir işe ilişkin değildir. Bununla birlikte genel kurul kararı ile birlikte ortaklık kontrol değişikliği gerçekleşmekte ve bu kararın varlığı, bu tür durumlarda söz konusu olan çağrı zorunluluğundan muafiyet tanınmasına dayanak teşkil etmektedir. Dolayısıyla muafiyet kararının verilebilmesi için, çağrı zorunluluğundan yararlanacak olan azınlık pay sahiplerinin toplantıya katılanlarının çoğunluğunun, genel kurul kararına olumlu oy vermiş olması şarttır. Buna karşılık devralma işleminin ve sermaye artırımının doğası gereği bu hâlde, ortaklığın mevcut kontrol sahibinin oydan yoksun olduğu söylenemez. Yani mevcut “controller” istemedikçe ortaklığın bu tür bir sermaye artırımına gitmesi mümkün ve mantıklı değildir. Sermaye artırımı ve devamında kontrol değişikliği, mevcut “controller”ın oyları ile gerçekleşecek, ancak çağrı zorunluluğundan muafiyet için azınlık pay sahiplerinin çoğunluğu da bu işleme onay vermiş olacaktır.

Öte yandan devralma (hisse satışı) sonrasındaki genel kurul onayına dayalı muafiyet hâlinde, mevcut controller, genel kurul kararının dışında gerçekleşmiş olan işlemin tarafı olup, bu işlem TK. m. 374/1 anlamında “ortaklık ile arasındaki şahsi bir iş” niteliğinde olmasa dahi, genel kuruldaki onay kararının alınmasında oydan yoksun olmalıdır. Hedef ortaklık pay defterinde kayıt değişikliği yapılmadan önce hisseleri hisse satım sözleşmesi ile satan mevcut kontrol sahibinin ya da pay defterindeki değişikliğin ardından yeni kontrol sahibinin, oyları ile genel kurulun aldığı “onay” kararının, söz konusu muafiyet hâlinin düzenlenme amacı olan çağrı zorunluluğunun koruduğu kişilerin zaten devralmayı bir şekilde kabul etmiş olmaları esasını örtüşmez. Zira bu hâlde genel kurul kararını alan, azınlığın muhtemel muhalefetine rağmen, devralma işlemini gerçekleştirenlerdir. Dolayısıyla oydan yoksunluğun istisnai bir düzenleme olmasına dayalı dar yorumlanması gerektiğine ilişkin düşünce tarzı, bir başka kurumun konuluş amacına aykırı bir sonuca varılmasını haklı kılmayacaktır. Karş. TEOMAN, **Yoksunluk**, s. 15 vd., 87, 101 vd.

⁴⁷⁹ Doktrinde *Manavgat*, “...hem rüçhan haklarının kısıtlanması hem de satışın onaylanmasına ilişkin genel kurul kararlarına, kontrolü ele geçiren grubun katılmaması ya da kullandıkları oyların karar yetersayısında dikkate alınmaması, sadece diğer ortakların kontrol değişikliği konusundaki iradelerini tespit bakımından hükme bağlanabilir.” diyerek, “yoksunluk” hâlinin sanki ancak yasal düzenleme ile söz konusu olabileceği izlenimi yaratmıştır. MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 262. Kaldı ki yazar, olaya aynı zamanda tek taraflı bir biçimde sadece kontrolü ele geçiren kişi yani yeni “controller”ın oydan yoksunluğu bakımından yaklaşmıştır. Hâlbuki yazarın belirttiği rüçhan haklarının kısıtlanması kararı, zaten yeni kontrol sahibi pay sahibi

Yoksa genel kurul kararına karşı azınlığın iptal davası açma hakkını haiz olması da, çağrı zorunluluğu kurumunun koruduğu pay sahiplerine, işlemi “onay” yetkisinin verildiği anlamına gelmeyecektir⁴⁸⁰. Aksi takdirde kayıtlı sermaye sistemindeki yönetim kurulu kararı ile yapılan sermaye artırımına, rüçhan haklarının kaldırılmasına ve yeni payların üçüncü kişilere tahsisine dayalı devralmada dahi, azınlık pay sahiplerinin onayından bahsedilebilecektir ki, bunun kabule şayan olmadığı açıktır⁴⁸¹.

iii) Yönetim hâkimiyetinde değişiklik olmaması

Burada anonim ortaklık kontrolündeki gerçek duruma üstünlük tanıyan bir muafiyet hâli öngörülmüştür. Çağrı zorunluluğu, anonim ortaklık kontrol sahibi değişikliğinin yani ortaklığın devralınmasının bir sonucudur. Ancak sermaye piyasasının duyduğu hız ve belirlilik ihtiyacı sebebiyle, kontrolün anlamı noktasında örneğin rekabet hukukundaki gibi “belirleyici/kesin etkiye sahip olma” gibi genel bir tanımlama yapmak yerine, hedef ortaklıktaki belirli bir sermaye/oy oranının “kontrol”ü karşıladığı ve söz konusu spesifik orana ulaşılmasının kontrolün elde edilmesi olduğu karinesi kabul edilmiştir. 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi’nde de, oran konusunda tüm üye ülkelerde geçerli bir belirleme yapılmamakla birlikte, üye ülkelere spesifik bir oranın, kontrol eşiği/oranı olarak belirlenmesi görevi verilmiştir (m. 5/1). İşte örneğin Almanya ve İngiltere’de % 30, İsviçre’de % 33,3 olarak belirlenen bu oran, ülkemizde % 25’dir⁴⁸².

olmadan önce alındığı için, bu kişinin rüçhan haklarının sınırlanması/kaldırılması kararında oy sahibi olması zaten mümkün değildir.

⁴⁸⁰ Burada özellikle belirtilmesi gereken husus, Tebliğ’de öngörülen ağırlaştırılmış nisap kuralına uygun bir şekilde toplanıp devralmanın onaylanmasının, alınan genel kurul kararının her durumda hukuka uygun olduğu anlamına gelmediğidir. Özellikle TK. m. 381 denetimi, varlığını sürdürecektir. Buna göre sermaye artırımı veya pay satışının onaylanması kararının, kanuna, esas sözleşmeye ve dürüstlük kurallarına uygun olması şarttır. Ortaklık tüzel kişiliğinin menfaatlerine aykırı olan ve azınlığı zarara uğratma amacına yönelik bir genel kurul kararının, afaki iyi niyet esaslarına aykırılık gerekçesiyle, iptali mümkündür. Ancak örneğin hedef ortaklık esas sözleşmesinde, İsviçre hukukundaki çağrı zorunluluğunun kaldırılmasının mümkün olduğu gibi, muafiyete esas bir genel kurul kararının alınmasının yasaklanması geçerli değildir. Zira bu tür bir esas sözleşmesel düzenlemenin, yasal dayanağı yoktur. Tebliğ hükmünde pay sahiplerine “onaylama” yetkisi, açıkça verilmiştir.

⁴⁸¹ Bkz. A.e.; DİNÇ, Çağrı, s. 274-275.

⁴⁸² Ülkemizdeki halka açık anonim ortaklıklarda dahi görülen konsantre pay sahipliği yapısı ve buna rağmen kontrol eşiğinin düşük belirlenmiş olması karşısında, en sık ortaya çıkan muafiyet

Burada bir varsayımdan hareket edilmektedir. Anonim ortaklık modelinin genel özellikleri, çoğunluğun kontrole sahip olması esasına dayanır. Çoğunluk da, % 50 + 1 paydır. Ancak halka açık anonim ortaklıkların genel özellikleri, özellikle sermaye dağılımı, güç boşluğu gibi olgular karşısında, çoğunluk oranına ulaşılmaksızın kontrolün elde edilebildiği görülmüştür. İşte özellikle İngiliz kural koyucusunun öncülüğünde, buradan hareketle, kontrol eşiğinin, % 50 + 1 pay olarak değil, daha düşük bir oran olarak belirlenmesi kabul edilmiştir. Ancak bu orana ulaşılması, hedef ortaklığın kontrolünü, “muhtemelen” sağlar. İhtimalin varlığı, çağrı zorunluluğunu doğurur. İşte bizim sistemimizde anonim ortaklığın kontrol sahipliği konusundaki “gerçek duruma” iki hâlde sonuç bağlanmış ve ilk olarak yukarıda incelendiği üzere⁴⁸³, % 25’e ulaşılmaksızın da çağrı zorunluluğunun doğması mümkün kılınmış; ikinci olarak da % 25’e ulaşılsa veya geçilse dahi, kontrolün elde edilmemiş olduğunun ispatı şartıyla, çağrı zorunluluğuna muafiyet tanınabileceği öngörülmüştür⁴⁸⁴.

Söz konusu muafiyet düzenlemesi, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/3’ün üçüncü bendinde, “*ortaklığın hisse senetlerinin ve oy haklarının iktisabına rağmen, ortaklığın sermaye dağılımı gereğince, yönetim hâkimiyetinde hiç bir değişiklik olmaması.*” şeklinde düzenlenmiştir.

Burada şekli anlamda kontrol eşiği geçilmekte, bir kişi hedef ortaklıkta sermaye ve oyların % 25’lik⁴⁸⁵ kısmını iktisap etmekte⁴⁸⁶, ancak buna rağmen

hâli, eşiklerin geçilmesine rağmen hedef ortaklığın kontrolünde (yönetim hâkimiyetinde) değişiklik olmamasıdır. Örn. bkz. SPK 2006/28 sayılı Haftalık Bülten (19.06.2006-23.06.2006), s. 3; 2006/36 sayılı Haftalık Bülten (14.08.2006-18.08.2006), s. 3 vd.; 2009/3 sayılı Haftalık Bülten (12.01.2009-16.01.2009), s. 3.

⁴⁸³ Bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/IV/B/4/b(1)/i/2.

⁴⁸⁴ *Manavgat*, böylelikle uygulamaya esneklik getirileceği ve somut olayın özellikleri nedeniyle doğabilecek haksız sonuçların büyük ölçüde önlenilebileceği görüşündedir. MANAVGAT, **Aleni Teklif**, s. 263.

⁴⁸⁵ Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/1-c.2’de öngörüldüğü üzere % 10’luk iktisabın çağrı zorunluluğu doğurduğu durumlarda da (bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/IV/B/4/b(1)/i/3), bu muafiyetten yararlanılabilecektir.

⁴⁸⁶ İnceleme konusu muafiyet hâli, -kural olarak- ancak % 25’lik (veya hemen yukarıdaki % 10’luk) kontrol eşiğinin aşılmasına dayanan çağrı zorunluluğunda uygulama alanı bulacaktır. Zira “gerçek durum” araştırılması yapılmayan çağrı zorunluluğu hâlleri bunlardır. Yoksa yönetim hâkimiyetini sağlayan payların iktisabı sebebiyle doğan çağrı zorunluluğunda, kontrolün elde edilip edilmediğine ilişkin hedef ortaklığın spesifik durumuna göre “gerçek durum” araştırılması, daha başlangıçta çağrı zorunluluğunun doğup doğmadığı açısından yapılmaktadır. % 25’in altındaki pay iktisabı ile yönetim hâkimiyetinde değişiklik olmuyorsa, zaten, çağrı

“controller” hâline gelememekte, yani yönetim hâkimiyetinde değişiklik olmamaktadır^{487 488}. İşte çağrı zorunluluğunun, kontrol iktisabında gündeme gelen bir sonuç olması, söz konusu muafiyet hâlinin düzenlenmesine yol açmıştır.

Tebliğ hükmü incelendiği vakit, iktisaba rağmen kontrol sahibinde değişiklik olmaması hâlinin gerekçesi olarak, sadece hedef ortaklığın sermaye dağılımı gösterilmektedir. Burada “sermaye dağılımı” kavramına geniş bir anlam verilmeli ve hedef ortaklığın halka açıklık oranının düşüklüğü ve % 25’lik pay iktisap eden kişinin dışında daha büyük bir pay bloğuna sahip bir kişinin ya da grubun bulunmasının yanında, yönetim haklarında imtiyazlı paylar⁴⁸⁹ sayesinde kontrolü elinde bulunduran bir kişinin/grubun bulunması, devralan ile devreden arasındaki bir

zorunluluğu kurumu uygulama alanı bulmayacağı için, muafiyet incelemesi de yapılmayacaktır. Muafiyet sebeplerine yönelik incelemenin ön basamağı, çağrı zorunluluğunun uygulama alanına giren bir işlemin kapsam içi bir ortaklıkta gerçekleştirilmiş olmasıdır. Bununla birlikte, istisnaen de olsa, subjektif ölçüt açısından da söz konusu muafiyet düzenlemesinin uygulaması için bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/dpn. 386; aş. Üçüncü Bölüm/dpn. 492.

⁴⁸⁷ Bunun gibi, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/1-c.2’ye dayanan çağrı zorunluluğu saklı kalmak kaydıyla, imtiyazlı paylar sayesinde ortaklığın zaten kontrolünü elinde bulunduran kişinin, pay iktisabı suretiyle % 25’lik kontrol eşiğini geçmesi durumunda da, yönetim hâkimiyetinde değişiklik olmadığının ortaya koyulması şartıyla, işbu muafiyet düzenlemesi uygulama alanı bulabilecektir. Buna karşılık dolaylı mülkiyetin, doğrudan mülkiyete dönüşmesi durumunda, Tebliğ hükmü ekonomik mülkiyet anlayışını esas aldığı için, bir sahiplik değişimi ve yeni bir iktisabın varlığı kabul edilmeyeceği için, çağrı zorunluluğunun hiç doğmadığı sonucuna varılmalıdır. Bu hâlde de muafiyet kararı verilmesi gerektiği yönünde bkz. DİNÇ, **Çağrı**, s. 282-283.

⁴⁸⁸ Alman hukukunda muafiyet sebeplerinin düzenlendiği WpÜGAngeV § 9’da, hedef ortaklıkta üçüncü bir kişinin, çağrı zorunluluğuna tabi olan kişiden daha yüksek oranda oy hakkına sahip olması ile hedef ortaklığın yapılan son üç olağan genel kurul toplantısı itibarıyla % 30’luk kontrol eşiğini geçen kişinin genel kurulda kullanılacak oyların % 50’sinden fazlasına sahip olacağı beklenmemesi hâlleri muafiyet sebepleri olarak düzenlenmiştir. Karş. KENDİGELEN, **Yaptırım**, s. 824/dpn. 11. Söz konusu muafiyet sebepleri, Alman hukukunda da, kontrol sahipliğine ilişkin gerçek duruma değer verildiğini ve bu konuda belirlemenin yapılabilmesi için, Türk hukukuna nazaran, daha spesifik araçların öngörülmüş olduğunu göstermektedir.

⁴⁸⁹ Örnek bir olayda, SPK, AmonRa Emerging Growth Fund’un, İş Yatırım Ortaklığı A.Ş. sermayesi içindeki payının % 25’i aşmasına rağmen, bu ortağın dışındaki A grubu paylara, yönetim kurulu üyelerinin seçiminde imtiyaz tanınmış olması sebebiyle, hedef şirkette yönetim hâkimiyeti olmadığına hükmedip, muafiyet talebini kabul etmiştir. Ancak ayrıca, AmonRa Emerging Growth Fund’un, sahip olduğu paylar aracılığı ile genel kurulda oy gücünü elinde bulundurması sonucu gelecekte yönetim hâkimiyetini elde etmesi hâlinde, hedef şirket sermayesinde sahip olduğu orana bakılmaksızın çağrıda bulunma yükümlülüğünün yerine getirilmesi amacıyla SPK’ya başvurması gerektiği hususunda bilgilendirilmesine de karar verilmiştir. SPK, böylelikle, -bir şekilde- gerçek veya fiilî durum değişikliğinin gerçekleşmesi hâline, değer vermiş olmaktadır. Bkz. SPK 2006/42 Sayılı Haftalık Bülten (25.09.2006 – 29.09.2006), s. 3-4.

anlaşma da⁴⁹⁰, söz konusu muafiyetin uygulanmasına sebep olmalıdır⁴⁹¹. Kısacası, bir kişi, hedef ortaklıkta % 25 veya daha fazla oranda bir sermaye ve oy oranına ulaşırsa da, kontrolü elde edemiyorsa, çağrıda bulunma zorunluluğundan kurtarılmalıdır. Ortada paylaşılacak bir kontrol primi ve kontrol sahibi değişikliğinin yaratabileceği sakıncalar yoktur.

Söz konusu muafiyet hâlinin düzenlediği ve yukarıda anılan Tebliğ hükmünün (m. 17/3-b.3) ikinci cümlesinde, “*Bu hâlde ilgililerin başvurusu üzerine, ortaklığın sermaye yapısı Kurul’ca incelenir ve iktisapların, yönetim hakimiyetine bir etkisinin olmadığı sonucuna varılırsa çağrı yapma zorunluluğuna muafiyet kararı verilebilir.*” düzenlemesi ile muafiyet kararını alacak olan SPK’ya, sermaye dağılımı çerçevesinde hedef ortaklığın yönetim hâkimiyetini tespit görevi verilmiştir. SPK uzmanları, hedef ortaklıkta ilgili pay iktisabından önceki ve sonraki kontrol şeklini ve sahibini tespit edecekler ve buna göre kontrol değişikliğinin gerçekleşip gerçekleşmediği belirlenecektir.

Özellikle vurgulanması gereken husus, kontrol eşliğini aşan oranda pay iktisabına rağmen kontrolün elde edilip edilmediğinde, pay iktisabında bulunan kişinin fiilî tutumunun esas alınamayacağıdır. “Gerçek durum”, “fiilî durum”

⁴⁹⁰ İnançlı devirlerde, şart gerçekleştiğinde paylar devredene iade edilecek de olsa, ilgili dönemde devralan, pay/sermaye ve oy sahibi konumuna gelmiş, (nispi) mülkiyeti geçerli bir şekilde elde etmiştir. Dolayısıyla çağrı zorunluluğunun uygulama alanına da girecektir. Ancak devralan ile devreden arasındaki inanç anlaşması kapsamında, devralanın haklarını devredenle doğrultusunda kullanacak olması veya bir temsil anlaşması ile hakları fiilen devredenle kullanacak olması (ya da devredene sahip olduğu altın hisse ile yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme imtiyazı tanınması) gibi durumlarda, hedef ortaklığın yönetim hâkimiyetinde hiçbir değişiklik olmayacağı için, bu devir işlemi, Tebliğ’in 17/3. maddesinin üçüncü bendi uyarınca çağrı zorunluluğundan muaf tutulabilmelidir. Bu çözüm tarzı, “de lege lata”dır. De lege ferenda çözüm önerisi için bkz. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 79.

⁴⁹¹ *Dinç*, konuya dar açıdan yaklaşmakta ve “ortaklığın sermaye yapısı”nın, ortaklık pay sahipleri arasındaki oransal dağılımı ifade ettiğini belirtmektedir. DİNÇ, **Çağrı**, s. 277. Ancak aynı yazar, ilerleyen sayfalarda, Bankacılık Kanunu hükümlerine dayalı olarak bir bankanın ve devamında iştirakinin yönetim ve denetiminin TMSF’ye devri hâlinde, banka iştirakinde kontrol eşiklerini aşan bir (başka) pay devrinin gerçekleşmesi hâlinde, ilgili ortaklığın yönetimi gene de TMSF tarafından gerçekleştirileceği için, müktesibin çağrı zorunluluğu karşısındaki durumunu inceleme konusu muafiyet gerekçesinin kapsamına sokmaktadır. Görüldüğü gibi, burada yönetim hâkimiyetinde değişiklik olmaması, yasal bir hükme dayanmaktadır. Dolayısıyla “sermaye dağılımı” ifadesinin mümkün olduğunca geniş yorumlanması zaruridir.

SPK, bu konudaki örnek bir kararında, hatalı olarak, TMSF kontrolündeki bir ortaklıktaki % 25’lik sınırı aşan iktisaba rağmen, muafiyet değil, çağrı zorunluluğunun doğmadığı kararını vermiştir. Tebliğ hükmünün açık düzenlemesi uyarınca bu hâlde, çağrı zorunluluğundan muafiyet kararı verilmeliydi. Zira kontrol eşliğini aşan iktisaplarda çağrı zorunluluğunun doğup doğmadığı noktasında, ortaklıktaki kontrol durumu, yani gerçek durum araştırması yapılmaz.

anlamına gelmez. % 25 oranını aşan ve yönetim hâkimiyetini sağlayabilecek olan kişi, kendi tercihi ile genel kurula katılıp kendisine yönetim hâkimiyetini sağlayacak oy hakkını kullanmasa ya da kullanmayacağını beyan etse dahi, söz konusu muafiyetten yararlanamaz. Kontrolün elde edilme olanağına sahip olunması yeterli olup, bunun fiilen kullanılıp kullanılmadığı önemli değildir⁴⁹². Kontrolün elde edilememesi, müktesibin kendisine değil, ortaklığın sermaye yapısına bağlı olmalıdır.

Burada dikkati çeken husus, muafiyetin verilmesinin yönetim hâkimiyetinde “hiçbir” değişikliğin olmamasına bağlanmasıdır. Kullanılan bu ifadeden anlaşılan şudur ki; yapılan pay iktisabı ile devralan/müktesip, kontrolü “paylaşmaya” başlarsa, yani iktisabın ardından hedef ortaklıkta “ortak kontrol” durumu ortaya çıkarsa, çağrı zorunluluğu uygulanmalı ve ayrıca –en azından işbu muafiyet gerekçesi açısından- muafiyet tanınmamalıdır. “Eşit paylaşım”ın söz konusu olması durumunda, çağrı zorunluluğunun varlığından şüphe duyulmamalıdır. Bununla birlikte kontrole “etki” etme imkânının kazanılması ihtimalinde, hükmün lafzı gene muafiyete engel olmakla birlikte, amaca uygun bir yorumla somut olaya göre bir değerlendirme yapılmalıdır.

iv) Kontrol amacı olmaksızın iktisap

Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ’de sayılan dördüncü muafiyet hâli, devralmayı sağlayan iktisabın, olumlu yöndeki devralma iradesine dayanmamasıdır. Muafiyet sebebi, “*ortaklığın hisse senetlerinin ve oy haklarının, yasal zorunluluklar sonucunda iktisap edilmesi veya oranların istenmeden aşılması hâlinde, çağrı yapma zorunluluğunu gerektiren kısmın Kurul’ca belirlenecek asgari sürede elden çıkarılacağına taahhüt edilmesi.*” şeklinde düzenlenmiştir.

Söz konusu muafiyet düzenlemesi, “niyet” esasına dayanmaktadır. Burada devralanın, kontrolü ele geçirme niyeti/iradesi olmamasına rağmen, gerçekleşen bir

⁴⁹² Öte yandan aday önerme imtiyazına sahip payların iktisabı ihtimalinde genel kurul çoğunluğunun gösterilen adayları seçmemesi ve mahkeme süreci ile de sonuç alınamaması durumunda olduğu gibi, kontrolün fiilen elde edilememesi, müktesibin tutumundan değil de, başka bir olgudan kaynaklanıyorsa, imtiyazlı pay sahibinin işbu muafiyet hâlinde yararlandırılması, amaca uygun yorum olacaktır. Bununla birlikte imtiyazlı pay sahibinin, çoğunluğun seçmemesinde “haklı sebep” bulunan kişiyi/kişileri aday göstermesi ihtimalinde, hiç kimsenin kendi hatalı davranışından faydalanamayacağı genel kuralı karşısında, muafiyetten yararlanamaması lazımdır.

devralma söz konusudur. İşte bu sebeple devralmayı, yani kontrolü sağlayan sermaye ve oy kısmının elden çıkarılması gerekmektedir. Böylelikle çağrı zorunluluğunun uygulama alanına giren kişinin, kontrolü elde etme niyetinin/düşüncesinin bulunmadığı belirlenmiş olmaktadır. Öte yandan müktesibin kendisine ait olan tüm payları değil, sadece kontrolü sağlayan kısmı elden çıkarması veya elden çıkarmayı taahhüt etmesi, kontrolü elde etme niyetinin bulunmadığının ortaya konması açısından yeterlidir.

Burada altı çizilmesi gereken husus, yeni kontrol sahibinin, hedef ortaklığı devralma, yani kontrolünü eline geçirme yönünde bir iradesinin bulunmadığıdır. Bu kişi, aktif olarak katıldığı bir işlem sonucunda kontrolü ele geçirmektedir. Onun iradesi, ilgili işlemin gerçekleştirilmesine yöneliktir, ancak bu işlem sonucunda ortaklığı devralma yönünde bir amacı yoktur. Yoksa –yukarıda incelendiği üzere⁴⁹³- yeni “controller”ın tamamen pasif kaldığı, onun dışında gerçekleşen bir işlem sonucunda ilgili kişi “controller” hâline gelmişse, artık burada bizatihi herhangi bir hukuki işlem yapma iradesinin bulunmamasından ötürü, bu kişinin çağrı zorunluluğunun kapsamına hiç sokulmaması lazımdır. Dolayısıyla artık bu ihtimalde çağrı zorunluluğu doğmayacaktır ki, muafiyet incelemesi söz konusu olsun.

Tebliğ hükmünde, istek/irade dışı iktisap olarak, iki durum öngörülmüştür. Bunlardan ilki, sermaye ve oy iktisabının yasal bir zorunluluk sonucu olması; diğeri ise kontrol oranının istenmeden aşılmasıdır.

Yasal bir hükme/zorunluluğa dayalı olarak bir kişinin bir anonim ortaklığın kontrolünü elde etmesine, BankK. m. 71 uyarınca TMSF’nin bir bankanın ve 4743 sayılı “Mali Sektöre Olan Borçların Yeniden Yapılandırılması ve Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun”⁴⁹⁴ kapsamında da bir bankanın kendisine borçlu bir anonim ortaklığın kontrolünü elde etmesi örnek gösterilebilir⁴⁹⁵.

⁴⁹³ Bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/IV/B/4/b/(1)/ii.

⁴⁹⁴ RG. 31.01.2002, 24657 mükerrer.

⁴⁹⁵ 4743 sayılı Kanun kapsamındaki iktisabın, hedef ortaklığın mali yapısının güçlendirilmesi amacıyla dayalı muafiyet sebebi uyarınca da çağrı zorunluluğunun uygulama alanından çıkarılması mümkündür. Bkz. A.e., s. 272 ve orada dñn. 695’de anılan SPK kararı.

Kontrol oranının istenmeden aşılmasına ise, borsadaki küçük/münferit alımlar ile hedef ortaklıktaki toplam sermaye/oy oranının bilinçli olmayan bir şekilde geçilmesi örnek gösterilebilir.

Yukarıda da belirtildiği üzere, işbu muafiyet hâlinin uygulama alanı bulabilmesi için, devralanın çağrı yapma zorunluluğunu gerektiren kısmın SPK tarafından belirlenecek sürede elden çıkarılacağına taahhüt edilmesi şarttır⁴⁹⁶. Elden çıkarma taahhüdü, müktesibin ortaklığı kontrol etme niyetinin bulunmadığını ortaya koyar. Dolayısıyla devralan, çağrı zorunluluğunu yerine getirmeden, elde ettiği payları kendisi ile birlikte hareket etmeyen üçüncü kişilere devrederse de, çağrı zorunluluğundan kurtulmalıdır⁴⁹⁷.

Belirtelim ki, miras gibi irade dışı bir iktisap, inceleme konusu muafiyet düzenlemesinin uygulama alanına girmez. Yukarıda da belirtildiği üzere⁴⁹⁸, mirasçı açısından çağrı zorunluluğu hiç doğmaz, dolayısıyla muafiyet incelemesine gerek yoktur. Mirasçının çağrı zorunluluğundan kurtulmak için paylarını devretmesi veya devretmeyi taahhüt etmesi aranmamalıdır.

⁴⁹⁶ Kanuni zorunluluğa dayalı her türlü iktisapta, müktesibe elindeki kontrolü sağlayan fazladan hisseleri elden çıkarma görevi verilmemeliydi. Zira bu iktisaplar, kanun hükmü gereği vuku bulmuştur ve bu şekilde anonim ortaklığı devralan kişi, çağrı zorunluluğuna tabi olmaksızın, kontrolden yararlanma imkânına da sahip olmalıdır.

⁴⁹⁷ Danıştay da, kontrol iktisabında bulunanın çağrı zorunluluğunu yerine getirmesi gerektiğine ilişkin kararın alındığı tarih itibarıyla, müktesibin çağrı zorunluluğuna yol açan payları elden çıkarmış olması hâlinde, SPK'nın çağrı zorunluluğuna hükmetmemesi gerektiğine karar vermiştir. Bkz. Danıştay 10. Dairesi, 17.05.2004, 4538/4889 – karar metni için bkz. KENDİGELEN, **Mütalâalar**, s. 251. Kanaatimizce SPK, bu tür hâllerde çağrı zorunluluğunun doğmadığı değil, muafiyet kararı vermelidir. Zira Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/1'in kapsamına giren bir iktisap ile birlikte SPK'nın bu yönde karar almasına gerek olmaksızın, müktesibin çağrıda bulunma zorunluluğu doğacaktır. İlgili payların sonradan elden çıkarılması ise, elden çıkarmanın taahhüt edilmesinin dahi muafiyet sebebi olduğu bir sistemde, devralanın iktisabının süreklilik taşımadığı, dolayısıyla kontrolü elde etme niyetinin bulunmadığını ortaya koyar ki, bu da SPK'nın muafiyet kararı almasına sebep olmalıdır. Aynı yönde bkz. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 153 vd. City Code Kural 9.7'de (F20) çağrı zorunluluğunu doğuran paylar üzerindeki menfaatin elden çıkarılması (disposal of interests), ilgili kişinin çağrıda bulunmasına bir alternatif olarak görülmekte ve Panel'in kabulüne bağlanmaktadır. % 30 oranındaki oy sahipliğinin altına düşülmesini sağlayacak şekildeki elden çıkarmalar yeterlidir. Yoksa iktisap edilen tüm payların devri şart değildir. City Code Kural 9.7 (F21).

⁴⁹⁸ Bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/IV/B/4/b(1)/ii.

v) Özelleştirme

Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ'in 17. maddesinin sonuna Seri: IV, No: 30 sayılı Tebliğ ile eklenen hükümde şöyle denilmektedir: “*Özelleştirme kapsamındaki ortaklıklarda, kamu paylarının satışında bu Tebliğe göre çağrı yükümlülüğü doğduğu takdirde, özelleştirme uygulamalarının amacı dikkate alınarak, Kurulca çağrıdan muafiyet getirilebilir.*”.

Böylelikle muafiyet sebeplerinin düzenlendiği üçüncü fıkranın dışında, beşinci fıkra olarak, özelleştirme işlemlerine yönelik olarak son bir muafiyet hâli öngörülmüştür.

Kamu iktisadi teşebbüslerinin mülkiyet ve yönetiminin özel birey ya da kurumlara devredilmesi şeklinde “dar”; devlet tarafından yerine getirilen bazı kamu hizmetlerinin özel kişilere bırakılması, kamu tekellerinin kaldırılması, kamu hizmetlerinin finansmanının bunlardan faydalanan kişilerden sağlanması, kurumsal düzenlemelerle ekonomik hayat üzerindeki zorlamaların azaltılması/basitleştirilmesi ve piyasa mekanizmalarının işlevinin artırılması şeklinde “geniş” tanımı yapılan⁴⁹⁹ özelleştirme işleminin hukuki rejimi, 4046 sayılı ÖK ile düzenlenmiştir. Bu Kanun'da geniş anlamda özelleştirme usulü benimsenmiştir⁵⁰⁰.

ÖK'da, bir kamu kuruluşunun nihai olarak yasada belirlenen bir yöntemle özelleştirilmesi sonucunu doğuran özelleştirme usulü ayrıntılı olarak düzenlenmektedir. Özelleştirme usulü, özelleştirme kararının alınmasından, ihalenin yapılmasına ve ihale sonucunun aksi öngörülmemişse ÖYK tarafından onaylanarak hukuk düzeninde varlık kazanmasına kadar tüm işlemleri ve bu işlemlerin yapılaş yöntemini kapsamaktadır.

İşte özelleştirme programına alınan kuruluşların, özelleştirilmesine ilişkin olarak belirlenen özelleştirme yöntemlerinden biri, “satış”tır (ÖK. m. 18/A)⁵⁰¹. Kanun'daki, “*Kuruluşların ... hisselerinin tamamının veya bir kısmının ... yurt içi ve*

⁴⁹⁹ Özelleştirmenin dar ve geniş tanımlarının genel bir değerlendirmesi için inc. YASİN, **Özelleştirme**, s. 1 vd.

⁵⁰⁰ **A.e.**, s. 3.

⁵⁰¹ Anılan Kanun maddesinde, diğer özelleştirme yöntemleri, “kiralama”, “işletme hakkının verilmesi”, “mülkiyetin gayri ayni hakların tesisi”, “gelir ortaklığı modeli ve işin gereğine uygun sair hukuki tasarruflar” şeklinde belirlenmiştir. Bu yöntemlerden hangisinin uygulanacağına ÖYK karar verir.

yurt dışında, halka arz, gerçek ve/veya tüzelkişilere blok satış, gecikmeli halka arzı içeren blok satış, çalışanlara satış, borsada normal ve/veya özel emir ile satış, menkul kıymetler yatırım fonları ve/veya menkul kıymetler yatırım ortaklarına satış veya bunların birlikte uygulanması yoluyla bedel karşılığı devredilmesi” şeklindeki “satış” tanımından anlaşılacağı üzere, özelleştirme programına alınmış ve halka açık anonim ortaklık statüsündeki bir kuruluşun, bir satış yöntemi olan “paylarının tamamının veya bir kısmının blok satışı” usulü ile özelleştirilmesi durumunda alıcı, ilgili anonim ortaklığı, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/1 anlamında kontrol eşiğini aşan bir sermaye/oy iktisabı ile devralmış olacaktır. Özelleştirme işlemleri, Tebliğ’in kapsamı dışında da tutulmadığına göre, bu hâlde, kural olarak, özelleştirme ihalesine girerek, sonuçta hisse satış sözleşmesinin imzalanması suretiyle halka açık anonim ortaklıktaki kamu paylarını blok olarak satın alan kişi, diğer payları da satın almak üzere çağrıda bulunmak zorundadır. İşte Tebliğ’in 17. maddesine eklenen ayrı bir fıkra ile özelleştirme işlemlerinde doğabilecek çağrı zorunluluğuna, özelleştirmenin amacı dikkate alınarak, muafiyet getirilebileceği hükme bağlanmıştır. Bu fıkra Tebliğ’e eklenmeseydi de, özelleştirme işlemlerinde çağrı zorunlulundan muafiyet söz konusu olabilecekti. Ancak bu fıkra ile, üçüncü fıkradaki dört muafiyet gerekçesinden herhangi biri bulunmasa dahi, sadece “özelleştirmenin amacı” göz önüne alınarak SPK’ya muafiyet kararı alma yetkisi tanınmıştır.

Özelleştirmenin birbirinden farklı amaçları vardır ve bu amaçlar hem her ülkenin kendi ihtiyaçları hem de özelleştirilecek kuruluşun kendisine has koşulları çerçevesinde değişir. Doktrinde özelleştirmenin amaçları, genel olarak; üretimde etkinlik ve verimliliğin artırılması suretiyle maliyetlerin ve tüketici fiyatlarının düşürülmesi; devletin ekonomideki işlevlerinin sınırlandırılarak rekabetçi piyasa ekonomisinin geliştirilmesi; devlet işletmelerinin zarardan kurtarılarak kamu kesimi borçlanma gereğinin azaltılması; mülkiyet ve sermayenin tabana yayılmasının sağlanması ve sermaye piyasalarının güçlendirilmesi; yabancı sermaye yatırımlarının çekilmesi gibi hususlar sayılmaktadır⁵⁰². ÖK. m. 1/A’da da ekonomide verimlilik artışı ve kamu giderlerinde azalma sağlama amacı vurgulanmaktadır.

⁵⁰² Hepsi yerine inc. sadece A.e., s. 5 vd.

O zaman halka açık bir anonim ortaklıktaki kamu paylarının özel kesime satılmasının makro yararları karşısında, bu satışı engelleyebilecek bir unsur olan çağrı zorunluluğu kurumundan hemen her durumda vazgeçilmesi gerekecektir. Zira özelleştirme ihtiyacı, azınlık pay sahiplerinin korunması karşısında üstün menfaat durumunda olacaktır. Potansiyel alıcıyı ekstra külfetlerden kurtarmak, alıcılar arasında rekabeti artırmak, özelleştirmenin gerçekleşmeme ihtimalini azaltmak ve kamunun kontrol priminden münhasıran faydalanması amaçlarıyla, çağrı zorunluluğu hemen her durumda “özelleştirme amacı” şeklindeki genel menfaatin gerisinde kalacaktır. Özelleştirme amacı şeklindeki muafiyet sebebinin farklı bir fıkra olarak düzenlenmesi de, bu durumu teyit etmektedir. Ancak gene de SPK’nın takdir yetkisinin tamamen bertaraf edilmediği göz önüne alınarak, özellikle özelleştirmeyi sağlayacak blok satışın ardından hedef ortaklıkta kamu payı niteliğinde olmayan çok küçük oranda bir hisse grubunun kalacak olması ihtimalinde, bunların satın alınmasının alıcı açısından da çok önemli bir mali külfet getirmeyeceği düşüncesi ile, çağrı zorunluluğuna muafiyet tanınmayabilecektir. Örneğin Halkbank özelleştirmesinde kamunun dışında kalan küçük pay sahiplerinin sayılarının binlerce olması ancak toplam pay oranlarının % 1’in altında olması sebebiyle blok satış ile bankanın kontrolünü eline geçirecek grubu/kişiyi, çağrı zorunluluğundan muaf tutmak anlamlı olmayabilecektir⁵⁰³.

5. Uygulanması/Yerine Getirilmesi

Yukarıda incelenen çağrı zorunluluğunun uygulama alanına ilişkin esaslar çerçevesinde, pay iktisabında bulunan kişinin çağrıda bulunmakla yükümlü olduğu sonucuna ulaşırsa ve SPK tarafından da herhangi bir muafiyet kararı tesis edilmez ise, bu kişi, Tebliğ’in ifadesi ile, “diğer ortaklara ait hisse senetlerini (de) satın almak üzere çağrıda bulunmak zorundadır”⁵⁰⁴.

⁵⁰³ Bu kapsamda belirtelim ki, bugüne kadar özelleştirme işlemleri kapsamındaki muafiyet başvurularının tümünün, SPK tarafından kabul edildiği görülmektedir. Bkz. DİNÇ, **Çağrı**, s. 285.

⁵⁰⁴ *Kendigelen*, Tebliğ’in bu düzenlemesinin, yönetim kontrolünü sağlayan pay sahiplerine satım sözleşmesinin kurulmasına yönelik “icap” niteliğinde bir irade beyanında bulunma zorunluluğu getirdiğini belirtmektedir. Bkz. KENDİGELEN, **Yaptırım**, s. 821.

Burada kullanılan “çağrı” ifadesi, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ anlamında aleni pay alım teklifi, yani “çağrı yoluyla hisse senedi toplanması”dır. Zorunlu çağrının yapılış şekline ilişkin olarak Tebliğ’in 17. maddesinde bir düzenleme bulunmadığına göre, bu hâlde, Tebliğ’in ihtiyari çağrıyı kurallara bağlayan 14 vd. hükümlerinin, uygun düştüğü ölçüde -mutatis mutandis- uygulanması lazımdır^{505 506}.

Çağrı zorunluluğunun ortaya çıkması için, bir kişinin gerekli oranda veya güçte pay iktisabında bulunması yeterlidir. Pay iktisabının tamamlanması, bunu sağlayan tasarruf işlemlerinin gerçekleştirilmesi ve müktesibin sermaye/oy sahibi hâline gelmesi gerekir, yoksa sadece bu konudaki anlaşma, çağrı zorunluluğunun doğması için yeterli değildir⁵⁰⁷.

Öte yandan bir kişinin veya grubun, çağrıda bulunma yükümlülüğüne tabi olduğunun kabul edilebilmesi için, SPK’nın bu yönde karar alması şart değildir. SPK’nın çağrı zorunluluğunun doğduğuna ilişkin kararı, “kurucu” değil, “açıklayıcı” nitelikte olup, çağrı zorunluluğunun varlığını tespit eder⁵⁰⁸. Yoksa zorunluluk, SPK’nın kararından önce, anonim ortaklığın devralınması ile doğar. Tebliğ’in 17. maddesinin ilk fıkrasının son cümlesindeki “*söz konusu oranlara ulaşılmasını izleyen on beş gün içerisinde, çağrı yapmak üzere Kurul’a başvurulması gereklidir.*” düzenlemesi, çağrı zorunluluğunun SPK’nın kararı ile başlayacağını değil, çağrı prosedürünün başlamasının yani yükümlülüğün ifasının ancak SPK’ya yapılacak başvuru ile mümkün olduğunu ve bunun ne kadar süre içerisinde yapılması gerektiğini gösterir. Bu hüküm, zorunlu çağrının, aynı Tebliğ’deki ihtiyari aleni teklif kuralları kapsamında SPK denetimi ve yönlendirmesi altında yerine getirileceğini de ortaya koyar. Yoksa SPK’nın çağrı zorunluluğunun doğduğuna ilişkin almış olduğu

⁵⁰⁵ Tebliğ ekinde (Ek.4) yer alan “çağrıda bulunarak hisse senedi toplama girişiminde bulunanlarca açıklanması zorunlu bilgi formu” açısından, ihtiyari ve zorunlu çağrı açısından farklı örnekler sunulmaması, bu görüşü doğrulamaktadır.

⁵⁰⁶ Süreç/işleyiş için inc. DİNÇ, **Çağrı**, s. 108 vd., 143 vd.; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 195 vd.

⁵⁰⁷ Çeşitli ihtimallere göre çağrı zorunluluğunun doğum anı konusunda inc. **A.e.**, s. 137 vd. Bu kapsamda özellikle belirtelim ki, devrin tamamlanması açısından RK, BDDK, EPDK gibi bir kamusal makamın izninin alınmasının gerekli olduğu hâllerde, bu izin alınmadıkça kontrol değişikliği gerçekleşmeyeceği için, çağrı zorunluluğu da gündeme gelmez. Bu tür hâllerde şarta bağlı çağrı yapılması da isabetli değildir. Bkz. ve karş. **A.e.**, s. 149 vd., 201.

⁵⁰⁸ Sanlı BAŞ, “Dürüstlük Kuralı (MK m. 2) Çerçevesinde Çağrıda Bulunma Zorunluluğu”, **Atatürk’ün 125. Doğum Yılına Armağan**, C. I, Ankara, SPK yay., 2007, s. 185.

bir karar olmasa dahi, hak sahibi kişilerin, doğrudan, yani SPK'ya başvurmaksızın ve SPK'nın kararını beklemezsizin, mahkemeye müracaat ile özel hukuk içerikli talepte bulunmaları mümkündür.

Çağrı zorunluluğunun doğumuna yol açan iktisabı gerçekleştiren kişiler arasında, kontrol noktasında paylaşım söz konusu ise, bunların hepsi, müştereken, aleni pay alım teklifinde bulunma borcu altındadırlar. Ancak, birlikte hareket eden kişilerin oluşturduğu grup içinde bir kişinin “asıl/esaslı üye” konumunda bulunması ve kontrolde ağırlığa sahip olması ihtimalinde çağrı zorunluluğu, sadece işbu “asıl/esaslı üye”nin üzerinde doğmalıdır. Bir başka deyişle İngiliz hukukunda var olan grubun asli üyesi olma şartı burada da geçerli olmalı ve buna göre sadece oy oranının tamamlanması noktasında bir etkiye sahip olan kişinin, örneğin birlikte hareket eden ve toplam pay oranı % 25 olan grubun üyeleri arasında sadece % 2 oranında paya sahip olan kişinin, çağrı zorunluluğuna tabi tutulmaması, çağrı zorunluluğunun konuluş amacının gereğidir. Zira bu kişinin, anonim ortaklığın kontrolünü paylaşma gücü dahi yoktur. Bununla birlikte “asıl/esaslı üye” olma kıstası nispeten geniş yorumlanmalı, kontrole etki etme gücüne sahip olan kişi, -payı nispetinde- çağrı zorunluluğunun kapsamına girmelidir. Yani birden fazla kişinin sorumlu olması için paylaşımın mutlaka “eşit” olması aranmamalıdır. Örneğin birlikte hareket eden üç ortağın aralarında yaptıkları pay sahipleri sözleşmesi uyarınca dokuz kişilik yönetim kurulunda (P1), dört; (P2), üç; (P3) ise iki üyeyi belirleme hakkına sahipse (P1) ile birlikte (P2) de grubun esaslı üyesi olarak kabul edilerek, (P1) ile birlikte -paylaşımındaki payı nispetinde⁵⁰⁹- çağrı zorunluluğuna tabi tutulmalıdır⁵¹⁰.

Tebliğ hükmünde çağrı zorunluluğundan yararlanacak muhatap çevresi olarak, “diğer ortaklar” ifadesi kullanıldığına göre, çağrı yükümlüsü, kendisi ile çağrı zorunluluğunu doğuran işlemi yapan kişi dışındaki tüm pay sahiplerinin, paylarını satın almak üzere, çağrıda bulunmalıdır. Çağrı zorunluluğundan yararlanacak pay sahibi grubu, İsviçre hukukundaki durumdan farklı olarak, hedef ortaklığın sadece halka açık paylarının sahipleri değil, kapalı ve açık tüm hisselerinin malikleridir.

⁵⁰⁹ Bu tür bir ihtimalde, yaklaşık olarak, (P1) çağrı maliyetinin % 57'sini, (P2) ise % 43'ünü karşılamak zorunda kalacaktır.

⁵¹⁰ Ayrıca bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/IV/B/4/b/(1)/ii.

Yani ortaklığın halka arz edilmeyen veya borsada işlem görmeyen paylarının sahipleri de, çağrı zorunluluğundan yararlanacaklardır⁵¹¹.

Hisselerin nama veya hamiline olması, oy hakkını barındırıp barındırmaması bu açıdan fark yaratmaz⁵¹². Ayrıca belirtelim ki, hükümde “hisse senetlerini” ifadesi kullanılmakla birlikte, çağrı zorunluluğundan yararlanacak ortakların paylarının hisse senedine bağlanmış olması zorunluluğu yoktur. Tıpkı TK’da çeşitli maddelerde olduğu gibi, burada da hisse senedi, “pay” anlamında kullanılmaktadır.

Bununla birlikte hedef ortaklık kontrolünü paylaşan kişinin paylarının satın alınması zorunluluğu yoktur. Yani yapılan iktisap ile birlikte çağrı zorunluluğuna tabi olan kişi, iktisaba rağmen hedef ortaklığın kontrolünü kısmen veya tamamen elinde bulunduran kişinin paylarını satın almak zorunda değildir. Çağrı zorunluluğu kurumunun koruduğu çevrenin sadece hedef ortaklık azınlık, yani “controller olmayan” pay sahipleri olması bu sonucu doğurur. Bunun gibi devralma işleminin tarafı olan kişinin, kontrol değişikliğinin ardından elinde kalan paylar ile ilgili olarak çağrı zorunluluğundan yararlanması da mümkün olmamalıdır⁵¹³.

Öte yandan çağrıda bulunma zorunluluğu kurumu kapsamında azınlık/küçük pay sahiplerine tanınan çıkma imkânı, paya bağlı bir hak değildir. Kurumun temeli, azınlığın kontrol değişikliğinden etkilenmemesi esası olduğu için, devralma işleminin kamuya açıklanmasının ardından⁵¹⁴ hedef ortaklıkta pay edinen kişiler, ortaklığın yeni kontrol sahibinin kim olduğunu bilerek ortaklığa girmektedirler.

⁵¹¹ *Kolcuoğlu*, bir sınırlama bulunmadığına işaret etmekle birlikte, çağrı konusu payların borsada işlem görüp görmemesinin önemli olmadığını belirtmektedir. Yazar, zaten hedef ortaklığın da bir borsa şirketi olmasının şart olmadığını, halka açıklığın yeterli olduğunu söylemektedir. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 203. Net olmamakla birlikte yazarın, kapalı kısma yönelik bir çağrı zorunluluğunun bulunmadığı görüşünde olduğu anlaşılmaktadır. Bu durum, aleni pay alım teklifi kurumuna egemen olan eşitlik anlayışına uygun değildir.

⁵¹² BIRDS/BOYLE/MacNEIL/McCORMACK/TWIGG-FLESNER/VILLIERS, **Boyle & Birds’ Company Law**, s. 641. Bkz. City Code Kural 9.1 (F1).

⁵¹³ **A.e.**, s. 640; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 204. Diğer özellikli durumlar hakkında bkz. **A.e.**, s. 205 vd.

⁵¹⁴ Hedef ortaklıktaki kontrol sahipliğinin el değiştirmesi, piyasa yatırımcılarının bilgisi dışında gerçekleşebileceği, buna karşılık çağrı zorunluluğu devralmanın tamamlandığı anda doğduğu için, sonradan pay iktisap eden küçük pay sahiplerinin, çağrı zorunluluğunun kapsamı dışında bırakılması noktasında, kontrol değişikliği/çağrı zorunluluğunun doğum anının değil, ilgililerin bu konuda bilgilendirildiği anın esas alınması isabetli olacaktır. Karş. KENDİGELEN, **Aktif Husumet**, s. 279-280; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 207.

Dolayısıyla kontrol değişikliği, onlar için öngörülmeleyen bir risk değildir⁵¹⁵. Bunu takiben vardığımız sonuç, bu tür sonradan pay sahibi olan kişilerin, çağrı zorunluluğundan yararlanamayacakları, devralanın onların paylarını satın almak zorunda olmadığıdır⁵¹⁶.

Yapılacak aleni teklif, kısmi nitelikte olmamalıdır. Yani çağrı yükümlüsü, geri kalan ortakların, sahip oldukları tüm payları satın almak üzere teklifte bulunmalıdır⁵¹⁷. Bunun gibi çağrının, belli bir şarta da bağlı tutulmaması lazımdır⁵¹⁸.

Teklif açısından önemli olan bir diğer husus, “teklif fiyatı”dır. Teklif fiyatının ne olacağı konusunda, çağrı yükümlüsüne bir takdir yetkisi bırakılmış değildir. Teklif fiyatının belirlenme şekli⁵¹⁹, objektif kurallara bağlanmıştır ki, fiyatın düşük tutulması suretiyle yükümlülük anlamsız kılınmasın⁵²⁰.

⁵¹⁵ Hatta kontrol değişikliği ve akabinde çağrı yapılacak olması, piyasadaki hisse fiyatına da yansıtacağı için, kontrol değişikliğinin ardından payını satan ortak, kontrol priminden faydalanmış olabilecektir.

⁵¹⁶ KENDİGELEN, **Aktif Husumet**, s. 279 vd.; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 207-208, 261-262.

⁵¹⁷ Bununla birlikte çağrı yükümlüsü ile zorunlu çağrıdan yararlanacak olan pay sahipleri arasındaki, -devralma işleminden önceki veya sonraki- ikili anlaşma ile kontrol işlemi dışında kalan pay sahiplerinin, zorunlu çağrı ile kullanabilecekleri çıkma haklarından feragat etmeleri geçerlidir. Zorunlu çağrı kurallarının emredici karakteri buna engel olmamalıdır. K.g. A.e., s. 209-210; SPK 2007/15 Sayılı Haftalık Bülten (09.04.2007 – 13.04.2007), s. 3. Zira bizzat Tebliğ hükmünde genel kurulun onama kararı bir muafiyet sebebi olarak öngörülmüştür. Bu düzenleme ile, çağrıda bulunma zorunluluğu kurumu açısından, aksi yöndeki iradelerine rağmen azınlık pay sahiplerinin korunması gereksiz görülmüştür. Bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/IV/B/4/b/(2)/ii. Aynı şekilde bu iradenin bir genel kurulda oy kullanmak şeklinde değil de, bizzat çağrı yükümlüsüne yönelik olarak, bireysel olarak gösterilmesine de sonuç bağlanmalı ve çıkma hakkından feragat eden pay sahiplerinin, çağrının kapsamı dışında tutularak, çağrının “kısmi” yapılmasına da cevaz verilmelidir. Unutulmamalıdır ki, hedef şirketin kendi paylarını iktisap etmiş olması, bir pay sahibinin devralma işleminin tarafı olması gibi özellikli hâllerde zeten zorunlu çağrı (aleni teklifin) kısmi olmakta ve bu tür paylar teklif dışı tutulmaktadır.

⁵¹⁸ İnc. FARRAR/HANNIGAN (Furey/Wylie), **Company Law**, s. 595; MORSE/GIRVIN, **Company Law**, s. 685; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 200 vd. Karş. City Code Kural 9.3 (F 14-F15).

⁵¹⁹ Bkz. DİNÇ, **Çağrı**, s. 264 vd.; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 237 vd.

⁵²⁰ Aleni pay alım teklifleri ile ilgili olarak hazırlanan ve bu konudaki 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi'ne kaynaklık eden Winter raporunun ikinci bölümü, zorunlu çağrıda teklif edilecek fiyatın adil olması gerekliliğine ayrılmış ve fiyatın adil olarak saptanmadığı bir zorunlu çağrının azınlık pay sahiplerinin korunmasını sağlayamayacağı temel kuralı konulmuştur.

Zorunlu çağrının Yönerge öncesinde de düzenlendiği AB ülkelerinde çağrı fiyatının belirlenmesinde birçok farklı kriterin kullanıldığı görülmektedir. Üye ülkelerin çoğunluğunda, teklif sahibinin veya birlikte hareket ettiklerinin, 3 aydan 12 aya kadar değişen belirlenmiş bir periyot içerisinde hisse başına ödedikleri en yüksek fiyat kriteri esas alınmaktaydı. Bunun dışında, teklif öncesindeki belli bir süre içerisindeki ortalama piyasa fiyatı, kontrolün elde edilmesini sağlayan blok hisse ediniminde ödenen fiyat, hedef ortaklığın özvarlık, tasfiye veya

Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 17/2’de şöyle denilmektedir:

“Bu madde uyarınca yapılacak çağrıda ortaklara önerilecek fiyat, birinci fıkrada düzenlenen alımlar, çağrı yoluyla hisse senedi toplanması sonucunda yapılmışsa, bu çağrıda ortaklara ödenen en yüksek fiyattan; blok alımlar yoluyla yapılmışsa, blok alımda ödenen en yüksek fiyattan; diğer yollarla yapılmışsa, alımı yapan kişinin veya birlikte hareket ettiği kişilerin, alımı yapmalarından önceki üç ay içerisinde ortaklık hisse senetlerine ödedikleri en yüksek fiyattan daha aşağı olamaz. Önerilecek bedelin nakit karşılığı olması ve yapılacak çağrının, en az onbeş gün süreyle ortaklara açık olması zorunludur.”⁵²¹.

Çağrı zorunluluğunun doğduğu vakit, başvuru üzerine veya re’sen yapacağı incelemeler sonucunda SPK, çağrı fiyatının ne olacağına bu hüküm çerçevesinde karar verecektir. SPK, bunun için kontrol iktisabını sağlayan işlemi ve buradaki fiyatı doğru bir şekilde tespit etmelidir. SPK, bu konudaki belirleme yetkisi çerçevesinde, kendisine yapılan başvurudaki çağrı fiyatını onaylayabilir veya yükseltilmesine karar verebilir⁵²².

“En yüksek fiyat” belirlemesi⁵²³, devralanın yaptığı ödemeden aynı şekilde, azınlık pay sahiplerinin de yararlanmasını sağlaması bakımından isabetlidir. Çağrı zorunluluğunun konuluş amacı olan pay sahipleri arasındaki fırsat eşitliğinin sağlanması ve kontrol priminin paylaşılması, azınlığın mevcut piyasa fiyatından değil, devralanın kontrolü elde etmek için yaptığı fazladan ödemeyi de kapsar şekilde, belli bir zaman dilimi içerisinde hedef ortaklık hisse başına ödediği en yüksek fiyattan hisselerini satma imkânına sahip olmasını gerektirir. Zaten çağrı

teorik aktif değeri (theoretical asset value), hedef ortaklığın kendi özel durumuna göre belirlenen objektif değeri gibi kriterler de esas alınmaktaydı. Bu kriterlerin sadece birinin veya birkaçının kullanılmasına veya birikimli (kümülatif) yahut alternatifli uygulamaya da rastlanmaktaydı. Bununla birlikte üye ülkelerin birçoğunda ödeme şeklinin, nakit veya menkul kıymet şeklinde belirlenmesi mümkündür. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. WINTER vd., **Winter Report on Takeover Bids**, s. 47 vd. 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi ile AB sisteminin bugünkü durumu için bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/IV/B/3/a/(4).

⁵²¹ Bu hüküm ile ilgili ayrıntılı inceleme için bkz. DİNÇ, **Çağrı**, s. 262 vd.; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 224 vd.

⁵²² SPK karar örnekleri çerçevesinde bu konuda değerlendirme için bkz. DİNÇ, **Çağrı**, s. 266-268; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 250-251.

⁵²³ “En yüksek fiyat kuralı (ilkesi)”, zorunlu çağrıya neden olan işlemler kapsamında veya zorunlu çağrının doğmasından önceki belirli bir dönem zarfında hedef ortaklık payları için hisse başına ödenen en yüksek fiyatın, zorunlu çağrı kapsamında pay sahiplerine teklif edilebilecek asgari bedel olarak alınmasıdır. **A.e.**, s. 234.

zorunluluğunun doğacak olması itibarıyla, hedef ortaklık hisselerinin piyasa fiyatında yukarıya doğru yaşanacak gelişme, piyasa fiyatı ile muhtemel çağrı fiyatı arasındaki farkın azalmasına –hatta belki de sıfırlanmasına- sebep olacak ve bu da, azınlığın fırsat eşitliğine çağrı tarihini beklemeksizin kavuşmasına yol açabilecektir⁵²⁴. Öte yandan çağrı fiyatına ilişkin ödeme şeklinde denge kurulabilmesi açısından, çağrı yükümlüsüne tamamen nakit ödeme zorunluluğu getirilmesi yerine, en azından belli bir kısım için, 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi m. 5 hükmüne de paralel bir şekilde, nakde çevrilmesi kolay borsada işlem gören menkul kıymet şeklindeki aynı ödemeye de imkân sağlanması yerinde olacaktır.

6. Uygulanmamasının/Yerine Getirilmemesinin Sonuçları

Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ incelendiğinde; çağrı zorunluluğunun hangi durumlarda ortaya çıkacağı, bunun istisnaları, çağrının yerine getirilme şekli ve süresi, fiyatın ne olacağı gibi konularda kurallara rastlanmakla birlikte, çağrı yükümlülüğüne aykırılığın sonuçları, bir başka deyişle Tebliğ hükmüne uymayarak hedef ortaklık pay sahiplerine yönelik olarak aleni teklifte bulunmayan kişiye uygulanacak yaptırım hususunda sessiz kalındığı görülmektedir. SerPK’da da çağrı yükümlülüğüne sadece SPK’nın bu konuda düzenleme yapma görev ve yetkisine sahip olduğuna ilişkin olarak değinildiğine göre, çağrı zorunluluğunun yerine getirilmemesinin sonuçları açısından, hukukumuzda, özel bir düzenleme bulunmadığı, ancak genel hükümler yardımıyla sonuca ulaşılabileceği anlaşılmaktadır⁵²⁵.

Çağrıda bulunma zorunluluğunun yerine getirilmemesi, kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne aykırılıktan bir noktada ayrılmakta, bir noktada ise örtüşmektedir. Çağrı zorunluluğuna muhalefet, kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne muhalefetten farklı olarak, ilgili kişi açısından cezai sorumluluk doğurmaz⁵²⁶; ancak SerPK. m.

⁵²⁴ Bu konuda inc. Abdurrahman YILDIRIM, “Çağrıda Bulunmada Madalyonun Öteki Yüzü”, **Sabah Gazetesi**, 02.06.2005.

⁵²⁵ KENDİGELEN, **Yaptırım**, s. 820-821; DİNÇ, **Çağrı**, s. 289-290.

⁵²⁶ Karş. yuk. Üçüncü Bölüm/IV/A/3/b.

47/A'nın ilk fıkrası uyarınca idari para cezası uygulamasını gündeme getirir⁵²⁷. Zira “SerPK’ya dayanılarak yapılan bir düzenlemeye” uyulmamış, muhtemelen SPK’nın belli bir kişiye yönelik olarak aldığı çağrıda bulunma kararına aykırı hareket edilmiştir. Bununla birlikte idari para cezası uygulaması veya yükümlünün söz konusu para cezasını ödemesi, onun çağrıda bulunma zorunluluğunun sona erdiği anlamına gelmez⁵²⁸. Unutulmamalıdır ki, çağrı zorunluluğu kurumunun düzenlenme amacı, azınlık pay sahiplerinin korunmasıdır. Ödenecek para cezası ile pay sahiplerinin haklarının korunmuş olması sağlanmayacaktır.

Çağrıda bulunma zorunluluğuna aykırılığın özel hukuk bakımından ortaya çıkaracağı sonuçlar, yani bu zorunluluğa uymayan kişinin özel hukuk alanında karşılaşacağı yaptırımlar hususunda borçlar hukuku kuralları yol gösterici olacaktır. Öncelikle belirtmelidir ki, bu zorunluluğa uyulmaması, çağrı zorunluluğunun doğumuna yol açan hukuki işlemin, örneğin blok hisse satış sözleşmesinin hükümsüzlüğüne sebep olmaz. Bu açıdan kontrol iktisabı sonrasındaki kamuyu aydınlatma yükümlülüğü ile çağrı zorunluluğu arasında fark yoktur. Her iki zorunluluk da, anonim ortaklığın devralınmasının hukuki sonucu olup, RK, EPDK, BDDK izinlerinde olduğu gibi, devralma işleminin tamamlanmasını sağlayan prosedürel aşamalardan değildir. Devralmayı sağlayan kontrol iktisabının ardından, bir başka deyişle devralma tamamlandıktan sonra devralan, yukarıda incelenen ilgili kurallar çerçevesinde, çağrıda bulunma zorunluluğu ile karşı karşıya kalabilir. Artık devralma, hukuka uygun bir şekilde gerçekleşmiştir ve bu işlem açısından geriye dönüş söz konusu değildir. Zaten kontrol değişikliği doğuran işlem hukuken tamamlanmamış, örneğin ilgili kamu otoritesinin onayı henüz alınmamış veya pay defterinde gerekli düzeltme yapılmamış ise, çağrı zorunluluğu ortaya çıkmayacaktır.

İkinci olarak belirtilmesi gereken husus, devralanın çağrı zorunluluğunu yerine getirmese de, kontrolü sağlayan paylardan kaynaklanan haklarını kullanabilecek olmasıdır. Yabancı hukuklarda söz konusu olan çağrı zorunluluğunun doğumu ile

⁵²⁷ A.e., s. 291; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 253. Bkz. yuk. Üçüncü Bölüm/IV/A/3/a/(2). SPK’nın “idari tedbir” niteliğinde bir işlem ile çağrı yükümlüsünü “uyarması” ve aynı neviden olmak üzere yapılması gereken çağrının muhataplarını talep hakları noktasında “bilgilendirmesi” de mümkündür. Bkz. örn. SPK 2007/50 sayılı Haftalık Bülten (26.11.2007-30.11.2007), s. 3. Karş. yuk. Üçüncü Bölüm/IV/A/3/a/(1).

⁵²⁸ DİNÇ, **Çağrı**, s. 291-292; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 254.

ifası arasındaki süreçte çağrı yükümlüsünün, -bir mahkeme kararına bağlı olarak veya olmayarak- oy hakkından ve/veya diğer pay sahipliği haklarından yararlanamaması yaptırımının⁵²⁹, hukukumuzda uygulanmasını sağlayacak yasal bir

⁵²⁹ 13. Ortaklıklar Hukuku Yönergesi'nde çağrıda bulunma zorunluluğuna aykırılığın hukuki sonucu hususunda ortak bir yaptırım belirlenmemiş, bunun yerine 17. maddede her üye devlete Yönerge'de düzenlenen yükümlülüklerle uygun davranılmasını sağlayacak etkili, orantılı ve caydırıcı yaptırımlar belirleme yükümlülüğü yüklenmiştir.

Avrupa ülkelerinde yapılan düzenlemeler incelendiğinde doğrudan sonuca yönelik, pratik bir çözümün benimsendiği görülmektedir. Anonim ortaklığı devralan kişinin güttüğü amaç, ortaklık kontrolünü elde etmektir. Bunu, özellikle yönetsel pay sahipliği haklarını kullanarak sağlar. İşte çağrı zorunluluğu yerine getirilmezse kontrol eşiğini geçen kişinin, yönetsel ve/veya tüm pay sahipliği haklarından yoksun tutulması, bu kişinin kontrolü fiilen elde etmesine engel olacaktır. Zaten oydan yoksun payların iktisabı da, çağrı zorunluluğu doğurmamaktadır. Dolayısıyla azınlığın zarara uğrama ihtimali söz konusu olmayacak, hatta tüm paylara ilişkin haklardan yoksunluk sebebiyle azınlığın kontrolü ele geçirmesine yol açabilecektir.

Çağrıda bulunma zorunluluğunun ana vatanı olan İngiltere'de City Code'un 20.05.2006 tarihli bir önceki versiyonunun 9.7 hükmünde, çağrıya ilişkin teklif belgesi gönderilene kadar yani çağrı zorunluluğunun ifası aşamasına başlanmaksızın, çağrı yükümlüsünün ve onunla birlikte hareket edenlerin hem yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme hem de paylarından kaynaklanan oy haklarını kullanamamaları esası getirilmiştir. Bununla birlikte City Code'un 30.03.2009 tarihli son versiyonunda aynı hükümde, "teklif sahibinin kontrolü kullanma sınırlamaları" şeklindeki bir önceki kenar başlık, "oy sınırlamaları ve menfaat elden çıkarmaları (devirleri)" olarak değiştirilmiştir. Bu maddede gene çağrıda bulunma zorunluluğuna aykırılığın hakların donması şeklindeki yaptırımı mantığı korunmuş, ancak bu sefer Panel'e danışma zorunluluğu getirilerek, Panel'e bir takdir yetkisi verilmiştir. Ayrıca sadece oy haklarının kullanımına yönelik bir sınırlamadan bahsedilmektedir. Kontrol, sahip olunan oy miktarından bağımsız olarak yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme imtiyazı ile sağlanabilecek olsa da, City Code Kural 9.1'de çağrı zorunluluğu kurumu oy iktisabına bağlandığına göre, Kural 9.7'deki sınırlamanın da sadece oy haklarına yönelik olması tutarlıdır. City Code'un bu son versiyonunda ayrıca bu Kural'e eklenen notlarla, oy sınırlamalarının sadece çağrı zorunluluğunun doğumuna yol açan paylara yönelik olduğu, yoksa devralanın % 30'dan düşük orandaki paylardan kaynaklanan oylarını (veya % 1'lik iktisaptan önceki oylarını) kullanabileceği de öngörülmektedir. Hesaplama, ilgili oylar donmuşçasına yapılacaktır.

WpÜG'de, "hakların kaybı" kenar başlığını taşıyan § 59'un ilk cümlesinde, § 35/1 ve 2'deki kamuyu aydınlatma ve çağrıda bulunma zorunlulukları yerine getirilmedikçe, çağrı yükümlüsü ile onunla birlikte hareket edenlerin, paylardan kaynaklanan haklarının var kabul edilmeyeceği yani bu kişilerin bu haklardan mahrum oldukları esası getirilmiştir. Ancak aynı maddenin ikinci cümlesinde, açıklama yapma ve çağrıda bulunma yükümlülüklerinin adem-i ifasının kasten olmaması ve sonradan telafi edilmesi hâlinde, AktG § 58/4 ve 271'e dayanan kâr payı ve tasfiye bakiyesine katılma haklarına ilişkin taleplerin, söz konusu hak kaybına tabi olmadıkları kabul edilmiştir. Burada belirtilmelidir ki, hakların kaybı yaptırımı hem sadece yönetim hâkimiyetini sağlayan paylara değil yükümlünün tüm paylarına yöneliktir hem de söz konusu yaptırımın uygulanması için idari veya yargısal bir karara ihtiyaç yoktur. Çağrı zorunluluğunun ifası ile, hak kaybı tamamen ortadan kalkmaktadır. Söz konusu hak kaybı yaptırımının varlığı, gerek idari para cezası uygulamasına gerek de özel hukuk kaynaklı tazminat taleplerine de engel değildir.

İsviçre hukukunda da, BEHG m. 32/7 hükmü ile çağrıda bulunma zorunluluğuna uyulmaması özel bir yaptırımı tabi tutulmuştur. Anılan madde uyarınca gözetim makamı olan Devralma Komisyonu'nun veya hedef ortaklığın ya da hedef ortaklığın herhangi bir pay sahibinin başvurusu üzerine, bir mahkeme kararı ile çağrı yükümlülüğünü ihlal eden kişinin oy haklarının kullanımı askıya alınabilecektir. Burada Alman düzenlemesinden farklı olarak tüm pay sahipliği haklarının değil, sadece oy haklarının kullanımı engellenmekte, ayrıca İngiliz hukukunda olduğu gibi yönetim kurulu üyeliği aday gösterme hakkının da kapsama alınmaması ile, yönetim

dayanak yoktur. Donma ve yoksunluk hâlleri, TK’da sınırlı sayıda gösterilmiş olup, doğrudan veya kıyasen burada uygulama alanı bulması mümkün değildir.

Çağrı zorunluluğunu yerine getirmeyen, yani hedef ortaklık azınlık pay sahiplerine yönelik olarak aleni teklif şeklindeki irade beyanında bulunmayan kişinin, yapılacak çağrıdan yararlanacak ve muhtemelen paylarını belli bir fiyattan satma imkânını elde edecek olan pay sahiplerine karşı olan sorumluluğunun dayanağı; kanaatimizce, sözleşmeye aykırılık, haksız fiil ve sebepsiz zenginleşme şeklinde borç kaynakları açısından yapılan üçlü sınıflandırmaya, dördüncü bir kaynak olarak eklenebilecek olan “kanundan doğan borca aykırılık”tır^{530 531}.

Gerek şıkların elenmesi yöntemi gerek de doğrudan “kanundan kaynaklanan borç” kurumunun özellikleri bizi, bu sonuca götürmektedir⁵³².

Çağrı yükümlüsününün bir irade beyanı bulunmaksızın, azınlık pay sahiplerinin tek taraflı beyanları ile satım sözleşmesi kurulamayacağı için burada bir akde aykırılıktan bahsedilemez. Sözleşmenin kanunen ve kendiliğinden kurulacağı düşüncesi, yasal bir dayanak taşımamasının ötesinde, azınlık pay sahiplerinin iradelerinin de dikkate alınmaması anlamına gelir ki, kabule şayan değildir⁵³³.

hâkimiyetine açık bir kapı bırakılmış olmaktadır. Ayrıca yaptırımın uygulanması da, her iki hukuk sisteminden farklı olarak, bir mahkeme kararının varlığına bağlanmıştır. Ancak belirtelim ki, çağrı yükümlüsü, bu hâlde tüm oy haklarından yoksun olacak, yani kontrolü sağlamayan paylarından kaynaklanan oy haklarını da kullanamayacaktır. Çağrı yükümlülüğünün ihlali hâlinde yabancı hukuklarda uygulanan yaptırımlar hakkında bilgi ve değerlendirme için inc. KENDİGELEN, **Yaptırım**, s. 824 vd.; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 271 vd. Ayrıca bkz. OKUTAN NILSSON, **Pay Sahipleri Sözleşmeleri**, s. 425 vd.; DİNÇ, **Çağrı**, s. 299-300. SerPK. tasarısındaki benzer düzenleme ve değerlendirmesi için bkz. **A.e.**, s. 301-302.

⁵³⁰ İnc. ve karş. OĞUZMAN/ÖZ, **Borçlar Hukuku**, s. 31-32; KOCAYUSUFPAŞAOĞLU (HATEMİ/SEROZAN/ARPACI), **Borçlar Hukuku**, s. 507 vd.

⁵³¹ Doktrinde, çağrı zorunluluğunun azınlık/küçük pay sahiplerini bireysel olarak koruma amacı taşımayan, sermaye piyasasının genel işleyişine yönelik bir düzen hükmü olduğu, dolayısıyla azınlık/küçük pay sahiplerinin doğrudan bir dava haklarının bulunmadığı görüşü de ileri sürülmüştür. Bu görüş taraftarları için bkz. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 254-255/dpn. 130.

⁵³² Aynı yönde inc. SAKA, **Çağrı**, s. 22 vd.; ÇEKER, **Çıkma Hakkı**, s. 68; DİNÇ, **Çağrı**, s. 292 vd.; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 256 vd.

⁵³³ Anonim ortaklık ortakları arasında bir “ortaklık sözleşmesi” olsa da, bu sözleşmenin içeriği ve niteliği, kontrolü elde ederek sözleşme ilişkisine dâhil olan kişiye, diğerlerinin paylarını satın alma konusunda bir yükümlülük yüklemeyiz. Aksine işbu sözleşme, taraflarının birbirinden oldukça kopuk olduğu bir hukuki ilişki tesis etmektedir. Tarafların birbirlerine karşı bir sadakat borçları olmadığı gibi, gene birbirlerine karşı kanun hükümlerine uyacakları hususunda bir taahhütlerinin bulunduğu da kabul edilemez. Bunun gibi çağrı yükümlüsünün, bu yükümlülüğün doğumuna yol açan iktisabı, “toplumsal tipte bir hareket” niteliğinde olmayıp, anonim ortaklıklar hukukunun kendisine has özellikleri ile, kontrolün elde edilmesine yönelik, bireysel

Taraflar arasında bir “iade” hâlimden de bahsedilemeyeceğine göre sebepsiz zenginleşmenin bulunmayacağı da tartışmasızdır⁵³⁴.

Haksız fiil ise, ancak zarar görenin bir mutlak hakkının ihlal edilmiş olması hâlinde veya failin ahlaka aykırı bir fiili ile gündeme gelebilir. Burada azınlık pay sahiplerinin sahip oldukları ve çağrının yapılmaması ile ihlal edilen bir mutlak hak bulunmadığı gibi, sırf çağrı zorunluluğuna uyulmamasının, ahlâka aykırı bir fiil ve kasten azınlık pay sahiplerine verilmiş bir zarar olarak, yani devralanın özellikle azınlık pay sahiplerine zarar verme kastı ile hareket ettiği, en azından çoğu durumda, kabul edilemez⁵³⁵ ⁵³⁶. Haksız fiilden kaynaklanan borç, bir “zarar”ın ortaya çıkması ile gündeme gelir. Hâlbuki burada borcun kaynağı, doğrudan bir yasal düzenlemenin belli bir kişiye yüklediği –şekli ve muhatabı belli olan- özel bir edimin ifa edilmemesidir.

Yukarıda da belirtildiği üzere, devralanın çağrıda bulunma zorunluluğuna tabi olması, anayasal ve yasal bir ilke olan sözleşme özgürlüğü ilkesine bir istisna niteliğinde olup, hedef ortaklığın kontrolünü eline geçiren kişinin azınlık/non-controller pay sahipleri ile onların hisselerinin satın alınması hususunda satım

bir eylemdir. Dolayısıyla zorunlu çağrının yerine getirilmemesinden oluşacak sorumluluk, yükümlüsü için ne bir akde ne de fiilî sözleşme ilişkisine dayanmaktadır. İnc. OĞUZMAN/ÖZ, **Borçlar Hukuku**, s. 37 vd.; Selâhattin Sulhi TEKİNAY/Sermet AKMAN/Halûk BURCUOĞLU/Atillâ ALTOP, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 7. Bası, İstanbul, Filiz Kitabevi, 1993, s. 68-69.

⁵³⁴ KENDİGELEN, **Yaptırım**, s. 821-822.

⁵³⁵ *Kendigelen*, çağrıda bulunma yükümlülüğüne paralel bir sözleşme yapma zorunluluğu açık ve tartışmasız bir yasa hükmü ile öngörülmediğinden, çağrıda bulunma yükümlülüğüne uyulmamasının, BK. m. 41/1’e dayalı bir haksız fiil oluşturabileceği görüşündedir. **A.e.**, s. 823-824. Doktrinde *Baş* ise, buradaki tazminat sorumluluğunun dayanağı olarak, ahlaka aykırı bir davranış ile başkasına zarar verilmesini düzenleyen BK. m. 41/2’yi göstermektedir. **BAŞ, Çağrıda Bulunma Zorunluluğu**, s. 185.

⁵³⁶ Çağrı yükümlüsünün, bu yükümlülüğünü yerine getirmemesini dürüstlük kurallarına aykırı bir davranış sayarak, buradan hareketle sözleşme özgürlüğü hakkının kötüye kullanılması suretiyle kanundan doğan bir akit yapma zorunluğunun varlığına ulaşılması çelişkilidir. Zira belli bir yönde irade beyanında bulunma ve bu bağlamda sözleşme yapma zorunluluğu, ya kanundaki açık bir hükümden ya da dürüstlük kuralından doğar. Kanundaki spesifik bir hükümden doğmadığı kabul ediliyorsa, MK. m. 2, kesinlikle, devralan açısından böyle bir zorunluluk ortaya çıkarmayacaktır. Çağrı zorunluluğu, evrensel anlamda kabul görmüş bir düzenleme de değildir. Öte yandan yükümlülüğün varlığının kabulünün ardından, bunun ifa edilmemesi de, başlı başına, MK. m. 2’yi ilgilendirmez. Aksi takdirde her türlü borçtaki adem-i ifa, borçlunun MK. m. 2’den kaynaklanan sorumluluğunu gündeme getirebilecektir. Hâlbuki MK. m. 2’nin, borç kaynağı olması açısından, oldukça itinalı davranılmalı ve ancak istisnai durumlarda bu husus, kabul edilmelidir. Karş. **A.e.**, s. 184.

sözleşmesi yapma/akdetme zorunluluğunu ifade etmektedir. Yani burada bir “sözleşme yapma zorunluluğu” söz konusudur^{537 538}.

Söz konusu sözleşme yapma zorunluluğu, kanundan kaynaklanmaktadır ve çağrı yükümlüsü, kanundan doğan borcunu ifa etmemektedir. Bir dördüncü borç kaynağı olarak “kanuni borcun” varlığının kabul edilebilmesi için, ilgili sorumluluğun hem kapsamının hem de taraflarının aşağı yukarı belli olması lazımdır. Çağrı yükümlüsü devralan ile çağrıdan yararlanacak olan pay sahipleri arasında somut bir hukuki ilişkiden kaynaklanan bir borç ilişkisi söz konusudur ve bu hukuki ilişkinin kaynağı “kanun”dur⁵³⁹.

Çağrı zorunluluğu, belli kişilere yani azınlık pay sahiplerine yöneliktir ve bu anlamda borç ilişkisinin tarafları zorunluluğun doğum anında bellidir. Çağrı zorunluluğunun doğumu ile birlikte azınlık pay sahipleri talep hakkı elde etmektedirler ve bu talebin miktarı bellidir. Açılacak davada ayrı bir tazminat hesabı yapılmaz. Haksız fiilde genel bir davranış normu ihlal edilmektedir ve bu ihlal sebebiyle üçüncü kişi zarara uğramaktadır. Burada ise doğrudan belli kişilere karşı

⁵³⁷ Doktrinde de, borçlar hukukunda egemen olan sözleşme özgürlüğü temel kuralının istisnası olarak ele alınan “sözleşme yapma mecburiyeti/yükümlülüğü/zorunluluğu”nun piyasa ekonomisinin hâkim olduğu hukuk sistemlerinde bu yapıdan doğabilecek bazı sakıncaları ve özellikle ekonomik gücün kötüye kullanılmasını düzeltmek amacıyla öngörüldüğü belirtilmektedir. Fikret EREN, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 8. Bası, İstanbul, Beta yay., 2003, s. 271. Aynı şekilde sözleşme yapma serbestisinin, sosyal ve ekonomik yönden zayıf durumda olanları korumak için sınırlandırıldığı ya da tamamen ortadan kaldırıldığı hususunda bkz. EREN, **Borçlar Hukuku**, s. 272.

⁵³⁸ Sözleşme yapma zorunluluğu; bazı kişi, kuruluş ve kurumların, hukuk düzenince hak sahibi sayılan kişilerin talebi üzerine bunlarla belirli bir sözleşmeyi yapma yükümlülüğünü ifade eder. EREN, **Borçlar Hukuku**, s. 272. İnceleme konumuz açısından, zorunluluğun çağrıda bulunma işlemine yönelik olması, çağrının içeriğinin ve aleni icap şeklindeki anlamının göz ardı edilmesine yol açmamalıdır. Söz konusu aleni icabın ardından, çağrının yöneldiği pay sahiplerinden dileyenlerin kabul beyanı ile, kabul edenler ile çağrıyı yapan arasında satım sözleşmesi kurulacaktır.

⁵³⁹ Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü de, yükümlüsü için kanundan kaynaklanan bir zorunluluktur. Ancak bu yükümlülüğe uyulmamasının özel hukuk açısından sonuç doğurması, bu ihlal sebebiyle üçüncü kişiler nezdinde bir zararın doğmuş olmasına bağlıdır. Zarar doğmadan önce kamuyu aydınlatma yükümlüsü ile muhatapı arasında özel hukuk açısından bir borç ilişkisi mevcut değildir. Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün var olduğu anda, özel hukuk anlamında, borcun tarafları, miktarı, kapsamı henüz belli değildir. Dolayısıyla bu anda bir yükümlü ile muhatap arasında somut bir hukuki ilişki söz konusu değildir. Çağrıda bulunma zorunluluğunda ise, yükümlülüğün doğumu ile birlikte yükümlü (yeni kontrol sahibi) ile muhataplar (kontrolün dışında kalan pay sahipleri) arasında bir borç ilişkisi, kanundan ötürü doğmuştur. Bu sebeple burada borcun kaynağı, “kanun”dur. Bu bilgiler ışığı altında, ihlal edilen normların niteliği, yöneldiği çevre ve yükümlülüğün düzenleme şekli itibarıyla, her iki aykırılıktan kaynaklanan borcun hukuki sebebinin farklı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. İnc. yuk. Üçüncü Bölüm/IV/A/3/c.

olan çağrıda bulunma ve böylelikle onların paylarını satın alma yükümlülüğü ihlal edilmektedir.

Çağrıda bulunma zorunluluğunda kontrolü ele geçiren kişi, sözleşme özgürlüğü ilkesinin içeriğindeki sözleşme yapacağı kişileri seçme ve sözleşme içeriğini belirleme imkânlarından, belli bir menfaat uğruna yoksun tutulmaktadır. Gerçekten de sözleşme özgürlüğü, AY. m. 48 hükmü ile bir temel hak ve özgürlük olarak kabul edilmiş ve bunun sınırlanmasının ancak bir “kanun” hükmü ile ve sınırlı sayıdaki sebeplere istinaden mümkün olduğu gene Anayasa’da öngörülmüştür (m. 13). Ancak çağrı zorunluluğu kurumunun ayrıntılarının bir Tebliğ hükmü ile belirlenmiş olmasından hareketle, hukukumuzda söz konusu zorunluluğunun, muhatabı açısından “kanuni borç” niteliğinde olmadığı sonucuna varılamaz. Zira çağrı zorunluluğunun “kurum” olarak sözleşme özgürlüğüne istisna niteliğinde olduğu şüphesizdir. Dolayısıyla bu zorunluluğun bir Tebliğ hükmü ile belirlendiği düşünülüyorsa, bunun sonucu, çağrı zorunluluğunun bütünü ile Anayasa’ya aykırılığı ve geçersizliğidir⁵⁴⁰. Bunu takiben ulaşılmaması gereken sonuç da, anonim ortaklıkta kontrolü eline geçirenlerin çağrıda bulunma zorunluluğuna tabi olmadıkları, yani çağrı zorunluluğunun hukukumuzda meri mevzuat açısından bulunmadığıdır. Yoksa çağrı zorunluluğu kurumunun varlığını kabul edip, daha sonra bu zorunluluğun kanuni bir borç niteliğinde olmadığı sonucuna varılması tutarlı değildir⁵⁴¹. Kanaatimizce, özellikle de Türk sermaye piyasası hukukunun da gelişimi göz önüne alınırsa, SerPK. m. 22/i hükmünün, esas itibarıyla SPK’nın görev ve yetkilerinin gösterildiği bir düzenleme olmasına rağmen, özel hukuk açısından etkisiz olduğu kabul edilmemelidir⁵⁴². SerPK. m. 22/i bu konudaki ilkeyi koymuş, yönetim kontrolünün el değiştirmesine yol açacak oranda pay iktisap edenlerin diğer payları satın alma yükümlülüğünün bulunduğunu yani sözleşme yapma zorunluluğunu tespit etmiştir. Tebliğ hükmü ile bu zorunluluğun hem doğum şartları hem de çağrıda bulunma şeklindeki yerine getirilme usulü düzenlenmiştir.

⁵⁴⁰ Bir mahkeme, önüne gelen davada, ikincil mevzuatın Anayasa’ya ve kanunlara aykırı olduğu tespitini, bekletici mesele yapıp ilgili üst mahkemelere gitmesi gerekmeksizin, yapabilir. Bu açıdan ikincil mevzuatın denetimi, yasaların anayasal denetiminden ayrılmaktadır.

⁵⁴¹ Karş. KENDİGELEN, **Yaptırım**, s. 822 vd.

⁵⁴² DİNÇ, **Çağrı**, s. 294.

Hukukumuzda ya çağrı zorunluluğu kurumu vardır ve buna aykırılık kanuni borca aykırılıktır, ya da bu kurum kurallar kademelendirmesi bakımından geçerli bir şekilde düzenlenmemiştir ve tıpkı Amerika'daki gibi, bizde de çağrı zorunluluğu yoktur. İkisinin arasındaki bir çözümün hukuken isabetli olduğunu düşünmemekteyiz.

O zaman çağrı zorunluluğunun yerine getirilmemesi, ancak bu kurumun varlığı hâlinde, muhatabı açısından bir borç/sorumluluk kaynağı olabileceği için, bundan sonraki açıklamalarımızda, çağrı zorunluluğunun özel bir yasal hükme dayalı sözleşme yapma zorunluluğu düzenlemesi olduğunu kabul etmekteyiz.

Bir kişi için sözleşme yapma zorunluluğu, ya kanundan ya da önceki bir taahhüdünden (ön akit) doğmaktadır. Kanundan doğan sözleşme yapma zorunluluğu, ya kamu hukuku kurallarından (kamu hizmeti gören kamu müesseselerine yönelik) ya da özel hukuka ilişkin düzenlemelerden kaynaklanır. Özel hukuk kaynaklı sözleşme yapma zorunluluğu ise, ya belli bir kişiye sözleşme yapma zorunluluğu yükleyen açık bir yasal düzenlemeden⁵⁴³ ya da MK. m. 2'den yani dürüstlük kuralından⁵⁴⁴ doğar⁵⁴⁵.

İşte sözleşme yapma zorunluluğunun özel bir yasal düzenlemeden kaynaklanması hâlinde, bu zorunluluğa uymayan kişi, kanundan doğan borcunu ihlal etmiş demektir ve kanuni borcuna aykırılık sebebiyle sorumluluğu gündeme gelecektir. Burada BK. m. 96 vd. hükümlerine dayalı bir borca aykırılık söz konusu olur, zira “Borçların Ödenmemesinin Neticeleri” başlığını taşıyan Faslın ilk hükmü olan BK. m. 96 düzenlemesi, kendilerine yönelik özel düzenlemeler bulunan haksız fiil ve sebepsiz zenginleşme dışındaki, her türlü borç kaynağı açısından uygulama

⁵⁴³ Doktrinde bu duruma, Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun m. 5; Gayrimenkul Kiraları Hakkında Kanun m. 11, 15; Avukatlık Kanunu m. 37, 42; Karayolları Trafik Kanunu m. 91; Karayolu Taşıma Kanunu m. 5/6; İş Kanunu m. 25; MK. m. 583, 627 örnek olarak gösterilmektedir. Bkz. OĞUZMAN/ÖZ, **Borçlar Hukuku**, s. 145; Mehmet Murat İNCEOĞLU, “Sözleşme Yapma Zorunluluğu Ve Tüketicinin Korunması Hakkında Kanununun 5. Maddesinin Bu Açıdan Değerlendirilmesi”, **Prof. Dr. M. Kemal Oğuzman'ın Anısına Armağan**, İstanbul, Beya yay., 2000, s. 395 vd.

⁵⁴⁴ Belli bir bölgedeki tek el konumundaki işletmelere veya otel, lokanta, sinema, tiyatro gibi umuma açık yerlere, sözleşme yapma zorunluluğu müşteri seçememe esasına dayalı olarak MK. m. 2 hükmü uyarınca yüklenmektedir. Bkz. OĞUZMAN/ÖZ, **Borçlar Hukuku**, s. 146.

⁵⁴⁵ İnc. ve karş. **A.e.**, s. 144 vd.; KOCAYUSUFPAŞAOĞLU (HATEMİ/SEROZAN/ARPACI), **Borçlar Hukuku**, s. 505 vd.; EREN, **Borçlar Hukuku**, s. 272; İNCEOĞLU, **Sözleşme Yapma Zorunluluğu**, s. 394-395.

alanı bulacaktır. Dolayısıyla çağrıda bulunma zorunluluğunu yerine getirmeyen kişinin hukuki sorumluluğu, BK. m. 96 vd. (borca aykırılık) hükümleri çerçevesinde belirlenmelidir⁵⁴⁶ ⁵⁴⁷. Bu bağlamda örneğin azınlık pay sahiplerinin açacakları (aynen) ifa davasının tabi olduğu zamanaşımı süresi, devralmanın gerçekleştiği, böylelikle kanundan doğan çağrı zorunluluğu borcunun doğduğu tarihten itibaren on yıldır (BK. m. 125)⁵⁴⁸.

Alacaklı hükmündeki azınlık pay sahiplerinin, BK. m. 96-97 çerçevesinde uğradıkları zararın tazminine yönelik bir dava ile olması gereken çağrı fiyatı üzerinden, sahip oldukları hisseler karşılık hisse bedelini çağrı yükümlüsünden talep edebilecekleri düşünülebilirse de⁵⁴⁹, çağrı zorunluluğu kurumunun düzenleniş amacı itibarıyla buna izin verilmemelidir.

⁵⁴⁶ Doktrinde genel kabul gören anlayış; sözleşme yapma zorunluluğunun spesifik bir kanun hükmüne dayandığı hâllerde buna aykırılığın, hak sahibine BK. m. 96 vd. uyarınca “aynen ifa davası” açma hakkını verdiği (ve bu davada hâkimin yükümlünün irade beyanının yerine geçen kararı ile sözleşmenin kurulduğu), buna karşılık dürüstlük kuralı kaynaklı sözleşme yapma zorunluluğuna muhalefet hâlinde karşı tarafın sözleşmenin kurulmasına/kurulacağına dair korunacak bir inancı bulunmadığı için ancak tazminat talep edilebileceği, bunun haksız fiil (BK. m. 41/2) temelli olabileceği şeklindedir. Bu konudaki görüşler ve değerlendirmesi için bkz. İNCEOĞLU, **Sözleşme Yapma Zorunluluğu**, s. 401 vd.

⁵⁴⁷ SPK da, verdiği çeşitli kararlarında, çağrıda bulunma zorunluluğunun hedef ortaklık pay sahiplerine karşı kanundan doğan bir borç niteliğinde olduğu, yükümlülüğün yerine getirilmemesi ile çağrıda bulunacak kişinin temerrüde düştüğü ve hedef ortaklık azınlık pay sahiplerinin bu durumda çağrı yükümlüsüne karşı BK. m. 101 vd. uyarınca aynen ifa davası açabileceğine işaret etmektedir. Örn. bkz. SPK 2002/53 sayılı Haftalık Bülten (16.12.2002-20.12.2002), s. 5; 2003/32 sayılı Haftalık Bülten (30.06.2003-04.07.2003), s. 4; 2004/35 sayılı Haftalık Bülten (16.08.2004-20.08.2004), s. 6.

⁵⁴⁸ Buradaki zamanaşımı süresinin BK. m. 126/b.4 uyarınca beş yıl olacağı düşünülebilirse de, yukarıda da belirtildiği üzere, borcun kaynağının “şirket akdi” olmaması sebebiyle, BK. m. 125’deki genel zamanaşımı süresinin uygulanması gerektiği fikrindeyiz.

⁵⁴⁹ *Kocayusufpaşaoğlu*, aynen şöyle demektedir: “Sözleşme yapma zorunluluğunun kabul edildiği hallerde, bizim de katıldığımız görüşe göre, önce sözleşmenin kurulmuş sayılması için bir dava açıp kesinleşmiş bir hüküm elde ettikten sonra, bu defa, mahkeme kararıyla kurulmuş sayılan sözleşmeden doğan edimin ifasını istemek üzere ikinci bir dava açılması, pratik olmayan ve işleri gereksiz yere zorlaştırıp uzatmaktan başka bir işe yaramayan bir düşüncedir. Bu konuda, yukarıda ön sözleşme için benimsediğimiz çözümü uygulamak ve her iki davanın bir arada açılabilmesini kabul etmek gerekir. Bunun yanında ikinci bir imkân, sözleşmenin kurulmasına yönelik aynen ifa talebi yerine, uğranılan zararın tazmini için bir tazminat davası açılmasıdır.”. KOCAYUSUFPAŞAOĞLU (HATEMİ/SEROZAN/ARPACI), **Borçlar Hukuku**, s. 514. Yazar, aynı yerde, ayrıca her iki davanın bir arada açılabilmesine ilişkin çözümün, ancak kurulması reddedilen sözleşmenin konusunun önceden apaçık belli olması durumunda uygulama alanı bulabileceğini; esaslı noktaları sözleşmenin meydana gelmesi aşamasında tarafların anlaşmasıyla somutlaştırılacak karışık bir ilişkinin kurulması söz konusu ise, aynen ifa değil, sadece tazminat talebinin öne sürülebileceğini de vurgulamaktadır. **A.e.**, s. 514/dpn. 29. Yazarın bu son tespiti, bizim benzer gerekçelere dayanan, kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne aykırılığı “haksız fiil”,

Unutulmamalıdır ki, çağrı zorunluluğu kurumunun getiriliş amacı, pay sahipleri arasındaki fırsat eşitliğinin sağlanmasıdır. Dolayısıyla yükümlülüğün yerine getirilmemesi üzerine ortaya çıkacak özel hukuk anlamındaki sonuçların, yani uygulanacak yaptırımın da aynı amaca hizmet etmesi lazımdır. Amerikan hukukundaki “class action (sınıf/grup davası/kollektif dava)”⁵⁵⁰ gibi belli bir grup kişinin tümünün davada taraf olmaları da sonucundan yararlanabilecekleri bir dava türü hukukumuzda bulunmadığına göre⁵⁵¹, her bir azınlık pay sahibinin ayrı ayrı dava açmasının ortaya çıkarabileceği eşitsizliklerin önlenmesi amacıyla, burada herhangi bir hak sahibinin açacağı davada, bireysel olarak bu kişinin haklarının korunmasına ve sadece onun hisse bedelini tahsiline yönelik bir hüküm tesis edilmemelidir⁵⁵². Bunun için hem aynen ifa davası/talebi zorunlu tutulmalı⁵⁵³, yani sadece nakdi tazminata izin verilmemeli hem de aynen ifa davalı tarafından ifa edilecek hususun, davacı ile davalı arasındaki hisse satım sözleşmesi değil, tüm

çağrıda bulunma zorunluluğuna aykırılığı ise “kanundan doğan borcun ihlali” kabul eden yaklaşımımızı teyit etmektedir.

⁵⁵⁰ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. İbrahim ÖZBAY, **Grup Davaları**, Ankara, Yetkin yay., 2009, s. b.a.

⁵⁵¹ De lege feranda SPK’ya (bkz. **A.e.**, s. 131), çağrıda bulunma zorunluluğunu ifa etmeyen kişiye karşı, hedef ortaklığın kontrol dışında kalan tüm pay sahipleri adına, özel hukuk temelli bir dava açma hakkı tanınması faydalı olacaktır.

⁵⁵² Dolayısıyla davacı, davasında netice-i talep olarak, sadece kendi hissesinin karşılığının ödenmesini isteyip, aleni teklifin ifasını talep etmemiş ise, dava reddedilmelidir. Davacı, her ikisini de ayrı ayrı talep etmiş ise de, davanın nakdi tazminata yönelik kısmı reddedilip, aleni teklifin ifasına yönelik yapma borcunun ifası kısmı kabul edilmelidir. Bu tür bir davada her iki talebin de kabul edilmesi, davacı pay sahibi açısından pratik gibi görünse ve usul ekonomisi gerekçesi ile haklılığı düşünülebilirse de, bu tür bir çözüm çağrıda bulunma zorunluluğu kurumunun tesis etmeyi arzuladığı ortaklar arası fırsat eşitliğini sağlamayacak, bilâkis dava açan pay sahiplerinin diğerlerine nazaran, öncelikli tahsil imkânı ile, daha avantajlı olmalarına yol açacaktır. Bu sebeple Yargıtay’ın taşınmaz satış vaadi sözleşmelerinde, doğrudan, aynen ifanın sağlanmasına yönelik MK. m. 716’ya dayalı dava açma imkânını kabul eden içtihadının (karar örnekleri için bkz. OĞUZMAN/SELİÇİ/OKTAY-ÖZDEMİR, **Eşya Hukuku**, s. 315/dpn. 380), çağrıda bulunma zorunluluğuna teşmil edilmemesi isabetlidir.

⁵⁵³ Zaten doktrinde de belirtildiği üzere, borcun ifa edilmemesi olasılığında, ifa mümkün olduğu sürece, alacaklı, aynen ifa yerine tazminat istemek veya akitten dönmek hakkına, kural olarak, sahip değildir. Bu konudaki kural ve istisnalar için bkz. OĞUZMAN/ÖZ, **Borçlar Hukuku**, s. 329 vd.; TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP, **Borçlar Hukuku**, s. 920 vd.

Oğuzman/Öz, mahkeme kararından önce ifa imkânsızlaşmışsa, davacının kanundan doğan borcun imkânsızlaşması sebebiyle tazminat talep edebileceğini belirtmektedir. Bkz. OĞUZMAN/ÖZ, **Borçlar Hukuku**, s. 146.

azınlık pay sahiplerine yönelik olarak çağrı/aleni teklif yapılması sağlanmalıdır^{554 555}

556

Buradaki aynen ifa davası, bir irade beyanının tesisine yöneliktir. Bu irade beyanı, çağrı yükümlüsü davalının, tüm hak sahibi azınlık pay sahiplerine yönelik aleni pay alım teklifinde bulunmasıdır. Çağrı yükümlülüğü, “yapma borcu”

⁵⁵⁴ Çeker ve Dinç de, hedef ortaklık pay sahiplerinin aynen ifa talebi ile mahkemeye müracaatları hâlinde, mahkemenin vereceği kararın, SerPK ve Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ doğrultusunda zorunlu çağrı yapılması yönünde olması gerektiğini belirtmektedirler. ÇEKER, **Çıkma Hakkı**, s. 72-73; DİNÇ, **Çağrı**, s. 296-297. Kolcuoğlu, davacının payları karşılığında satış bedelinin kendisine verilmesine ilişkin bireysel talebinin kabulü gerektiği fikrindedir. KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 264 vd.

⁵⁵⁵ Belirtelim ki, bu tür bir davada, mahkeme öncelikle Tebliğ hükümleri çerçevesinde davalı açısından çağrı zorunluluğunun doğup doğmadığını tespit etmeli, eğer bu konudaki ihtilaf SPK'nın aldığı kararın iptali davası ile idari yargıda görülmekte ise, idari yargıdaki davanın sonuçlanmasını bekletici mesele olarak kabul etmeli; bunun sonucunda çağrı zorunluluğunun varlığı sonucuna varırsa da davalının gerçekten çağrıda bulunup bulunmadığını yani bu anlamda temerrüde düşüp düşmediğini tespit etmelidir. Çağrı yükümlüsünün temerrüde düşme hâli hakkında bkz. DİNÇ, **Çağrı**, s. 294-296; KOLCUOĞLU, **Zorunlu Çağrı**, s. 258 vd.

⁵⁵⁶ Yüksek Mahkeme de, vermiş olduğu bir kararında çağrı zorunluluğu ile ilgili temel noktalara şu şekilde işaret etmiştir:

“...dava, halka açık anonim şirket payının zorunlu aleni pay alım teklifi yoluyla pay satımı istemine ilişkin olup, davacı vekili dava dilekçesinde, Sermaye Piyasası Kurulu'na çıkarılan IV Seri 8 nolu Tebliğin 17 maddesindeki koşulların oluşması nedeniyle müvekkiline ait pay senetlerini almak üzere çağrıda bulunma yükümlülüğünün pay alımına girişen davalıca yerine getirilmesine ve anılan pay senetlerinin satın alma yükümlülüğünün doğduğu tarihten itibaren temerrüt faizi ile birlikte bedellerinin davalıdan tahsiline karar verilmesini talep etmiştir. Mahkemece her iki talebin de kabulü ile davalının çağrıda bulunma yükümlülüğünün yerine getirilmesine ve davacının paylarının satın alınmasına karar verilmiştir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 16/A, 22/i ve k madde ve bentleri gereğince, Sermaye Piyasası Kurulu'na yayınlanan IV seri 8 no'lu Tebliğ ile halka açık anonim ortaklıklarda çağrı yoluyla vekâlet veya hisse senedi toplanmasına ilişkin kurallar belirlenmiştir. Anılan tebliğin 17. maddesi ile hisse senedi toplanması için çağrıda bulunma zorunluluğunu düzenlemiş olup, somut olayda davalı bakımından bu zorunluluğun koşullarının oluştuğu açıktır. Tebliğde çağrı zorunluluğu doğan paydaş, yada paydaşların bu zorunluluğun gereği olan çağrıyı yapmaması hâlinde ne yapılması gerektiği konusunda açıklık yoktur. Ancak, bu konuda getirilen düzenlemeler, halka açık anonim şirketlerde azınlıkta kalan ortaklara, ortaklıktan ayrılma hakkı tanımak amacıyla getirilmiş olup, dayanağı kanun hükümleri kamu düzenindedir. Bu nedenle zorunlu çağrı gereğinin yerine getirilmemesi hâlinde, tüm azınlık pay sahiplerine fırsat eşitliği sağlanması için, sadece bu konuda dava açan ortağın payının satılmasının sağlanmasına değil, yasa ve tebliğ doğrultusunda zorunlu aleni pay alım çağrısı yapılmasına karar verilmelidir. Bu itibarla, mahkemenin sadece davacının payının satın alınmasına karar vermesi yerinde olmayıp, zorunlu aleni pay alım teklifi çağrısı yapılmasına karar verilmesi gerektiğinden, davalı vekilinin temyiz itirazının kabulü ile hükmün bu nedenle davalı yararına bozulmasına karar vermek gerekmiştir...”. Yarg. 11. HD. 07.11.2003, 3498/10556 – karar metni için bkz. **Batider**, 2003/XXII-2, s. 276 vd.; KÜTÜKÇÜ, **Sermaye Piyasası**, s. 37 vd.

Böylelikle Yargıtay, hem çağrı zorunluluğunun yasal dayanağının bulunduğu hem bu zorunluluğun doğup doğmadığının hukuk davasında incelenebileceği hem çağrı zorunluluğu kurumunun yöneldiği amacın azınlık pay sahiplerine fırsat eşitliği içinde ayrılma hakkı tanınması olduğu hem aynen ifa davasının açılacağı hem de açılan davada ancak genel/aleni çağrının yapılmasına yönelik hüküm kurulabileceği şeklindeki önemli tespitlerde bulunmuştur. Kararın değerlendirmesi için bkz. ÇEKER, **Çıkma Hakkı**, s. 71 vd.

niteliğindedir⁵⁵⁷ ve açılacak dava ile, söz konusu yapma borcunun ifa edilmesi sağlanmalıdır⁵⁵⁸.

Mahkemenin işbu davada vereceği karar, bu konuda açık bir yasal düzenleme bulunmasa ve BK. m. 97’de buna ilişkin bir kural konulmamış olsa da, irade beyanında bulunmaya ilişkin yapma borçlarının niteliği itibarıyla, davalının aleni pay alım teklifindeki, yani çağrıda bulunmasındaki irade beyanının yerine geçecek ve mahkeme kararı ile birlikte Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ m. 14 vd.deki çağrı prosedürü başlamış olacaktır. Mahkeme, çağrı yükümlüsünün yerine çağrıda bulunduğu için, mahkeme kararında ayrıntıları belirlenecek⁵⁵⁹ teklif içeriğine göre hedef ortaklık pay sahipleri Tebliğ’deki süre içerisinde kabul beyanında bulunacaklar veya bulunmayacaklardır. Kabul beyanında bulunan pay sahipleri ile davalı çağrı yükümlüsü arasında hisse satım sözleşmesi kurulacaktır. Davalı çağrı yükümlüsü, gerekli hisse bedelini gene ödemezse, her bir pay sahibi, bu sefer bireysel olarak, çağrı yükümlüsü ile aralarında kurulmuş/var olan satım sözleşmesi dairesinde dava/icra yoluyla talepte bulunacaklardır. Böylelikle hem çağrı yükümlüsünün aleni icabı sağlanmış ve pay sahipleri arasında eşitlik tesis edilmiş olacak hem de sonuç itibarıyla tüm pay sahiplerine bireysel olarak zararlarını tazmin ettirme imkânı tanınmış olacaktır⁵⁶⁰.

⁵⁵⁷ DİNÇ, **Çağrı**, s. 296.

⁵⁵⁸ Çağrı zorunluluğunun, Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ’de bireysel bir hak şeklinde düzenlenmemiş olması da, bu yorumu desteklemektedir. SerPK. m. 22/i’den hareketle bir bireysel hakkın varlığı kabul edilecek olsa da, bu hakkın kullanılış yöntemi aleni pay alım teklifinin kabulü şeklindedir. Dolayısıyla öncelikle söz konusu aleni teklifin yapılması sağlanmalıdır.

⁵⁵⁹ Mahkeme kararında çağrı fiyatı, çağrının zamanında yapılmamasından kaynaklanacak zararı önlemeye matuf bir şekilde, Tebliğ m. 17/2’deki fiyata, gerekli faizin eklenmesi suretiyle tespit edilmelidir.

⁵⁶⁰ Pay sahipleri arasındaki fırsat eşitliği gereği ön planda olmasa idi, ilk davada, çağrı yükümlüsünün iradesinin yerine geçecek karar ile birlikte, sonrasında kurulacak sözleşmeden doğan edimin ifasına ilişkin bir hüküm tesisi de talep edilebilirdi. Zaten aynen ifa davası açılması zorunluluğunun ve bunun yerine nakdi tazminat talebi ile yetinilmemesinin sebebi de budur. Karş. İNCEOĞLU, **Sözleşme Yapma Zorunluluğu**, s. 404-405.

SONUÇ

“Anonim ortaklığın devralınması” ismini verdiğimiz hukuki işlem çeşidini incelediğimiz bu tezde, anonim ortaklığın ekonomik kavramlardan “işletme”yi veya “teşebbüs”ü değil, “firma”yı karşıladığı ve firmanın en yaygın hukuki görünüm çeşidi olduğu tespitini yaptıktan sonra, anonim ortaklığın temel özelliklerini “tüzel kişilik”, “sınırlı sorumluluk”, “sermayenin paylara bölünmüş olması ve ortaklık hakkının (payların) devredilebilirliği”, “yönetimin kurul yapısı içinde delegasyonu” ve “pay sahibi kontrolü” şeklinde belirledik. Bu temel özelliklerin her biri, hemen tüm hukuk sistemlerindeki anonim ortaklık modelinde mevcut olup, birbirleri ile sebep-sonuç ilişkisi içerisindedirler.

Anonim ortaklıkta “yönetim” kavramını nispeten geniş açıdan yaklaşp, üretim, pazarlama, yatırım, tüketici ve çalışanlarla ilişkiler, muhasebenin tutulması, her türlü kiralama ve satın alma, dava açılması gibi işlemlerin yanında, ortakların gerek kendi aralarındaki gerek de ortaklık tüzel kişiliği ile aralarındaki ilişkileri düzenleyen kararların alınması ve doğrudan ortaklığın temel yapısı ile ilgili düzenlemelerin yapılmasını da kapsam içine aldık. Anonim ortaklıkta “yönetim” denildiği vakit, ortaklık işlerinin yürütülmesi anlaşılmalı ve TK. sistemindeki “idare” yanında “temsil” de kapsama alınmalıdır.

Anonim ortaklığın yönetim şekli, “organsal yönetim”dir, yani ortaklık organlar aracılığıyla yönetilir. Bu özellik, anonim ortaklıklara özgü olmayıp, anonim ortaklığın temel unsurlarından olan tüzel kişilikten kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla diğer tüm ticaret ortaklıklarında da aynı sistem vardır. Ancak anonim ortaklık yönetiminin öne çıkan ayırıcı özellikleri; ortaklığın -genel kurul ile paylaşılmakla birlikte- esas itibarıyla yönetim kurulu tarafından yönetildiği, genel kurul ile yönetim kurulu arasında bir fonksiyon/görev ayrımı olduğu, üst – ast ilişkisinin bulunmadığı ve son olarak yönetim kurulunun, pay sahiplerinden ayrı olduğudur. “Anonim ortaklık örgütü” yanında “işletme örgütü”nün zaman içinde ortaya çıkması ile, bilhassa büyük anonim ortaklıklarda yönetim kurulu dahi, denetleyici/gözetleyici bir konuma gelmiş ve pay sahiplerinin yönetim ile olan mesafeleri iyice artmıştır.

Anonim ortaklık sisteminde sermaye tedarikçisi ve kurucu vasıfları ile “mülkiyet”i temsil eden pay sahiplerinden ayrı bir organın/örgütün ortaklık işlerini yürütmesi, “yönetim – mülkiyet ayrımı”nı ortaya çıkarmaktadır. İşte anonim ortaklığın temel özelliklerinden olan “yönetimin, kurul yapısı içinde delagasyonu” bu durumu karşılamaktadır.

Bu şekilde pay sahiplerinin ortaklık yönetiminden uzaklaştırılmaları, sistem içi bir denge ihtiyacını doğurmuş ve bu denge, “pay sahibi kontrolü” ile sağlanmıştır. Kontrol, anonim ortaklığın yönetimi üzerindeki hâkimiyet, yani yönetimi yönlendirme yeteneğidir/erkidir. Bu erk, esas itibarıyla, yöneticilerin belirlenmesi/seçilmesi yetkisi ile elde edilebilir ve bu yetkiye sahip olan da, pay sahipleridir. Zira yönetim kurulu, işletme örgütünün hiyerarşik amiridir ve yönetim kurulu üyelerini seçen genel kurulu oluşturanlar, pay sahipleridir. Pay sahipleri, yönetim kurulu üyelerini seçim yetkileri ile, anonim ortaklığın tüm yönetimi üzerinde bir “hâkimiyet” sağlayabilmektedirler. İşte bu hâkimiyet, anonim ortaklığın kontrol gücüdür.

Ancak anonim ortaklık yönetiminden uzaklaşan pay sahiplerinin, kontrole sahip oldukları tespiti yeterli değildir. Zira pay sahipleri, çoğu durumda blok bir menfaat grubu hâlinde değildirler. Anonim ortaklık kurullarına ve bu arada genel kurula egemen olan “çoğunluk ilkesi” karşısında pay sahipleri arasında azınlığı oluşturanlar, kontrolden uzaklaşmaktadırlar. Bu durum, kontrol – mülkiyet ayrımının ilk ayağıdır. Hatta anonim ortaklığın özelliğine göre azınlığın toplam oranının, kontrolü elinde bulunduran pay sahibinden/sahiplerinden fazla olması da olasıdır. Böylelikle tüm pay sahiplerinin tek bir blok oluşturduğu anonim ortaklıklarda var olan kontrol – mülkiyet birleşmesi, pay sahipleri arasındaki menfaat farklılıkları gündeme geldikçe varlığını yitirmektedir. Ancak gene de klasik anonim ortaklık modelinde kontrolden uzaklaşan pay sahipleri oranı, -sermayeye katılma oranına göre- % 50’nin altındadır.

İmtiyazlı paylar, pay üzerinde intifa hakkı veya temsil hakkı edinimi, pay sahipleri sözleşmeleri gibi, anonim ortaklıkta kontrolü elde etmenin mülkiyet dışındaki hukuki araçlarının ortaya çıkması ya da anonim ortaklığın özellikle yüksek halka açıklık oranından kaynaklanan pay sahipliği yapısının dağınıklığı ile birlikte,

anonim ortaklıklarda kontrolden uzaklaşan pay sahiplerinin mülkiyet oranları, % 50'nin üzerine çıkmaktadır. Hatta şimdilik Anglo-Sakson dünyasına has olmakla birlikte, etkisini giderek artıran durum, azınlık olarak nitelenebilecek blok bir pay sahibi grubunun dahi kalmaması ve yönetimdekilerin, kontrolü de ele geçirmeleridir. Bu durum, “yabancılaşma”dır. Bir başka deyişle pay sahibi olmayanların, “controller” olmalarıdır ve anonim ortaklık modelinden esaslı bir sapmadır. Böylelikle kontrol – mülkiyet ayrımı da tamamlanmaktadır.

Anonim ortaklıkta kontrolü elinde bulunduran kişi, bulunduğu konumdan kaynaklanan ekstra bir yasal sorumluluğa “henüz” tabi olmamakla birlikte, eğilim, “controller”ın anonim ortaklık sorumluluk rejimine dâhil edilmesi yönündedir. Şimdilik MK. m. 2, bu konuda rol oynayabilir.

Kontrolü elinde bulunduranlara yönelik özel yükümlülükler, daha çok anonim ortaklığın belirli bir iştigal konusu ile uğraşmasından ötürü, ilgili sektöre ilişkin özel kuralların varlığından kaynaklanmaktadır. Ancak kontrol sahibinin, kontrolden uzak pay sahiplerine nazaran ortaklığın zarar doğuran işlemlerinden ötürü sorumlu tutulma ihtimali söz konusudur. Bununla birlikte hem halka kapalı hem de halka açık anonim ortaklıklarda yoğun bir “kontrol savaşı”na rastlanılmaktadır. Bu savaş, ortaklık ilgilileri arasında kontrolü elde edebilme mücadelesidir. Kontrolü elde etmenin ve muhafazasının çeşitli teorik ve pratik yolları üzerinde yoğun bir çalışma söz konusudur.

Bu savaşın sebebi, “kontrol”ün değeridir. Kontrol, sahibine nominal yatırım miktarından (çok) daha yüksek bir ekonomik menfaat sağlamaktadır. Örneğin 100 payı bulunan bir anonim ortaklıkta 51 adet pay ile, ortaklığın tüm mal varlığı üzerinde dolaylı bir hâkimiyet/mülkiyet tesis edilmektedir, yoksa mal varlığının % 51'i oranında değil. Çoğunluk ilkesi, % 51'lik güç ile % 100'lük güç arasında, esaslı bir farkın bulunmamasına yol açmaktadır. Kontrolü sağlamak için gereken oran azaldıkça, örneğin ilgili anonim ortaklıkta pay sahiplerinin genel kurullara olan ilgisizliği veya pay yapısının dağınıklığı sebebiyle % 25'lik pay oranı ile kontrol elde edilebiliyorsa, kontrolün değeri daha da artmaktadır. İşte bu değer, “kontrol primi”dir ve bu özelliği ile anonim ortaklıkta “kontrol”, bağımsız bir mal varlığı değeri, “aktif”

unsuru niteliğindedir. Bu aktif, “controller”ın mal varlığına dâhildir, yoksa anonim ortaklık tüzel kişiliğinin veya ortaklar bütününe değil.

İşte bir (tüzel) kişi olarak esasen devre konu olması mümkün olmayan anonim ortaklığın, pay sahiplerinden ayrı olan yönetiminin de devredilemeyeceği, buna karşılık bir aktif unsuru olan “kontrol”ün sahibi tarafından, pay satışı, sermaye artırımını, pay üzerinde sınırlı aynı hak tesisi gibi çeşitli hukuki araçların kullanımı ile bir başkasına bütünüyle veya kısmen devrinin mümkün olduğu; bu devrin de kontrolün anlamı itibarıyla “anonim ortaklığın (da) devri” manasına geldiği sonucuna ulaşılmıştır. Burada devir, tüzel kişilik özelliğinden kaynaklanmakta, dolayısıyla işletme devri değil, “firma devri” söz konusu olmaktadır. Biraz daha ayrıntılı belirtmek gerekirse, “anonim ortaklığın devralınması”, anonim ortaklığın tüzel kişilik yapılanmasında, mal varlığı unsurlarının yani her bir aktif ve pasifinin hukuki sahibinde ve -kural olarak- mal varlıkları toplamında değişiklik olmaksızın, -bir hukuki işlemin ardından- ortaklığın (sadece) kontrol sahibinin değişmesi hâlidir. Kontrolün, mevcut “controller” ile paylaşılmaya başlanması da, “devralma”dır.

“Anonim ortaklığın devralınması” kavramını, yabancı literatür içinde her durumda, aynen ve tam olarak karşılayan bir hukuki kurum yoktur. “Takeover”, “merger”, “acquisiton”, “control transactions”, “asset sale”, “share sale” yakın kavramlardan bazılarıdır. Bunlar içinde “takeover”, özellikle “kontrol iktisabının” tanımsal unsur olması sebebiyle öne çıkmaktadır. Hatta denilebilir ki, dar açıdan “takeover”, “anonim ortaklığın devralınması” kurumu ile örtüşmektedir. Zira bu durumda “takeover”, anonim ortaklığın kontrolünün elde edilmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Yani ortaklığın sahip olduğu mal varlığı unsurları ve ticari işletme, devre konu edilmemekte, sadece ortaklığın tüzel kişilik olarak kontrol sahibi değişmektedir.

Devralma işleminin tarafları arasında mutlaka –kontrolü ele geçirme iradesi bulunmasa dahi- devralan vardır. Ancak bir kişinin, -miras yoluyla çoğunluk paylarının iktisabı, en büyük pay sahibinin kendi paylarını halka arz etmesi gibi- tamamen kendi bilgisi, katılımı ve iradesi dışında gerçekleşen bir olay/işlem sonrasında hedef ortaklıkta “controller” hâline gelmesi durumunda, ortada anonim ortaklığın devralınması yoktur. Tamamen pasif olduğu bir durumda, bir kişiyi belli

bir işlemin, -oldukça ağır olabilecek- hukuki sonuçlarına tabi kılmak doğru olmayacaktır.

Öte yandan anonim ortaklığın devralınmasında, her zaman bir “devreden” bulunmayabilir. Zira mevcut kontrol sahibinin onayı/rızası/katılımı olmaksızın, hatta onun muhalefetine ve gayretlerine rağmen kontrol sahibinin değişmesi mümkündür. Örneğin ihtiyari aleni pay alım teklifi sonucunda halka açık bir anonim ortaklığın belli oranda paylarını satın alan kişi, satın aldığı payların oranına göre, mevcut “controller” kendi paylarını ona satmamış olsa bile, ilgili ortaklığın kontrolünü elde edebilir. Burada kontrol el değiştirdiği için anonim ortaklık devralınmıştır, ancak bizatihi devralma yani kontrol değişikliği işleminin iki tarafı yoktur. Kontrol iktisabını sağlayan pay devirlerini yapan pay sahipleri, kontrolün sahibi değildirler. Bununla birlikte örneğin blok alımda, kontrol hisseleri mevcut kontrol sahibinden toplu olarak satın alındığı için anonim ortaklığın devralınması işleminin iki tarafında, devralan ve devreden bulunmaktadır. Devre konu anonim ortaklık ise, “hedef ortaklık” şeklinde isimlendirilmekte olup, devralma işleminin dışındadır. Zira devredilen, anonim ortaklık kontrolü olup, anonim ortaklık tüzel kişiliği, kendi kontrolünün sahibi değildir. Anonim ortaklığın kontrolü, bir aktif değer olarak, “controller”a aittir. Bununla birlikte imtiyazlı pay tesisi, sermaye artırımını gibi devralma yöntemlerinde, bizatihi ilgili yöntem bakımından anonim ortaklık, işlemi gerçekleştiren taraf olabilir. Bu durum, hedef anonim ortaklığı, üstteki kontrol devri, yani devralma işleminin tarafı hâline getirmez.

Anonim ortaklığın devralınması işlemi; tanımı, prosedürü ve sonuçları itibarıyla, hukuk sistemlerinde toplu olarak yasal düzenlemeye tabi tutulmuş değildir. Anonim ortaklıktaki kontrol sahipliğinin ve/veya bunun değişmesinin ya da kontrol değişikliğine yol açan devralma yönteminin ilgili olduğu hukuk dalları; borçlar hukukundan başlayarak, anonim ortaklık hukukuna, sermaye piyasası hukukuna, rekabet hukukuna, vergi hukukuna, eşya hukukuna, devletler özel hukukuna, iş hukukuna, işleme taraf ortaklıkların iştirak konuları itibarıyla alakalı oldukları -banka hukuku, enerji piyasası hukuku gibi- hukuk dalına ve hatta savaş hukukuna kadar uzanmaktadır. Yasal düzenleme şekli gerek Türk hukukunda gerek de yabancı hukuklarda çok dağınıktır. Birleşme ve bölünmede olduğu gibi işlemin belli başlı

tüm kurallarının ve sonuçlarının bir arada düzenlenmesi yoluna gidilirse de, en azından, kontrol kavramının ortak bir yasal tanıma bağlanması yararlı olacaktır.

Anonim ortaklığın devralınmasında, düzenleme şekli itibarıyla, İngiliz sistemine karşılık Amerikan sistemi bulunmaktadır. Yani burada Anglo-Sakson/Kıta Avrupası ayrımı teorik açıdan söz konusu değildir. Kıta Avrupası, İngiltere’yi takip etmektedir.

Anonim ortaklığın devralınması bir büyüme yöntemi olarak, yapısal değişiklik içeren benzer işlemlerle karşılaştırılmalı ve aradaki farklar ortaya konulmalıdır. “Anonim ortaklığın devralınması”na benzeyen işlemler, sonucu itibarıyla bir veya daha fazla sayıda anonim ortaklığı ilgilendiren ve mal varlığı değerlerinin bir bütün olarak menfaat/kontrol sahibinin değişmesi sonucunu doğuran hukuki işlemlerdir. “Birleşme”, “bölünme”, “işletme/mal varlığı devri” -ve “hisse değişimi”- bu kapsamdadır. Anonim ortaklığın devrinde de, buradaki diğer tüm benzer işlemlerde de bir anonim ortaklığa ait mal varlığı bütünüdür devri, en azından bu bütünden ekonomik açıdan yararlananın değiştirilmesi amaçlanmaktadır. İşte bu devir işlemi, ya anonim ortaklığın bir diğer ortaklık ile birleştirilmesi, ya mal varlığının/ticari işletmesinin devredilmesi, ya bölünmesi, ya da anonim ortaklığın devri yoluyla yapılır. Diğer hepsinde aktif ve pasiflerden oluşan mal varlığı bütünüdür hukuki sahibi cüz’i veya külli intikal yoluyla değişirken; anonim ortaklığın devrinde, diğerlerinden farklı olarak devre konu anonim ortaklığın mal varlığının hukuki sahibi değişmez. Yapılan işlem ile hedef anonim ortaklığın sadece “controller”ı yani kontrol sahibi değişmektedir. Bunun gibi anonim ortaklığın devrinde, bölünme ve birleşmeden farklı olarak, tüzel kişilik artması veya azalması da söz konusu olmaz.

Mal varlığının doğrudan işlemin konusunu teşkil ettiği “benzer işlemler”, anonim ortaklığın “yeniden yapılandırılması (reconstruction)”dır. Yeniden yapılanma, tasfiyeye yönelik bir işlem olabilmekte ve ortaklığın işletme ya da mal varlığı bütünü yahut unsurlarının devrini gerektirmekte; ortakların ve alacaklıların haklarını ve menfaatlerini doğrudan etkileyebilmektedir. Hâlbuki anonim ortaklığın devrinde/devralınmasında, devre konu hedef anonim ortaklığın mal varlığı bütünü/unsurları yahut işletmesi devredilmemekte; -mülkiyeti ortaklık tüzel kişiliğine değil, ortaklığın “controller”ına ait olan- “kontrol” aktifi işleme konu

edilmekte, dolayısıyla özellikle kontrol dışında kalan ortaklar ile alacaklıların özel bir sistem ile korunmaları gereği ortaya çıkmamaktadır. Anonim ortaklığın mal varlığı unsurları ve bu arada işletmesi/işletmeleri, bu işlemde hukuken değil, ortaya çıkan ekonomik sonuç itibarıyla etkilenmektedir. Zira yeni kontrol sahibi, anonim ortaklığın mal varlığı unsurlarının ekonomik kaderini belirleme/yönlendirme gücüne erişebilmektedir. Dolayısıyla anonim ortaklığın devri, hedef ortaklık (ve taraf ortaklıklar) açısından bir yeniden yapılandırma şekli olmamakla birlikte, ekonomik olarak ortaya çıkan sonucun örtüşmesi sebebiyle, mal varlığı/işletme devirlerini konu edinen yeniden yapılandırma modellerine benzemektedir.

Anonim ortaklığın devralınmasını sağlayan hukuki araçlar çok sayıdadır. Anonim ortaklıktaki kontrol sahipliğini değiştiren hukuki işlem, devralma yöntemi olmaktadır. Dolayısıyla “devralma yöntemleri” ile “kontrol araçları” çakışmaktadır. Kontrolü sağlayan aracın el değiştirmesi, bir başka deyişle bundan yararlananın değişmesi ile anonim ortaklığın devri gerçekleşmiş olmaktadır. Anonim ortaklığın devri sonucunu doğurabilen yöntemler; pay devri, esas sözleşme değişikliği, pay üzerinde intifa hakkı tesisi, oyun kullanımında temsil hakkı edinilmesi, pay sahipliği/oy sözleşmesi akdedilmesi ve anonim ortaklıkların birleşmesi, bölünmesi, hâkimiyet sözleşmesi akdi, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil/intifa senedi (veya benzer sermaye piyasası aracı) iktisabı ve pay üzerinde alım hakkı kazanılmasıdır.

Bu yöntemlerin her biri, kendileri ile ilgili hukuki kurallara tabi olmakla birlikte, yapılan işlem sonucunda hedef ortaklıkta kontrol değişikliği söz konusu oluyorsa, bu işlem bir “devralma yöntemi” hâline gelmekte ve devralmaya has hukuki kuralların da uygulama alanı içine girmektedir. Devralma yöntemleri arasında ülkemizde en sık başvurulan usul, blok pay alımıdır. Konsantre pay sahipliği yapısının bulunduğu ülkemiz anonim ortaklıklarında ihtiyari aleni pay alım teklifi veya münferit alımlar ile kontrolün elde edilmesi pek mümkün değildir. Bunun yanında bilhassa getirilecek kaynağın yani devir bedelinin hedef ortaklığın mal varlığına dâhil edilmesinin amaçlandığı devralmalarda, bir esas sözleşme değişikliği olan sermaye artırımının kullanıldığına da sıklıkla rastlanılmaktadır.

Anonim ortaklığın devralınmasının hukuki sonuçları denildiği vakit, esas itibarıyla devralmanın –en azından prosedür olarak- usulüne uygun bir biçimde

tamamlandıktan ve kontrol sahibi değiştikten sonra ortaya çıkan sonuçlar kast edilmektedir. Dolayısıyla rneğin devralma süreci sırasında RK, BDDK, EPDK gibi kamu otoritesini kullanan makamlardan alınması gereken bir yasal iznin alınmamasının yaptırımını, devralmanın ortaya çıkardığı bir hukuki sonuç değildir. Zira bu hâlde, kontrol değişikliği gerçekleşmemiş ve devralma tamamlanmamıştır.

Anonim ortaklığın kontrolünün el değiştirmesi, bizzat “anonim ortaklığın” devri/devralınması niteliğinde olduğu için kontrol iktisabını sağlayan çoğunluk hisselerinin satın alınması/devralınması işlemi, hisse devri ile sınırlı kabul edilmemelidir. Bu tür bir hisse satımında satım konusu, hem bizatihi çoğunluk paylar ancak bunların yanında “anonim ortaklık”tır. Anonim ortaklığın mal varlığına dâhil olan tüm unsurlar; ortaklığın aktifleri, pasifleri ve bu arada işletmeleri dolaylı yoldan da olsa yapılan işlemin içindedir. Bu sebeple nasıl ki, işletmenin devrinde devreden/satıcı, işletmenin genel yapısı itibarıyla “ayıba karşı tekeffül” hükümleri ile bağlıdır, anonim ortaklığın devrinde de devreden, aynı yükümlülüğe tabi tutulmalıdır. Bunun gibi devralma işleminde, satıcının/devredeninin zapta karşı tekeffül sorumluluğu da, mevcuttur. Bununla birlikte, devredeninin, açık taahhüdü olmaksızın, -MK. m. 2 ve TK. m. 56 vd. saklı kalmak kaydıyla- kategorik olarak, devralan ve hedef ortaklık ile rekabet yasağına tabi olduğu söylenemez. Devredeninin hedef ortaklığın belli çalışanlarını istihdam etmeme ve gizli bilgilerini açıklamama yükümlülüğü de, yukarıdaki sınırlar saklı kalmak kaydıyla, her durumda var kabul edilemez.

Anonim ortaklıkların birleşmesini düzenleyen TK. m. 146 vd. ve 451 vd. ile ticari işletmenin devrinde özel bir borç nakli düzenlemesi ngren BK. m. 179 hükümlerinin anonim ortaklığın devrinde uygulanma kabiliyeti yoktur.

Bunun gibi birleşme işleminde gündeme gelen pay sahiplerinin iptal davası açma ve birleşmeye engel olma ya da alacaklıların -tartışmaya açık- itiraz hakkının da, anonim ortaklığın devrinin farklı bir hukuki kurum olması itibarıyla, ortaya çıkan ekonomik sonuç benzerliğine rağmen, -birleşmenin bir devralma yöntemi olarak kullanılması durumu saklı kalmak kaydıyla- burada uygulanması söz konusu değildir.

Anonim ortaklığın devralınmasının anonim ortaklıklar hukuku alanındaki ilk sonucu, ortaklığın kontrol sahibinin değişmesidir. Zaten bu durum, aynı zamanda yapılan işlemi de ifade etmektedir. Kontrol sahibinin değişmesi ve buna bağlı olarak anonim ortaklığın devralınması işlemi, hukuki aracın kendisine yönelik gerçekleşme şekli saklı kalmak kaydıyla, ticaret siciline tescil zorunluluğunu (ve hatta imkânını) beraberinde getirmemektedir. Kontrol sahibinin tescili ve ilanı sistemi, yoktur. Bununla birlikte anonim ortaklıkta kontrol sahibinin değişmesi, beraberinde kendisine bağlı hukuki sonuçlar oluşturmaktadır. Yani bunlar, doğrudan devir işlemine değil, devrin sonucu olan kontrol sahipliğinin değişmesi durumuna bağlı sonuçlardır. Devrin ardından, anonim ortaklığı yönlendiren ve sahip olduğu yetkilerinin/imkânlarının karşılığı olarak ve menfaatlerin dengelenmesi amacıyla daha sıkı bir MK. m. 2 denetimine tabi olan kişi değişmektedir. Yönetim kurulunda bir inancılı yönetim kurulu üyesi varsa, devrin ardından bu üyenin pozisyonu değişmekte, bu yönetim kurulu üyesine talimat verme hakkını haiz hâkim pay sahibi paylarını devrettiği için menfaat sahibi konumundaki devreden ile yönetim kurulu üyesi arasındaki inancılı yönetim sözleşmesi sona ereceği için söz konusu üyenin, inancılı yönetim kurulu üyeliği vasfı da sona ermektedir. Bu kapsamda son olarak belirtelim ki, kontrol dışında kalan pay sahiplerinin, esas sözleşmede de sınırlayıcı bir hüküm bulunmadıktan sonra, “controller” değişikliğine itiraz etme ve bunu engelleme hakları, bulunmamaktadır. MK. m. 2’den hareketle “controller”ın anonim ortaklığı devretmesine engel olunamaz.

Devralmanın anonim ortaklıklar hukuku alanında ortaya çıkardığı ikinci temel hukuki sonuç, hedef ortaklığın bir topluluk/grup şirketi hâline gelmesi veya dâhil olduğu topluluğun/grubun değişmesidir. Zira kontrol sahibi, bu konuda belirleyicidir ve devralma işleminde, kontrol sahipliği değişmektedir. Böylelikle hedef ortaklık, ilk kez grup hukukunun uygulama alanına girebileceği gibi, zaten bir grup şirketi ise kontrol değişikliğinin ardından, bağlı olduğu grup farklılaşacak, örneğin özel sorumluluk sistemine tabi olan çatı şirketi değişecektir. Ancak grup hukuku, henüz ülkemizde özel bir hukuk dalı konumunda değildir. Tasarı kanunlaşmadığı için grup yapılarına ilişkin özel kurallar, vergi ve sermaye piyasası mevzuatı ile TK. m.466/3 ile

sınırlıdır. Bunlar da, maddi hukuka ilişkin kurallar olmaktan öte, daha çok ortaklık hesaplarının tutulma şekline ilişkindir.

Anonim ortaklıklar hukuku açısından ortaya çıkan üçüncü sonuç, “çıkarma (squeeze-out)” ve “çıkma (sell-out)” hakları başlığı altında iki ayrı bölüm olarak incelenebilir. Bunlar da, henüz ülkemizde yasal mevzuatımıza dâhil olan haklar değildir. Yani bugün itibarıyla anonim ortaklığın devralınmasının, -en azından ülkemizde- bu türden hukuki kurumların uygulama alanı bulmasına yol açtığı söylenemez. Ancak AB sürecinde, Tasarı'nın da kabulü ile birlikte devralmalarda, çıkarma ve çıkma hakları gündeme gelecektir.

Çıkarma hakkı, her türlü devralmada değil, devralanın veya zaten ortaklıkta “controller” olan bir kişinin büyük çoğunluk hâline gelmesi durumunda, geri kalan payları satın alma hakkıdır. Hakkın kullanılma eşiği, ülkeden ülkeye değişmekle beraber, % 90 en düşük, % 98 de en yüksek değer olarak görülmektedir. İşte anonim ortaklığın devralınması sonucunda, devralan bu pay eşiğine ulaşırsa, geri kalan payları, adil bir fiyattan satın alarak şirkette tek başına kalma, böylelikle tam hâkimiyet kurma imkânını elde edebilecektir. Bu hakkın izdüşümü olarak aynı oranda küçük pay sahibine de, paylarını büyük ortağa satarak şirketten “çıkma” hakkı tanınmaktadır. Çıkarma ve çıkma hakları, bazen kurulacak sisteme göre sadece halka açık anonim ortaklıklarda da söz konusu olabilmektedir. AB düzeyinde şimdilik sadece aleni pay alım teklifi kurumu ile alakalı olarak gündeme geldiği için, çıkarma ve çıkma hakları, halka açık anonim ortaklıklara özgüdür.

Devralmanın, sermaye piyasası hukuku açısından öncelikli sonucu, hem devralan hem devreden hem de hedef ortaklık için söz konusu olan kamuyu aydınlatma zorunluluğudur. Anonim ortaklıktaki kontrol sahibinin kim olduğu, “esaslı” bir bilgi olarak kamuya açıklanmalıdır. Bu açıklama, hem sermaye piyasası araçlarının ihracı sırasında hem periyodik olarak mali tablo dönemlerinde hem de kontrol değişikliği durumunda bir “özel durum” olarak derhâl yapılmalıdır. Devralmanın bir sürece yayıldığı dönemlerde “kesin”leşen her bilgi, kamuya açıklanmalı, böylelikle bilginin kötüye kullanılması engellenmeli ve ilgililer arasındaki fırsat eşitliği tesis edilmelidir. Kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne riayet edilmemesinin hem idare hem ceza hem de özel hukuk bazlı yaptırımları vardır. SPK

tarafından alınabilen idari tedbirlerin ve kesilebilecek idari para cezalarının yanı sıra, bilginin zamanında kamuya açıklanmaması, bilgi bazlı manipülasyon suçunun oluşmasına yol açmaktadır. Devralma ile ilgili kamuyu aydınlatma zorunluluğuna uymayan kişiler, “haksız fiil” hükümleri kapsamında bundan dolayı zarara uğrayan üçüncü kişilerin zararlarını tazmin sorumluluğu altındadırlar.

Anonim ortaklıktaki kontrol değişikliğinin, halka açık anonim ortaklıklara ilişkin bir diğer sonucu, devralan kişinin, devre konu paylar dışındaki hisseleri, devir fiyatı üzerinden satın almak üzere çağrıda bulunmak zorunda olmasıdır. Zorunlu çağrı, bir aleni pay alım teklifi çeşididir. Eşit işlem ve kontrol priminin paylaşılması esasına dayalı zorunlu çağrı kurumu, kanaatimizce anonim ortaklık teorisine, anonim ortaklığın temel özelliklerine aykırı olduğu gibi, eşit işlem ve bu bağlamda fırsat eşitliği kuralı ile de haklı görülemez. Ayrıca kontrolün sahibi konumundaki mevcut “controller”ın kontrol primini paylaşması da kanaatimizce gerekli olmamalıdır. Zira kontrol, hedef ortaklığa ait bir mal varlığı unsuru değildir. Bununla birlikte İngiltere’nin etkisi ile bu kural, tüm Avrupa’ya ve hatta dünyanın başka bölgelerine de yayılmış durumdadır.

Çağrıda bulunma zorunluluğu, kamuyu aydınlatma zorunluluğundan farklı olarak, sermaye piyasası mevzuatına tabi olan tüm anonim ortaklıklarda değil, sadece halka açık anonim ortaklıklarda uygulama alanı bulur. Sözleşme özgürlüğüne aykırılık teşkil eden bu kurum, yasal bir atfa istinaden bir Tebliğ hükmü ile düzenlenmiş durumdadır. Pay devri, sermaye artırımını, birleşme veya diğer herhangi bir, mülkiyet edinimine dayalı yöntemle, hedef ortaklıkta % 25’lik kontrol eşiğine ulaşan kişi, geri kalan payları satın almak üzere çağrıda bulunmalıdır. Kontrol eşiği, İngiltere gibi pay sahipliği yapısının dağınık olduğu bir ülkede dahi daha yüksektir. Bu eşiğe ulaşılması durumunda, kontrol elde edilmiş kabul edilmektedir. Bu eşiğe ulaşılmaksızın başka hukuki araçlarla kontrolün elde edilmesi veya kontrol eşiğindeki % 10’luk artırımlar durumunda da aynı yükümlülük söz konusu olacaktır. Bununla birlikte Tebliğ’de sayılan özel durumların gerçekleşmesi hâlinde SPK, çağrıda bulunma zorunluluğuna muafiyet getirebilmektedir. Muafiyet kurumunun varlığı, SPK’nın müdahalesi ile de olsa, devralma tarafları arasındaki menfaat dengesinin kurulmasına olanak sağlamaktadır. Çağrıda bulunma zorunluluğuna

aykırılık, devralma işlemini geçersiz hâle getirmemekle birlikte, idari yaptırımlar saklı kalmak kaydıyla, pay alım teklifinden yararlanma hakkını haiz pay sahipleri, kanundan doğan borcun ihlali temeline dayalı olarak, “aynen ifâ” talep edebileceklerdir. Burada pay sahipleri arasındaki eşitliğin sağlanması bakımından, yükümlünün tüm pay sahiplerine yönelik çağrı yapılması sağlanmalıdır.

BİBLİYOGRAFYA

- ACQUAAH-GAISIE, Gerald : “Toward more effective corporate governance mechanisms”, **Australian Journal of Corporate Law**, 2005, 18/1.
- ADOLFF, Johannes / MEISTER, Burkhardt / RANDELL, Charles / STEPHAN, Klaus-Dieter : **Public Company Takeovers in Germany**, München, Verlag C.H. Beck München City & Financial Publishing, 2002.
- AKBİLEK, Nevzat : **Türk Ve Avrupa Birliği Hukukunda Anonim Şirket Birleşmelerinde Pay Sahibinin Korunması**, Ankara, Seçkin yay., 2009.
- AKBULAK, Sevinç / AKBULAK, Yavuz : **Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**, İstanbul, Beta yay., 2004.
- AKER, Halit : “Hâkim İşletme İle Bağımlı Şirket Arasındaki Hukukî İlişki Ve Hâkim İşletmenin Sadakat Borcu”, **Batider**, 2003/XXII-2.
- AKGÜL, Aydın : **(Danıştay Kararları Işığında) Sermaye Piyasası Kurulu Kararlarının Hukuki Niteliği ve Yargısal Denetimi**, İstanbul, Beta yay., 2008.
- AKİPEK, Jale G. / AKINTÜRK, Turgut : **Türk Medenî Hukuku**, C. I: Başlangıç Hükümleri – Kişiler Hukuku, 5. Bası, İstanbul, Beta yay., 2004.
- AKUĞUR, Mehmet : **Türk Hukukunda Anonim Ortaklıkların Bölünmesi**, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2005.
- AL KILIÇ, Şengül : **Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşmesi**, İstanbul, Beta yay., 2009.
- ALCHIAN, Armen A. / DEMSETZ, Harold : “Production, Information Costs and Economic Organization”, **American Economic Review**, December 1972/62.
- AMSTUTZ, Marc : **Konzernorganisationsrecht**, Diss., Bern, 1993.

- ANDREWS, William D. : “The Stockholders’ Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares”, **Harvard Law Review**, 1965/78.
- ANSAY, Tuğrul : **Anonim Şirketler Hukuku**, 6. Baskı, Ankara, BTHAE yay., 1982.
- ANTUNES, José Engrácia : **Liability of Corporate Groups: Autonomy and Control in Parent-Subsidiary Relationships in U.S., German and EEC Law, An International and Comparative Perspective**, Deventer, Kluwer Academic pub., 1994.
- ARICI, M. Fatih : **Alacak Hakkının Anonim Ortaklığa Sermaye Olarak Taahhüdü**, İstanbul, Beya yay., 2003. (*Alacak Hakkı*)
- ARICI, Mehmet Fatih : **Ticari İşletmenin Aktif ve Pasifi ile Devri**, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2008. (*Ticari İşletmenin Devri*)
- ARICI, Mehmet Fatih : “Ticaret Ortaklığınca Avukata Vekâlet (Temsil Yetkisi) Verilmesi ve Bu Vekâlete, Organ Temsilcinin Yetkisinin Sona Ermesinin veya Sınırlanmasının Etkisi”, **Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan**, C. I, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2007.
- ARKAN, Sabih : **Ticarî İşletme Hukuku**, 7. Bası, Ankara, BTHAE yay., 2004.
- ARSLANLI, Halil : **Anonim Şirketler**, 3 c., I. Umumî Hükümler, 3. Bası, İstanbul, Fakülteler Matbaası, 1960. (*C. I*)
- ARSLANLI, Halil : **Anonim Şirketler**, 3 c., II. Anonim Şirketin Organizasyonu, İstanbul, Fakülteler Matbaası, 1959. (*C. II*)
- ARSLANLI, Halil : **Kara Ticareti Hukuku Dersleri, Umumî Hükümler**, 3. Bası, İstanbul, Fakülteler Matbaası, 1960.
- ASLAN, Ayşegül : **Hakim Ortağın Azınlık Paylarını Satın Alma Hakkı (Squeeze-Out Right)**, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Yeterlik Etüdü, Ankara, 2005.
- ASLAN, İ. Yılmaz : **Rekabet Hukuku**, 2. Bası, Bursa, Ekin Kitabevi, 2001.

- EVERY, Robert / BEZMEZ, Serap / EDMONDS, Anna G. / YAYLALI, Mehlika :
İngilizce – Türkçe Redhouse Sözlüğü, 31. Bası, İstanbul, SEV
Matbaacılık, 2001.
- AYDIN, Alihan : **Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi**, İstanbul, Arıkan
yay., 2008. (*Kendi Paylarını Edinmesi*)
- AYDIN, Alihan : “Anonim Ortaklıkta Çoğunluk Pay Sahiplerinin Azınlığa Karşı
Korunması”, **Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü
Armağanı**, İstanbul, Beta yay., 1999. (*Çoğunluğun Korunması*)
- AYİTER, Nuşin : **Mâmelek Kavramı Üzerine İnceleme**, Ankara, Sevin. Matbaası,
1968.
- AYOĞLU, Tolga : **Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı Ve Halka
Arza Aracılık Sözleşmeleri**, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2008.
- AYTAÇ, Zühtü : “Bağlı İşletmeler Hukuku Ve Türk Hukukundaki Görünüm”,
Batider, 1976/VIII-4.
- BAINBRIDGE, Stephen M. : **Corporation Law and Economics**, New York,
Foundation Press, 2002.
- BÄLZ, Moritz : “Liberalized Rules for the Restructuring of Japanese Companies:
Mergers, Demergers, and Share Exchanges under the New Company
Law, **Zeitschrift für Japanisches Recht-Journal of Japanese Law**,
Sommer 2006/11-21.
- BASNAGE, John M. / CURTIN III, William J. / RUBIN, Jeffrey W. : “Cross-Border
Tender Offers and Other Business Combination Transactions and the
U.S. Federal Securities Law: An Overview”, **The Business Lawyer**,
May 2006/61-3.
- BAŞ, Sanlı : “Dürüstlük Kuralı (MK m. 2) Çerçevesinde Çağrıda Bulunma
Zorunluluğu”, **Atatürk’ün 125. Doğum Yılına Armağan**, C. I,
Ankara, SPK yay., 2007.

- BAUEN, Marc / JEGHER, Gion / WENGER, Boris / Zen-RUFFINEN Marie-Noelle : **Merger Law, Loi sur la fusion, Fusionsgesetz, Legg sulla fusione**, Zürich – Basel – Genf, Schulthess, 2005.
- BAXT, Robert : **An Introduction To Company Law**, Fourth Edition, Sydney, The Law Book Company Limited, 1987.
- BAYTAN, İlhan : **Özelleştirme**, Ankara, y.y., 1999.
- BEBCHUK, Lucian Ayre : “Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control”, **Quarterly Journal of Economics**, 1994/109.
- BERGSTROM, Clas / HOGFELDT, Peter / MACEY, Jonathan R. / SAMUELSSON, Per : “The Regulation of Corporate Acquisitions, A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform”, **Columbia Business Law Review**, 1995/2.
- BERLE, Adolf A., Jr / MEANS, Gardiner C. : **The Modern Corporation And Private Property**, Nineteenth Printing, New York, The Macmillan Company, 1962. (*Modern Corporation*)
- BERLE, Jr A. A. / MEANS, Gardiner C. : “Corporations And The Public Investor”, *The American Economic Review*, 20/1, 1930, s. 54, in ed. by Thomas CLARKE, **Corporate Governance, Critical Perspectives on Business and Management**, Volume I: The Genesis of Corporate Governance, London - New York, Routledge pub., 2005. (*Public Investor*)
- BERNS, Sandra / BARON, Paula : **Company Law and Governance**, Melbourne, Oxford University Press.
- BERWIN, S. J. & Co : **Company Law and Competition**, London, Mercury Books/W.H. Allen & Co. Plc, 1989.
- BIRDS, John / BOYLE, A. J. / MacNEIL, Iain / McCORMACK, Gerard / TWIGG-FLESNER, Christian / VILLIERS, Charlotte : **Boyle & Birds' Company Law**, 5th Ed., Bristol, Jordans, 2004.
- BOYACIOĞLU, Cumhur : **Konzern Kavramı**, Ankara, Nobel yay., 2006.

- BUCHANAN, Norman S. : **The Economics of Corporate Enterprise**, New York, H. Holt and Company, 1940.
- BURKART, Mike / PANUNZI, Fausto : “Mandatory Bid, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process”, **Reforming Company and Takeover Law in Europe**, Ed. by., Guido Ferrarini/Klaus J. HOPT/Jaap Winter/Eddy Wymeersch, New York, Oxford University Press, 2004.
- BURKE, John : **Jowitt’s Dictionary of English Law**, V. 1 (A-K), second ed., London, Sweet & Maxwell, 1977.
- CHANDLER, Jr, A. D. : **Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism**, Cambridge – Massachusetts - London, The Belknap Press of Harvard University Press, 1990.
- CHEFFINS, Brian R. : **Company Law: Theory, Structure, And Operation**, Reprinted, Oxford – New York, Oxford University Press, 2006. (*Company Law*)
- CHEFFINS, Brian R. : “Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom”, **The University of Chicago, The Journal of Legal Studies**, June 2001/30. (*Does Law Matter?*)
- CHIPLIN, Brian / WRIGHT, Mike : **The Logic of Mergers, The competitive market in corporate control in theory and practice**, Second impression, London, The Institute of Economic Affairs pub., 1987.
- COASE, Ronald H. : “The Nature of the Firm”, **Economica (New Series)**, November 1937/4-16.
- COFFEE, John C. : “Partial Justice: Balancing Fairness and Efficiency in the Context of Partial Takeover Offers”, **Company and Securities Law Journal**, 1985/3.
- COFFEE, John C. : “The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law and the State in the Separation of Ownership and Control”, **Yale Law Journal**, 2001/111.

- ÇAMOĞLU, Ersin : **Kollektif Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi ve Ortağın Haklı Sebeple Çıkarılması**, 2. Bası, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2008.
- ÇAPANOĞLU, Mustafa Birol : **Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Genel Olarak Menkul Kıymet Borsaları**, İstanbul, Beta yay., 1993.
- ÇEKER, Mustafa : Anonim Ortaklık Payı Üzerinde Hapis Hakkı Bulunması Halinde Oy Hakkı Kime Aittir? (Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Bir Kararı Münasebetiyle)”, **Batider**, 1996/XXVIII-4.
- ÇEKER, Mustafa : **Anonim Ortaklıkta Oy Hakkı Ve Kullanılması**, Ankara, BTHAE yay., 2000. (*Oy Hakkı*)
- ÇEKER, Mustafa : “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkma Hakkı (Yargıtay 11. Hukuk Dairesi’nin Bir Kararı Münasebetiyle)”, **Batider**, 2005/XXIII-1. (*Çıkma Hakkı*)
- ÇELİK, Nuri : **İş Hukuku Dersleri**, 21. Bası, İstanbul, Beta yay., 2008.
- ÇEVİK, Orhan Nuri : **Anonim Şirketler**, 3. Bası, Ankara, Seçkin yay., 1988.
- ÇOŞTAN, Hülya : **Anonim Ortaklıklarda Bölünme**, Ankara, Turhan Kitabevi, 2004.
- DAMMANN, Jens : “Corporate Ostracism”: Freezing Out Controlling Shareholders, **University of Iowa, The Journal of Corporation Law**, Spring 2008/33.
- DAVIES, Paul : **Introduction to Company Law**, Oxford – New York, Oxford University Press, 2002.
- DAVIES, Paul / HOPT, Klaus : “Control Transactions”, **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**, ed. by Reiner Kraakman/Paul Davies/Henry Hansmann/Gerard Hertig/Klaus Hopt/Hideki Kanda/Edward Rock, Oxford – New York, Oxford University Press, 2004.

- DEĞİRMENÇİ, Cenker : **Anonim Ortaklıkta İskat**, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2006.
- DE MOTT, Deborah : “Current Issues in Tender Offer Regulation: Lessons From the British”, **New York University Law Review**, 1983, 58/5.
- DINE, Janet : **Company Law**, Fifth ed., New York, Palgrave Macmillan Law Masters, 2005.
- DİNAR, R. Cem : **Niyet Mektubunun Hukuki Niteliği Ve Bağlayıcılığı**, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2008.
- DİNÇ, İlhan : **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, İstanbul, Legal yay., 2006.
- DOMANIÇ, Hayri : **Anonim Şirketler Hukuku Ve Uygulaması, TTK Şerhi – II**, İstanbul, Temel yay., 1988.
- DROSTE : **Mergers & Acquisitions in Germany**, CCH pub., 1995.
- DWYER, Maurice / the team at Wragge & Co : **Private Equity Transactions**, London, Sweet & Maxwell, 2001.
- EABORN, Gary : **Takeovers: Law and Practice**, London/Edinburgh, Lexis Nexis Butterworths, 2005.
- EASTERBROOK, Frank H. / FISCHER, Daniel R. : “Corporate Control Transactions”, Yale Law Journal, 1982, 91/4, in Ed. By Richard A. POSNER/Francesco PARISI, **Law and Economics**, Volume III: Other Areas of Private and Public Law, Cheltenham/Lyme, Edward Elgar Publishing, 1997. (*Control Transactions*)
- EASTERBROOK, Frank H. / FISCHER, Daniel R. : “The Proper Role of a Target’s Management in Responding to a Takeover Offer”, **Harvard Law Review**, 1981/94. (*The Proper Role*)
- EASTERBROOK, Frank H. / FISCHER, Daniel R. : “Voting in Corporate Law”, **Journal of Law & Economics**, June 1983/26-2.

- EDİS, Seyfullah : **Türk Borçlar Hukukuna Göre Satıcının Ayıba Karşı Tekeffül Borcu**, Ankara, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi yay., 1963.
- EHRHARDT, O. / NOWAK, E. : “Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation – Empirical Evidence from IPOs of German Family-Owned Firms”, CFS Working Paper, 2001/10; (çevrimiçi) <http://www.ssrn.com/abstract=302919>>9, 15.08.2008.
- ENRIQUES, Luca : “The Mandatory Bid Rule in the Proposed EC Takeover Directive: Harmonization as Rent-Seeking?”, **Reforming Company and Takeover Law in Europe**, Ed. by., Guido Ferrarini/Klaus J. HOPT/Jaap Winter/Eddy Wymeersch, New York, Oxford University Press, 2004.
- ERDEM, Ercüment : **Türk Ve AT Rekabet Hukukunda Birleşme Ve Devralmalar**, İstanbul, Beta yay., 2003.
- EREN, Fikret : **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 8. Bası, İstanbul, Beta yay., 2003.
- ERİŞ, Gönen : **Açıklamalı-İçtihatlı En Son Değişikliklerle Birlikte Türk Ticaret Kanunu**, 3 c., C. I: Ticari İşletme ve Ticaret Şirketleri, 3. Bası, Ankara, Seçkin yay., 2004.
- ERMAN, Sahir : **Şirketler Ceza Hukuku, Ticari Ceza Hukuku**, C. VII, İstanbul, İ.Ü. Basımevi ve Film Merkezi, 1993.
- ERYÜREKLİ, P. Pınar : **AB Rekabet Hukuku Kuralları Çerçevesinde Şirket Birleşmelerinin Denetlenmesi**, Ankara, STB yay., 1999.
- ESİN, İsmail G. / LOKMANHEKİM, S. Tunç : **Uygulamada Birleşme ve Devralmalar**, İstanbul, Beta yay., 2003.
- EVİK, Ali Hakan : **Sermaye Piyasası Araçlarının Değerini Etkileyebilecek Aldatıcı Hareketler Yapma (Manipülasyon) Suçları**, Ankara, Seçkin yay., 2004.
- FARRAR, J. H. : “Ownership and Control of Listed Public Companies: Revising or Reecting he Concept of Control”, **Company Law In Change, Current**

- Legal Problems**, Edited by B. G. PETTET, London, Sweet & Sons, 1987.
- FARRAR, John H. / HANNIGAN, Brenda (FUREY, Nigel E. / WYLIE, Philip) : **Farrar's Company Law**, Fourth Edition, London – Edinburg - Dublin, Butterworths, 1998.
- FERRAN, Eilis : **Company Law And Corporate Finance**, Oxford – New York, Oxford University Press, 1999.
- FORD, H. A. J. / AUSTIN, R. P. : **Ford and Austins's Principles of Corporations Law**, Seventh Edition, Sydney – Adelaide – Brisbane – Canberra - Melbourne – Perth, Butterworths, 1995.
- FRANKEL, Michael E. S. : **Mergers and Acquisitions Basics, The Key Steps of Acquisitions, Divestitures, and Investments**, New Jersey, John Wiley & Sons, 2005.
- GALGANO, Francesco : “The Allocation of Power and the Public Company in Europe”, in ed. by Robert R. DRURY/Peter G. XUEREBA, **European Company Laws, A Comparative Approach**, Aldershot, Dartmouth pub., 1991.
- GEMALMAZ, H. Burak : **Avrupa İnsan Hakları Sözleşmesinde Mülkiyet Hakkı**, İstanbul, Beta yay., 2009.
- GHAURI, Pervez N. / BUCKLEY, Peter J. : “International Mergers And Acquisitions: Past, Present and Future”, in ed. by Cary COOPER/Alan GREGORY, **Advances In Mergers And Acquisitions**, V. 2, Oxford, JAI pub., 2003.
- GOLDENBERG, Philip : **Guide to Company Law**, Fourth ed., Brcester/Oxfordshire, CCH Editions Limited, 1997.
- GOULDING, Simon : **Principles of Company Law**, London, Cavendish Publishing Limited, 1996.
- GRIER, Nicholas (GRIFFIN, Stephen / CAPPER, David) : **UK Company Law**, John Wiley&Sons, Chichester, 1998.

- MARTIN, Elizabeth A. : **A Dictionary of Law**, Fifth ed., Oxford - New York, Oxford University Press, 2002.
- GÜLERGÜN, E. Cenk : “Topluluk Rekabet Hukuku Işığında Birleşme-Devralamlarda Yan Sınırlamalar”, **Rekabet Dergisi**, S. 6, Nisan-Mayıs-Haziran 2001.
- GÜNAL, Vural : **Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar - Kurumlar)**, İstanbul, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası yay., 1997.
- GÜNGÖRDÜ, Abdülgani / KAYAR, Mehmet Akif : “AT Rekabet Hukuku Uygulamaları Işığında Ortak Girişimlerde Ortak Kontrolün Varlığının Belirlenmesi”, **Rekabet Dergisi**, 2002/11 (Temmuz-Ağustos-Eylül).
- GÜRSOY, Kemal T. / EREN, Fikret / CANSEL, Erol : **Türk Eşya Hukuku**, 2. Bası, Ankara, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi yay., 1984.
- GÜVEN, Pelin : **Rekabet Hukuku**, Ankara, Yetkin yay., 2005. (*Rekabet Hukuku*)
- GÜVEN, Pelin : **Türk Rekabet Hukuku ve Avrupa Birliği Rekabet Hukukunda Birleşme ve Devralmaların Denetlenmesi**, 2. Bası, Ankara, Yetkin yay., 2003. (*Birleşme ve Devralmalar*)
- HACİMAHMUTOĞLU, Sibel : “AT Komisyonu’nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme”, **Batider**, 2001/XXI-1. (*13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi*)
- HACİMAHMUTOĞLU, Sibel : “Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi Ve Ortaklık Yöneticileri Üzerindeki Etkileri”, **Batider**, 2006/XXIII-3. (*Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi*)
- HACKL, Jo W. / TESTANI, Rosa A. : “Second Generation State Takeover Statutes and Shareholder Wealth: An Empirical Study”, **Yale Law Journal**, 1988/97.
- HAHOLU, Murat : “Seri: VIII, No: 54 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği”, **Borsa Şirketlerine Yönelik Son Düzenlemelerine İlişkin Seminer**; (çevrimiçi)

<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=553&fn=553.pdf>, 15.05.2009.

HALPERN, Paul J. N. : “Systematic Perspectives on Corporate Governance Systems”, **Corporate Governance and Globalization - Long Range Planning Issues**, Ed. by., Stephen S. COHEN/Gavin BOYD, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar publishing, 2000.

HANNIGAN, Brenda : **Company Law**, Oxford - New York, Oxford University Press, 2003.

HANSMANN, Henry / KRAAKMAN, Reiner : “**What is Corporate Law?**”, The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach, ed. by Reiner Kraakman/Paul Davies/Henry Hansmann/Gerard Hertig/Klaus Hopt/Hideki Kanda/Edward Rock, Oxford – New York, Oxford University Press, 2004.

HAYES, Edward R. : “Sale Of Control Of A Corporation: Who Gets The Premium”, **Journal of Corporation Law**, 1978/4.

HELVACI, Mehmet : **Anonim Ortaklıkların Bölünmesi, (Yeniden Yapılandırma Modeli Olarak Bölünme)**, İstanbul, Beta yay., 2004. (*Bölünme*)

HELVACI, Mehmet : **Anonim Ortaklıkta Yönetim Kurulu Üyesinin Hukuki Sorumluluğu**, 2. Bası, İstanbul, Beta yay., 2001. (*Hukuki Sorumluluk*)

HENN, Harry G. / ALEXANDER, John R. : **Laws of Corporations**, Third Edition, St. Paul MIN, West Publishing, Hornbook series, 1983.

HERMAN, E. S. : **Corporate Control, Corporate Power**, Cambridge, Cambridge University Press, 1981.

HERZEL, Leo / SHEPRO, Richard W. : **Bidders and Targets: Mergers and Acquisitions in the US**, Cambridge, Basil Blackwell Ltd., 1990.

HOFSTETTER, Karl : “One Size Does Not Fit All: Corporate Governance for Controlled Companies”, **North Carolina Journal of International Law & Commercial Regulation**, Spring 2006/31.

- HORNBY, A. S. : **Oxford Advanced Learner's Dictionary of Current English**, Fifth ed., Oxford, Oxford University Press, 1998.
- HU, Henry T. C. / BLACK, Bernard : "Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms", **The Business Lawyer**, May 2006-61/3.
- IMPEY, David / MONTAGUE, Nicholas : **Running A Limited Company**, Fourth Edition, Bristol, Jordans, 2001.
- İHTİYAR, Mustafa : **Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul, Beta yay., 2006.
- İMREGÜN, Oğuz : **Anonim Ortaklıklar**, 4. Bası, İstanbul, Yasa yay., 1989.
- İNCEOĞLU, Mehmet Murat : "Sözleşme Yapma Zorunluluğu Ve Tüketicinin Korunması Hakkında Kanunun 5. Maddesinin Bu Açıdan Değerlendirilmesi", **Prof. Dr. M. Kemal Oğuzman'ın Anısına Armağan**, İstanbul, Beya yay., 2000.
- JENSEN, Michael C. / MECKLING, William H. : "**Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**", *Journal of Financial Economics*, 1976/3.
- KABAALIOĞLU, Halûk : "Ortaklıkların Ele Geçirilmesi Yöntemleri Ve Hukukî Düzenleme Sorunu", **Batider**, 1980/X-4.
- KARAHAN, Sami : "Ticarî İşletme Kavramı, Tacir-Esnaf Ayırımının Kriterleri ve Ticaret Hukukunun Diğer Temel Kavramlarının Belirlenmesi Açısından", **Batider**, 1994/XVII-4.
- KARASU, Rauf : **Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, Ankara, Yetkin yay., 2009.
- KARAYALÇIN, Yaşar : "Anonim Şirkette Çoğunluk-Azınlık İlişkisi Bakımından Kontrol (Blok) Satışı Ve Genel Alım Önerisi", **Prof. Dr. Halûk Tandoğan'ın Hâtırasına Armağan**, Ankara, BTHAE yay., 1990. (*Kontrol Satışı ve Genel Alım Önerisi*)

- KARAYALÇIN, Yaşar : **Ticaret Hukuku, I. Giriş – Ticarî İşletme**, 3. Bası, Ankara, Güzel İstanbul Matbaası, 1968. (*Ticaret I*)
- KARAYALÇIN, Yaşar : “Üst Kuruluşlar Hukuku”, **Batider**, 1991/XVI-1. (*Üst Kuruluş*)
- KARSLI, Muharrem : **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, 5. Bası, İstanbul, Alfa yay., 2004.
- KAVAK, Ahmet : **Sermaye Şirketlerinin Tafiye, Birleşme, Devir Ve Bölünme İşlemleri, Vergi Hukuku Açısından Değerlendirme**, Ankara, Maliye ve Hukuk yay., 2005.
- KAY, David N. : “United States Of America”, in ed. by Michael WHALLEY/Franz-Jörg SEMLER, **International Business Acquisitions, Major Legal Issues and Due Diligence**, Second ed., The Hague-London-Boston, Kluwer Law International, 2000.
- KAYA, Arslan : **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**, Ankara, BTHAE yay., 2001. (*Bilgi Alma*)
- KAYA, Arslan : “Sermaye Şirketlerinin Bölünmesi ve Hisse Değişimi Konularında 4684 Sayılı Kanunla Getirilen Düzenleme ile Oluşan Hukuki Durumun Değerlendirilmesi”, **Banka – Mali Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Ekim 2001/38-10. (*Bölünme*)
- KAYA, Arslan : “Ticaret Sicili ve Sermaye Şirketlerinde Kamuyu Aydınlatma”, **Türk Hukukunun Avrupa Birliği Hukukuna Uyumu - Acquis Communautaire’in Alınması - Açıklamalar, Değerlendirmeler, Öneriler**, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Rektörlüğü yay., 2001.
- KEAY, Andrew : “Enlightened shareholder value, the reform of the duties of company directors and the corporate objective”, **Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly**, Part 3, August 2006.
- KENDİGELEN, Abuzer : **Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı**, İstanbul, Beta yay., 1994. (*İntifa Hakkı*)

KENDİGELEN, Abuzer : “Anonim Ortaklık Payı (Pay Senedi) Üzerinde Hapis Hakkı ve Bu Hakka Konu Oluşturan Paylardan Kaynaklanan Oy Hakkının Kime Ait Olduğu Sorunu, (Yarg. 11. HD’nin 07.03.1996 Tarih ve 95-6475/96-1468 Sayılı Kararı Üzerine Bir İnceleme)”, Ticaret Hukuku Kürsüsünde Onbeş Yıl, **Makalelerim**, C. I, İstanbul, Beta yay., 2001.

KENDİGELEN, Abuzer : **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, İstanbul, Beta yay., 1999. (*İmtiyaz*)

KENDİGELEN, Abuzer : “Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlâlinde Aktif Husumet Ehliyeti”, **Makalelerim**, C. II (2001-2006), İstanbul, Arıkan yay., 2006. (*Aktif Husumet*)

KENDİGELEN, Abuzer : “Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlâlinin Hukukî Sonucu (Yaptırımı)”, **Prof. Dr. Ergon A. ÇETİNGİL ve Prof. Dr. Rayegân KENDER’e 50. Birlikte Çalışma Yılı Armağanı**, İstanbul, 2007. (*Yaptırım*)

KENDİGELEN, Abuzer : **Hukukî Mütalâalar (Mahkeme Kararları İle Birlikte)**, C. IV: 2002, İstanbul, Arıkan yay., 2006. (*Mütalâalar*)

KENDİGELEN, Abuzer : “İsviçre Hukukunda Oy Hakkında İmtiyazlı Paylar”, **Ticaret Hukuku Kürsüsünde Onbeş Yıl-Makalelerim**, 2 c., C. I, İstanbul, Beta yay., 2001.

KENDİGELEN, Abuzer : “Ticaret Şirketlerinde Nev’i Değişirme – Ticaret Kanunumuzun Düzenlemesi - Tatbikat ve Doktrinin Tutumu”, **Ticaret Hukuku Kürsüsünde Onbeş Yıl - Makalelerim**, 2 c., C. I, İstanbul, Beta yay., 2001.

KENT, James : **Commentaries on American Law, In Four Volumes (1826-1830)**, (çevrimiçi) <http://www.lonang.com/exlibris/kent/kent-33.htm>, 05.11.2007.

KEONG, Low Chee : “Introduction – The Corporate Governance Debate”, ed. by Low Chee KEONG, **Corporate Governance, An Asia-Pacific**

- Critique**, Hong Kong – Singapore – Malaysia, Sweet & Maxwell Asia, 2002.
- KERVANKIRAN, Emrullah : “Sermaye Ortaklıklarında Sınırlı Sorumluluk İlkesine Karşı Önemli Bir İstisna: Tüzel Kişilik Perdesi’nin Kaldırılması”, **Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2007/XI-3, 4.
- KOCAYUSUFPAŞAOĞLU, Necip (HATEMİ/SEROZAN/ARPACI), **Borçlar Hukuku Genel Bölüm, Birinci Cilt: Borçlar Hukukuna Giriş, Hukukî İşlem, Sözleşme**, 4. Bası, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2008.
- KOLCUOĞLU, Umut : **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2009.
- KORKUT, Ömer : **Anonim Şirketlerde İnançlı Yönetim Kurulu Üyeliği**, Ankara, Adalet yay., 2007.
- KREEKEL, N. R. A. / VAN DER WOERD T. G. / WOUTERSE, J. J. : **Mergers - European Approach to Technique**, English Edition ed. by Margaret Allen, London, Business Books Limited, 1969.
- KURŞAT, Zekeriya : **Borçlar Hukuku Alanında Hile Kavramı**, İstanbul, Kazancı yay., 2003.
- KUTLAN, Serhat : “Birleşme ve Devir Almalarda (Merger’s & Acquisitions) Controlling”, ed. by Haluk SUMER/Helmut PERNSTEINER, **Şirket Birleşmeleri**, İstanbul, Alfa yay., 2004.
- KÜTÜKÇÜ, Doğan : **Sermaye Piyasası Hukuku**, C. II, İstanbul, Beta yay., 2005.
- KYD, Stewart : **A Treatise on the Law of Corporations**, V. I, London, J. Butterworth, 1793.
- LOWRY, John / DIGNAM, Alan : **Company Law**, Third Edition, Oxford - New York, Oxford University Press, 2006.
- LUTTMANN, Ruth : “Changes of Corporate Control and Mandatory Bids”, **International Review of Law and Economics**, 1992/12-4.

- MAHMUTOĞLU, Fatih Selami : “İdari Para Yaptırımını Gerektiren Eylemler Yönünden Yargılama Rejimi”, **İHFM**, LV/1-2.
- MALACRIDA, Ralph / WATTER, Rolf : **Mergers, Acquisitions & Corporate Restructuring**, V. 1, Zürich, Helbing und Lichtenhahn, 2005.
- MANAVGAT, Çağlar : **Alenî Pay Alım Teklifi (Tender Offer – Takeover Bid)**, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu yay., 1997. (*Aleni Teklif*)
- MANAVGAT, Çağlar : **Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon Ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları**, Ankara, BTHAE yay., 2008. (*Manipülasyon*)
- MANNE, Henry G. : “Mergers And The Market For Corporate Control”, Journal of Political Economy, LXXIII, in Ed. By Richard A. POSNER/Francesco PARISI, **Law and Economics**, Volume III: Other Areas of Private and Public Law, Cheltenham/Lyme, Edward Elgar Publishing, 1997.
- MARCEL, Kahen : “Sales of Corporate Control”, **Journal of Law, Economics and Organization**, Oxford University Press, October 9/2.
- MAYSON, Stephen W. / FRENCH, Derek / RYAN, Christopher L. : **Company Law**, Twenty Second Edition, Oxford – New York, Oxford University Press, 2005.
- MERKT, Hanno : “Disclosing Disclosure: Europe’s Winding Road to Competitive Standards of Publication of Company-Related Information”, **Reforming Company and Takeover Law in Europe**, Ed. by., Guido Ferrarini/Klaus J. HOPT/Jaap Winter/Eddy Wymeersch, New York, Oxford University Press, 2004.
- MEVLENBELT, Maarten : “European Union”, in ed. by Michael WHALLEY/Franz-Jörg SEMLER, **International Business Acquisitions, Major Legal Issues and Due Diligence**, Second ed., The Hague-London-Boston, Kluwer Law International, 2000.

- MİMAROĞLU, Sait Kemal : **Anonim Şirketlerde İdare Meclisi Azalarının Hukukî Mes'uliyeti**, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi yay., 1967.
- MORAWETZ, Victor : **Corporations**, V. I.
- MOROĞLU, Erdoğan : **Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Artırımı**, 2. Bası, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2003.
- MOROĞLU, Erdoğan : “Anonim Ortaklıkta Çoğunluk Pay Sahiplerinin Azınlık Ve İmtiyazlı Pay Sahiplerine Karşı Korunması”, **Makaleler I**, 2. Bası, İstanbul, Beta yay., 2001.
- MOROĞLU, Erdoğan : **Oy Sözleşmeleri**, 4. Bası, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2007.
(*Oy Sözleşmeleri*)
- MOROĞLU, Erdoğan / KENDİGELEN, Abuzer : **Notlu – İċtihatlı Türk Ticaret Kanunu Ve İlgili Mevzuat**, 8. Bası, İstanbul, Beya yay., 2004.
- MORSE, Geoffrey / GIRVIN, Stephen : **Charlesworth's Company Law**, Seventeenth ed., London, Thomson – Sweet & Maxwell, 2005.
- NAZALI, Ersin : **Kurumlar Vergisi Açısından Anonim Şirketlerde Tasfiye, Devir, Birleşme Ve Bölünme İşlemleri**, İstanbul, Maliye Hesap Uzmanları Derneği yay., 2008.
- NEWBOULD, G. D. : **Management and Merger Activity**, Liverpool, Guthstead, 1970.
- NOMER, N. Füsün : **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Sadakat Yükümlülüğü**, İstanbul, Beta yay., 1999.
- ODMAN, Ayşe : “Ticaret Ortaklıklarının Bölünerek Ve/Veya Birleşerek Yeniden Yapılandırılması”, **40. Yılında Türk Ticaret Kanunu**, İstanbul, Hukuk Fakültesi yay., 1997.
- OĞURLU, Yücel : **İdari Yaptırımlar Karşısında Yargısal Korunma**, Ankara, Seçkin yay., 2003.

- OĞUZMAN, M. Kemal / ÖZ, M. Turgut : **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 5. Bası, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2006.
- OĞUZMAN, M. Kemal / SELİÇİ, Özer / OKTAY-ÖZDEMİR, Saibe : **Eşya Hukuku**, 11. Bası, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2006.
- OĞUZMAN, M. Kemal / BARLAS, Nami : **Medenî Hukuk**, 14. Bası, İstanbul, Arıkan yay., 2007.
- OKUTAN NILSSON, Gül : **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, İstanbul, Çağa Hukuk Vakfı yay., 2004. (*Paysahipleri Sözleşmeleri*)
- OKUTAN NILSSON, Gül : “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Birikimli Oy Kullanımı”, **Bilgi Toplumunda Hukuk – Ünal Tekinalp’e Armağan**, C. I, İstanbul, Beta yay., 2003. (*Birikimli Oy*)
- OLIVER, M. C. / MARSHALL, Enid A. : **Company Law**, London, Reprinted Twelfth Edition, The M+E Handbook Series-Pitman Publishing, 1995.
- OMAĞ, Merih Kemal : “Anonim Şirketler Hukukunda Eşit İşlem İlkesi”, **Hukuk Araştırmaları**, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi yay., C. I, S. 1 (Ocak-Nisan 1986).
- ÖZAY, İl Han : **İdari Yaptırımlar**, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi yay., 1985.
- ÖZ, Turgut : **Yönetim (Management) Sözleşmesi**, İstanbul, Kazancı yay., 1997.
- ÖZBAY, İbrahim : **Grup Davaları**, Ankara, Yetkin yay., 2009.
- ÖZDAMAR, Mehmet : **Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi (TTK. md. 329)**, Ankara, Yetkin yay., 2005.
- ÖZDOĞAN, Ayşegül : **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı**, Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi Yeterlik Etüdü, Ankara, 2002.
- ÖZKORKUT, Korkut : **Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri**, Ankara, BTHAE yay., 2007.

- ÖZSUNAY, Ergun : *Medenî Hukukumuzda Tüzel Kişiler, Tüzel Kişilerin Genel Teorisi/Dernekler/Vakıflar*, 4. Bası, İstanbul, Sulhi Garan Matbaası, 1978.
- ÖZTAN, Bilge : **Medenî Hukuk Tüzel Kişilerinde Organ Kavramı Ve Organın Fiillerinden Doğan Sorumluluk**, Ankara, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi yay., 1970.
- PAILLUSSEAU, Jean : “The Nature of the Company”, in ed. by Robert R. DRURY/Peter G. XUEREB, **European Company Laws, A Comparative Approach**, Aldershot, Dartmouth pub., 1991.
- PARKINSON, J. E. : **Corporate Power And Responsibility: Issues in the Theory of Company Law**, Reprinted, Oxford – New York, Oxford University Press, 2000.
- PASLI, Ali : **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi (Corporate Governance)**, 2. Bası, İstanbul, Çağa Hukuk Vakfı yay., 2005. (*Kurumsal Yönetim*)
- PASLI, Ali : “Türk Hukukunda ‘Menkul Kıymet’ Kavramı”, **Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan**, C. II, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2007. (*Menkul Kıymet*)
- PATERSON, Ian : **Private Company Share Sale Manual**, London, Longman pub., 1988.
- PEMBEÇİÇEK, Fuat : **Türk Hukuku’nda Ticari İşletme Kavramı Ve Ticari İşletme İşleten Vakıflar**, Ankara, Adalet Yayınevi, 1999.
- PENNINGTON, Robert R. : **Company Law**, Eight Edition, London – Edinburg, Butterworths, 2001.
- PICOT, Gerhard : **Mergers & Acquisitions in Germany**, Second ed., New York, Juris pub., 1999.
- PINDER, Mark / GREEN, Nicola S. / BENNETT, Richard : **Tolley’s Company Law**, London - Edinburg, Lexis Nexis Butterworths, 2006.

- POROY, Reha : “Halka Açık Anonim Şirketlerde Çağrı Yoluyla Oyda Vekalet Veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Sorunlar”, **Prof. Dr. Hayri Domanıç’e Armağan**, İstanbul, İÜHF yay., 1995.
- POROY, Reha / YASAMAN, Hamdi : **Ticari İşletme Hukuku**, 10. Bası, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2004.
- POROY, Reha / TEKİNALP, Ünal / ÇAMOĞLU, Ersin : **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 10. Bası, İstanbul, Arıkan yay., 2005.
- POROY, Reha / TEKİNALP, Ünal / TEKİNALP, Gülören : “Ortaklıklar Hukukunda Organların Sorumluluğu”, **İHFM**, C. XLV-XLVII, S. 1-4, Doğumunun Yüzüncü Yılında Atatürk’e Armağan, İstanbul 1982.
- POSNER, Richard : **Economic Analysis of Law**, Fifth ed., New York, A Division of Aspen Publishers Inc. – A Wolters Kluwer Company, 1998.
- PULAŞLI, Hasan : “Alman Hukukunda Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı”, **Bilgi Toplumunda Hukuk – Ünal Tekinalp’e Armağan**, C. I, İstanbul, Beta yay., 2003. (*Çıkarma Hakkı*)
- PULAŞLI, Hasan : **Şirketler Hukuku**, 4. Bası, İstanbul, Karahan Kitabevi, 2003. (*Şirketler Hukuku*)
- RABINOWITZ, Laurence (WEINBERG, M. A. / BLANK, M. V. / GREYSTOKE, A. L.) : **Weinberg and Blank on Takeovers and Mergers**, Fifth Edition, London, Sweet&Maxwell, 2005.
- RATNER, David L. : “Section 14 (f): A New Approach To Transfers Of Corporate Control”, **Cornell Law Review**, 1968/54.
- REUL, Jürgen : Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, Tübingen, 1991.
- RICKETTS, Martin : **The Economics of Business Enterprise: An Introduction to Economic Organisation and the Theory of the Firm**, Third edition, Cheltenham – Nortampton, Edward Elgar pub., 2002.

- ROBERTSON, Dennis / DENNISON, Stanley : **The Control Of Industry**, Cambridge, Cambridge University Press, 1960.
- ROMANEC, Broc / KRUS, Cynthia M. : **Mergers and Acquisitions**, Oxford, Capstone pub., 2002.
- RÖTHLISBERGER, Alain P. / NÄGELI, Esther : **Defending Against a Hostile Bid, A Defence Support Manual for SWX Swiss Exchange Listed Companies**, Schulthess, 2004.
- RUGGLI, Monika / VISCHER, Markus : “Konkurrenzverbote in Unternehmenskaufverträgen”, **Schweizerische Juristen-Zeitung** 102 (2001).
- SAKA, Zafer : “Çağrı Yoluyla Pay Toplanması”, **Yasa Hukuk Dergisi**, No: 259, Mart-Nisan 2005.
- SANLI, Kerem Cem : **Rekabetin Korunması Hakkında Kanun’da Öngörülen Yasaklayıcı Hükümler Ve Bu Hükümlere Aykırı Sözleşme Ve Teşebbüs Birliği Kararlarının Geçersizliği**, Ankara, Rekabet Kurumu yay., 2000.
- SARIKAMIŞ, Cevat : **Şirket Birleşmeleri**, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 2003.
- SEALY, L. S. : **Cases and Materials in Company Law**, Seventh ed., Oxford – New York, Oxford University Press, 2004. (*Company Law*)
- SEMLER, Franz-Jörg : “Germany”, in ed. by Michael WHALLEY/Franz-Jörg SEMLER, **International Business Acquisitions, Major Legal Issues and Due Diligence**, Second ed., The Hague-London-Boston, Kluwer Law International, 2000.
- SEPE, Simone M. : “Private Sale of Corporate Control: Why The European Mandatory Bid Rule Is Inefficient?”, **Siena Memos And Papers On Law And Economics**, June 2006, Working Paper N. 43/06.
- SEVİ, Ali Murat : **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, Ankara, Seçkin yay., 2004.

- SINGH, Ajit : “Take-Overs, Economic Natural Selection, And The Theory of The Firm: Evidence From The Postwar United Kingdom Experience”, **The Economic Journal**, September 1975/85. (*Economic Natural Selection*)
- SINGH, Ajit : **Take-Overs, Their Relevance To The Stock Market And The Theory Of The Firm**, Cambridge, Cambridge University Press, 1971. (*Take-Overs*)
- SLORACH, J. Scott : **Corporate Finance, Mergers & Acquisitions**, Eight Ed., London, Blackstone Press Limited, 2001.
- SMITH, Adam : **An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**, New York, Modern Library, 1937.
- SOYER, Polat : **Rekabet Yasağı Sözleşmesi (BK m. 348-352)**, Ankara, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi yay., 1994.
- SÖNMEZ, Yusuf Ziyaeddin : **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı**, Ankara, İstanbul, Beta yay., 2009.
- STAMP, Mark (DAWSON, James / ELLIOTT, Matthew) : **Practical Company Law And Corporate Transactions**, Surrey, City & Financial pub., 2004.
- STEDMAN, Graham : **Takeovers**, London, Longman pub., 1993.
- STERN, Yedidia Z. : “The Private Sale of Corporate Control: A Myth Dethroned”, **Journal of Corporate Law**, 1999-2000/25.
- STOKES, M. : “Company Law and Legal Theory”, ed. by W. TWINING, **Legal Theory and Common Law**, London, Basil Blackwell, 1986.
- SUTER, Jürg : **Die Fusion von Aktiengesellschaften und im Privatrecht und im Steuerrecht**, Zürich, 1966.
- SÜZEK, Sarper : **İş Hukuku**, 4. Bası, İstanbul, Beta yay., 2008.
- ŞEHİRALİ ÇELİK, Feyzan Hayal : **Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler**, Ankara, BTHAE yay., 2008.

- TAKAHASHI, Eiji / SAKAMOTO, Tatsuya : “Japanese Corporate Law: Two Important Cases Concerning Takeovers in 2005”, **Zeitschrift für Japanisches Recht - Journal of Japanese Law**, Sommer 2006/11-21.
- TAN, Oscar Franklin B. : “Mandatory Tender Offers As A Tool For The Democratization Of Wealth: Articulating The SEC’s Broad Precedent In Nat’s Life Ins Co. v. Cemco Holdings, Inc.”, **Philippine Law Journal**, March 2006/80-3.
- TANDOĞAN, Halûk : Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, 3. bası, Ankara, 1985, C. I/2 [Kira ve Ödünç Verme (Âriyet, Karz) Sözleşmeleri].
- TAŞDELEN, Nihat : **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliği Sifatının Kazanılması**, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2005.
- TEKİL, Fahiman : **Anonim Şirketler Hukuku**, 2. Bası, İstanbul, Alkım yay., 1998.
- TEKİNALP, Ünal : **Anonim Ortaklığın Bilançosu Ve Yedek Akçeleri, Kamuyu Aydınlatma İlkesi İle**, 2. Bası, İstanbul, Fakülteler Matbaası, 1979. (*Bilanço*)
- TEKİNALP, Ünal : **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları**, İstanbul, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi yay., 1979. (*Yönetime Katılma Sorunları*)
- TEKİNALP, Ünal : “Halka Açık Anonim Ortaklıkların Genel Kurullarında Oluşan ‘Güç Boşluğu’ Sorununa İlişkin Çeşitli Çözümler, Öneriler Ve Eleştirisi”, **Kubalı’ya Armağan**, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Mukayeseli Hukuk Enstitüsü yay., **Mukayeseli Hukuk Araştırmaları Dergisi Özel Sayısı**, 1974/11. (*Kubalı’ya Armağan*)
- TEKİNALP, Ünal : “Özel Ekonomik Gücün Merkezileşmesinin Kanunî Düzenlemesi”, **İkt. Mal.** XII/8.
- TEKİNAY, Selâhattin Sulhi / AKMAN, Sermet / BURCUOĞLU, Halûk / ALTOP, Atillâ : **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 7. Bası, İstanbul, Filiz Kitabevi, 1993.

- TEOMAN, Ömer : “Anonim Ortaklıklar Hukukunda Payın Birim (İtibari - Nominal) Değerinin Oy Hakkının Saptanılmasındaki İşlevi Ve Türk Sistemi”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku, - Tüm Makalelerim**, 2 c., C. I, 1971-1982, İstanbul, Beta yay., 2000.
- TEOMAN, Ömer : **Anonim Ortaklıkta İntifa Senetleri**, İstanbul, İstanbul Üniversite Kitabevi, 1978. (*İntifa Senetleri*)
- TEOMAN, Ömer : **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu**, Ankara, BTHAE yay., 1983. (*Yoksunluk*)
- TEOMAN, Ömer : “Anonim Ortaklıkta Yönetim Kurulu Üyelerinin Seçim Ve Azillerinin Gündeme Bağlılık İlkesi İle İlişkisi -Yargıtay 11. Hukuk Dairesi’nin Bir Kararı Nedeniyle-”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku, - Tüm Makalelerim**, 2 c., C. I, 1971-1982, İstanbul, Beta yay., 2000.
- TEOMAN, Ömer : “«Şirketçe Devralınan Payların Umumi Heyette Temesili Caiz Değildir» Kuralının (TK. m. 329, f. 3, c. 2) Anlamı”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku, - Tüm Makalelerim**, 2 c., C. I, 1971-1982, İstanbul, Beta yay. 2000.
- TEOMAN, Ömer : **Yaşayan Ticaret Hukuku**, Hukukî Mütalâalar, C. I, Kitap 9: 1998-1999, İstanbul, Beta yay., 2000. (*Kitap 9*)
- TEOMAN, Ömer : **Yaşayan Ticaret Hukuku**, C. I: Hukukî Mütalâalar, Kitap 11: 2003, İstanbul, Vedat Kitaçılık, 2004. (*Kitap 11*)
- TEZCANLI, Meral Varış : **İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar**, İstanbul, İMKB yay., 1996.
- THURBER, J. : “Theory of the Firm”, ed. by D.W. ACARLTON/J.M. PERLOFF, **Modern Industrial Organization**, Glenview, Scott Foresman & Co., 1990.
- TÜRK, Hikmet Sami : **Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesinde “Nevilerin Aynı Olması” Koşulu**, Ankara, BTHAE yay., 1986.

- ULUSOY, Metin : **Son Değişiklikler Çerçevesinde Birleşme, Devir, Bölünme, Hisse Değişimi Ve İştirak Yoluyla Şirketlerin Yeniden Yapılandırılması**, Ankara, Yaklaşım yay., 2004.
- ÜLGEN, Hüseyin : **Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Ortaklığın Kuruluşundan Sonra Malvarlığı Değerlerini Devir Alması (Alman Hukuku ile Karşılaştırmalı Olarak)**, İstanbul, BTHAE yay., 1969.
- ÜLGEN, Hüseyin (TEOMAN, Ömer / HELVACI, Mehmet / KENDİGELEN, Abuzer / KAYA, Arslan / NOMER ERTAN, N. Füsün) : **Ticari İşletme Hukuku**, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2006.
- ÜLGEN, Sinan : **Avrupa Birliği Şirket Birleşmeleri Yönetmeliği**, İstanbul, Tüsiad yay., 1998.
- ÜNAL, Oğuz Kürşat : **Türk ve A.B.D. Hukukunda Menkul Kıymetler**, Ankara, BTHAE yay., 1988.
- Van HO, Tara L. C. : “Comment And Casenote: Reconstructing The Marriage Of Ownership And Control: Is The SEC Missing An Important Step In Its Hesitancy To Adopt Proposed Rule 14A-11?”, **University of Cincinnati Law Review**, Spring 2005/73.
- VENTORUZZO, Marco : “Europe’s Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends”, **Texas International Law Journal**, 2006, 41/2.
- VOGT, Nedim Peter / WATTER, Rolf : **Mergers & Acquisitions in Switzerland**, V. 1, Second ed., Basel – Frankfurt am Main, Helbing und Lichtenhahn, 1995.
- WAREING, Gateley : **Buying Private Companies And Business Assets**, London, ICSA pub., 2004.
- WEI, Yuwa : **Comparative Corporate Governance, A Chinese Perspective**, The Hague/London/New York, Kluwer Law, t.y.
- WHINCHOP, Michael J. : **An Economic and Jurisprudential Genealogy of Corporate Law**, Aldershot, Ashgate – Dartmouth, 2001.

WINTER, Jaap / GARRIDO GARCIA, José Maria / HOPT, Klaus J. / RICKFORD, Jonathan / ROSSI, Guido / SCHANS CHRISTENSEN, Jan / SIMON, Joëlle : **Report of the High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework For Company Law In Europe**, Brussels, 04.11.2002. (*WINTER vd., Winter Report on Company Law*)

WINTER, Jaap / SCHANS CHRISTENSEN, Jan / GARRIDO GARCIA, José Maria / HOPT, Klaus J / RICKFORD, Jonathan / ROSSI, Guido / SIMON, Joëlle : **Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issued Related to Takeover Bids**, Brussels, 10.01.2002. (*WINTER vd., Winter Report on Takeover Bids*)

WYLER, Siegfried / WATTER, Rolf / WYLER, Juerg : **Swiss Company Law in the European Context, The New Swiss Company Law and the Euro-Council Directives**, St. Gallen, ReMAK Verlags AG, 1994.

WYMEERSCH, Eddy : “Takeovers from a Comparative Perspective”, **Seminario internazionale in materia di Opa**, 32 Quaderni di Finanza, 1999.

YANLI, Veliye : **Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması Ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklılarına Karşı Sorumlu Kılınması**, İstanbul, Beya yay., 2000. (*Tüzel Kişilik Perdesi*)

YANLI, Veliye : **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler Ve Kamunun Aydınlatılması**, İstanbul, Beta, 2005. (*Kamunun Aydınlatılması*)

YASAMAN, Hamdi : **Anonim Ortaklıkların Birleşmesi**, Ankara, BTHAE yay, 1987. (*Birleşme*)

YASAMAN, Hamdi : **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, İstanbul, Kazancı yay., 1992. (*Borsa*)

YASAMAN, Hamdi : “Şirketlerin Birleşme ve Bölünmeleri”, **Bilgi Toplumunda Hukuk – Ünal Tekinalp’e Armağan**, C. I, İstanbul, Beta yay., 2003.

- YASİN, Melikşah : **Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri**, Ankara, Seçkin yay., 2002. (*Sermaye Piyasası Kurulu*)
- YASİN, Melikşah : **Uygulama ve Yargı Kararları Işığında Özelleştirmenin Hukuki Rejimi**, İstanbul, Beya yay., 2006. (*Özelleştirme*)
- YAVUZ, Cevdet : **Satıcının Satılanın (Malın) Ayıplarından Sorumluluğu**, İstanbul, Beta yay., 1989.
- YILDIRIM, Abdurrahman : “Çağrıda Bulunmada Madalyonun Öteki Yüzü”, **Sabah Gazetesi**, 02.06.2005.
- YILDIRIM, Ali Haydar / KOLOTOĞLU, Olcay : **Anonim Ve Limited Şirketlerin Kuruluşu – Tasfiyesi Birleşmesi Devri Nevi Değişikliği Bölünme ve Hisse Değişimi (4884 Sayılı Kanunla Yapılan Değişiklikleri İçeren)**, 2. Bası, Ankara, Yaklaşım yay., 2003.
- YILDIZ, Şükrü : **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi**, Ankara, Seçkin yay., 2004. (*Eşit İşlem*)
- YILDIZ, Şükrü : **Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı**, İstanbul, Beya yay., 1996.
- Communication From The Commission To The Council And The European Parliament, **Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward**, 21.05.2003, COM (2003) 284 final, s. 7.
- (Çevrimiçi) http://www.oib.gov.tr/program/uygulamalar/yillara_gore.htm, 06.10.2008.
- (Çevrimiçi)<http://www.anayasa.gov.tr/eskisite/KARARLAR/IPTALITIRAZ/K1996/K1996-41.htm>, 15.05.2009.
- OECD Principles of Corporate Governance-Annotations, (Çevrimiçi) <http://www.oecd.org/daf/governance/principles.htm>, 14.03. 2001 ve 10.02.2005.
- The Temporary National Economic Committee, **Bureaucracy and Trusteeship in Large Corporations**, Washington, US Government Printing Office, 1940.

Tolley's Company Acquisitions Handbook, A Comprehensive guide to the legal, tax, accounting and strategic aspects of UK acquisitions, Sixth ed., Tolley pub., Croydon, 2001.

I. Uluslar arası Ticaret Hukuku Sempozyumu, Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması, ed. by Erol ULUSOY, İstanbul, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi yay., 2008.

ÖZGEÇMİŞ

30.10.1977 tarihinde İstanbul'da doğdum. İlköğretimimi İzmit'te 28 Haziran İlkokulu'nda tamamladıktan sonra girdiğim Kocaeli Anadolu Lisesi'nden 1995 yılında mezun oldum. Aynı yıl başladığım İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi'nden 1999 yılında okul ikincisi olarak mezun olmamın ardından, İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk anabilim dalı yüksek lisans programını 2002 yılında "Kurumsal Yönetim" konulu yüksek lisans teziyle tamamladım. Aynı yıl İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk anabilim dalında bu kez doktora eğitimime başladım. 2004 yılında "Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi" konulu çalışmamın ikinci basısı ile Çağa Hukuk Vakfı ödülünü kazandım. Halen 2000 yılının Aralık ayında girdiğim İ.Ü. Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku anabilim dalında araştırma görevlisi olarak çalışmaktayım.